

积成电子 (002339)
增持/维持评级
股价: RMB12.85

分析师
王海生
SAC 执业证书编号:s1000511030005
021-68498537
wanghaisheng@mail.htlhsc.com.cn

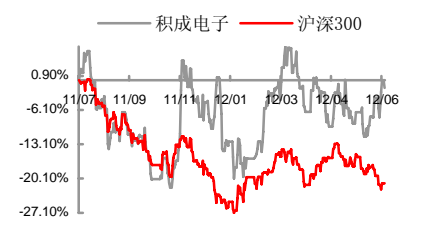
联系人
郑丹丹
021-6849 8625
zhengdandan@mail.htlhsc.com.cn

相关研究
2012.3.12 《积成电子年报点评: 静待业绩发力》

基础数据

总股本 (百万股)	172
流通 A 股 (百万股)	172
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2,210

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

厚积薄发, 业绩加速发力

- 积成电子 (简称“公司”)正在从一家业务“小而全”的电力自动化设备企业, 扩张为涵盖电力与公用事业领域的自动化解决方案提供商。公司近期**拟定向增发**, 投入智能配电网和智能燃气自动化系统产业化项目, 预计可助力公司: 1) 克服产能瓶颈, 扩大生产规模; 2) 把握市场先机, 通过成表生产, 提升燃气自动化行业的市场知名度; 3) 达产后增厚年均销售收入约 4.23 亿元、年均净利润约 0.67 亿元, **增厚当前股本下 EPS 0.39 元**。
- 电网自动化业务: 受益电网招标改革**。公司在智能电网二次领域深耕多年, 具备提供长链条电力自动化关键设备的技术能力。近来, 随着电网公司集中采购范围的扩大, 作为业内知名企业, 公司有望与用电市场原本占优的地方性龙头和变电市场传统寡头在同一平台上一决高下。其原本“小而全”的产品线中, 多项产品份额有较大的提升空间。未来 2~3 年, 公司的电网自动化业务有望实现年均 3 成增长, 为公司贡献 3/4 以上总收入。
- 公用事业自动化业务: 渐成新锐利润来源**。公司在燃气、水务等公用事业自动化领域介入较早, 并凭借优质产品与服务, 推动行业发展。未来 2~3 年, 公用事业智能化进入快速发展期, 公司的相关业务有望继续实现年均 46.7% 的高速增长, 为公司贡献 2 成收入。
- 管理高效, 经营卓越**。公司不存在控股股东与实际控制人, 管理层以决策民主著称, 内部管理运营高效。近年来, 公司根据市场变化适时调整产品结构, 盈利能力得以较好地维持。未来随着业务总量继续扩大, 公司在经营方面的规模效应将逐步彰显, 盈利水平有望继续维持稳定。
- 盈利预测与投资建议**: 我们预计, 公司 2012、2013 年将分别实现每股收益 0.53 元、0.68 元, 对应 P/E 分别为 24.4 倍、18.8 倍。建议“增持”。
- 风险提示**: 1) 宏观政策和行业投资等因素, 或致部分关键项目进程延后; 2) 公司目前享受的税率优惠政策存在变动风险; 3) 部分业务未来或因市场竞争加剧导致利润不达预期。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	547.8	729.2	980.8	1248.7
(+/-%)	38.8	33.1	34.5	27.3
归属母公司净利润(百万元)	63.2	90.5	117.6	143.2
(+/-%)	15.8	43.1	30.0	21.8
EPS(元)	0.37	0.53	0.68	0.83
P/E(倍)	34.9	24.4	18.8	15.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

1	投资逻辑	4
2	公司概况与募投项目	4
2.1	主营业务	4
2.2	定向增发募投项目	5
3	电网类业务持续向好	6
3.1	小而全，受益电网公司集中招标范围扩大	6
3.2	后起之秀，追赶变电站监控市场	6
3.3	深耕多年，弄潮智能配电市场	9
3.4	把握良机，逐浪智能用电市场	10
3.5	募投项目助力电网类业务持续增长	12
4	公用事业自动化业务渐成新锐利润源	12
4.1	顺应趋势，推动燃气行业发展	12
4.2	已获资质，将发展燃气成表制造业务	13
4.3	公用事业自动化业务全面健康增长	14
5	管理高效，稳健发展可期	15
5.1	适时调整产品结构，应对市场变化	15
5.2	公用事业自动化助力季度业绩“调峰”	16
5.3	费用率逐年下降，规模效应初显	17
6	收入与成本预测	17
	风险提示	18

图表目录

图 1:	“十二五”期间全国 110(66)~750kV 变电站监控系统市场容量	7
图 2:	2010 年国网 220~750kV 变电站监控系统集中采购市场份额	7
图 3:	2011 年国网 220~750kV 变电站监控系统集中采购市场份额	7
图 4:	2012 上半年国网 220~750kV 变电站监控系统集中采购市场份额	8
图 5:	2011 年国网 110(66)kV 变电站监控系统集中采购市场份额	8
图 6:	2012 上半年国网 110(66)kV 变电站监控系统集中采购市场份额	8
图 7:	国网“三集五大”管理体系结构示意图	9
图 8:	2005~2011 年国网电力用户数统计	10
图 9:	2011~2015 年国网用电信息采集设备市场测算	11
图 10:	2012 年 4 月国网专变采集终端集中招标结果	11
图 11:	2012 年 4 月国网采集器、集中器集中招标结果	11
图 12:	积成电子电网自动化业务收入与成本预测	12
图 13:	2010~2015 年远传燃气表市场容量估算	14
图 14:	积成电子公用事业自动化业务收入与成本预测	15
图 15:	2009~2011 年公司各项业务收入贡献	16
图 16:	2008 年四季度~2012 年一季度公司收入与净利润统计	16
图 17:	2009~2014 年积成电子总收入与成本测算	17
表格 1:	积成电子的产品线覆盖	5
表格 2:	积成电子营业收入与毛利率预测 (至 2014 年)	17

1 投资逻辑

我们看好积成电子（简称“公司”）的投资价值，主要原因如下。

其一，电网自动化业务受益电网招标改革，有望提升市场份额。

公司在智能电网二次领域深耕多年，业务积累扎实，并成功交付诸多试点工程项目。近年来，随着电网公司集中采购范围的扩大，公司有望借助统一招标平台，集合各项资源，发挥协同效应，提高市场份额。除传统占优的配电自动化业务外，公司的变电站监控和智能用电信息采集业务有望于未来2~3年实现较快增长。

