

证券研究报告—新股发行

电力设备

林洋电子(601222)

合理价位: 17.09-21.30 元 发行价: 18.00 元

2011年8月8日

股票数据

总股本 (百万股) 290.0/60.0
 总市值 (百万元) 5,220.0/1,080.0
 沪深 300/深圳成指 2,626.42/11,701.76
 12 个月最高/最低 (元) 18.00/18.00

相关研究报告:

证券分析师: 杨敬梅

电话: 021-60933160

E-mail: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511030001

联系人: 余辉

电话: 0755-82130741-1843

E-mail: yuhui@guosen.com.cn

新股上市定价

老牌电能表制造企业

●公司是国内电子式电能表生产的排头兵

公司 2007 年至 2009 年市场占有率连续位于 10% 以上, 保持业内第一的位置。公司在电子式电能表生产领域的龙头地位, 使得其进军智能电表生产时具有先发优势, 在智能电表市场中竞争中占据有利地位。

●智能电表行业凸显发展机遇

“十二五”期间智能电网步入全面建设阶段, 在智能化设备投资中, 用电侧投资额为 782.1 亿元, 其中用电信息采集系统的投资额为 532.0 亿元, 由此带来国内智能表需求井喷; 海外掀起的智能电网建设浪潮将会带来更为广阔的智能电表市场需求, 促进企业出口。

●多项优势确保公司未来发展

技术研发实力雄厚, 参与行业标准制定有利于公司保持智能电表等市场的竞争优势; 非国网招标业务稳固, 有助于毛利润增加和分散客户过度集中的风险; 营销体系完善。

●新能源产品开发为公司业绩再添亮点

公司管理层曾创办林洋新能源, 对光伏行业非常熟悉。目前公司控股子公司上海美科与 Yago GmbH 等签订了 1 亿元的太阳能逆变器销售合同, 新能源产品开发销售是公司业绩增长的又一大亮点。

●风险提示

1. 电力行业投资波动, 智能电网建设放缓的风险。
2. 市场竞争加剧的风险。
3. 大客户依赖度过高的风险。

●合理价值在 17.75~21.30 元/股之间

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71、0.92 和 1.15 元。通过绝对估值与相对估值法的测算, 预计公司合理价值区间在 21.5~26.31 元/股, 对应 2011 年 PE 为 25-30 倍。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	986.79	1,140.24	1,642	2,028	2,540
(+/-%)	-7.31%	15.55%	44.04%	23.48%	25.27%
净利润(百万元)	158.86	177.39	205.1	266.2	332.6
(+/-%)	49.00%	11.67%	15.6%	29.8%	24.9%
每股收益 (元)	3.76	0.83	0.71	0.92	1.15
EBIT Margin	19.57%	17.95%	13.1%	13.8%	13.9%
净资产收益率 (ROE)	43.56%	30.22%	9.67%	11.27%	12.50%
市盈率 (PE)	4.79	21.82	25.5	19.6	15.7
EV/EBITDA	4.28	16.91	25.5	20.2	16.9
市净率 (PB)	2.09	6.59	2.46	2.21	1.96

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

内容目录	2
图表目录	3
合理价值区间：17.75~21.30 元/股	4
绝对估值：17.09~17.82 元/股	4
相对估值：17.75~21.30 元/股	5
公司简介	6
老牌电能表制造企业	6
股权结构情况	6
主营业务稳步扩张	7
智能电表产品受益于用电环节电力投资	8
“十二五”电力投资仍有大幅增长	8
电子式电表已成行业主流，渐向智能表演进	9
智能电网建设侧重用电侧，智能电表需求井喷	10
国外智能电表需求增长，拉动我国智能电表出口	11
需求激增促进产业集中度提高，有利行业长远发展	11
节能降耗政策促进用电管理智能终端的推广	11
公司竞争优势分析	11
电子式电能表领域排头兵，进军智能电表具备优势	11
非国网招标领域地位稳固，积极争取国网招标	12
新能源产品开发为公司业绩再添亮点	13
公司技术领先，参与行业标准制定	13
营销渠道完善，区域性管理强化竞争优势	15
财务指标分析	15
募投项目分析	16
盈利预测：11-13 年 EPS 为 0.71、0.92、1.15 元	17
盈利预测的主要假设	17
主要风险提示	19
附表 1：财务预测与估值	20
国信证券投资评级	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	4
表 2: 绝对估值的基本假设条件	4
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	4
表 4: 同类上市公司估值比较	5
图 1: 股权结构 (发行前)	6
表 5: 林洋电子发行前后的股权比例	7
图 2: 营业收入 (百万元) 与净利润增长	8
图 3: 主营业务收入构成 (百万元)	8
图 4: 主营业务毛利构成	8
图 5: 分类产品毛利率水平	8
图 6: 电网投资不断加大	9
图 7: 2009 年电能表销售比例分布	9
表 6: “十二五” 国网智能化规划 (单位: 亿元)	10
表 7: “十二五” 国家电网用电信息采集建设规划	10
表 8: 2009 年和 2010 年上半年国网招投标采购电表情况	10
表 9: 2009 年和 2010 年上半年国网招投标采购电表情况	12
图 8: 2009 年电能表销售比例分布	12
图 9: 2010 年和 2011 年前三批国网智能表招标中公司占比	13
图 10: 新能源产品预期销售收入 (百万元)	13
表 10: 获得的部分科技荣誉一览	14
表 11: 参与制定的行业标准一览	14
图 11: 公司报告期内研发费用和研发费用占比 (百万元)	14
图 12: 资产负债率	15
图 13: 应收账款周转率比较	15
图 14: 经营性现金流与净利润 (百万元)	16
图 15: 存货周转率比较	16
表 12: 募集资金及拟投资项目情况	16
表 13: 智能电表和终端产品产能严重不足	17
表 14: 分产品盈利预测	18
表:15: 利润预测表 (百万)	19

