



资本货物/工业

新联电子 (002546)

## 投资“智能电网”用电环节，首推新联电子

## ——新联电子研究更新报告

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

S0880511010009

## 本报告导读:

智能电网用电侧改造率先启动，行业维持 30% 增长。公司作为龙头，通过上下游布局 and 精细化、模块化生产，预计将超过行业增速发展。低估值和成长性凸显投资价值。

**投资要点:**

- 用电侧改造率先启动，通讯终端市场未来四年景气上行。根据国家电网规划，2014 年实现用电信息采集系统全覆盖，“十二五”期间设备投资达 532 亿元，比“十一五”增长了七倍。未来发展重点将向着公网终端和广大内陆地区倾斜，综合考虑南网和农网市场，预计行业增速 30%。
- 230M 专网市场格局稳定，公网份额有望继续提升，上游布局的规模效应体现，有助公司超越行业增长。公司是 230M 专网龙头，市占率高达 30% 并与其他两家企业形成寡头垄断，预计未来行业格局稳定。公网终端普及率低于专网，通过前期抢占上游主站建设，为后续终端设备招标打下基础。公司是细分行业龙头，综合实力突出，未来可充分受益行业发展并期待超越平均的表现。
- 普及用电信息采集系统是开展阶梯电价收费，实现电力负荷控制和搜集用电数据的基础条件，有助于更好理解终端用户用电习惯、合理分配资源。
- 看好公司中长期投资价值，短期利好尤存。2010 年订单增长良好，预计结转至 2011 年订单大幅增加，直接影响一季报业绩超预期，同比增速有望达到 100%。
- 盈利预测和投资建议：我们预测 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.98 元、1.38 元和 1.93 元，目前股价（3 月 4 日收盘）对应 11 年 PE 不足 30 倍，已具备一定安全边际。依托行业发展，公司具备成长性和低估值防御性，强烈建议“增持”，并给予 53 元的目标价。

| 财务摘要 (百万元)  | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 183.51 | 215.16 | 304.76 | 432.76 | 611.06 |
| (+/-)%      | 24.28% | 17.25% | 41.64% | 42.00% | 41.20% |
| 经营利润 (EBIT) | 56.05  | 60.91  | 94.72  | 135.59 | 189.42 |
| (+/-)%      | 16.74% | 8.68%  | 55.51% | 43.15% | 39.70% |
| 净利润         | 45.89  | 49.32  | 82.35  | 115.51 | 162.31 |
| (+/-)%      | 16.62% | 7.49%  | 66.97% | 40.27% | 40.52% |
| 每股净收益 (元)   | 0.55   | 0.59   | 0.98   | 1.38   | 1.93   |
| 每股股利 (元)    | -      | -      | -      | -      | -      |

| 利润率和估值指标    | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E  | 2012E  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 经营利润率 (%)   | 26.9% | 28.2% | 31.1% | 31.3%  | 31.0%  |
| 净资产收益率 (%)  | 35.5% | 27.6% | 8.60% | 10.70% | 13.20% |
| 投入资本回报率 (%) | 66.6% | 57.4% | 25.0% | 19.7%  | 24.7%  |
| EV/EBITDA   | 55.1  | 44.3  | 37.0  | 28.2   | 19.1   |
| 市盈率         | 73.7  | 68.7  | 41.4  | 29.4   | 21.0   |
| 股息率 (%)     | -     | -     | -     | -      | -      |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 首次

目标价格: 53.00

上次预测:

当前价格: 40.55

2011.03.08

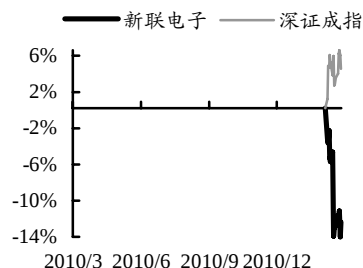
## 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 39.51-46.92 |
| 总市值 (百万元)        | 3,406       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 84/17       |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 20%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 0           |
| 日均成交值 (百万元)      | 0           |