其二，公用事业智能化进入快速发展期，利好公司相关业务。

公司在燃气、水务等公用事业自动化领域介入较早，并凭借优质产品与服务，推动行业发展。未来2~3年，随着下游市场渐入快速发展阶段，公司的相关业务有望继续保持快速发展势头，成为新锐利润来源。

其三，公司管理运营高效，盈利能力有望持续向好。

公司不存在控股股东与实际控制人，管理层以决策民主著称，内部管理运营高效。近年来，公司根据市场变化适时调整产品结构，盈利能力得以较好地维持。未来，随着业务总量继续扩大，公司在经营方面的规模效应将逐步彰显，盈利水平有望继续维持稳定。

其四，公司拟定向增发，产能扩大后，可为未来业绩增长提供可靠支持。

我们预计，公司2012、2013年可分别实现收入7.29亿元和9.81亿元；归属上市公司股东净利润分别为0.91亿元和1.18亿元，自2011年的年均复合增长率为34.6%。暂不考虑增发后的股本变化，预计2012、2013年分别实现EPS 0.53元、0.68元，对应当前股价的动态市盈率分别为24.4倍、18.8倍。（相对前期报告，盈利预测有所上调。）

基于公司的行业领导者地位与高成长性，并结合大盘走势，给予公司2012年26~30倍之间合理估值判断。基于当前股价，建议“增持”。

2 公司概况与募投项目

2.1 主营业务

在智能电网板块，公司是一家业务“小而全”的企业，在投资界素有“小南瑞”之称。公司主业定位明确，专注于自动化产品与解决方案，业务链涵盖智能电网、公用事业和能源管理等领域，如表格1所示。

2009年以来，在智能电网全面建设和城市化纵深发展等因素的驱动下，公司业务发展迅速，在智能配用电和公用事业自动化等多个细分领域处于市场前列，且依然有大幅提升的潜力。

表格 1：积成电子的产品线覆盖

产业环节	公司产品
发电	发电厂 AVC 系统等
变电	变电站自动化系统、变电站监控系统、智能高频开关直流电源、继电保护技术及管理平台等
配电	配电自动化主站系统、调配一体化主站系统、馈线监控终端、多节点自愈性光 Modem 等
用电	电力用户用电信息采集系统、电能计量计费管理系统、低压集中器、低压采集器、电能表等
调度	调度自动化系统、调控一体技术支持系统、AVC 系统、线损分析系统、调度员培训仿真系统等
公用事业	管网管理系列系统、城市控制中心系统、直读式自动抄表系统等
能源管理	节能管理与节能监察综合信息系统、企业能源管理中心系统等

资料来源：公司网站、华泰联合证券研究所整理

2.2 定向增发募投项目

公司拟于未来数月，以不低于 11.33 元/股的价格，定向增发不超过 1,925 万股，预计约占发行后总股本的 10%。发行前后，公司不存在控股股东与实际控制人。

此次募投项目主要包括：1) 智能配电网自动化系统产业化项目，投资总额 1.182 亿元，占拟募集资金的 55.73%；2) 智能燃气自动化系统产业化项目，投资总额 0.939 亿元，占拟募集资金的 44.27%。

上述募投项目可为公司带来如下潜在收益。

其一，克服产能瓶颈，扩大生产规模。

根据计划，1 年建设期后，项目如建成达产，可新增如下产能：年产智能配电网自动化主站系统 30 套、监控终端产品 8000 台；年产智能燃气自动化主站系统 100 套，智能终端 1 万台，智能燃气表 70 万只。

其二，把握市场先机，增强新锐业务竞争力。

此次募投项目的亮点之一，便是新设智能燃气成表批量生产线。以往，公司在该领域主要涉足燃气表电路业务。然而，从市场变化趋势来看，成表生产将为公司未来智能燃气自动化行业带来更多市场话语权。

其三，经济效益可观。

根据本次募投项目的可行性研究报告，募投项目产能全部释放后，不考虑行业利润大幅变化情形，预计公司有望新增年均销售收入约 4.23 亿元（配电自动化 2.34 亿元、智能燃气自动化 1.89 亿元），年均净利润约 0.67 亿元（配电自动化 0.37 亿元、智能燃气自动化 0.30 亿元），**增厚当前股本下 EPS 0.39 元**，支持公司业务未来良性发展。

3 电网类业务持续向好

3.1 小而全，受益电网公司集中招标范围扩大

近年来，智能电网传统设备市场最大的变化，莫过于招标主体的逐步切换，以及由电网公司总部组织、发起的集中招标采购范围逐步扩大。

以用电信息采集市场为例，以往，因缺乏统一技术标准，各地电力公司对产品的要求存在较大差异，统一招标条件不成熟。2009年，国家电网公司（简称“国网”）颁布了 Q/GDW37X 系列标准，推动行业规范整合。自 2010 年起，国网省级公司开始对低压集抄终端产品进行统一招标。2011 年四季度，国网首次启动采集系统集中招标。2012 年，国网集中招标逐步推进，且采购体量呈放大趋势。

集中招标对于公司快速发展智能电网相关业务有诸多利处。

其一，有助于公司节约用于市场拓展方面的部分费用与成本。

历史上，公司来自华北区域（尤其是山东地区）和华东区域的订单较多，在其他地区的市场影响力相对较小。今后，公司可以借助集中招标平台，迅速切入各地市场，大大降低了赴各省区拓展前期市场的费用与成本。

其二，有助于公司提高在全国范围内的市场份额。

电网公司集中招标采购政策对市场格局变化影响较大。首先，提高了市场进入门槛，一些生产与经营水平不达标的厂商因不具备市场准入资质，直接被排除在竞标名单之外，利好行业长远良性发展。其次，部分细分市场的均衡度不断提高，传统巨头的寡头垄断地位难以持续，第一梯队整体市场份额很难大幅提升，甚至有进一步被第二梯队竞标商进一步挤占的压力，利好业内中小企业生存发展。再次，新的招标规则对各地龙头企业的市场竞争力提出了新的挑战，有效稀释了它们在各局部市场对新入者造成的威胁效应。