合理价值区间：17.75~21.30 元/股

绝对估值：17.09~17.82 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。考虑到智能电网及配网建设处于高景气周期，以及公司在智能电表行业的龙头地位和在新产品开发上的优势地位，我们认为，公司 11-13 年销售收入将保持较快的增长。对于 2013 年以后的收入增速，我们采取谨慎原则，假定增速逐步下降。永续增长率假设为 2.0%。我们依据 FCFF 法对公司进行估值，得到公司股价区间为 17.09-17.82 元/股，估值中枢为 17.45 元/股。

表 1：三阶段模型的主要假设

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
销售收入增长率	15.6%	44.0%	23.5%	25.3%	21.5%	21.9%	19.8%	20.6%	17.7%	15.8%	9.5%
营业成本 / 销售收入	65.3%	69.9%	69.2%	69.1%	69.7%	70.1%	70.8%	71.7%	71.8%	71.6%	71.9%
管理费用 / 销售收入	11.0%	10.50%	10.50%	10.50%	10.00%	10.00%	10.00%	9.50%	9.50%	9.00%	9.00%
所得税税率	17.06%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比例	8.68%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表 2：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	15%
无风险利率	3.29%	Ke	8.78%
行业平均 Beta	0.8	风险溢价	6.50%
公司市值 (E)	1700	E/(D+E)	93.92%
债务总额(D)	110	D/(D+E)	6.08%
Kd	7%	WACC	8.60%

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表 3：FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 （元/股）

19.42	8.6%	9.1%	9.62%	10.1%	10.6%
3.0%	18.21	17.82	17.45	17.09	16.74
2.5%	18.21	17.82	17.45	17.09	16.74
2.0%	18.21	17.82	17.45	17.09	16.74
1.5%	18.21	17.82	17.45	17.09	16.74
1.0%	18.21	17.82	17.45	17.09	16.74

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

相对估值：17.75~21.30 元/股

我们预测，公司 11-13 年摊薄后每股盈利分别为 0.71、0.92 和 1.15 元。结合电能表类上市公司三星电气、科陆电子、浩宁达的平均估值水平，我们试图对公司的合理价值做出正确判断。以 2011 年 8 月 4 日收盘价为基准，可比上市公司 10-12 年平均市盈率分别为 48、24、18 倍。

结合当前的市场情绪，考虑到公司在智能电表行业的龙头地位，我们给予公司 2011 年每股 25-30 倍的 PE，得到公司合理每股价格区间为 17.75~21.30 元。

表 4：同类上市公司估值比较

股票代码	股票简称	收盘价 0811	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601567	三星电气	18.81	0.99	0.86	1.01	19.57	22.63	19.27
002356	浩宁达	23.82	0.37	0.97	1.49	65.67	24.79	16.57
002121	科陆电子	13.72	0.49	0.58	0.80	61.24	24.52	17.63
平均						48.82	23.98	17.82

资料来源：win、国信证券经济研究所整理

综合相对估值和绝对估值的结果，我们认为公司合理的投资价值区间在 17.09~21.30 元/股。

公司简介

老牌电能表制造企业

公司主营产品包括：电子式电能表和用电信息管理系统及终端产品。其中电子式电能表包括单相电能表与三相电能表；用电信息管理终端及系统包括专变采集终端、公变配电监测终端和集中抄表终端。

公司在电能表生产领域市场份额占比位列第一，智能电表产能扩张积极进行中。

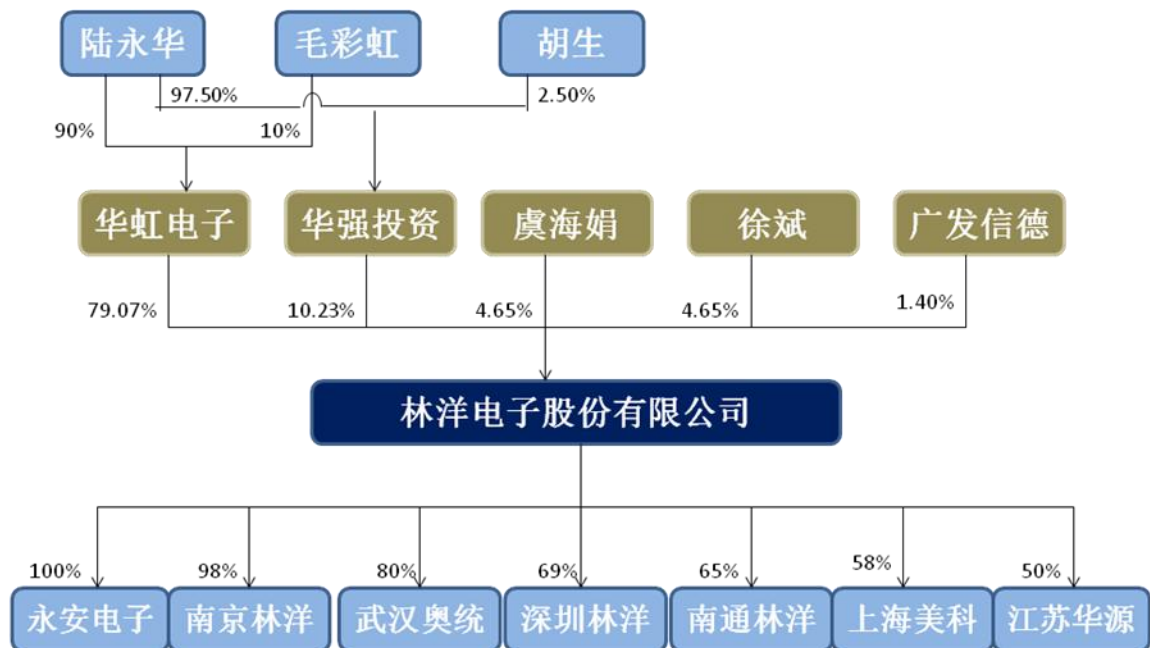
公司与林洋新能源颇有渊源，在新能源配套产品生产上具备配套优势。

股权结构情况

林洋电子的前身是南通林洋电子有限公司，成立之初的两大股东为香港棋港（60%）和启东计算机厂（40%）。

经几次股权转让和增资，华虹电子成为公司的大股东。2001 年 4 月 18 日，公司更名为江苏林洋电子有限公司时，华虹电子持股 75%，香港棋港持股 25%。2010 年 2 月 8 日公司整体变更为股份公司，陆永华先生持有林洋电子前两大股东华虹电子和华强投资 90%、97.5%的股份，是公司的实际控制人。