## 资产负债表摘要

|            |      |
|------------|------|
| 股东权益 (百万元) | 219  |
| 每股净资产      | 2.61 |
| 市净率        | 15.5 |
| 净负债率       | 8%   |

## 52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M |
|--------|-----|-----|-----|
| 绝对升幅   | 0%  | 0%  | 0%  |
| 相对指数   | -8% | -4% | -4% |

## 相关报告

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| 《N 新联公司 2011-02-16 调研提纲》 | 2011.02.11 |
| 《看好用电智能化发展，看好新联电子》       | 2011.01.19 |

## 1. 板块分析框架调整，公司投资价值凸显

**估值优势逐步得到重视：**近期市场向价值投资回归，使得被认为“普遍估值偏高”的电气设备板块走势疲弱。我们在 2011 年投资策略中强调板块将呈现分化，受重点项目进入建设周期影响，市场将更关注业绩增长和企业经营本身，价值投资的框架会更多融入我们的策略分析和选股。

**行业特点决定成长性仍被关注：**电气设备行业发展核心动力来自于以“两网”为代表的政府投资，长周期（或弱周期）特性使得在宏观景气下行或走势不明朗时板块具有“避风港”的作用，而“十二五”期间行业将受投资拉动继续处于上行阶段。这些特性决定了板块投资仍以成长为主轴，相比 2010 年对热点的过度炒作，未来的“成长”应关联企业经营订单和业绩兑现。

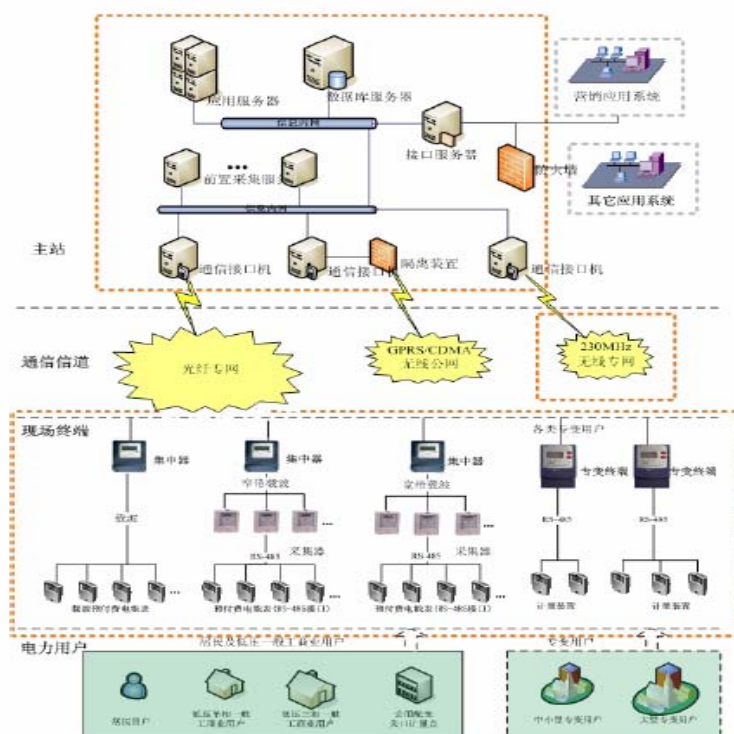
基于我们对市场和板块投资特点的判断，推荐“智能电网”用电环节优势企业新联电子（002546），并依照上述逻辑框架分析投资要点。