上述情形对于公司今后在统一招标平台下参与竞争，皆有正面效应，公司在全国范围内的市场份额有进一步提高的潜力。

其三，有助于公司发挥协同效应和多项技术储备的优势。

作为在一家智能电网领域“小而全”的专业解决方案提供商，公司借助集中招标平台，可以有效利用其在调度和配电自动化领域的市场积累，短期内迅速提升公司在变电和用电市场的认可度。

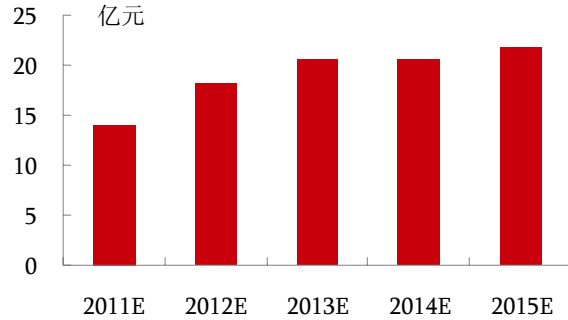
3.2 后起之秀，追赶变电站监控市场

“十二五”期间，变电站在设计 and 建造方面渐趋标准化和智能化，并据工程实际情况存在一定的智能度差异。

根据电网公司建设规划，结合工业类用户变电站的发展状况，并考虑到变电站智能化水平的普及率与监控系统价格变化等因素，我们测算，**2011~2013 年，变电站监控市场将实现年均复合增速约 20% 的稳步增长；2014~2015 年，市场增速将放缓至 6% 左右，总体发展稳健。**

如图 1 所示，“十二五”期间我国 110(66)~750kV 变电站监控系统（含综合自动化系统）市场需求合计规模多达近百亿元。

图 1：“十二五”期间全国 110(66)~750kV 变电站监控系统市场容量

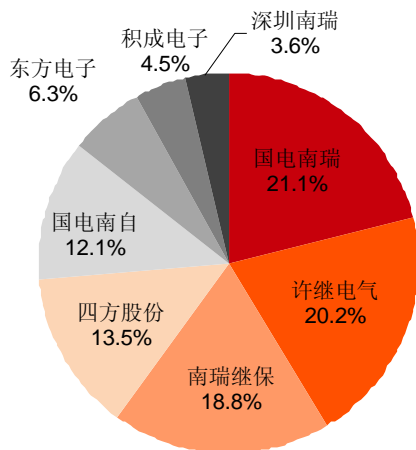


资料来源：华泰联合证券研究所

2011 年，国网变电站集中招标范围扩大至 110kV 等级，并引入新的一批具备资质的竞争者入围竞标，变电站监控市场呈现多家争霸的局面，且有愈演愈烈之势。市场第一梯队包括：国电南瑞（600406）、四方股份（601126）、许继电气（000400）、南瑞继保和国电南自（600268）。公司和东方电子（000682）、深圳南瑞、金智科技（002090）处于第二梯队。

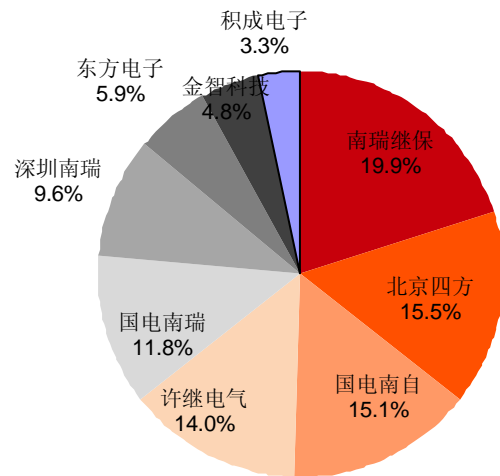
如图 2、图 3、图 4 所示，在国网 220~750kV 变电站监控市场，第一梯队的合计份额从 2010 年的 85.7% 缩水至 2011 年的 76.4%；这一比例在 2012 上半年略有回升，至 78.9%。虽然公司的市场份额有所下降，但未来成长潜力较大。

图 2：2010 年国网 220~750kV 变电站监控系统集中采购市场份额



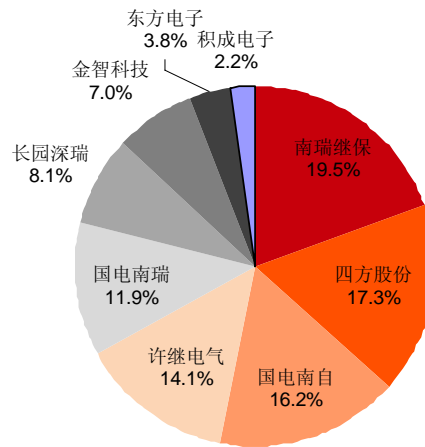
资料来源：国网招标投标网站、华泰联合证券研究所

图 3：2011 年国网 220~750kV 变电站监控系统集中采购市场份额



资料来源：国网招标投标网站、华泰联合证券研究所

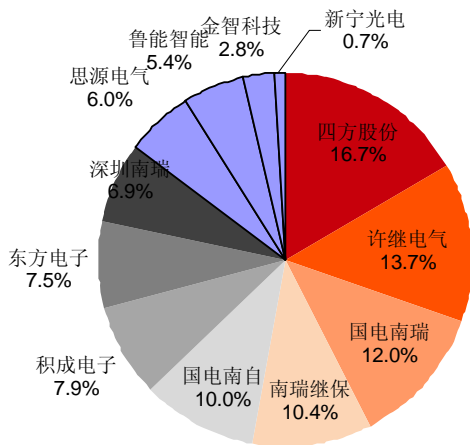
图 4: 2012 上半年国网 220~750kV 变电站监控系统集中采购市场份额



资料来源: 国网招标投标网站、华泰联合证券研究所

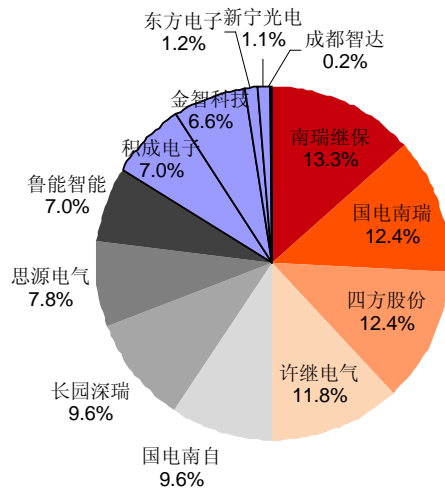
在国网 110(66)kV 变电站监控市场, 竞争更为激烈。如图 5 所示, 2011 年第一梯队的合计市场份额为 62.8%; 公司获得了 7.9% 的市场份额, 紧随第一梯队。另如图 6 所示, 2012 上半年, 第一梯队的合计市场份额下降至 59.5%; 公司份额为 7.0%, 在第二梯队中表现较好, 未来仍有进一步提升空间。

