



资本货物/工业

新联电子 (002546)

高送配、高增长、高收益

——新联电子 (002546) 中报点评

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

编号 S0880511010009

## 本报告导读:

公布 2011 年中报, 收入和净利润同比增加 93% 和 77%, 拟每 10 股转增 10 股。受益用电侧智能化改造, 细分产品均维持高增长, 地区销售不均的问题逐步得到改善。

## 事件:

- 发布 2011 年中报, 实现收入和净利润 1.49 亿元和 3693 万元, 分别同比增加 93% 和 77%, 对应 EPS 0.44 元。公司拟每 10 股转增 10 股, 有助提高二级市场的流动性, 利好股价。
- 用电信息采集系统建设高峰已至, 行业发展提供业绩保障。根据国家电网的发展规划, 2011 年和 2012 年设备招标量同比增长 34% 和 50%。行业进入发展高峰, 公司作为细分市场龙头有望维持领先增速。
- 收入规模扩大将是细分产品齐头并进、地区销售逐步均衡的过程。中报分产品看, 主站、230M 专网和公网终端分别增长 129%、51% 和 39%, 2010 年上半年没有采集器收入, 而今年同期实现了 3381 万元。同时华东地区销售占比下降至 51%, 华南、华北、西北和西南地区增速均超过 100%, 体现公司市场开拓顺利。
- 在 2011 年实现销售收入 4.3 亿元且净利润达到 1.2 亿元时, 将超过净利润 1.2 亿元以上的部分提取 15% 作为对高级管理人员和中层管理干部人员的奖励。这部分现金奖励有助于充分调动管理层积极性, 同时计入当期费用也将影响 2011 年利润增速。
- 受传统输变电行业投资放缓和成本压力影响, 设备生产企业面临中报业绩不达的风险, 我们认为在目前市场条件下, 对于预期稳定、增速较快的公司市场会给予特别关注。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.47、2.37 和 3.10 元, 给予“增持”评级, 上调目标价至 59 元, 对应 11 年 PE 40 倍。

- 用电信息采集系统建设高峰已至, 行业发展保障业绩增长。根据国家电网的发展规划, 2010 至 2014 年普及率分别为 15%、35%、65%、90% 和 100%, 对应 2011 年至 2013 年行业招标量同比增速为 34%、50% 和 -17%, 可以看出建设高峰出现在 2011 年和 2012 年。综合考虑订单确认时延, 我们认为 2013 年也将维持相对稳定增长。

公司尚存超募资金 4.5 亿元, 未来通过外延式发展有望解决 2013 年后增长问题。我们看好公司管理团队市场开拓和成本控制能力。在配用电环节, 如何提高生产效率、降低成本并有效实现市场横向延伸是核心竞争力体现, 公司过往表现优异。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 59.00

上次预测: 53.00

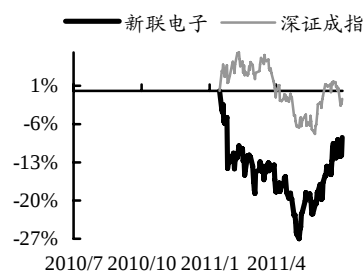
当前价格: 41.89

2011.07.28

## 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 33.32-46.92 |
| 总市值 (百万元)        | 3,519       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 84/21       |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 25%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 1           |
| 日均成交值 (百万元)      | 23          |

52 周内股价走势图



## 相关报告

- 《管理层激励给力, 缺电创造行业发展机...》  
2011.06.07
- 《季报超预期, 更突出“攻守兼备”特性》  
2011.04.07
- 《投资“智能电网”用电环节, 首推新联...》  
2011.03.08
- 《看好用电智能化发展, 看好新联电子》  
2011.01.19

表 1: “十二五” 国家电网用电信息采集建设规划

|             | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 覆盖率 (%)     | 15%  | 35%  | 65%  | 90%  | 100% |
| 年内新增的占比 (%) | 15%  | 20%  | 30%  | 25%  | 5%   |

数据来源: 国泰君安证券研究

- 2011 年: 专网补招标促增长超预期、公网推广进度如期、采集器产能逐步释放。中报分产品收入增长, 主站、230M 专网和公网终端分别增长 129%、51%和 39%, 2010 年上半年没有采集器收入, 而今年同期实现了 3381 万元。

受相关部委制定 230M 专网终端推广指导意见的影响, 2010 年上半年招标几乎停滞, 需求部分延至 2011 年。相比往年上半年招标较少的特点, 2011 年专网招标启动早。同时, 募投 30 万台采集器产能逐步释放将贡献业绩增量。

图 1: 2010 年收入构成

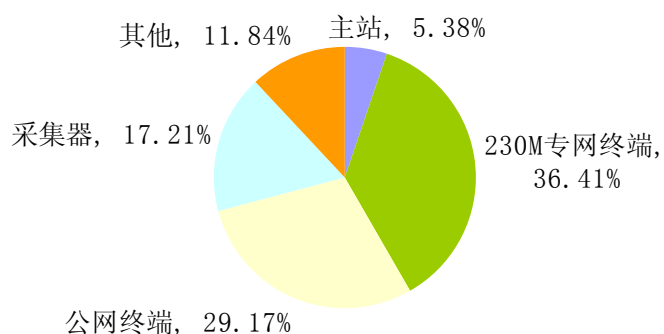
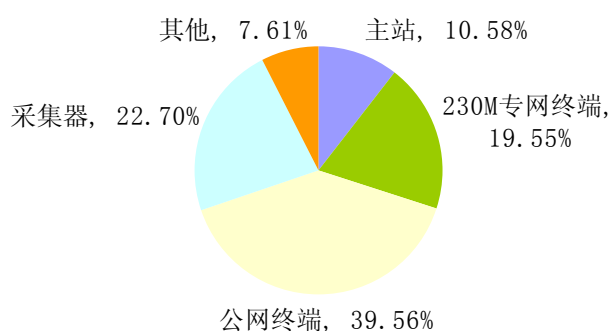