## 2. 股价已现安全边际，业绩增长锁定中长期投资价值

### 2.1. 领先“智能电网”其他环节，用电侧建设步入高速成长期

公司生产全套用电信息采集系统，包括主站、通信设备和现场终端，其中通讯设备收入占比超过 80%。

图 1 用电信息采集系统物理结构图



资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

通过引入用电信息采集系统，对配电变压器和终端用户用电数据进行采集和分析，实现用电监测、负荷管理、线损分析、自动抄表等功能。

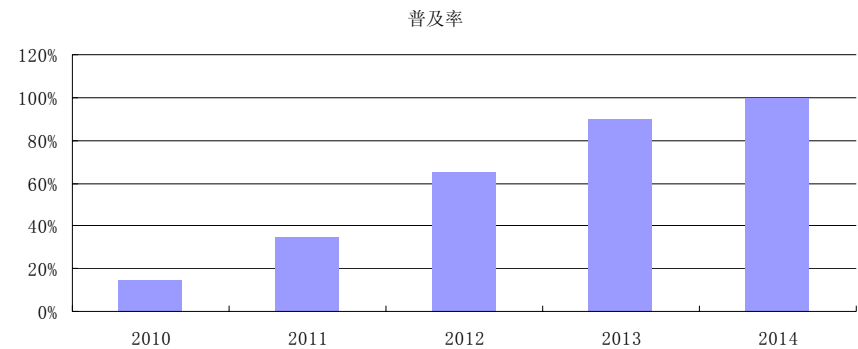
根据国家电网的发展规划，“十二五”智能电网将进入全面建设阶段，其中用电侧由于技术更成熟、市场培育更完善，投资和招标进度领先其他五个环节。

以用电信息采集系统的现场终端——智能电表为例，国网 2010 年初计划招标 3500 万只，全年实际完成 4536 万只，超出计划约 30%。我们认为，用电侧的“智能化”改造已率先展开，细分行业在未来 3 年内处于景气上行周期，年均增速约 30%。

对行业发展的观点，主要从规划覆盖率和投资增长的角度得出：

**到 2014 年实现全覆盖目标：**根据国网规划，2010 年用电信息采集系统覆盖率达到 15%，2014 年底达到 100%，在“十二五”期间对直供直管区域内所有用户实现“全覆盖、全采集、全费控”。

图 2 国网计划在 3~4 年内完成系统全覆盖



数据来源：国泰君安证券研究

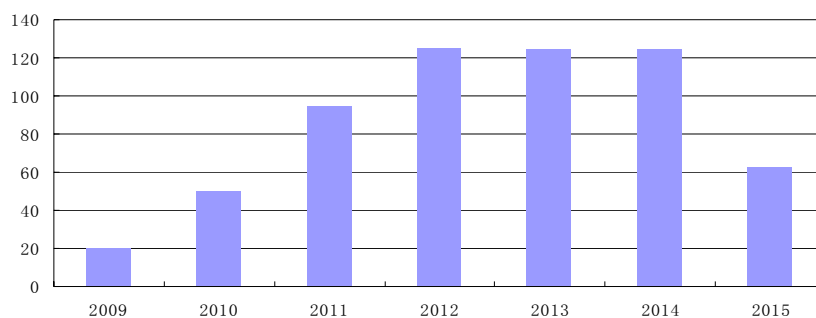
从我们了解的情况，2010 年各省基本完成 15% 的覆盖要求，而 230M 专网建设受上半年六部委《电力需求侧管理办法》（后简称《管理办法》）制定的影响进度推迟。预计 2011 年将弥补 2010 年缺口，230M 专网增速有望超预期。

与国网相比，南网和农村电网用电信息采集系统普及时间短，覆盖率低，容量合计约是国网的 50%。目前南网正积极制定各项标准，农网划归国网直属后也将加大用电侧改造力度。预计南网和农网的潜在增速高于平均，成为未来设备商发展的重点市场。

综合考虑未来 4 到 5 年专网终端年均需求 22.5 万台，公网终端年均需求 90 万台，预计公司 10 年销售专网设备约 2.4 万台，公网设备约 6 万台，占比均不超过 11%，行业发展空间巨大，短期不存在天花板效应。

