

# 积成电子 (002339.sz)

## 用电业务放量导致收入增速超预期

韩玲 首席分析师

电话: 021-60750603

eMail: gfnl@gf.com.cn

执业编号: S0260511030002

**三季报要点:** 前三季度公司收入 4.83 亿元, 同比增长 83.75%, 归属母公司净利润 4470 万元, 同比增长 96.21%; 第三季度公司收入 2.39 亿元, 同比增长 123.61%, 归属母公司净利润 2818 万, 同比增长 145.78%。前三季度每股收益 0.26 元, 第三季度每股收益 0.16 元。公司预计全年净利润增长 30-70%。

**收入增速超预期, 主因在于用电自动化业务放量, 明年收入增速预计下滑。** 前三季度收入同比增长 83.75%, 大幅超过我们此前预期, 主要是用电自动化业务收入放量。今年由于国网用电信息采集系统招标大幅增长, 积成电子中标率也有所提升, 尤其是采集器等产品国网市占率跃居第 3。考虑到明年国网电表及用电信息采集系统招标需求增速较今年下降, 今年用电业务收入的高增速明年难以保持, 明年收入增速预计下滑。

**较低毛利的用电业务收入占比上升导致毛利率大幅下降。** 前三季度公司毛利率 35.55%, 同比下降 9.39 个百分点, 第三季度单季毛利同比和环比下降 12.8% 和 5.07 个百分点。主要因为用电自动化业务尤其是毛利率较低的采集器产品在第三季度集中交货确认收入所致。产品结构的变化导致全年毛利率有所降低。

**费用率大幅下降以及软件退税返还到位提升净利润率。** 前三季度公司管理、销售、财务费用率分别同比下降 3.38、5.64 和增加 0.2 个百分点, 三项费用率合计下降 8.81 个百分点; 第三季度三项费用率合计同比环比下降 10.68 和 7.84 个百分点。此外, 前三季度营业外收入 1793 万, 同比增加 156%, 主要在于软件增值税返还到位。

**盈利预测与估值:** 我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.57、0.73 和 0.90, 目标价 15 元, 鉴于目前市盈率基本合理, 给予“持有”评级。

**风险提示:** 收入增速下降风险, 配网自动化订单获取低于预期。

### 预测及评估

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	394.65	547.85	777.77	1118.34	1599.40
增长率(%)	30.43%	38.82%	41.97%	43.79%	43.02%
EBITDA(百万元)	47.99	83.06	132.62	171.06	219.48
净利润(百万元)	54.60	63.24	98.52	124.99	155.25
增长率(%)	23.88%	15.82%	55.79%	26.86%	24.21%
每股收益(元)	0.63	0.74	0.57	0.73	0.90
市盈率	59.90	31.03	24.41	19.24	15.49
市净率	4.10	2.30	2.62	2.39	2.13
EV/EBITDA	60.89	19.41	17.07	14.36	12.50

数据来源:积成电子股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 公司评级

持有

当前价格	15.45 元
合理价值	15.00 元
前次评级	买入

### 股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	12.86	14.36	-25.97
沪深 300	4.16	-2.87	-10.44

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	172/101
主要股东:	杨志强
主要股东持股比例	5.21%
流通 A 股比例	58.72%