图 5: 2011 年国网 110(66)kV 变电站监控系统集中采购市场份额



资料来源: 国网招标投标网站、华泰联合证券研究所

图 6: 2012 上半年国网 110(66)kV 变电站监控系统集中采购市场份额



资料来源: 国网招标投标网站、华泰联合证券研究所

未来 2~3 年, 预计市场仍将维持竞争性垄断的格局, 新入者的机会较少, 行业毛利率亦渐趋稳定。随着募投项目逐步实施, 配以营销策略调整, 公司的市场份额未来有望追赶市场第一梯队。

3.3 深耕多年，弄潮智能配电市场

配电自动化是实现配用电智能化的核心环节之一。应用后，供电部门可通过主站和子站系统，全面监控各馈线和终端设备的运行状况，实现对配电网的远程监控和自动控制，高效排查故障，提高供用电可靠性。

在国网“十二五”智能化规划中，用于配电自动化与配网调控一体化智能技术支持系统建设的投资预算合计 261 亿元，年均 52.2 亿元。我们预计，其中近 2 成将用于二次部分（主、子站系统与终端）的设备采购，年均市场需求 8~10 亿元。此外，我们认为，市场于 2013 年后存在一定的超预期机会，理由如下。

其一，智能农电未列入预期范畴。

国网上述预算投资对象，主要针对国网辖区内 31 个重点城市的试点工程，以及“十二五”中后期在其他具备条件的低地级市核心区电网推广工程，未涉及农电领域。未来电网调度地县一体化的发展趋势显著，将助推以配电自动化和智能配电台区为重要实现方式的智能农电的发展。从技术实现角度来看，与传统城市电网的配电自动化和配网调控一体化可谓一脉相承。

其二，电网公司的内部集约化改革不断深入，配电项目全面纳入电网公司基建管理范畴指日可待。

如图 7 所示，建设“三集”（人、财、物集约化管理）“五大”（大规划、大建设、大运行、大检修、大营销）管理体系，是国网“十二五”期间的工作重心之一，旨在改革国网长期以来的多层级、长链条、小而全、小而散的管理体制和运行机制现状，整合和优化国网内部人、财、物资源配置。

图 7： 国网“三集五大”管理体系结构示意图



资料来源：《国家电网》2011.02

就“大建设”而言，未来国网基建管理的范畴将从以前的 110kV 及以上电压等级延伸至配电网，35kV 及以下电压等级电网项目管理将由生产或农电部门移交至基建部门。“五大”管理体系建设若能如期开展，智能配电和智能农电建设投入将有望实现持续增长，为市场带来超预期空间。

其三，当今通信技术发展较为成熟，可有效支撑智能农配电核心解决方案的应用。

我们预计，随着试点工程逐一竣工投运，以及电网公司内部集约化管理体系改革到位，2013年前后或迎来配电\农电智能化改造推广热潮，推动市场持续扩张。2011年，配电二次设备市场规模约8亿元；未来2~3年，市场有望实现年均3~5成的复合增长。

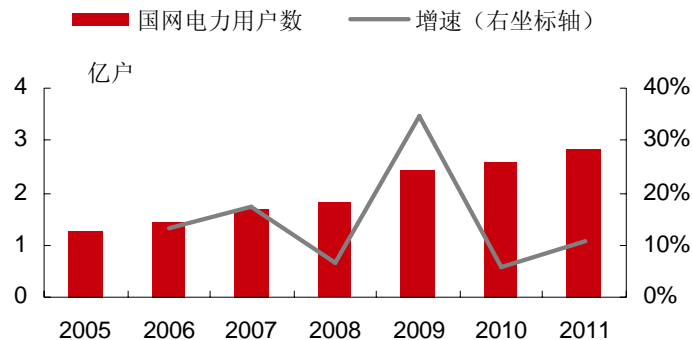
自上世纪90年代后期，公司即已开展配电自动化业务，并为国网第一个城市配网自动化项目（泉州，2001）成功供货，在业界颇有名气。自“十一五”后期以来，国网和南方电网公司（简称“南网”）纷纷启动新一轮配电、农电智能化试点工程，公司中标与承建了厦门、广州、深圳、福州、重庆、沈阳等地项目，供货范围涵盖主站、子站、终端等诸环节。

目前，在智能配电二次产品领域，公司约占15%的市场份额；主要竞争对手是国电南瑞，其市场份额约60%。总体而言，公司**市场竞争优势明显，未来业绩弹性较大**。

3.4 把握良机，逐浪智能用电市场

根据规划，至“十二五”末期，国网将实现对直供直管区域内所有用户的“全覆盖、全采集、全费控”。如图8所示，国网电力用户数近年来持续增长，2011年底达到2.86亿户。截至2012年4月底，国网用电信息采集系统覆盖8850万户用户，覆盖率仅3成左右。可见，**采集系统未来仍有很大的发展空间，行业正值高度景气时期**。

图 8： 2005~2011 年国网电力用户数统计

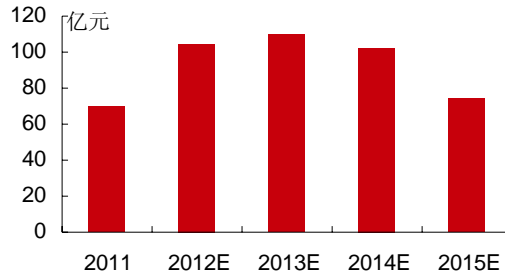


资料来源：国家电网公司2010与2011年社会责任报告、华泰联合证券研究所

预计，“十二五”期间，国网用于用电信息采集系统建设的总投资将高达900亿元之多。扣除电能表采购安装、系统主站建设、通信信道专网基建等部分投资预算，我们测算，“十二五”期间，国网用于用电信息采集设备购置的总投资将超过400亿元，如图9所示。

目前，国家电网公司系统27个省公司的采集系统主站建设已全部完成并投入运行，为用电信息采集系统建设提供了便利条件。**我们预计，2012年用电信息采集系统集中招标有望加速；未来2~3年，市场有望将持续景气**。