**相比“十一五”，未来五年投资增长近 7 倍：**“十一五”期间，国网对用电信息采集系统的投资不足 70 亿元，到了“十二五”将升至 532 亿元。

图 3 国网采集系统终端设备投资

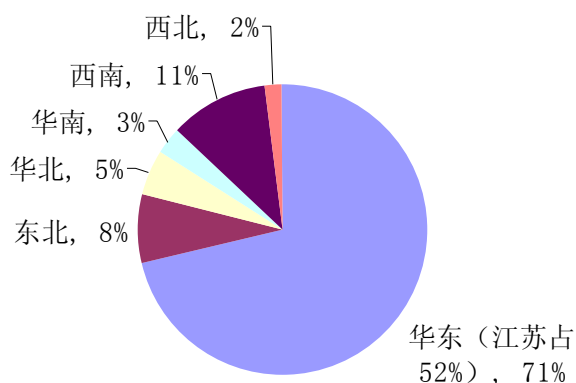


数据来源：国泰君安证券研究

在全套用电信息采集系统中，终端电表的招标建设进度是最快的，2010 年实际完成量超过年初计划 30%，且在全国推广进度较为平均。

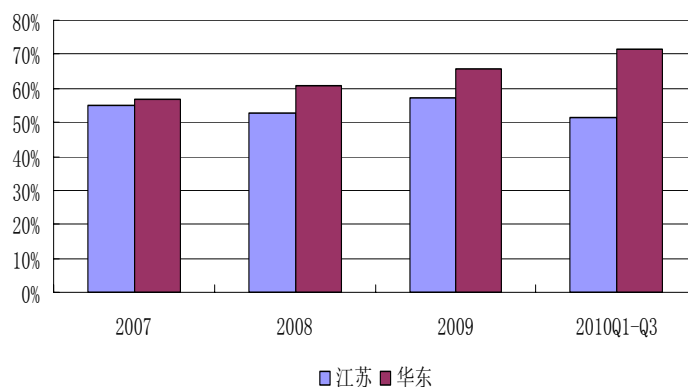
通讯终端则存在明显区域差异，东部沿海发达地区开展时间早、普及率高。以江苏省为例，全省用电量占全国的十分之一，近三年对通讯终端招标约占到总量的 60%，2011 年用电侧改造投资仍将维持 25%以上增长。

图 4：2010 年前三季度收入按地区分布



数据来源：国泰君安证券研究

图 5：2007-2010 年 Q3 江苏和华东收入占比



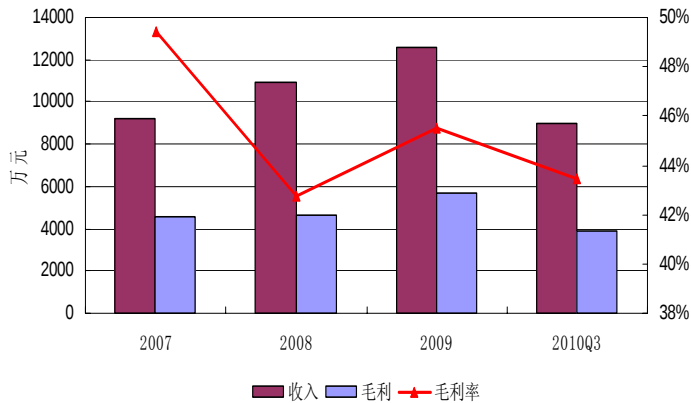
数据来源：国泰君安证券研究

我们预计进入“十二五”后区域发展差异将逐步得到改善，行业整体维持 30%增长，并呈现产品结构和地理区块的调整：发展重点从 230M 专网向公网终端转移；从东部沿海地区向广大内陆省份转移。

在智能电网各环节中，用电侧改造启动时间早、发展速度快，行业整体处于景气上行周期。公司作为全套用电信息采集系统供应商，领导通讯终端设备发展，必将充分受益智能电网建设。

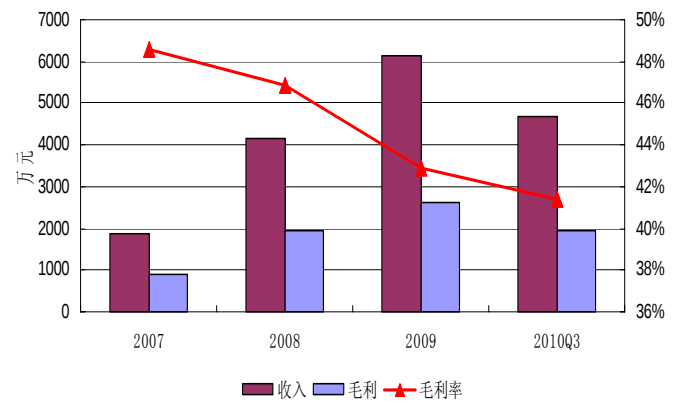
我们认为，相比智能电表行业的完全竞争和纳入国网招标体系后的价格下降，通讯终端市场仍凭借技术和定制化需求等壁垒维持稳定盈利，整体建设进度略滞后于电表，2011 年有望迎来爆发式增长。这使得公司成为投资智能电网用电环节最佳标的。