### 财务比率

ROE	7.42%
ROA	6.00%
资产负债率	24.21%

2011 年报数据

图1：积成电子财务摘要

积成电子	2011Q1-3	2012Q1-3	YoY(%)	2011Q3	2012Q3	YoY(%)	QoQ(%)
<b>营业收入</b>	<b>262.80</b>	<b>482.89</b>	<b>83.75</b>	<b>106.69</b>	<b>238.57</b>	<b>123.61</b>	<b>66.62</b>
营业成本	-144.68	-311.20	115.09	-57.61	-159.35	176.63	80.30
<b>毛利润</b>	<b>118.12</b>	<b>171.68</b>	<b>45.35</b>	<b>49.09</b>	<b>79.22</b>	<b>61.39</b>	<b>44.56</b>
销售税金	-0.92	-3.59	289.34	-0.33	-2.32	601.95	139.27
销售费用	-35.15	-48.29	37.38	-13.52	-19.70	45.69	15.15
管理费用	-56.05	-75.77	35.19	-19.66	-29.06	47.82	22.10
财务费用	0.05	-0.88	-2017.44	-0.34	-0.70	107.84	-10481.52
资产减值损失	-2.43	-6.32	160.01	-0.33	-3.33	912.36	31.19
公允价值变动损益	0.00	0.00		0.00	0.00		
投资收益	0.31	0.16	-48.42	0.12	0.07	-43.32	-57.80
<b>经营利润</b>	<b>23.92</b>	<b>36.99</b>	<b>54.64</b>	<b>15.03</b>	<b>24.18</b>	<b>60.86</b>	<b>129.16</b>
营业外收入	7.00	17.93	156.10	0.19	8.88	4656.22	-0.64
营业外支出	-0.93	-0.02	-97.84	-0.78	-0.01	-99.36	
<b>利润总额</b>	<b>29.99</b>	<b>54.90</b>	<b>83.05</b>	<b>14.44</b>	<b>33.06</b>	<b>128.98</b>	<b>69.59</b>
所得税	-4.48	-4.72	5.52	-1.95	-1.77	-9.31	-31.90
少数股东权益	-2.74	-5.48	100.25	-1.02	-3.10	204.84	39.15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>22.78</b>	<b>44.70</b>	<b>96.21</b>	<b>11.47</b>	<b>28.18</b>	<b>145.78</b>	<b>92.22</b>
经营现金流	-120.60	-182.37	51.22	-33.40	-53.65	60.62	94.79
<b>主要比率 (%)</b>	<b>2011Q1-3</b>	<b>2012Q1-3</b>	<b>YoY(%)</b>	<b>2011Q3</b>	<b>2012Q3</b>	<b>YoY(%)</b>	<b>QoQ(%)</b>
毛利率	44.95	35.55	-9.39	46.01	33.21	-12.80	-5.07
销售费用率	13.38	10.00	-3.38	12.67	8.26	-4.42	-3.69
管理费用率	21.33	15.69	-5.64	18.43	12.18	-6.25	-4.44
财务费用率	-0.02	0.18	0.20	0.32	0.29	-0.02	0.30
经营利润率	9.10	7.66	-1.44	14.09	10.13	-3.95	2.77
净利率	9.71	10.39	0.68	11.70	13.11	1.41	1.32
所得税率	14.92	8.60	-6.32	13.52	5.35	-8.17	-7.98
少数股东权益率	10.72	10.92	0.20	8.16	9.92	1.77	-3.28
收到现金	266.23	362.14	36.02	179.65	228.43	48.78	94.72
收现比	101.31	74.99	-26.31	168.39	95.75	-72.64	2.36
应收账款	282.45	500.50	71.25	15.50	149.68	78.43	-280.60
存货	228.55	216.92	46.67		2.44	2.44	-201.74

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

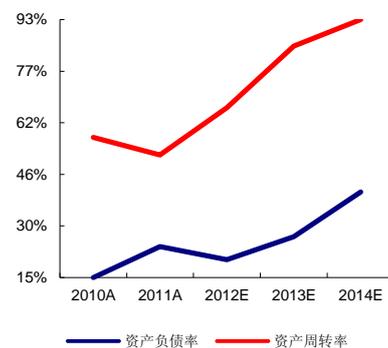
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	883	944	919	1,105	1,606
货币资金	398	410	141	0	0
应收及预付	367	386	581	819	1,186
存货	115	148	197	285	420
其他流动资产	3	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	69	212	268	336	391
长期股权投资	3	14	14	14	14
固定资产	21	39	45	50	53
在建工程	5	5	6	7	8
无形资产	37	152	204	265	316
其他长期资产	3	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	952	1,157	1,188	1,441	1,997
<b>流动负债</b>	141	279	239	392	815
短期借款	50	60	0	52	338
应付及预收	91	163	239	340	477
其他流动负债	0	56	0	0	0
<b>非流动负债</b>	1	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	0	0	0
<b>负债合计</b>	141	280	239	392	815
股本	86	86	172	172	172
资本公积	540	540	540	540	540
留存收益	172	227	205	295	416
归属母公司股东权益	798	852	917	1,007	1,128
少数股东权益	13	24	32	41	53
<b>负债和股东权益</b>	952	1,157	1,188	1,441	1,997