图 9： 2011~2015 年国网用电信息采集设备市场测算



资料来源：华泰联合证券研究所

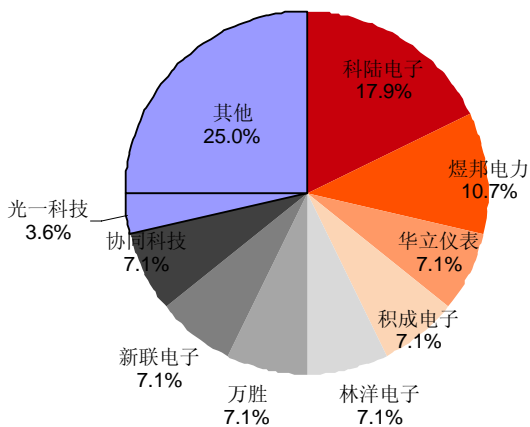
在此番用电信息采集系统建设中，**低压集抄系统采集设备**（含采集器、集中器）市场受益最大，因其下游用户为三相一般工商业用户、单相一般工商业用户和居民用户，占电网总用户数的 99% 以上，对应的资金投入亦最高。未来 3 年，市场将持续稳健发展，年均市场规模 70~90 亿元。

专变采集终端安装于专变用户（电力“专网”用户），目前该类用户（100KVA 以上，部分地区为 315KVA）采集覆盖率为 70%，预计未来 3 年年均市场规模 10 亿元。

除以上两类采集终端外，**安装于公用配变上的采集终端**正纳入规划之中，监测公用配电变压器运行。目前，采集覆盖率仅约 15%，提升潜力较大。预计未来 5~8 年，覆盖范围将逐步扩大，年均市场需求为 3~5 亿元。

在 2012 年第一次集中招标中，公司在专变采集终端和集中器、采集器分项中皆有中标。限于产能瓶颈，市场份额分别为 7.1% 和 2.3%，与市场第一梯队成员存在一定差距。如图 10、图 11 所示，**公司是中标厂商中少有的不以电能计量与通信为“重仓”业务的企业之一**。预计未来 2~3 年，随着募投项目的实施、达产，公司该项业务有望实现年均 4 成的收入增速。

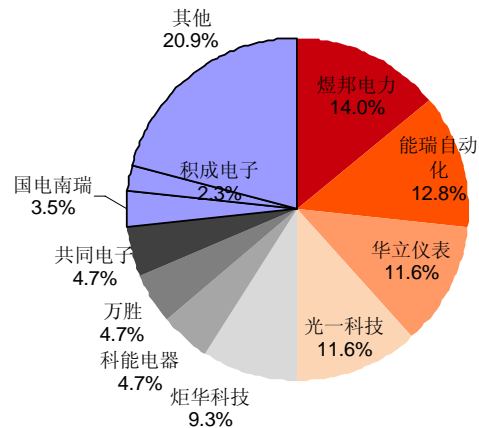
图 10： 2012 年 4 月国网专变采集终端集中招标结果



注：依据公开信息的中标包数统计。

资料来源：国网招标投标网站、华泰联合证券研究所

图 11： 2012 年 4 月国网采集器、集中器集中招标结果



注：依据公开信息的中标包数统计。

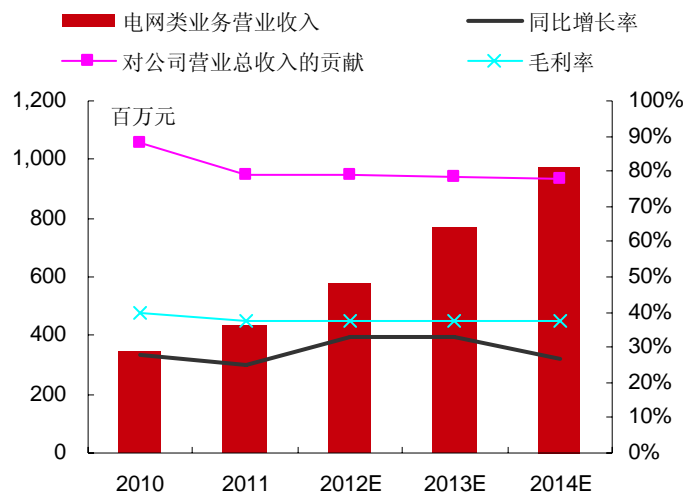
资料来源：国网招标投标网站、华泰联合证券研究所

3.5 募投项目助力电网类业务持续增长

总的来说，公司在电网调度、变电站监控和配用电自动化等领域的技术优势明显，客户认可度高，限于产能瓶颈和前期市场客户分散等因素，公司的市场业绩潜力远未充分释放。在电网公司招标方式变化的契机下，募投项目如能顺利实施、达产，则可有效缓解产能瓶颈的约束。

基于上述分析，并结合公司近期订单动态，我们预计，公司的电网类业务在未来 2~3 年内将持续实现年均 3 成增长，对公司总收入的贡献维持在 3/4 以上，毛利率水平趋于稳定，如图 12 所示。

图 12： 积成电子电网自动化业务收入与成本预测



资料来源：华泰联合证券研究所

4 公用事业自动化业务渐成新锐利润源

4.1 顺应趋势，推动燃气行业发展

公司介入的“智能燃气”涉及三层应用：1) 城市燃气公司生产营运系统的“智能城市管网”；2) 门站（调压站）的“智能站控”，该市场较小；3) 最终用户端的“智能用气”。公司在该领域的专业化研发始于 2001 年，目前已成为我国燃气行业自动化产品的主要提供商之一，产品包括主站系统、终端产品、远传燃气表和抄表系统等，在国内拥有近 200 家终端客户。

从产品角度看，公司在燃气行业的业务主要涉及两大领域。

其一，针对燃气供应商的运营管理，提供旨在提高其自动化水平的综合解决方案，以软件类产品为核心。

与电网行业不同，我国燃气行业产业布局相对分散，根据中国城市燃气协会的公开资料，目前国内有上千家燃气企业分布于至少 29 个省、自治区和直辖市。鉴于历

史沿袭和管理体制等方面的因素，燃气运营商自动化管理水平目前普遍落后于电网运营商，未来提升潜力巨大。

公司在该领域主要提供燃气 SCADA、管网 GIS、负荷预测、设备工况诊断与监测等产品与服务，并通过应用系统平台整合，对输气（管网）、供气（门站）、用气等进行全过程的管理，利于燃气公司安全稳定供气。