图 6: 230M 专网收入增长和毛利变化



数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

图 7: 公网设备收入增长和毛利变化



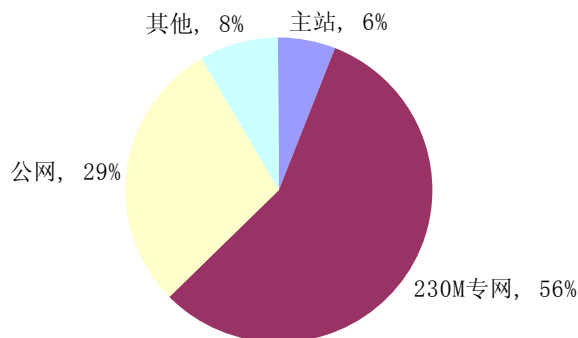
数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

目前整体毛利率呈现逐步稳定趋势, 预计专网设备有望维持 43% 左右; 公网市场竞争激烈, 毛利率仍有下降空间, 预计稳定在 40% 以上。

## 2.2. 需求引导变革, 先发优势助超越行业增长

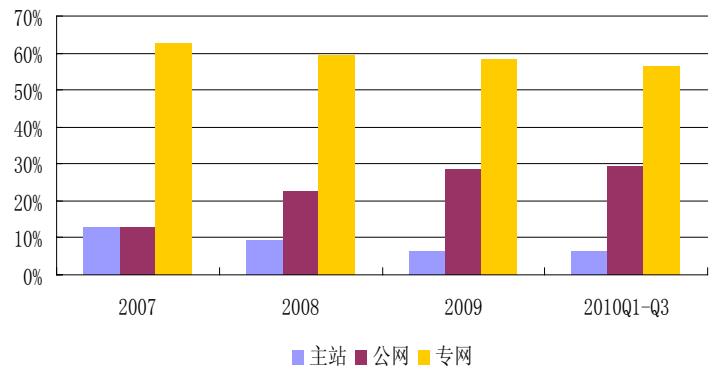
公司以通讯技术起家, 目前提供包括主站、通讯信道和现场终端的全套产品。其中通讯终端收入占比超过 80%, 公司参与了行业外观模具标准的制定。与其他竞争者相比, 具有产品齐全、行业经验丰富、市场地位领先等特点。

图 8: 2010 年前三季度收入组成



数据来源: 国泰君安证券研究

图 9: 2007-2010 年 Q3 主要产品收入占比变化



数据来源: 国泰君安证券研究

上游参与主站和通讯基站建设, 为将来引导用户对后续终端设备的选择打下基础。目前主站产品中标包括北京、辽宁和江苏的采购, 累计市占率位居行业前两; 230M 专网机站的份额更是超过 50%。

公司未来发展将继续以通讯终端设备为主。自 2006 年以来参与了全国各省网级电力公司 (除新疆外) 230M 专网终端的大部分招标, 平均占有率超过 23%。若考虑各市电力公司自主订货情况, 公司市场份额接近 30%, 在行业内居于龙头地位。细分市场格局相对稳定, 上海协同科技、上海华冠电子和本公司形成寡头垄断。

表 1: 近三年 230M 专网终端全国省网招标市场占有率

| 年份      | 全国省网招标数 (台) | 中标数 (台) | 市场占有率  |
|---------|-------------|---------|--------|
| 2007 年  | 39,271      | 8,763   | 22.31% |
| 2008 年  | 54,549      | 12,383  | 22.70% |
| 2009 年* | 56,689      | 14,674  | 25.88% |