图 1：股权结构（发行前）



资料来源：招股说明书、国信证券研究所整理

本次拟向社会公众公开发行 7500 万股人民币普通股，发行后公司股本总额为 29000 万股，本次发行的股份占发行后总股本的 25.86%。本次公开发行前后的具体持股数和持股比例如下：

表 5:林洋电子发行前后的股权比例

	股东名称	发行前		发行后	
		持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例
有限售条件的股份	华虹电子	17000	79.07%	17000	58.62%
	华强投资	2200	10.23%	2200	7.59%
	徐斌	1000	4.65	1000	3.45%
	虞海娟	1000	4.65%	1000	3.45%
	广发信德	300	1.40%	300	1.03%
本次发行的流通股		—	—	7500	25.86%
总股本		21500	100.00%	29000	100.00%

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

主营业务稳步扩张

2008-2010 年营业收入分别为 1064.59、986.79 和 1140.24 百万元，净利润分别为 108.24、155.26 和 169.77 百万元。

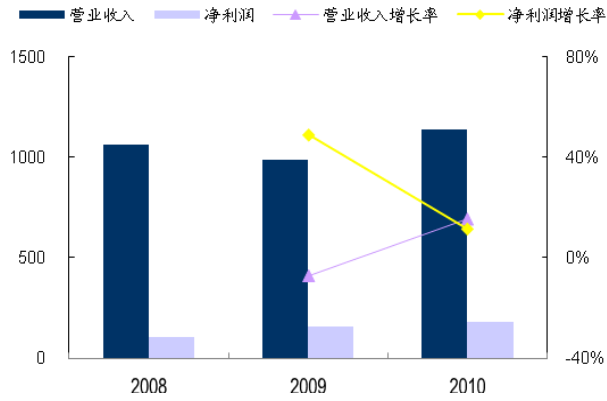
09 年的收入和净利润增速分别为-7.31%和 49%，收入下降而净利润上升的原因是采用委托加工的方式采购 PCB 模块降低了生产成本，毛利率有较大的增长。

10 年的收入和净利润增速分别为 15.55%和 11.67%，收入增幅较大主要是受益当年国网更换新设备，但国网低价招标的模式却也带来公司毛利率的下降，造成净利润增速下滑。

2011 年，国网考虑到低价招标对质量的负面影响，招标策略有所改变，预计毛利率将有一定的提升。

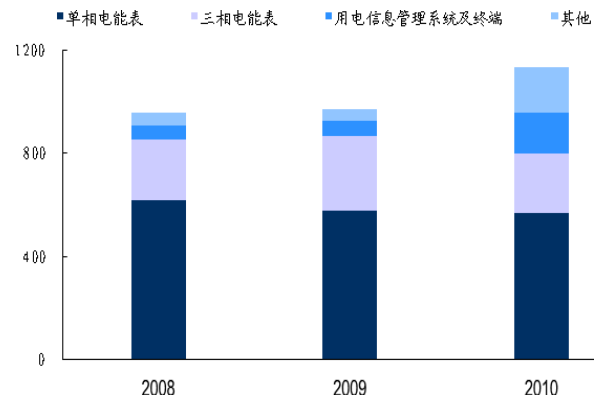
在电能表保持稳定的前提下，毛利率较高的用电信息管理系统及终端在 10 年增长明显，助推企业盈利能力的增强。业务发展多元化以及产品销售结构的不断优化有利于公司提升抗风险能力，保持业绩的长期稳定增长。

图 2: 营业收入 (百万元) 与净利润增长



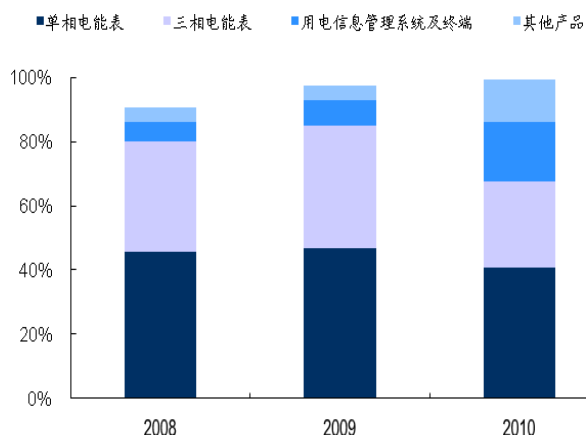
资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 3: 主营业务收入构成 (百万元)