利润表

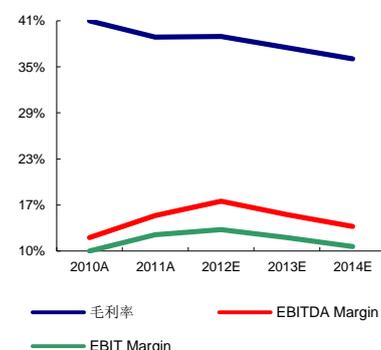
单位：百万元

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	395	548	778	1118	1599
营业成本	231	333	472	696	1018
营业税金及附加	3	4	6	8	11
销售费用	54	55	76	108	154
管理费用	66	86	120	169	240
财务费用	-5	1	1	2	3
资产减值损失	4	3	5	6	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	42	66	98	130	166
营业外收入	20	17	25	27	28
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	63	82	122	156	193
所得税	6	12	17	21	26
<b>净利润</b>	57	69	106	135	167
少数股东损益	3	6	7	10	12
<b>归属母公司净利润</b>	55	63	99	125	155
EBITDA	48	83	133	171	219
EPS (元)	0.63	0.74	0.57	0.73	0.90

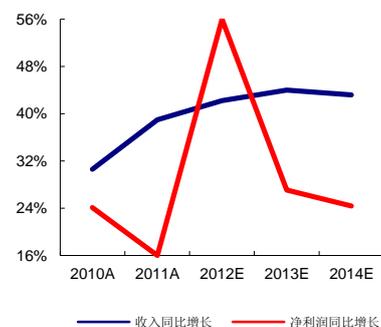
资产负债率趋势



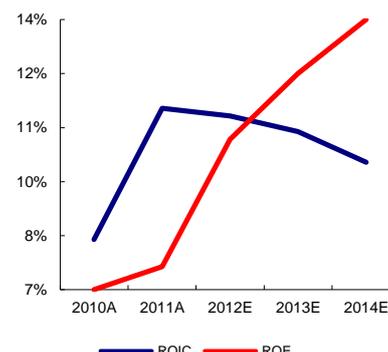
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

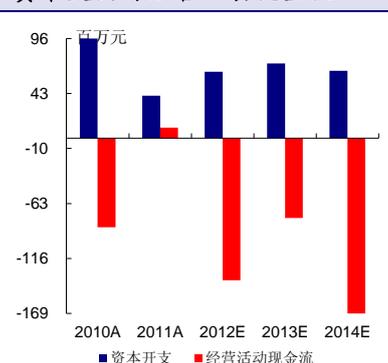
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-86	10	-144	-87	-181
净利润	57	69	106	135	167
折旧摊销	7	14	29	34	43
营运资金变动	-154	-80	-264	-236	-379
其它	4	7	-16	-20	-13
<b>投资活动现金流</b>	-100	4	-64	-71	-64
资本支出	-96	-41	-64	-72	-65
投资变动	-4	-10	1	1	1
其他	0	55	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	486	-4	-61	17	245
银行借款	50	60	-60	52	286
债券融资	-60	-50	0	0	0
股权融资	526	0	0	0	0
其他	-30	-14	-1	-35	-41
<b>现金净增加额</b>	301	11	-269	-141	0
期初现金余额	98	398	410	141	0
期末现金余额	399	409	141	0	0

主要财务比率

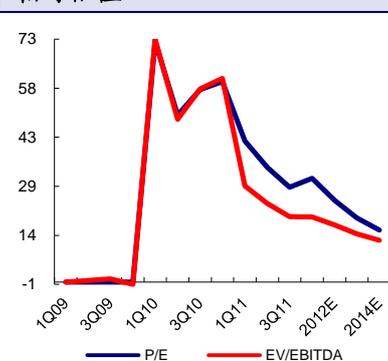
单位：%

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>					
营业收入	30.4%	38.8%	42.0%	43.8%	43.0%
营业利润	29.1%	55.3%	49.4%	31.7%	28.1%
归属于母公司净利润	23.9%	15.8%	55.8%	26.9%	24.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.4%	39.2%	39.3%	37.8%	36.3%
净利率	14.5%	12.6%	13.6%	12.0%	10.4%
ROE	6.8%	7.4%	10.7%	12.4%	13.8%
ROIC	8.1%	11.5%	11.3%	10.9%	10.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.8%	24.2%	20.2%	27.2%	40.8%
净负债比率	-43.0%	-39.9%	-14.9%	5.0%	28.6%
流动比率	6.28	3.38	3.84	2.82	1.97
速动比率	4.78	2.70	2.58	1.75	1.20
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.57	0.52	0.66	0.85	0.93
应收账款周转率	1.88	1.90	1.90	1.90	1.90
存货周转率	2.15	2.54	2.39	2.44	2.42
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.63	0.74	0.57	0.73	0.90
每股经营现金流	-1.00	0.12	-0.84	-0.50	-1.05
每股净资产	9.28	9.91	5.33	5.86	6.56
<b>估值比率</b>					
P/E	59.9	31.0	24.4	19.2	15.5
P/B	4.1	2.3	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	60.9	19.4	17.1	14.4	12.5

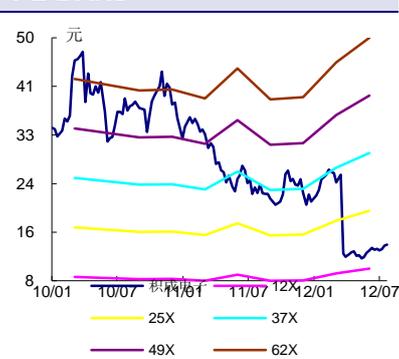
资本支出与经营活动现金流



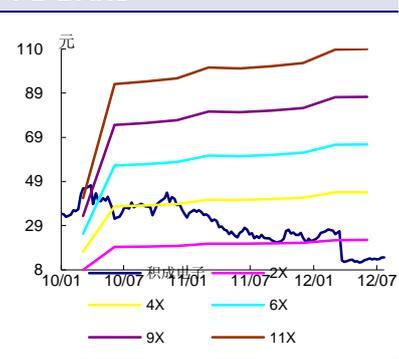
相对估值



PE BAND



PB BAND



## 广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，电力系统自动化学士，7年证券从业经验，6年电力行业经验，获2010年及2011年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfh1@gf.com.cn，021-60750603。

王昊，分析师，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，010-59136700。

徐云飞，研究助理，大连理工大学材料硕士，4年太阳能工厂主管经验，2012年加入广发证券发展研究中心，联系方式：xuyunfei@gf.com.cn，021-60750633。

武夏，研究助理，复旦大学金融学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wuxia@gf.com.cn，021-60750612。

## 相关研究报告

积成电子(002339.sz)：电力和公用事业收入和订单快速增长	武夏	2012-08-20
积成电子(002339.sz)：受益配网终端放量和公用事业自动化快速增长	武夏	2012-07-17

## 广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有(Hold)：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018号 安联大厦15A03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路 99号震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。