数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

相比专网的寡头垄断, 公网市场呈现竞争激烈、集中度低的态势。主要竞争对手包括从下游电表产品发展而来的企业, 如科陆电子 (002121)、浩宁达 (002356)。我们认为公司依靠通讯技术优势, 能更好地理解客户需求, 满足定制化要求。

公司目前市占率近 10%, 收入规模从 2007 年的 1879 万元增长到 2009 年的 6123 万元, 年化复合增长率约 80%; 按照销售数量计算, 年化复合增长率超过 120%。预计 2010 年公网产品收入增长接近 70%, 依托在通信领域技术积累和在用电信息采集系统市场的渠道优势, 公司计划到 2015 年实现 30% 的份额。

图 10: 公网终端销量增长 (台) 和增速

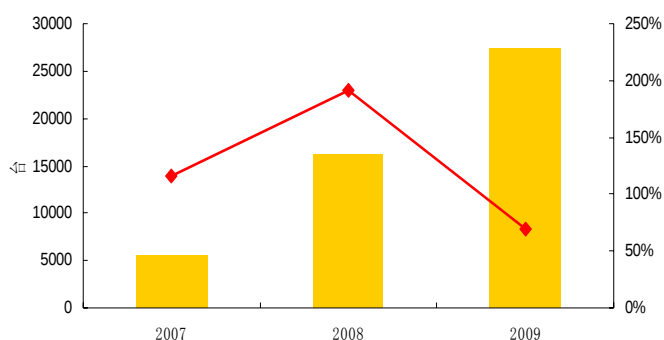
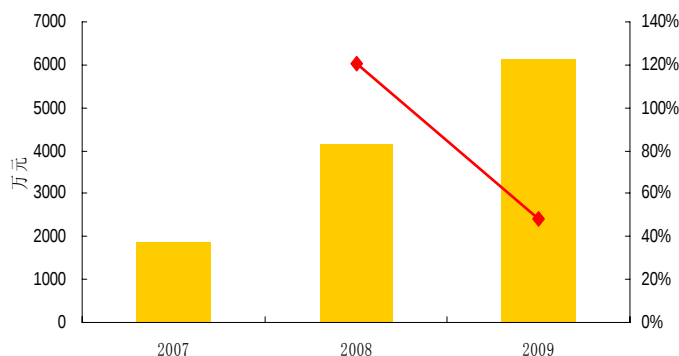


图 11: 公网终端销量增长 (万元) 和增速



数据来源: 国泰君安证券研究

数据来源: 国泰君安证券研究

我国用电侧采集系统存在结构失衡, 专网终端普及率远高于公网终端。

表 2: 2008 年国网用户用电信息采集覆盖情况表

| 分类  | 合计     | 专变用户   |         | 居民及低压一般工商业用户 |          |          | 公用配变  |
|-----|--------|--------|---------|--------------|----------|----------|-------|
|     |        | 大型专变用户 | 中小型专变用户 | 三相一般工商业户     | 单相一般工商业户 | 居民户      |       |
| 总数  | 17,353 | 89.0   | 66.9    | 1,472.5      | 181.9    | 15,542.7 | 142.1 |
| 覆盖数 | 775.4  | 47.4   | 7.0     | 179.2        | 8.8      | 533.1    | 8.2   |
| 覆盖率 | 4.5%   | 53.2%  | 10.5%   | 12.2%        | 4.8%     | 3.4%     | 5.8%  |

数据来源: 国泰君安证券研究、招股意向书

受 2010 年上半年专网招标滞后的影响, 2011 年 230M 专网市场增速有望超预期; 综合考虑潜在容量, 我们认为公司公网终端仍将维持 50% 以上增长, 成为拉动业绩的主要动力。

### 3. 投资分析

#### 3.1. 政策、规划促进行业发展，龙头企业充分受益

根据国家电网规划，用电信息采集系统到 2010 年普及率达 15%，2011 年达 35%，2012 年达 65%，2013 年到 90%，2014 年实现全覆盖。