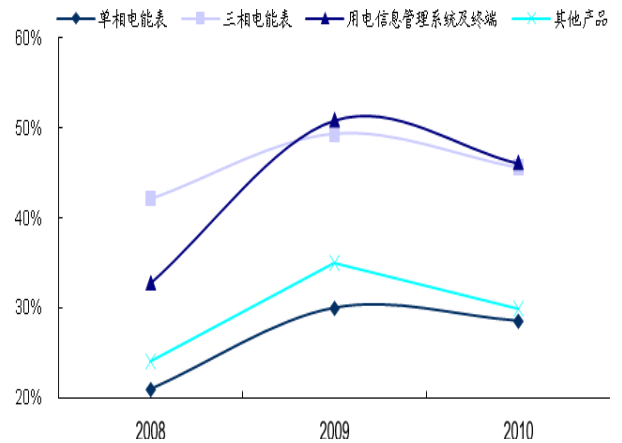
资料来源: 招股说明书、国信证券经纪研究所整理

图 4: 主营业务毛利构成



料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 5: 分类产品毛利率水平



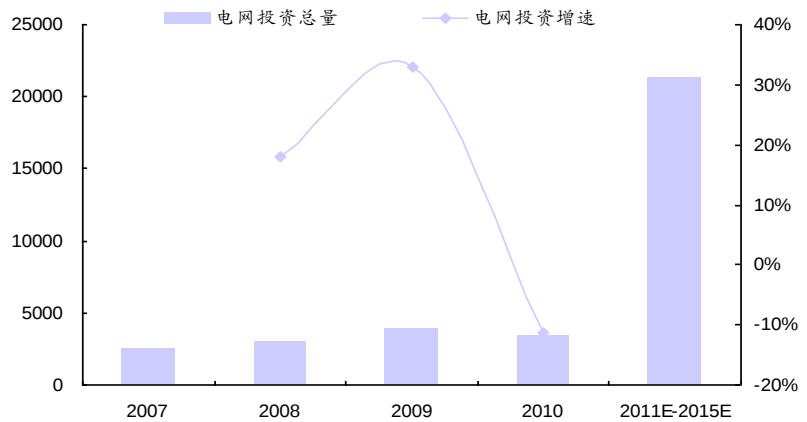
资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

智能电表产品受益于用电环节电力投资

“十二五”电力投资仍有大幅增长

未来 5 年, 电网投资总额约为 2.125 万亿元。其中, 国网公司投入约 1.7 万亿元, 南网公司投入约为 4250 亿元。相对于“十一五”期间的 1.5 万亿有较大幅度增长。

图 6: 电网投资不断加大



数据来源：中电联、国信证券经济研究所整理

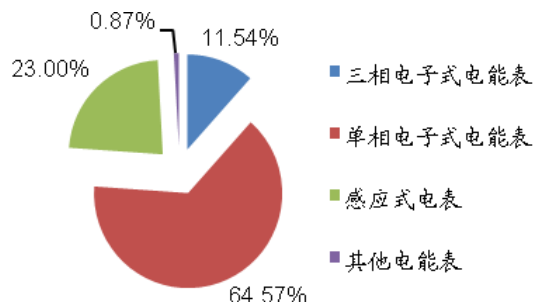
电子式电表已成行业主流，渐向智能表演进

电力仪表行业作为输变电产业链的最下游，属于电网的用电侧的用电信息采集系统。

电能表的发展经历了感应式电能表、电子式电能表和智能电能表三个阶段。

据中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会统计，2005 年电子式电能表产量达 4725 万台，首次超过感应式电能表产量，至 2009 年，电子式电能表和传统感应式电能表的市场份额占比分别为 76.11%和 23.0%，电子式电能表已经成为电能表市场的主流产品。

图 7: 2009 年电能表销售比例分布



数据来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

随着农网改造和智能电网建设的全面铺开，传统感应式电能表将进一步减少，电子式电能表已逐步向智能电能表转型，未来在传统电子式电能表产品上具有技术优势的规模化生产企业将通过参与技术标准制定、技术升级等渠道，在智能电能表市场展开新一轮竞争。

智能电网建设侧重用电侧，智能电表需求井喷

根据《国家电网公司“十二五”电网智能规划》披露，“十二五”期间我国智能化投资额为 2861 亿元，占当期电网投资的比重高达 16.83%。

我国智能电网的建设将分为三个阶段。09-10 年为局部试点规划阶段，11-15 年是全面建设阶段，16-20 年则是引领提升阶段。我国目前逐渐步入智能电网全面建设的阶段，计划到 2015 年初步形成以特高压为核心的坚强国家电网，到 2020 年基本建成坚强智能电网。

智能电网建设的加速直接引爆了智能化设备投资的需求。在智能电网的六环节中，用电环节的总投资位列第二，占比高达 27.34%，投资额为 782.1 亿元。用电环节的投资中用于信息采集系统建设的比例为 68%，投资额为 532.0 亿元。智能电表作为信息采集系统的终端，是智能化设备投资中的最大受益者。

表 6：“十二五”国网智能化规划（单位：亿元）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	“十二五”合计
发电	16.7	16.7	1.7	3.7	1.6	0.5
输电	16.4	18.6	18.5	18.8	18.2	90.6
变电	07.4	142.3	141	139.9	143.7	674.3
配电	58.2	5.8	92.9	40.8	46.	296.9
用电	11.3	160.2	177.8	89.2	13.6	782.1
调度	35.9	34.4	37	29.	31.3	166.3
通信信息	172.	187	66.5	149.1	135.4	810.5
合计	518.3	618.2	633.3	571.	52	2861.1

资料来源：国家电网公司、国信证券经济研究所整理

根据国家电网公司“十二五”用电信息采集建设规划：2010 年安装 3500 万只智能电能表，达到 15%的覆盖率；2011-2013 每年安装 5500 万只智能电能表；2014 年安装 2200 万只，年底达到 100%的“全覆盖、全采集、全费控”。2009 年和 2010 年的上半年国网通过招投标大量采购智能表，预计未来三年内将继续出现智能电表的需求高峰。

表 7：“十二五”国家电网用电信息采集建设规划

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
安装数（万只）	3500	5500	5500	5500	2200
覆盖率	15%	35%	65%	90%	100%

