

受益于智能电网建设高潮 未来高速成长可期

——林洋电子(601222)投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

公司篇：企业实力雄厚，竞争优势突出

1.1 公司介绍：全国领先的智能电表生产、研发企业

近期，江苏林洋电子股份有限公司（以下简称“林洋电子”或“公司”）正式发布招股说明书，公司即将登陆A股市场。林洋电子是一家专业从事电能表和用电管理类产品研发、生产和销售的国家级重点高新技术企业，为中联常务理事单位和中科院合作企业，也是中国电子信息百强企业。作为电能表行业最具竞争力企业之一，林洋电子无论销售规模、技术水平还是市场占有率都位居行业前列。旗下的“KD”品牌电表是经国家质检总局认定的中国名牌产品，“KD”商标和“林洋”商标双双荣获了江苏省著名商标称号。凭借技术、品牌、规模等综合优势，公司在电子式电能表、用电信息管理终端产品上均具有较强的竞争力，其中，公司在电子式电能表市场占有率连续三年保持行业第一。

随着智能电网建设的快速推进，智能电表、智能用电信息管理终端已经成为市场需求的主要产品，未来的行业竞争必将围绕智能电表、智能用电信息管理终端等智能电网核心产品展开。为抓住国家智能电网建设带来的契机，林洋电子将在智能电表和智能用电信息管理终端投入大量资源，并借助此次募集资金项目的建设，及时促进技术升级、扩充产能，以进一步提高公司在该领域的研发实力和生产能力，使得公司在新一轮行业竞争和行业洗牌中始终处于领先地位。

公司本次拟公开发行不超过7,500万股的人民币普通股A股，发行后公司的股本将从原来的21500股增加到29000股，其中，控股股东华虹电子的持股比例从发行前的79.07%下降为发行后58.62%，仍对公司保持绝对控制权。自然人陆永华持有华虹电子90%的股权，为林洋电子的实际控制人。

表1：公司首次公开发行前后股权结构变动情况

股东名称	发行前		发行后	
	所持股份数	持股比例	所持股份数	持股比例
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%
唐朔明	1000	4.65%	1000	3.45%
广发信得	300	1.4%	300	1.03%
本次发行股份			7500	25.86%
合计	21500	100%	29000	100%

资料来源：\公司招股说明书

1.2 行业地位：高速成长的智能电表行业龙头

国内生产电能表的企业众多，行业处于充分竞争状况，但真正上规模竞争实力较强的企业却凤毛麟角，行业集中度总体趋于上升阶段。随着国家电网电能表集中采购方案的实施，电能表行业出现了新一轮洗牌，行业集中度急速提高。以2010年前三次分标数量最多的一级三相表为例，中标前五名企业市场份额总和及三次分别为85%、67%和71%。而在国家电网集中采购电能表之前，以2007年为例，行业前五名企业市场份额合计仅为31%左右。随着国网电能表集中采购方案的继续实施，预计电能表行业可能呈现强者更强、弱者更弱的局面，行业内实力较弱的中小厂商将面临极大的生存风险。

作为国内最大的电能表专业生产企业之一，林洋电子以其强大的技术实力和开拓能力，长期保持着较高的市场占有率。根据中国仪器仪表行业协会电工业分会统计，公司2007年至2009年2010年的统计数据尚未出来)电子式电能表的市场占有率分别为10.67%、12.37%和10.32%，连续3年保持行业第一。鉴于公司产品突出的技术和质量优势，在国内统一招标的市场新模式下，预计林洋电子将可获得更多订单，行业地位也将进一步提高。

表2：2007年—2009年公司电子式电能表市场的占有情况

公司名称	2007年		2008年		2009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
林洋电子	851	10.57%	907.96	7.77%	707.40	10.17%
西森电气	7,974.99	100.00%	7,297.72	100.00%	6,809.36	100.00%