图 2: 2011 年中期收入构成



数据来源: 国泰君安证券研究

数据来源: 国泰君安证券研究

2010 年公司收入的 66.11%集中在华东地区, 主要由于以江苏为代表的华东区普及用电信息采集系统较早, 其连续三年招标量约占全国的 60%。2011 年全国其他地区建设进度加快, 公司收入的地理分布不均得到缓解, 也体现了突出的市场开拓能力。

未来公司收入规模增长将体现为细分产品齐头并进、地区销售逐步均衡的过程。

图 3: 2007-2011H1 华东地区收入占比

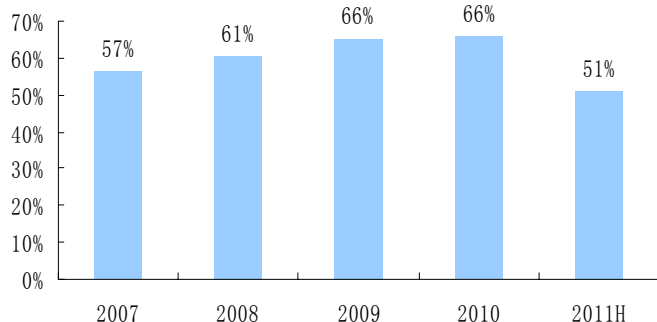
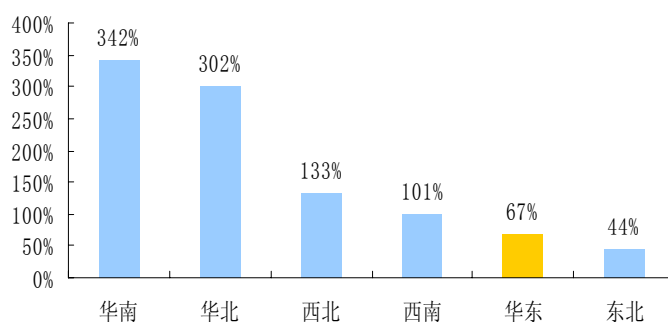


图 4: 2011H1 分地区收入增长



数据来源: 国泰君安证券研究

数据来源: 国泰君安证券研究

- 在 2011 年实现销售收入 4.3 亿元且净利润达到 1.2 亿元时,将超过净利润 1.2 亿元以上的部分提取 15% 作为对高级管理人员和中层管理干部人员的奖励。这部分现金奖励有助于充分调动管理层积极性,同时计入当期费用也将影响 2011 年利润增速。我们综合对行业发展、公司费用控制、毛利率下滑和管理层激励的分析,预测收入和净利润增长如下表。

表 2: 2011 年至 2013 年收入预测

| (单位: 万元) | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 主站       | 1,641  | 3,610  | 7,220  | 9,386  |
| 增速       |        | 120%   | 100%   | 30%    |
| 230M 专网  | 11,095 | 16,643 | 24,132 | 28,958 |
| 增速       |        | 50%    | 45%    | 20%    |
| 公网终端     | 8,888  | 12,443 | 19,287 | 24,108 |
| 增速       |        | 40%    | 55%    | 25%    |
| 采集器      | 5,245  | 12,063 | 21,111 | 27,444 |
| 增速       |        | 130%   | 75%    | 30%    |
| 其他       | 3,607  | 4,328  | 5,194  | 5,713  |
| 增速       |        | 20%    | 20%    | 10%    |
| 合计       | 30,476 | 49,088 | 76,944 | 95,611 |
| 增速       |        | 61%    | 57%    | 24%    |

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3: 2011 年至 2013 年净利润预测

| (单位: 万元) | 2010A | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------|-------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 8,288 | 12,278 | 19,921 | 26,002 |
| 增速       |       | 49%    | 62%    | 31%    |
| EPS      |       | 1.47   | 2.37   | 3.10   |

数据来源: 国泰君安证券研究

- 受益用电侧智能化改造,我们预计 2011 年至 2013 年复合增速约 47%。公司作为细分市场龙头,未来有望维持略超行业平均的增速,11 年至 13 年对应 EPS 分别为 1.47、2.37 和 3.10 元,目前股价 41.89 元 (2011 年 7 月 27 日收盘) 对应 11 年 PE 28 倍。

对于市场普遍担心 2013 年后增速放缓的问题,我们建议密切关注超募资金投向。在配用电环节,公司成本控制能力和市场开拓能力领先,比较优势助新业务迅速成长。

传统输变电行业受投资放缓和成本压力影响,相关设备生产企业面临中报业绩不达的风险,我们认为在目前市场条件下,对于预期稳定、增速较快的公司市场会给予特别关注。

同时,公司拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股,有利提升二级市场股票的流动性,短期利好股价。我们是市场最早关注公司的券商,并持续给予“增持”评级,上调 12 年和 13 年 EPS 至 2.37 元和 3.10 元,上调目标价至 59 元,对应 11 年 PE 40 倍。

**作者简介:****刘骁（贡献作者）:**

执业资格证书编号：S0880110110167

电话：010-59312823

邮箱：liuxiao009336@gtjas.com

电力设备行业研究员，清华大学电机系高电压工程硕士、电气工程及其自动化专业学士，2010年10月加入国泰君安证券。曾任职于新时代证券投资部和毕马威华振会计师事务所。

**康凯:**

执业资格证书编号：S0880511010009

电话：0755-23976023

邮箱：kangkai@gtjas.com

## 本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

### 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       |                              |                               |