资料来源：国家电网公司、国信证券经济研究所整理

表 8：2009 年和 2010 年上半年国网招投标采购电表情况

	2009 年采购数 (百万块)	2010 年上半年采购数 (百万块)	合计 (百万块)
智能三相表	41.49	33.82	75.31
智能单相表	3.69	3.73	7.42
电子式三相表	3.75	5.62	9.37
电子式单相表	1.10	1.04	2.14

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

国外智能电表需求增长，拉动我国智能电表出口

在美国的带动下，大规模的全球性智能电网建设将带来智能电表更为广阔的市场需求，为我国电表生产企业出口智能电表创造了良好的市场条件。

据估计，全球范围内智能电表需求量将达到 20 亿台，其中美国 1.5 亿台、欧洲 3 亿台，此外加拿大、澳大利亚、新西兰也存在一定的智能电表需求。

国内智能电表集中规模招标的高峰期在 13 年前后，之后智能电表的需求将主要来源于已有普通电表的更新，需求开始回落。而海外智能电表市场的开拓将在一定程度上弥补这种国内市场需求的萎缩，有利于智能电表行业的稳定发展。

需求激增促进产业集中度提高，有利行业长远发展

中国的电能表行业企业数量较多，市场集中度不高。根据中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会统计数据显示，2008-2010 年上半年，行业前十名厂家的销售收入合计占全行业的 58.93%、63.21%、64.73%，市场集中度有提高的趋势。

在预期需求激增的情况下，龙头企业纷纷增发股票，募集资金，扩大产能，以抢占市场先机。这种情况下，行业内生产规模较小，市场竞争能力较弱的电能表生产企业其境况愈发艰难，这轮智能表的更新或将引起一场电能表行业的大洗牌。

同时，国网公司对智能电表实施的集中规模招标采购模式，也对投标企业提出了较高的资质要求，抬高了行业准入的门槛，有助于提高行业的集中度。

节能降耗政策促进用电管理智能终端的推广

国家节能降耗政策要求电力行业提高电力需求侧管理的水平。而用电管理智能终端能够对电力需求进行精确采集、计量与实时监控、分析，并对负荷进行控制，是提高电力需求侧管理技术与水平的重要保证，未来市场增长空间巨大。

根据现有规划，国网公司将在未来五年内建设完成电力用户用电信息采集系统，需要采购各类终端产品 1950 万台；同时考虑到，智能电表需要配套相应的终端产品，预计，未来我国用电管理智能终端的年市场需求量将超过 400 万台。

公司竞争优势分析

电子式电能表领域排头兵，进军智能电表具备优势

国内电子式电能表处于充分竞争状况，各企业市场占有率基本保持稳定，根据中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会资料统计，公司 2007 年至 2009 年市场占有率连续位于 10% 以上，保持业内第一的位置。

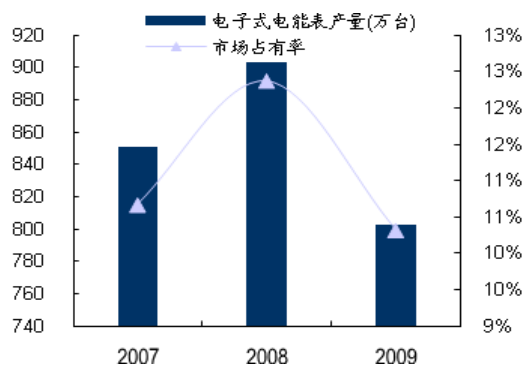
表 9: 2009 年和 2010 年上半年国网招投标采购电表情况

公司名称	2009 年		2009 年		2007 年	
	产量 (万台)	市场 占有率	产量 (万台)	市场 占有率	产量 (万台)	市场 占有率
江苏林洋电子股份有限公司	851.11	10.67	902.96	12.37%	702.4	10.32%
市场总产量	7975.0		7297.7		6809.4	

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司在电子式电能表生产领域的龙头地位，使得其进军智能电表生产时具有先发优势，可以快速通过参与技术标准制定、技术升级等渠道，在智能电表市场中竞争中占据有利地位。

图 8: 2009 年电能表销售比例分布



数据来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

非国网招标领域地位稳固，积极争取国网招标

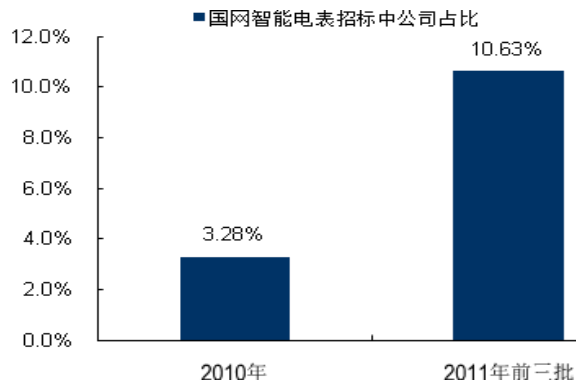
公司 87% 的主营业务收入来自非国网招标，非国网市场竞争相对缓和，由于不采用公开招标模式，该市场具有相当的市场粘性，竞争结构和份额变化不大。同时非招标的采购模式避免了企业间的低价恶性竞争，毛利较国网招标市场更高。

林洋电子在非国网招标领域的稳固地位将有利于企业毛利润的稳定增长，同时也避免了对单一客户的过度依赖，相比其他企业而言，更具稳定增长前景和更强的风险防御能力。

在巩固非国网招标市场的同时，企业也积极进军国网招标领域。从 2009 年国网第一次招标到 2011 年第三批招标项目，国家电网一共进行了 8 批智能电能表的集中招标，公司每次都有参与竞标。在 2010 年中标份额为 3.28%，排在第八位，其中排名第一的三星电气中标占比为 10.63%；在 2011 年目前的三批招标项目中，公司地位有明显上升，占比达到 6.98%，排在第一位。