值得一提的是，公司借助定制化产品和解决方案，帮助大型燃气企业提高管理的精细化、数据化和人性化程度，提升运营管理水平，优化管理决策流程，**一定程度上推动了行业发展**。（可参阅 4.1.1 所列案例。）

其二，针对燃气销售与用量管理，提供智能远传燃气表和抄表收费整体解决方案，**终端类产品（含电路模块）销量较多**。

我们认为，燃气定价机制的未来走向有两大趋势：**上下游价格联动、逐步推行阶梯气价**。近期，燃气定价市场化改革已现端倪。

2011 年底，国家发改委于广东、广西开展天然气价格形成机制改革试点。根据试点方案，门站以下销售价格由地方价格主管部门管理，地方可建立上下游价格联动机制并对机制进行听证。根据试点思路，天然气门站价格将逐步引入动态调整，根据可替代能源价格变化情况每年调整一次，并逐步过渡到每半年或者按季度调整。

由于目前市场上的主流产品 IC 卡智能表无法适应频繁调价策略，我们判断，**燃气定价市场化趋势将拉动远传表市场增长，而这正是公司在这一领域内的优势所在**。公司拥有目前国内最完整的直读式远传表产品线，取得了 8 项直读式抄表方面的发明专利和实用新型专利。其中，iES-AMR2000 直读式自动抄表系统最早取得“制造计量器具许可证”，业绩遍布全国各地。

4.1.1 案例：公司成功交付“中燃集团生产运营调度监控系统”（核心内容源自公司网站）

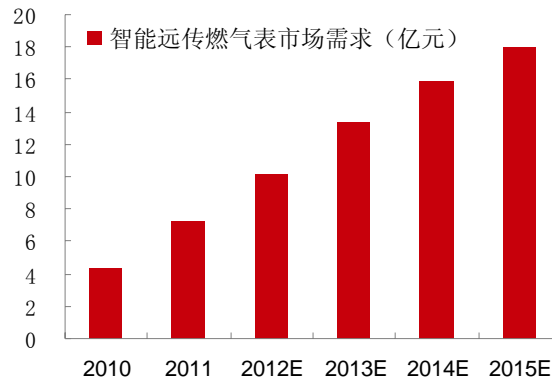
子公司“青岛积成”承建的“中燃集团生产运营调度监控系统”有效整合了中燃集团下属 36 家项目公司的五大系统：SCADA 系统、GIS 系统、GPS 系统、负荷预测系统、动态模拟系统的信息资源。该系统结合了集团公司的实际情况，构建集成了管网运行数据采集与处理、安全运营信息共享和项目公司协同办公三位一体的集团级生产运营系统。

该项目是公司在智能燃气领域研究应用的重大突破，已于 2012 年 6 月 13 日在深圳中燃集团总部顺利通过验收。**我们判断，该项目的成功交付，有助于奠定公司的行业领导者地位。**

4.2 已获资质，将发展燃气成表制造业务

2010 年，中国智能燃气表市场容量约 560 万只，占燃气表市场总量 4 成左右。我们估计，远传表在智能燃气表中所在比例仅约 2 成，未来 2~3 年有望逐步提高至 3 成左右。根据燃气抄表自动化行业发展趋势，我们测算，“十二五”期间，远传燃气表市场将实现年均逾 3 成复合增速，如图 13 所示。（其中，已考虑市场快速膨胀可能引起的价格下降情形。）

图 13: 2010~2015 年远传燃气表市场容量估算



资料来源: 华泰联合证券研究所

据公司 2011 年年报披露, 子公司“青岛积成”实现营业收入 7,377 万元, 仅有部分来自燃气表电路业务的贡献。而经测算, 当年智能远传燃气表电路市场需求约 5.4 亿元 (不同于图 13 所示的燃气成表市场需求)。由此推测, 公司燃气表 (电路模块) 业务的市场份额仅为个位数百分点, 未来提升空间很大。

近期, 公司介入**燃气成表制造业务**, 目前已取得相关资质 (可参阅资料 4.2.1)。我们认为, 此举有两大好处: **于近期, 将直接为公司带来更多业务收入; 于远期, 将利于公司打造燃气自动化全业务价值链, 提升市场议价能力。**我们推测, 如业务开展顺利, 公司的燃气表业务 (含成表与电路) 于 2012 年可实现收入翻番增长。

4.2.1 资料: 公司获燃气成表制造许可 (核心内容源自公司网站)

2012 年 6 月 7 日, 由子公司“青岛积成”研制的两种规格的无线预付费智能燃气表 iES-W100 获发有效期 3 年的“中华人民共和国制造计量器具许可证”。这意味着, **公司由此具备了批量生产智能燃气表的市场“准入证”, 将为燃气表市场带来一场技术变革。**

4.3 公用事业自动化业务全面健康增长

除了燃气, 公司在水务、水利等公用事业领域皆有不俗的市场积累。

子公司“青岛积成”的**直读式远传水表及抄表系统**业务始于本世纪初, 业绩遍布全国多个省区。此外, 子公司“青岛积成”还与江西三川水表股份有限公司于 2010 年设立合资公司, 借助合作方的下游市场优势, 扩大市场份额。该子公司网站显示, 其市场占有率为全国第一。目前, 水表市场布局已基本完成, 未来竞争格局变化不大。预计公司的该项业务未来 2~3 年有望实现稳健发展。

据公司公告, 子公司“积成慧集”于 2011 年 12 月 8 日与上海南汇水务 (集团) 有限公司签订合同, 为后者供排水管网综合管理系统工程业务建立计算机信息系统。**合同金额为 2267.5 万元, 为该子公司 2011 年营业收入的 1.44 倍。**根据合同, 该工