针对 230M 专网，2010 年 11 月发改委、电监会等六部委联合印发了《电力需求侧管理办法》，自 2011 年 1 月 1 日起，“电网企业负荷监测能力达到本地区最大用电负荷的 70%以上，负荷控制能力达到本地区最大用电负荷的 10%以上，100kVA 及以上用户全部纳入负荷管理范围。”随着实施细则的出台，230M 专网将加速在全国的普及和推广。

未来开展阶梯电价收费、用电负荷控制及用电信息收集都需要发展用电信息采集系统，相关政策规划正是出于智能电网改造需求而制定的，未来有望得到持续的推进。

**考虑设备企业收入确认时延，我们认为上游行业将在未来 4 年内维持 30%以上增长。**

230M 专网技术门槛相对较高，行业呈现寡头垄断的局面，未来设备普及将使得龙头最受益。公司市占率超过 30%，行业地位领先，预计专网收入增速将同步细分行业。受 2010 年招标延迟的影响，2011 年产品收入贡献有望超预期，我们保守估计增速在 35%左右。

公网设备普及率低，行业竞争激烈，公司比较优势体现在：通讯技术实力雄厚，上游产品分布广泛带动下游终端设备销售，参与多项行业标准制定先发优势明显。

公司 2006 年进入公网设备招标，2006 年至 2009 年细分产品收入复合增长率高达 80%，2010 年预计接近 70%。未来除了享受行业 30%的增长，公司计划到 2015 年达到 30%的市场占有率，则细分产品收入年化增速需超过 60%。

采集器 2010 年开始贡献收入，中标江苏省 9 万台设备约 5580 万元，于年内基本确认完毕。

表 3: 公司产品收入预测

| 单位(万元)  | 2009A  |     | 2010E  |     |     | 2011E  |     |     | 2012E  |     |     |
|---------|--------|-----|--------|-----|-----|--------|-----|-----|--------|-----|-----|
|         | 收入     | 占比  | 收入     | 占比  | 增速  | 收入     | 占比  | 增速  | 收入     | 占比  | 增速  |
| 主站      | 1,341  | 6%  | 1,341  | 4%  | -   | 1,609  | 4%  | 20% | 1,931  | 3%  | 20% |
| 230M 专网 | 12,553 | 58% | 12,553 | 41% | -   | 16,947 | 39% | 35% | 22,369 | 37% | 32% |
| 公网      | 6,123  | 28% | 10,085 | 33% | 65% | 15,329 | 35% | 52% | 23,299 | 38% | 52% |
| 采集器     | -      | -   | 5,000  | 16% |     | 7,550  | 17% | 51% | 11,476 | 19% | 52% |
| 其他      | 1,498  | 7%  | 1,498  | 5%  | -   | 1,798  | 4%  | 20% | 2,032  | 3%  | 13% |
| 合计      | 21,515 |     | 30,477 |     | 42% | 43,232 |     | 42% | 61,107 |     | 41% |

数据来源：国泰君安证券研究

需要指出的是，我们的预测没有考虑超募资金投向，对公网终端的增速预计也低于公司 2015 年 30% 市占率目标所对应的年均 60% 增长，未来有继续调高盈利预测的空间。

### 3.2. 安全边际已现，短期看好季报行情

根据我们的预测，2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.98 元、1.38 元和 1.93 元，目前股价为 40.55 元（3 月 4 日收盘价），对应 10 年和 11 年 PE 分别为 41 倍和 29 倍，股价存在一定安全边际。

我们再提请注意公司作为“智能电网”用电环节标的的稀缺性，与下游智能电表相比，通讯终端市场启动迟、盈利能力相对稳定、各地自主招标模式有利于优势企业整合市场和扩大份额。

考虑到近期市场特点和公司内在投资价值，强烈建议“增持”，目标价 53 元，对应 2011 年 38 倍市盈率。

短期触发因素包括：

- **一季报超预期。**2010 年全年订单增长良好，预计结转至 2011 年订单大幅增加，直接影响一季报业绩超预期，同比增速有望达到 100%。
- **专网设备《管理办法》制定实施细则，阶梯电价收费通过审批并加速推广。**

**作者简介:****刘骁（贡献作者）:**

010-59312823

liuxiao009336@gtjas.com

**康凯:**

S0880511010009

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |