

新联电子(002546)调研报告

推荐

230M 专网终端龙头，分享“十二五”用电智能化建设盛宴
电气设备

首次覆盖

发布时间：2011年8月12日

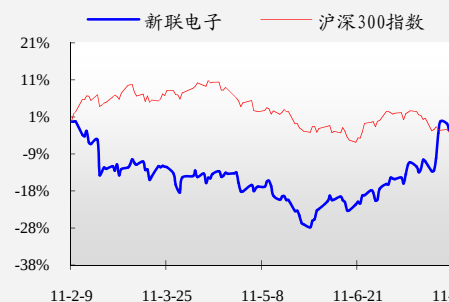
投资要点:

- 智能电网实际建设中用电侧先行，投资占比最大。国网“十二五”期间用电智能化投资共 782.1 亿，投资占比达 27.3%，主要投向用电信息采集系统和电动汽车充电基础设施。今年上半年用电信息采集系统招标进度提前并有实质性加速。
- 公司是用电自动化领域产业链最完整的稀缺标的。公司前身从事无线电力负荷控制，目前已成为一家产品线齐全的用电信息系统集成商，可提供主站系统、230M 无线组网、终端采集设备、电能计量等。专网终端是最主要的利润来源。
- 依靠主站系统和专网终端筑起护城河。用电系统采集系统产业链中，公网终端和智能电表的进入门槛相对低竞争激烈，是传统电表类企业竞技的主战场；专网终端因兼具控制功能，技术门槛高，主要是新联与协同、华冠这三家通讯研究起家的厂商寡头竞争；公司在主站系统的先发优势明显，意欲成为该领域的国家标准，并引导匹配自身的终端设备。
- 局部地区电力供需依然趋紧，有序用电管理的落实有赖于专网终端的普及。从去年 11 月开始，发改委连续发文《电力需求侧管理办法》和《有序用电管理办法》，后者要求 100KVA（原先 315KVA）及以上用户都纳入负荷管理范围，即需安装专网终端，有望启动更多省市的专变终端市场。
- 4 亿超募资金有望向配电自动化领域做外延式扩张。从市场竞争格局和现有人员结构素质、生产组织方式来看，向下游电表领域延伸并无优势，未来涉足配电自动化可能性较大。
- 43 元以下安全边际高，建议逢低布局。预测 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.46、1.91、2.49 元，对应动态市盈率分别为 29.80 倍、22.78 倍、17.41 倍，给予“推荐”评级。
- 风险提示：通讯技术升级，政策执行不力，市场竞争加剧。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010A	30,476	41.64	8,289	68.06	1.32	32.99
2011E	44,700	46.67	12,232	47.58	1.46	29.80
2012E	62,517	39.86	16,004	30.83	1.91	22.78
2013E	84,510	35.18	20,940	30.84	2.49	17.41

走势图



市场数据

2011-8-11

收盘价:	43.40 元
52 周最高价:	48.00 元
52 周最低价:	33.32 元
平均持仓成本:	

基本数据

2011Q2

总股本 (万股):	8,400
流通 A 股 (万股):	2,100
每股收益 (元):	0.46
每股净资产 (元):	11.02
每股经营现金流 (元):	-1.27
市净率:	14.01

分析师: 周思立 联系人: 杨佳丽
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000-315
FAX: (8621)6337 3209
Email: yangjl@nesc.cn
地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮编: 200002

盈利预测和投资建议

模型关键假设:

(1) 根据公司《2011 年度高层及管理层人员绩效考核方案》，在公司 2011 年实现销售收入 4.3 亿元且净利润达到 1.2 亿元时，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。我们预计为达到激励效果，该目标的完成是大概率事件，2011 年盈利预测略高于该考核目标。

(2) 预计募投项目将在今年 10 月份投运并搬迁到新厂房，项目达产后，230M 专网终端新增年产能 3 万台，公网终端新增年产能 6 万台，采集器产能将达到 30 万台，届时产能瓶颈将不再是问题，产量主要取决于下游需求情况；同时研发中心和数据中心将提高公司的科研和质量保证体系。公司此前外协比例高，外包收回后公司自身的规模化生产效应或将提高综合毛利率 1-2%。

(3) 毛利率方面，我们认为 230M 专网终端和主站系统由于技术壁垒相对高，尤其是公司在专网终端的竞争优势明显，产品以非标准化定制为主，短期内国网层面集中招标的可能较小，预计未来可基本维持当前的毛利率水平。而公网终端和采集器由于技术门槛相对低，传统电表厂商在这个领域有先发优势，我们预计竞争将逐渐白热化，同时存在国网全国统一招标的可能性，所以出货量可能会加大，但毛利率恐仍有下滑通道。

(4) 三费方面，销售费用和管理费用基本随销售规模的增长而增长，但考虑规模效应日渐明显，费用率略有下降；财务费用主要考虑存款利息的增加和借款利息的减少。

按照公司 8,400 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.46 元、1.91 元、2.49 元，归属于母公司净利润增长率分别为 47.58%，30.83%，30.84%，对应 2011 年 8 月 11 日收盘价 43.40 元的 PE 分别为 29.80 倍、22.78 倍、17.41 倍。

公司作为用电信息采集系统领域产业链最完整的上市公司，其管理团队优秀，多年的通讯领域研究和用电负荷管理开发经验，使得公司在 230M 专网终端领域有坚实的护城河；作为一家传统技术见长的企业，公司上市后也加强了内部管理，注重内外兼修，上半年针对生产、科研、人力资源和营销四大块分别引进咨询公司，以应对公司规模扩大后可能出现的各种管理问题。未来在用电自动化市场爆发的背景下，有望享有高于行业平均的业绩增速。我们认为，公司 A 股在 43.00 元以下股价有较高安全边际，建议逢布局，给予“推荐”评级。

表 1 分产品收入和毛利率预测表（单位：万元）

分业务	指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
230M 专网终端	销售收入	12,553	11,095	16,087	22,522	30,405
	收入增速	14.95%	-11.62%	45.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	45.50%	43.81%	43.50%	43.00%	43.00%
公网终端	销售收入	6,123	8,888	13,333	18,666	25,199
	收入增速	47.92%	45.17%	50.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	42.89%	41.27%	39.00%	38.50%	38.00%
采集器	销售收入		5,245	8,130	11,788	16,503
	收入增速			55.00%	45.00%	40.00%
	毛利率		49.08%	40.00%	38.00%	35.00%

主站	销售收入	1,341	1,641	2,461	3,445	4,479
	收入增速	-22.21%	22.31%	50.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	58.12%	57.66%	57.50%	57.00%	57.00%
其他	销售收入	1,498	3,607	4,689	6,096	7,925
	收入增速	-4.35%	140.77%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	34.39%	39.81%	36.00%	36.00%	36.00%
营业收入	营业收入	21,516	30,476	44,700	62,517	84,510
	营收增速	17.25%	41.64%	46.67%	39.86%	35.18%
	综合毛利率	44.77%	44.23%	41.51%	40.80%	40.03%

数据来源：东北证券

表 2 盈利预测表（单位：万元）

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	21,515.64	30,475.63	44,699.56	62,516.94	84,510.20
减：营业成本	11,883.76	16,997.62	26,146.91	37,008.37	50,678.67
减：营业税金及附加	200.79	257.17	379.95	531.39	718.34
销售费用	976.43	1,087.77	1,430.39	1,875.51	2,366.29
管理费用	2,387.58	3,322.76	4,693.45	6,251.69	8,028.47
财务费用	124.94	-14.92	-1,340.99	-750.20	-422.55
资产减值损失	252.26	333.30	400.00	400.00	400.00
加：投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,689.89	8,491.93	12,989.85	17,200.17	22,740.99
加：营业外收入	283.31	999.37	1,000.00	1,100.00	1,200.00
减：营业外支出	6.92	14.89	10.00	10.00	10.00
利润总额	5,966.28	9,476.40	13,979.85	18,290.17	23,930.99
减：所得税	1,034.13	1,187.52	1,747.48	2,286.27	2,991.37
净利润	4,932.16	8,288.89	12,232.37	16,003.90	20,939.62
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	4,932.16	8,288.89	12,232.37	16,003.90	20,939.62
股本（万股）	6,300.00	6,300.00	8,400.00	8,400.00	8,400.00
基本每股收益(元)	0.783	1.316	1.456	1.905	2.493

数据来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。