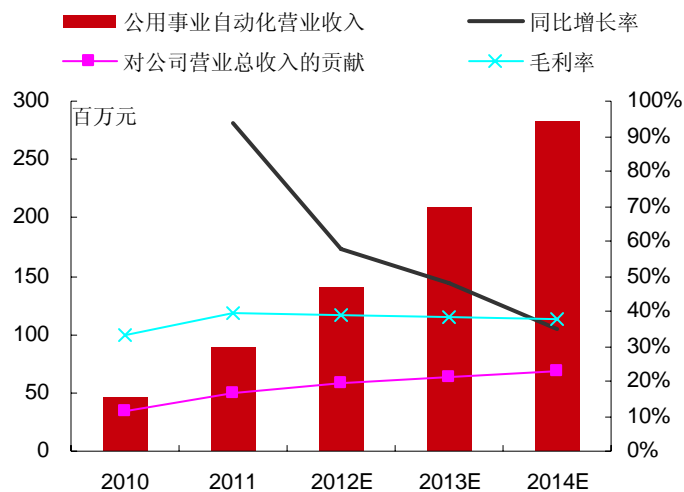
程在 4 年内分为 7 个里程碑阶段分期交付，有效地支撑了公司城市公用事业自动化业务的后续发展。

另据公司网站披露，子公司“积成慧集”还承担了第一次全国水利普查空间数据采集处理项目。截至 2012 年 6 月底，已顺利完成了北京、上海、天津、山东、江苏、浙江等 13 个省区的省级系统部署、人员培训、数据采集等工作，下一步将开展数据建库、综合成果应用等内容。

根据国发〔2010〕4 号文件，国务院决定于 2010 年至 2012 年开展第一次全国水利普查，由副总理回良玉担任领导小组组长，小组副组长和其他成员包括国务院、水利部、统计局、财政部、发改委、中宣部、国土资源部、环境保护部、住房城乡建设部、农业部、能源局、测绘局、总后勤、武警部队后勤部等多个党政军部委的重要领导。可见，国务院对该普查工作高度重视。在我们看来，该项目对水利信息化市场的后续影响意义远远大于其对公司短期收入与利润的金额贡献。

基于上述分析，我们预计，公司的公用事业自动化业务在未来 2~3 年内将持续实现年均 46.7% 的高速增长，于 2013 年冲刺 2 亿元收入规模，对公司总收入的贡献跃升至 2 成以上，毛利率水平趋于稳定，如图 14 所示。

图 14：积成电子公用事业自动化业务收入与成本预测



资料来源：华泰联合证券研究所

5 管理高效，稳健发展可期

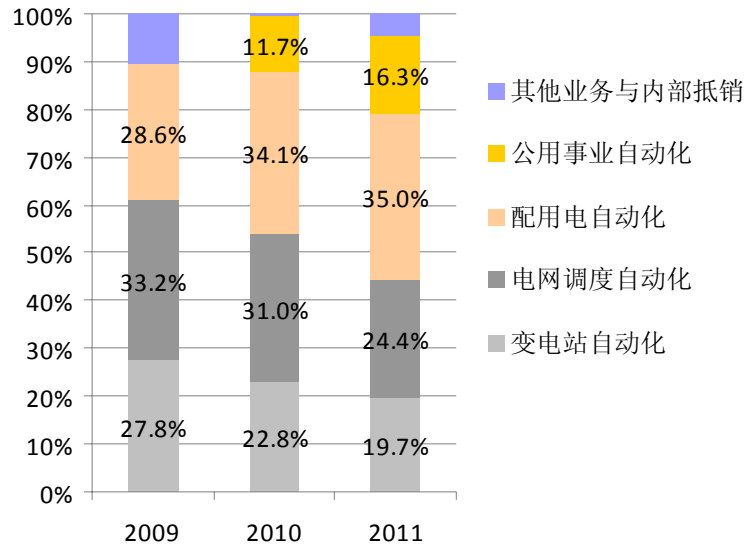
5.1 适时调整产品结构，应对市场变化

作为专业化的电力与公用事业自动化解决方案提供者，公司管理团队经验丰富，在市场主导和创新驱动下，及时调整不同时期下的经营策略，有效支持公司有机发展。

近年来，公司一直不断根据市场变化调整产品结构。如图 15 所示，公司来自电网调度自动化的收入贡献自 2007 年的 44.8% 下降至 2011 年的 24.4%；与此同时，

来自配用电自动化的收入贡献自 2007 年的 27.2% 上升至 2011 年的 35.0%，及时适应了新时期下客户需求的微观变化。此外，公用事业自动化的收入贡献自此前的微不足道上升至 2010 年的 11.7%、2011 年的 16.3%，成为公司的新锐业务增长点。

图 15： 2009~2011 年公司各项业务收入贡献

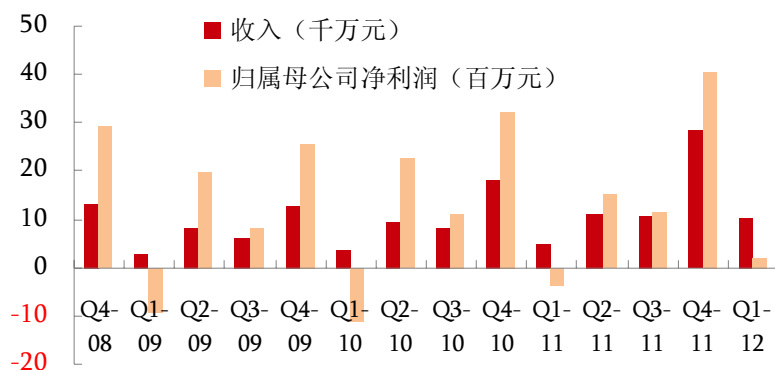


资料来源：同花顺 iFind、华泰联合证券研究所

5.2 公用事业自动化助力季度业绩“调峰”

公司在智能电网制造商领域业务规模较小，以往的发展对电力客户依赖较高。由于电力客户收入确认的季节性较为明显，公司的业绩高峰和低谷季一般分别出现在四季度和一季度，一定程度上限制了公司各项资源的综合利用率。公用事业自动化业务迅速成长以来，对公司的季度业绩起到了一定的平滑作用。如图 16 所示，近 2 年多来，公司一季度的亏损面逐渐收窄，于 2012 年扭亏。

图 16： 2008 年四季度~2012 年一季度公司收入与净利润统计

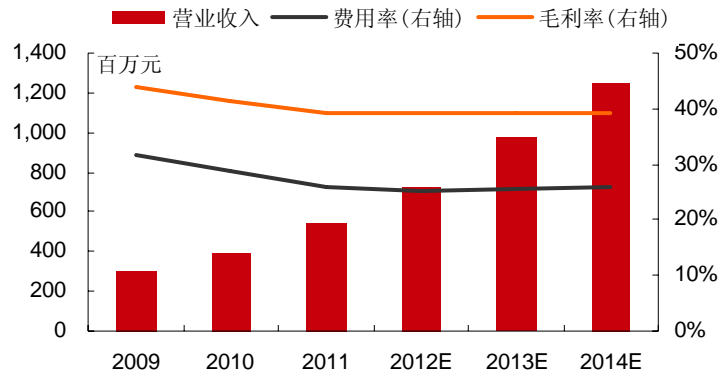


资料来源：同花顺 iFind、华泰联合证券研究所

5.3 费用率逐年下降，规模效应初显

2009~2011 年间，公司业务发展迅速，营业收入年均复合增速超过 3 成。随着产值扩大，公司的规模效应初显。如图 17 所示，公司的三项费用率逐年下降，一定程度上对冲了毛利率下降带来的冲击。

图 17： 2009~2014 年积成电子总收入与成本测算



资料来源：同花顺 iFind、华泰联合证券研究所

我们预计，未来 2~3 年，随着业务规模进一步扩大，公司的产品结构和总体经营水平将更为优化，盈利水平有望维持稳定。

6 收入与成本预测

公司至 2014 年的收入与成本预测如表格 2 所示，暂未考虑任何外延式扩张预期，以及日后成功增发引起的股本变化。

表格 2：积成电子营业收入与毛利率预测（至 2014 年）

	2011	2012E	2013E	2014E
总收入(百万元)	547.85	729.15	980.81	1,248.70
年增长率	38.8%	33.1%	34.5%	27.3%
综合毛利率	39.2%	39.1%	39.1%	39.0%
<i>变电站自动化</i>				
营业收入(百万元)	107.95	134.94	172.72	207.26
年增长率	19.9%	25.0%	28.0%	20.0%
毛利率	36.9%	36.8%	36.8%	36.8%
<i>电网调度自动化</i>				
营业收入(百万元)	133.94	167.42	197.56	227.19
年增长率	9.4%	25.0%	18.0%	15.0%
毛利率	35.5%	35.5%	36.0%	36.0%
<i>配用电自动化</i>				
营业收入(百万元)	191.93	275.41	399.35	539.12

年增长率	42.7%	43.5%	45.0%	35.0%
毛利率	39.7%	39.0%	38.6%	38.6%
<i>发电厂自动化</i>				
营业收入(百万元)	5.62	5.62	5.90	6.20
年增长率	0.2%		5.0%	5.0%
毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
<i>公用事业自动化</i>				
营业收入(百万元)	89.49	141.40	209.27	282.51
年增长率	93.7%	58.0%	48.0%	35.0%
毛利率	39.6%	39.0%	38.5%	38.0%
<i>其他(主营)</i>				
营业收入(百万元)	53.97	50.00	50.00	50.00
年增长率	96.7%			
毛利率	7.5%	9.0%	9.0%	9.0%
<i>内部抵销</i>				
营业收入(百万元)	-46.37	-55.64	-63.99	-73.59
年增长率	18.5%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>非主营业务</i>				
营业收入(百万元)	11.32	10.00	10.00	10.00
年增长率	49.0%			
毛利率	76.9%	65.0%	65.0%	65.0%
资料来源: 华泰联合证券研究所				

风险提示

- 1 宏观政策和行业投资等因素, 或致部分关键项目进程延后;
- 2 公司目前享受的税率优惠政策存在变动风险;
- 3 部分业务未来或因市场竞争加剧导致利润不达预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	944	1121	1367	1628	营业收入	548	729	981	1249
现金	410	410	410	410	营业成本	333	444	597	761
应收账款	292	389	523	666	营业税金及附加	4	6	8	10
其他应收款	17	22	30	38	营业费用	55	74	99	126
预付账款	42	56	76	96	管理费用	86	114	153	195
存货	148	197	265	338	财务费用	1	-5	-1	2
其他流动资产	35	47	63	80	资产减值损失	3	3	2	2
非流动资产	212	212	206	200	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	14	18	18	18	投资净收益	1	1	1	2
固定资产	39	36	31	26	营业利润	66	94	124	154
无形资产	132	132	132	132	营业外收入	17	19	23	25
其他非流动资产	28	26	25	24	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1157	1333	1573	1829	利润总额	82	113	147	179
流动负债	279	376	492	595	所得税	12	17	22	27
短期借款	60	115	172	213	净利润	69	96	125	152
应付账款	66	88	118	150	少数股东损益	6	6	7	9
其他流动负债	153	174	202	232	归属母公司净利	63	90	118	143
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	81	95	128	162
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.53	0.68	0.83
其他非流动负	1	1	1	1					
负债合计	280	377	492	596	主要财务比率				
少数股东权益	24	30	37	46	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	86	172	172	172	成长能力				
资本公积	540	454	454	454	营业收入	38.8%	33.1%	34.5%	27.3%
留存收益	227	300	417	561	营业利润	55.3%	43.3%	31.1%	24.6%
归属母公司股	852	926	1043	1187	归属母公司净利	15.8%	43.1%	30.0%	21.8%
负债和股东权	1157	1333	1573	1829	获利能力				
					毛利率(%)	39.2%	39.1%	39.1%	39.0%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	11.5%
					ROE(%)	7.4%	9.8%	11.3%	12.1%
					ROIC(%)	11.1%	11.9%	12.7%	13.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	24.2%	28.3%	31.3%	32.6%
					净负债比率(%)	21.43	30.50	34.91	35.78
					流动比率	3.38	2.98	2.78	2.74
					速动比率	2.85	2.46	2.24	2.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.59	0.68	0.73
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	6.09	5.78	5.81	5.67
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.37	0.53	0.68	0.83
					每股经营现金流	0.06	-0.23	-0.34	-0.24
					每股净资产(最新	4.96	5.38	6.07	6.90
					估值比率				
					P/E	34.95	24.43	18.80	15.43
					P/B	2.59	2.39	2.12	1.86
					EV/EBITDA	23	20	15	12

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
 基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
 增持 股价超越基准 10%-20%
 中性 股价相对基准波动在 ± 10% 之间
 减持 股价弱于基准 10%-20%
 卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
 中性 行业股票指数基本与基准持平
 减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
 邮政编码: 518048
 电话: 86 755 8249 3932
 传真: 86 755 8249 2062
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
 邮政编码: 200120
 电话: 86 21 5010 6028
 传真: 86 21 6849 8501
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供与华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。