国网招标市场竞争相对激烈，毛利率低，但数量较大，有助于企业发挥规模优势，形成行业领导地位。同时，国网招标销售费用减少，也补偿了部分毛利率的下降。

图 9: 2010 年和 2011 年前三批国网智能电表招标中公司占比



数据来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

新能源产品开发为公司业绩再添亮点

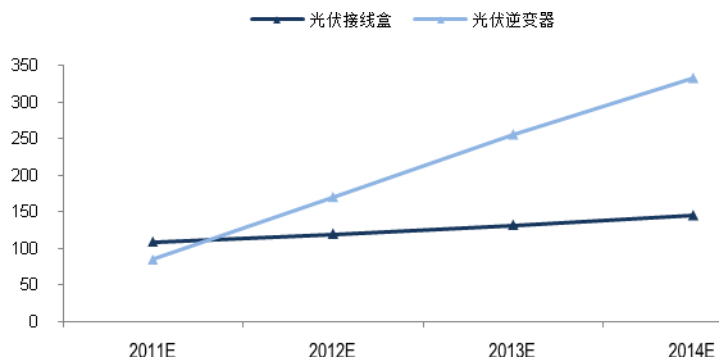
公司管理层曾创办林洋新能源, 对光伏行业非常熟悉, 公司光伏逆变器业务有技术保障。

2008 年至 2010 年, 公司通过向林洋新能源供货, 实现光伏接线盒等产品销售收入从 2008 年的 5224 万元增长至 2010 年的 1.74 亿元。

目前公司控股子公司上海美科与 Yago GmbH 等签订了太阳能逆变器销售合同, 在手订单超过一亿。

新能源产品开发销售将成为林洋电子的又一大业务亮点。同时, 公司还可以借力林洋新能源实现规模出口, 扩宽销售渠道。

图 10: 新能源产品预期销售收入 (百万元)



数据来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司技术领先, 参与行业标准制定

公司是经国家科技部认定的国家火炬计划重点高新技术企业。

公司技术实力强劲, 建有“国家博士后科研工作站”、“国家级电能表检测与校准实验室”等高标准、高水平研发平台, 是全国电工仪器仪表标准化技术委员会国家标准修订组成员之一, 参与了多项电子式电能表标准的制订和修订工作。

公司依托国家博士后科研工作站、国家级电能表检测与校准实验室、江苏省电力电子应用工程技术研究中心、江苏省认定企业技术中心等高规格、高水平研发平台，在电工仪器，尤其是电子式电能表和智能表的研发生产领域具有明显的技术优势。多年来，公司作为全国电工仪器仪表标准化技术委员会国家标准修订组成员之一，参与了多项电子式电能表标准的制订、修订工作，承担多项国家重大课题。

表 10: 获得的部分科技荣誉一览

项目名称	颁布时间	颁布单位
国家火炬计划高新技术企业	2002.3	国家科技部
技术密集知识密集型企业	2002.11	江苏省科技厅
中国电子信息百强企业	2007.6	国家信息产业部
中国最具投标实力仪器仪表供应商百强 (第二名)	2010.5	中国采购与招标网
国家火炬计划高新技术企业	2007.9	国家科技部

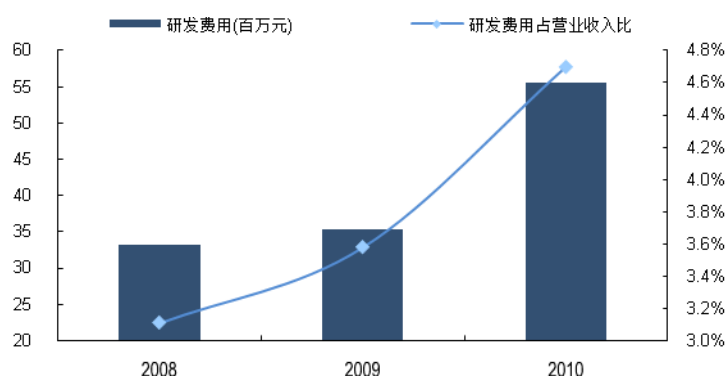
资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

表 11: 参与制定的行业标准一览

项目名称	编号
《1 级和 2 级静止式交流有功电能表》	GB/T17215-2002/IEC61036: 2000
《交流电测量设备-通用要求、试验和试验条件第 11 部分：测量设备》	GB/T17215.211-2006
《多费率电能表特殊要求》	GB/T15284-2002
《交流测量设备特殊要求第 21 部分：静止式有功电能表》	GB/T17215.321-2008 (1 级和 2 级)
《交流电测量设备特殊要求第 22 部分：静止式有功电能表 (0.2S 级和 0.5S 级)》	GB/T17215.322-2008
《高压电能表 (征求意见稿)》	—
《交流电能表符号 (征求意见稿)》	—

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司长期注重提升研发能力与技术创新，近年来不断加大研发费用投入。

图 11: 公司报告期内研发费用和研发费用占比 (百万元)


数据来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

营销渠道完善，区域性管理强化竞争优势

公司采用技术营销、无缝营销，拥有自己的营销管理团队，有效减少营销成本。公司与国家电网公司、南方电网公司及其下属公司及地方电网公司保持了良好的长期战略合作关系。

结合行业的区域性特点，通过武汉奥统等子公司持续拓展区域市场，并积极整合相关资源来持续加强对区域市场的影响力。该等方式有效降低了公司经营成本、强化了公司在区域市场的竞争优势。

财务指标分析

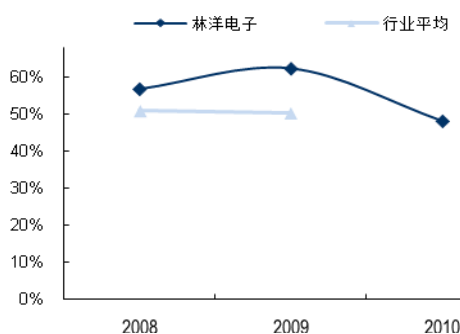
公司资产负债率高于同行业上市公司的平均水平，主要原因在于一方面公司发展自己主要靠内部积累和银行贷款，融资渠道比较单一，而同行业可比公司均为上市公司，预计公司成功上市后资产负债率、速动比率和流动比率都将有较大幅度的改善；另一方面，公司负债中流动负债占比较高，报告期内均达 90%以上。综合来看，公司不存在现实的短期偿债风险，具备足够的短期偿债能力，

报告期内，公司应收账款周转率与行业内可比上市公司科陆电子、浩宁达、威盛集团对比，好于其平均水平。

存货周转率亦高于同行业平均水平。这主要得益于公司加强订单考核管理、供应链管理 etc 等内部管理措施，加强了产品生产与原材料采购的衔接，减少了生产所需的存货数量。从应收账款周转率和存货周转率来看，公司的资产经营效率较高。

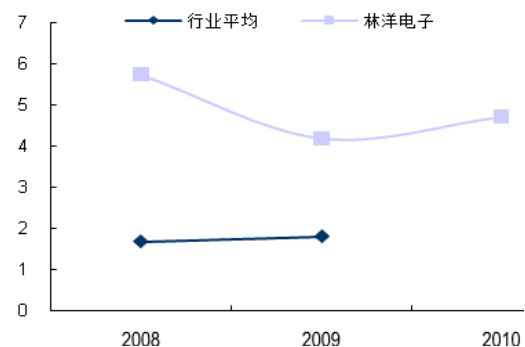
报告期内，公司经营性现金流与净利润增长较为匹配。其中，2008 和 2009 年度，公司经营活动现金流量净额均超过净利润，显示了公司经营活动获取现金的能力很强，盈利的质量较高。

图 12: 资产负债率



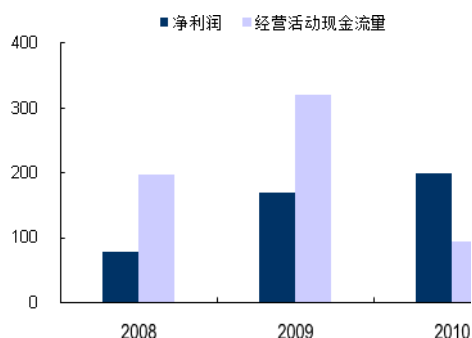
资料来源：招股说明书、国信证券经纪研究所整理

图 13: 应收账款周转率比较



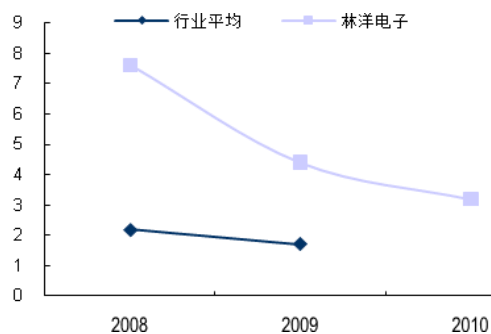
资料来源：招股说明书、国信证券经纪研究所整理

图 14: 经营性现金流与净利润 (百万元)



资料来源: 招股说明书、国信证券经纪研究所整理

图 15: 存货周转率比较



资料来源: 招股说明书、国信证券经纪研究所整理

募投项目分析

根据公司 2010 年 7 月 20 日通过的 2010 年第三次临时股东大会决议, 公司本次拟向社会公开发行人民币普通股 A 股, 发行数量为不超过 7500 万股。募集资金主要用于智能电能表和智能用电信息管理终端的项目建设。

表 12: 募集资金及拟投资项目情况

项目名称	投资总额(万元)
智能电能表建设项目	44119.50
智能用电信息管理终端建设项目	14135.50
智能电能表零部件配套项目	15333.10
技术和服务中心建设项目	6989.70
总计	80577.80

资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

智能电表产能扩张后将解决目前产能不足问题, 提高公司竞争实力。需求的增长愈发体现公司产能不足的窘境, 公司本次募投项目投产后产能不足的现在将得到解决, 公司的市场占有率和竞争实力也将有所增强。

表 13: 智能电表和终端产品产能严重不足

产品名称	普通电子式电能表 (万台)			智能电表 (万台)			合计 (万台)		
	单相表	三相表	合计	单相表	三相表	合计	单相表	三相表	合计
原有产能	850	70	920	-	-	-	850	70	920
拟转化产能	600	-	600	-	-	-			
转化后产能	250	70	320	270	30	300	520	100	620
募投项目新增产能	-	-	-	500	50	550	500	50	550
募投项目达产后产能	250	70	320	770	80	850	80	850	1170

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

技术与服务中心建设将提高公司技术实力与综合竞争力。研发中心的建设有利于公司进一步加强研发平台建设，提高技术实力。服务中心建设将提高公司的综合竞争力，利好公司长远发展。

盈利预测：11-13 年 EPS 为 0.71、0.92、1.15 元

盈利预测的主要假设

国家智能电网、用电信息采集系统步入大规模建设阶段，国际智能表广泛应用已经大势所趋。我们认为，相较于传统的感应式及普通电子式电能表市场需求的下降，未来 2-3 年智能电表的需求将随着智能电网建设的全面铺开而快速增长，之后逐渐趋稳。