资料来源：\公司招股说明书

1.3 竞争优势分析：坐拥优质资源，尽享领先优势

高效的研发平台形成了公司突出的研发实力和技术创新优势

作为科技部认定的国家火炬计划重点高新技术企业和江苏省知识产权先进企业，林洋电子打造了一个超一流的高效研发平台，大大提升了公司的研发水平和技术实力，使公司始终能够长期保持行业领先的研发实力和技术创新优势。公司先后建立了“国家博士后科研工作站”、“江苏省电力电子应用工程技术研究中心”、“江苏省企业技术中心”等高水平研发平台，并积极与国内外著名院校、科研机构、国际著名芯片厂商等机构进行产学研合作，结成了紧密合作关系。为进一步提升公司的技术研发优势，林洋电子还先后在江苏启东本部、南京、深圳等成立了高水平的技术研发中心，各技术研发中心均配备了国内领先的自动化、智能化、环保型制造设备和各种高标准、全性能的检验检测设备，创立了国家级电能表检测校准实验室，并在长期的生产和科研实践中形成了一支高素质、创新能力强的研发队伍。



资料来源：\公司招股说明书

在高水平研发平台的支持下，公司取得了突出的技术研发成果。目前为止，公司取得了61项专利、8项软件著作权及多项非专利技术，自主研发的多项产品被江苏省科技厅认定为高新技术产品；在高可靠性电能计量技术、专用集成电路设计、高性能MCU的应用开发、AD转换技术、谐波计量技术、GPRS和CDMA等各类通信技术、软硬件高可靠寿命设计等方面取得了可喜的成绩，积累了丰富的经验；不仅如此，公司还参与过多项电子式电能表标准的制订、修订工作，并承担实施了5项国家火炬计划项目、1项国家科技型中小企业创新基金项目、3项江苏省火炬计划项目。由于公司在申请发明和实用新型专利以及获授权专利等方面成绩显著，林洋电子早在2006年1月就被江苏省知识产权局认定为“江苏省知识产权先进企业”。

优异的产品质量和强大的营销能力成就公司突出的品牌优势

公司历来十分重视产品质量的管理，先后导入并实施了“6S管理”、“精益生产”、“零缺陷管理”、“卓越绩效模式”、“ERP”等先进的管理方法和手段，并在生产实践中不断改进提高。凭借多年的生产技术和质量管理水平的积累，公

投资要点：

■ 公司是电能表行业最具竞争力企业之一，销售规模、技术水平和市场占有率均居行业前列，在电子式电能表和用电信息管理终端产品上均具有较强的竞争力，其中，电子式电能表市场占有率连续三年保持行业第一；

■ 我国电能表自2009年开始由国家电网集中招标采购，过于苛刻的准入条件将大部分中小企业挡在了门外，行业面临重新洗牌。预计行业内将出现强者更强，弱者更弱的局面，如林洋电子、科陆电子、华立仪表等排名靠前的企业将获得更多的发展机会；

■ 林洋电子拟在智能电表和智能用电信息管理终端投入大量资源，及时促进技术升级、扩充产能，以进一步提高公司在该领域的研发实力和生产能力，使得公司在新一轮行业竞争和行业洗牌中始终处于优势地位。

■ 公司拥有“国家级博士后科研工作站”、“江苏省电力电子应用工程技术研究中心”和“江苏省企业技术中心”等超一流研发平台。借助高水平研发平台，公司取得了突出的技术研发成果，目前为止，公司取得了61项专利、8项软件著作权及多项非专利技术，自主研发的多项产品被认定为高新技术产品；

■ 在市场营销方面，林洋电子在多年的市场开拓和长期实践过程中建立了完善的营销网络，培育了一大批自己营销精英和营销管理团队。公司的现有产品已经遍布全国各个角落，并远销到欧洲、南美洲、中东、澳大利亚等24个国家和地区，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。

■ 为准确把握智能电网建设带来的机会，公司此次募集资金将全部投入到与智能电网紧密相关的智能用电管理终端项目、技术和服务中心建设项目、智能电表以及与其相关的零部件配套项目。公司拟借债募投项目，进一步提高公司的生产能力、零部件配套能力和技术服务能力。

■ 本次公司发行7500万股，发行后总股本为29000万股。我们预计公司2010-2013年净利润的复合增长率为30.78%，对应每股收益（摊薄）分别为0.80、1.04和1.36元。考察近期上市的主板企业发行市盈率均在25-35倍之间，考虑到林洋电子细分行业龙头地位以及所处的智能用电设备行业持续快速增长的市场前景，出于谨慎原则，我们给予公司2011年23-27倍市盈率，每股合理价值区间为18.4-21.6元。

司的产品质量性能优异，获得了客户的广泛好评，生产的产品先后通过中科院首批电子式电能表“十年可靠性”试验、荷兰KEMA、中国质量认证中心3C等多项国内外权威认证。

在市场营销方面，林洋电子在多年的市场开拓和长期实践过程中建立了完善的营销网络，培育了一大批自己营销精英和营销管理团队。公司的现有产品已经遍布全国各个角落，并远销到欧洲、南美洲、中东、澳大利亚等24个国家和地区，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。除此之外，公司还非常重视推广技术营销，在营销管理团队中加入营销工程师，充分利用产品的技术优势与专家顾问的专业优势来拓展和赢得市场，进而提高企业的核心竞争力。不仅如此，公司还积极整合相关资源来持续加强对区域市场的影响力，以有效降低公司经营成本，进一步强化公司在区域市场的竞争优势。

依靠优异的产品质量和营销服务能力，林洋电子打造出了一流的公司品牌。凭借过硬的产品质量、完善的营销和客户服务体系以及诚信的经营理念，公司“KD”和“林洋”商标双双被评为江苏省著名商标，KD牌电子式电能表更是连续三年蝉联“江苏省名牌产品”，并获得“国家免检产品”以及中国3C、荷兰KEMA等多项国际认证。不仅如此，公司的“KD”牌电表还荣获国家质检总局认定的“中国名牌产品”称号，大大提升了公司产品在下游客户中的品牌形象，形成了公司在电子式电能表客户中的深刻影响力。

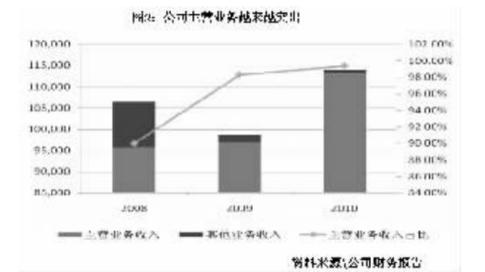
完善的供应链和规模效应形成了公司突出的成本优势

和同行绝大多数企业相比，林洋电子具有明显的规模优势。经过多年的快速扩张，公司现已形成了年产850万台单相电子式电能表和70万台三相电子式电能表的生产能力，是目前国内规模最大的电子式电能表生产企业之一，2007年至2009年，公司电子式电能表市场占有率连续3年保持第一。这种明显规模优势，有效降低了公司产品的单位成本。完善的供应链体系也是林洋电子保持成本优势的重要因素，公司长期以来非常重视与重要原料供应商的长期战略合作关系，通过互惠互利的合作，大大降低了采购成本。我们以为，完善的供应链和规模效应形成了公司突出的成本优势，从而大大提高了公司的毛利率和盈利水平。

1.4 经营及财务情况分析：业绩稳步提升，未来成长可期

☆ 主业进一步突出，可持续盈利能力增强

从3年营业收入的业务构成来看，公司可持续性较好的主营业务收入占比越来越大，体现出了较强的可持续盈利能力。在报告期内，尽管公司的营业收入总额有所波动，但主营业务收入却是逐年增长。公司2008年—2010年主营业务收入分别为9.58亿元、9.70亿元和11.34亿元，复合增长率为8.8%，占营业收入总额的比重分别为89.98%、98.32%和99.41%，主业优势进一步突出。

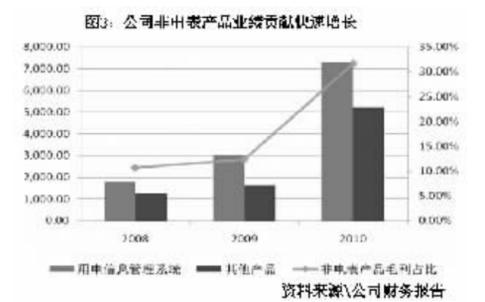


☆ 电表产品市场稳固，新能源相关业务异军突起

从近3年的销售毛利的来源分析。一方面，公司的核心产品（单相电能表和三相电能表）对依然是公司毛利的主要来源，占全部毛利的比重分别为79.96%、84.9%和67.68%；另一方面，公司的非电表产品销售业绩得到了非常快速的提升，用电信息管理系统和其他产品的毛利之和占全部毛利的比重从2008年的10%左右上升到了2010年的31.59%，已经逐渐发展成为公司的主要利润来源之一。

受益于用电信息管理系统及终端产品市场需求的快速增长，公司毛利率较高的用电信息管理系统及终端产品销售量发生了较快增长，合计销售量由15,016套上升至79,033套，增幅为426.33%，实现的销售收入也从2008年的5422万元增长到了2010年的1.59亿元，年复合增长率达到了惊人的71.59%；

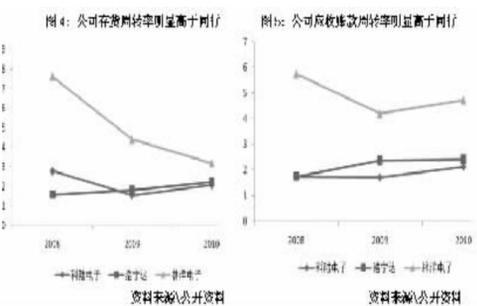
依托与林洋新能源的渊源关系以及实际控制人长期从事太阳能行业的背景，受益于林洋新能源的主营业务太阳能电池组件业务迅速增长导致原材料采购量的增加，公司包括接线盒、太阳能逆变器等在内的其它产品取得了非常好的销售业绩，2008年—2009年实现的毛利分别为1,252.71万元、1,607.20万元和5,203.01万元，占全部毛利的比也从2008年的4.41%上升到了2010年的13.14%，已逐渐成为公司重要的利润来源。目前，公司在手的太阳能逆变器订单已经超过1亿元，充分显现了公司新能源相关业务超常的成长性和良好的发展前景。



资料来源：\公司财务报告

☆ 资产周转较快，经营效率高于同行

从公司的存货周转率和应收账款周转率来看，公司的经营效率远远高于同行其他上市公司。公司近3年的存货周转率分别为7.62、4.4和3.19，大幅高于同行其他上市公司2.0左右的平均水平；与此同时，公司的应收账款周转率也远远高于同行其他上市公司，公司2008年—2010年的应收账款周转率分别为5.75、4.19和4.72，而其他上市公司平均应收账款周转率还不到2.0。



行业篇：智能电网迎建设高潮，智能电表行业投资机会凸显

2.1 感应式电能表面临淘汰，电子式电能表市场空间广阔

电子式电能表是通过通过对用户供电电压和电流实时采样，采用专用的电能表集成电路，对采样电压和电流信号进行处理并相乘转换成与电能成正比的脉冲输出，并通过计量器或数字显示器显示。与感应式电能表相比，电子式电能表具有防窃电能力强，计量精度高，负荷特性较好，误差曲线平直，功率因数补偿性能较强，自身功耗低，计量参数灵活性好，派生功能多等众多优点。随着技术的进步和用户需求的发展，电子式电能表正由单一功能向着多功能和智能化的方向发展，预计未来智能电表将成为市场上最主要的电子式电能表。近几年，为缓解电力紧张，有效实施峰谷分时计费政策，扩大两部制电价实施范围，电力部门提高了对电表功耗及稳定性的要求，传统的机械式电能表已不能满足市场需求，预计其市场份额将很快被电子式电能表完全替代。

根据中国仪器仪表行业协会统计，早在2005年我国电子式电能表产量就达4725万台，首次超过传统感应式电能表产量。之后的几年，电子式电能表的产销量一直保持非常好的增速，对传统机械式电能表的替代效应日益加速趋势。随着国家电网建设和改造进程的加快，预计未来十年我国电子式电能表面临着巨大的发展机遇。

2.2 “智能电网”、“阶梯电价”打开智能电表行业增长空间

☆ 智能电网建设为智能电表带来历史性发展机遇

相比传统电网，智能电网不仅能更好地吸纳风能、太阳能等清洁能源发电，而且还能提供输电效率，引导用户节约用电，可以说，智能电网是低碳经济非常重要的一个环节。我国智能电网从2009年开始规划试点，将于2011年进入投资建设高潮。据估算，未来10年，我国智能电网建设投资将达到数万亿元之多。智能电网的高速发展为包括智能变电站、智能配电、智能电表在内的多个电力设备市场带来了千载难逢的投资机会。

目前我国大部分用电客户使用的电表均为机械电表或功能单一的电子式电能表，随着智能电网建设的推进，预计这些老式的电表将逐步被智能电表所替代。智能电表作为实现电能信息采集自动化和智能化最重要的测量仪表，可以记录家中实时用电情况，居民通过电量的实时查询，发现家中相关用电设备的耗电量，揪“出家里的耗电‘大户’，使居民更合理地使用电能，最终达到节能的目的，提高用户的经济效益；除此之外，当某处异常停电，智能电表能够通过采集系统反馈至供电公司，准确定位故障点，可以进一步缩短供电公司停电抢修时间。不仅如此，智能电表还可通过采集系统实现自动抄表，在提高抄表准确率的同时减少对客户的打扰和电费损失和纠纷。

☆ 阶梯电价政策有望加速电能表产品更新换代

根据去年10月国家发改委提出的《关于居民生活用电实行阶梯电价的指导意见（征求意见稿）》，国家对居民用电采取阶梯电价将是大势所趋。征求意见稿鼓励居民用电实行峰谷分时电价，选择执行峰谷分时电价的居民用户，其峰谷分时计量表由电网企业免费安装，同时敦促各地要加快对居民用电“一户一表”改造。为此，国家电网未来3年—4年计划投资460亿元左右集中采购智能电表，用于电表替代升级。我们认为阶梯电价的实施将加速未来两年电表产品的替换率，未来三年我国电能表行业将进入景气周期高峰。

2.3 国网集中采购，为电表行业集中度的提升加速

自2009年首次集中招标采购开始，国家电网已先后举行过多次智能电表集中采购招标活动。根据中标结果来看，集中采购使得电表行业的集中度迅速提高，以2010年前三次分标数量最多的一级三相表为例，中标前五名公司的市场份额总和及三次分别为85%、67%和71%，而这个数字在集中招标以前仅为30%左右。

国家电网对投标人有着非常严格的资质要求。例如：投标人从事研发人员的数量占企业总人数的比例必须达到5%以上；投标人投标设备若为单相智能电表的，单相表的年生产能力需达40万只及以上；投标人投标设备若为三相智能电表（0.2S级除外），三相电表的年生产能力需达5万只及以上；投标人2级及以上单相智能电表近三年总销售量达30万只及以上，并具有国内3年及以上的运行业绩；投标人1级三相智能电表近三年总销售量需达5万只及以上，并具有国内3年及以上的运行业绩。

我们认为国网对电能表的集中采购对行业内不同企业的影响是不一样的。对于实力较弱的中小厂商，如此高的资质要求必然把他们挡在门外，使它们面临极大的生存危机；而对于实力较强的企业，特别是行业排名前五位的公司（如林洋电子、科陆电子、华立仪表等）来说，国网的集中招标采购为它们带来了千载难逢的发展机遇，销售额和市场占有率能够迅速得到提升。预计未来电表行业将出现强者更强、弱者更弱的局面。

目前，国网在2011年进行的电表招标中，规则已经有所改变，新规则更加利于提升中标企业的毛利率水平。国网统一招标最初采用的是最低价中标原则，这种中标规则客观上较大程度地压缩了中标者的毛利率。直到今年，国网招标开始采用了平均价中标原则，这种中标方式无疑将导致中标企业的毛利率相对于去年来说有一定幅度的回升。

估值篇：募投项目与盈利估值分析

3.1 募投项目分析：

为准确把握智能电网建设带来的机会，公司此次募集资金将全部投入到与智能电网紧密相关的智能用电管理终端项目、技术和服务中心建设项目、智能电表以及与其相关的零部件配套项目。具体投资项目及投资额如表3所示：

表3：本次募投项目情况

序号	项目名称	投资金额(万元)
1	智能电表建设项目	44,119.50
2	智能用电信息管理终端建设项目	14,135.50
3	智能电表零部件配套项目	15,333.10
4	技术和服务中心建设项目	6,989.70
5	合计	80,577.80

资料来源：\公司招股说明书

募投项目的顺利实施，有利于增强公司在智能电表领域的研发、生产和技术服务能力，提升公司的核心竞争力，使得公司在电表行业新一轮洗牌中始终处于优势地位。我们认为，募投项目对公司综合竞争力的提升主要体现在以下三个方面：

☆ 扩充产能，满足智能电表及智能用电管理终端快速增长的市场需求

随着我国智能电网建设项目的推进，为智能电表和智能用电管理终端带来了巨大的市场机遇，预计未来三年，国内智能电表年需求量将会达到7,400万—8,700万台，与此同时，智能用电管理终端年需求量也将达到400万—500万台。公司作为国内电子式电能表行业的领先企业，依托自身技术、规模、品牌优势，已经在庞大的智能电表市场占得先机。但随着智能电网建设的快速推进，智能电表、智能用电管理终端市场需求量将会呈现快速增长态势，对公司的产能构成了极大的考验。通过此次募投项目，公司拟新建智能电表产能550万台，另外，将原有普通电子式电能表产能中的600万台产能按2:1的比例转化为300万台智能电表产能，智能电表合计产能将达到850万台，以满足持续增长的智能电表、智能用电信息管理终端产品市场需求。

☆ 完善产业链，提高智能电表零部件配套能力

公司以前传统电子式电能表的零部件主要以外购为主。目前公司的主要产品转变为智能电表，相比一般电子式电能表，智能电表产品的构成更为复杂，功能部件的技术要求也更高，对零部件的制造水平提出了更高的技术要求。通过外购或外协加工等方式将很难保证零部件的质量和配套能力，这在一定程度上削弱了公司在智能电表领域的竞争优势。本次募投建设的智能电表零部件配套项目，可以大大增强公司智能电表零部件的研发及生产技术水平，能够在最大程度上保证该等零部件的质量及相应的配套能力。

☆ 建立技术和服务中心，进一步提升公司技术与服务能力

随着电力信息化建设的发展，电力运营部门以及用户对电能计量的需求也呈现出多样化、智能化的趋势，相应地，他们对电能表的需求也从单一计量功能向多功能、智能化的方向发展。相比普通电表，智能电表电表的功能、构造及使用的方法日渐复杂，因此，除了对智能电表质量要求更为苛刻外，用户对供应商的技术服务能力也提出了更高的要求。可以说，未来各企业在智能电表市场上的竞争优势很大程度上取决于自身的技术服务能力。通过技术和服务中心建设募投项目的建设，公司将构建高质量的研发和技术服务平台，进一步提升公司的技术与服务能力，对其他募投项目的建设和顺利运行也构成有力支持。

3.2 盈利预测与估值：

综上所述，我们非常看好公司此次募投项目的广阔市场前景。随着国家智能电网建设的快速推进，智能电表、智能用电管理终端等智能化用电产品将迎来爆发式增长的巨大机遇，公司通过此次IPO将在业内率先实现产品结构的全方位智能化升级，从而使公司在未来的市场竞争赢得主动，并有望成为这一巨大机遇的最大获利者之一。

我们预计随着未来公司募投项目的逐步达产，公司将进入持续快速增长的发展阶段，2010—2013年公司主营收入年复合增长率为28.81%，归属于母公司股东净利润的年复合增长率为30.78%。2011—2013年每股收益（摊薄）分别为：0.80、1.04和1.36元。

表5：公司业绩预测

名称	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1140.24	1598.39	1954.48	2436.77
毛利率	15.55	40.18%	22.28%	24.68%
归属于母公司股东净利润(百万元)	177	231.21	301.8	395.84
毛利率	11.54	30.63%	30.53%	31.16%
总股本(万股)	21500	29000	29000	29000
每股收益(元)	0.84	0.80	1.04	1.36

■ 我们选取2家同行业上市公司科陆电子（002121）和浩宁达（002356）做相对估值比较，以2011年7月25日收盘价计算，上述公司2011年、2012年对应的平均动态市盈率分别为24.40倍和17.11倍。考察近期上市的主板企业发行市盈率均在25—35倍之间，考虑到林洋电子细分行业龙头地位以及所处的智能用电设备行业持续快速增长的市场前景，出于谨慎原则，我们给予公司2011年23—27倍市盈率，每股合理价值区间为18.4—21.6元。

表6：可比公司盈利预测及市盈率对比情况

股票名称	EPS			PE		
	2010A	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
科陆电子	14.00	0.54	0.58	0.70	25.92	24.14
浩宁达	24.40	0.37	0.99	1.28	65.95	24.65
林洋电子	22.00	0.84	0.80	1.04	26.19	27.51
平均					39.35	25.43

注：表6中科陆电子和浩宁达的股价为2011年7月25日收盘价，林洋电子股价为估价区间的均值。