国网公司考虑到低价竞标模式对产品质量的负面影响，改变招标策略，未来国网招标领域的毛利率有所回升。

公司募投项目的新建产能在未来几年分阶段释放能够弥补相关产品供给的缺口。

完善的营销、售后服务网络有利于公司进一步开拓国内外市场，抢占更多的市场份额。

我们预计，公司 11-13 年的每股收益为 0.71、0.92、1.15 元。

表 14: 分产品盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
单相智能表				
销售收入 (百万元)	106.90	374.15	486.40	632.31
增长率 (YOY)		250.00%	30.00%	30.00%
毛利率	18.60%	19.00%	19.00%	18.50%
单相农网表				
销售收入 (百万元)	12.80	28.16	39.42	51.25
增长率 (YOY)		120.00%	40.00%	30.00%
毛利率	17.10%	23.00%	23.00%	23.00%
三相智能表				
销售收入 (百万元)	4.30	283.80	397.32	516.52
增长率 (YOY)		6500.00%	40.00%	30.00%
毛利率	29.80%	33.00%	35.00%	35.00%
单相表				
销售收入 (百万元)	117.87	165.02	214.53	278.89
增长率 (YOY)	88.77%	40.00%	30.00%	30.00%
毛利率	43.07%	42.00%	42.00%	42.00%
三相表				
销售收入 (百万元)	223.56	312.99	406.88	528.95
增长率 (YOY)	12.80%	40.00%	30.00%	30.00%
毛利率	23.27%	23.50%	23.00%	23.00%
信息管理系统及终端				
销售收入 (百万元)	158.60	222.04	321.96	466.84
增长率 (YOY)		40.00%	45.00%	45.00%
毛利率	46.10%	45.00%	45.00%	44.00%
无功补偿				
销售收入 (百万元)	20.40	12.24	12.85	14.78
增长率 (YOY)		-40.00%	5.00%	15.00%
毛利率	30.30%	30.00%	30.00%	30.00%
光伏接线盒				
销售收入 (百万元)	136.30	109.04	119.94	131.94
增长率 (YOY)		-20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	30.50%	26.50%	26.50%	26.50%
光伏逆变器				
销售收入 (百万元)	0.34	85.34	170.68	256.02
增长率 (YOY)		25000.00%	100.00%	50.00%
毛利率	23.20%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

表:15: 利润预测表 (百万)

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1140	1642	2028	2540
营业成本	744	1148	1403	1755
营业税金及附加	11	8	10	13
销售费用	71	99	122	152
管理费用	125	172	213	267
财务费用	3	1	6	7
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允	4	5	5	5
其他收入	0	0	0	0
营业利润	189	221	290	365
营业外净收支	16	10	10	10
利润总额	205	231	300	375
所得税费用	35	35	45	56
少数股东损益	8	9	11	14
归属于母公司净	177	205	266	333

资料来源: wind、国信证券经纪研究所整理

主要风险提示

电力行业投资波动, 智能电网建设放缓的风险: 电能计量、用电信息采集终端的市场需求高度依赖于国家电力工业的建设进程。如果智能电网、用电环节投资力度减弱、产业发展趋缓以及相关政策发生变化, 都会对公司的业绩以及利润水平产生影响。

大客户采购策略的变动: 公司所处的行业是输变电行业下游的电力计量产品行业, 最终客户是国家电网公司和南方电网公司下属各省市分公司, 客户集中度非常高, 存在对大客户依赖度过高的风险。一旦大客户的采购策略做不利于公司的调整, 对公司业绩的影响十分巨大。

市场饱和、恶性竞争的风险: 公司所处的电能计量以及用电信息采集终端行业集中度不高, 市场竞争激烈。面对智能表的需求激增, 多家龙头企业纷纷募集资金, 扩大产能, 市场竞争加剧。并且, 根据计划, 未来三年将是用电设备的集中更新期, 之后新增的市场萎缩, 只剩下原有设备的更换领域, 可以预见到 2015 年之后电表供给将远远大于需求, 供应商为了维持市场份额, 存在进行恶性竞争的风险。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E	
现金及现金等价物	366	2089	2348	2738	营业收入	1140	1642	2028	2540
应收款项	223	270	333	418	营业成本	744	1148	1403	1755
存货净额	280	339	414	519	营业税金及附加	11	8	10	13
其他流动资产	14	25	30	38	销售费用	71	99	122	152
流动资产合计	882	2723	3126	3713	管理费用	126	173	214	267
固定资产	235	355	390	380	财务费用	3	(1)	(6)	(7)
无形资产及其他	19	18	18	17	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	4	5	5	5
长期股权投资	50	50	50	50	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1194	3154	3592	4168	营业利润	189	221	290	365
短期借款及交易性金融负债	75	100	100	100	营业外净收支	16	10	10	10
应付款项	340	617	753	944	利润总额	205	231	300	375
其他流动负债	159	279	342	428	所得税费用	35	35	45	56
流动负债合计	575	997	1194	1472	少数股东损益	(8)	(9)	(11)	(14)
长期借款及应付债券	10	10	10	10	归属于母公司净利润	177	205	266	333
其他长期负债	10	20	30	40					
长期负债合计	20	30	40	50	现金流量表 (百万元)				
负债合计	595	1027	1234	1522	2010	2011E	2012E	2013E	
少数股东权益	12	5	(3)	(15)	净利润	177	205	266	333
股东权益	587	2121	2361	2660	资产减值准备	2	6	0	0
负债和股东权益总计	1194	3154	3592	4168	折旧摊销	28	30	40	46
					公允价值变动损失	(4)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	3	(1)	(6)	(7)
					营运资本变动	3	296	64	91
					其它	(9)	(13)	(9)	(11)
					经营活动现金流	198	519	356	453
					资本开支	(62)	(150)	(70)	(30)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(61)	(150)	(70)	(30)
					权益性融资	57	1350	0	0
					负债净变化	(10)	0	0	0
					支付股利、利息	(15)	(21)	(27)	(33)
					其它融资现金流	(25)	25	0	0
					融资活动现金流	(19)	1354	(27)	(33)
					现金净变动	117	1723	260	390
					货币资金的期初余额	248	366	2089	2348
					货币资金的期末余额	366	2089	2348	2738
					企业自由现金流	126	358	272	406
					权益自由现金流	90	384	277	412

资料来源: wind 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn