

## 积成电子 (002339)

## 电网及公用事业双翼发展

## 推荐 (首次)

现价: 13.41 元

## 主要数据

行业	平安电力设备与新能源
公司网址	lab.com.cn
大股东/持股	王浩/4.29%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	172
流通 A 股(百万股)	101
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	23.12
流通 A 股市值(亿元)	13.59
每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	21.4

## 行情走势图



## 证券分析师

**张海** 投资咨询资格编号  
S1060511100001  
0755-22621123  
Zhanghai376@pingan.com.cn

**周紫光** 投资咨询资格编号  
S1060511110003  
0755-22621372  
Zhanghai376@pingan.com.cn

## 研究助理

**张俊** 一般证券资格编号  
S1060112050084  
02138635753  
Zhangjun562@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如  
经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎  
重使用并注意阅读研究报告尾页的声明  
内容。

## ■ 技术储备雄厚、业务综合,抗行业风险能力强

积成电子在智能电网领域拥有较齐全的业务产品线,主要业务为调度自动化、变电站自动化、配用电自动化三大块。公司的创立背景是山东大学的计算机、电子、电力等专业的技术专家,20多年来技术储备雄厚,在目前电力设备特别是二次设备领域竞争逐步激烈、部分产品毛利率持续下滑的背景下,公司具备较强的抗行业风险能力。

## ■ 调度自动化业务保持较快增长

调度行业这块看,地调、县调领域国电南瑞、积成电子、东方电子三分天下,竞争格局较为稳定。预计未来公司这块业务将保持年均30%左右的增长,增长的动力主要来自国网推行的调控一体化、调配一体化及地县一体,今年上半年推广迅速,超出之前的预期。

## ■ 变电站自动化市场广阔

随着智能电网进入全面建设时期,智能变电站市场广阔,公司也在智能变电设备方面做了大量的技术储备,预计这块业务未来将保持30%以上的高速增长,但目前竞争较为激烈,盈利水平可能下降。

## ■ 配用电自动化将成为未来主要增长点

智能配电网、智能用电将是未来5-10年智能电网建设的重中之重。公司在配用电自动化方面战略清晰,把重点放在做配电网主站、集中器、采集器这样较为高端的产品上。配用电自动化将是公司近几年的主要增长点。

## ■ 公用事业快速增长,智能燃气空间广阔

“十二五”末期,我国天然气的能源占比将从目前的4.4%提高至8.5%,行业呈现爆发式增长。到2015年,中国新装智能燃气表数量将达1900万台。公司是最早做燃气表的企业之一,具有完善的销售体系及模式,有成熟的技术、强大的组织和工程实施能力。智能燃气增发项目前景广阔。公司前期公布了增发草案,我们预计项目达产后为公司贡献2亿的销售收入。

## ■ 盈利预测及估值

预计公司今明两年将保持40%左右的复合增长,2012、2013年的EPS为0.56元及0.73元,对应7月23日的收盘价PE分别为24.1倍和18.4倍,首次给予“推荐”评级。

## ■ 风险提示:智能电网投资放慢、公用事业市场拓展不力

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	395	548	800	1,152
YoY(%)	30.4	38.8	46.0	44.1
净利润(百万元)	55	63	96	125
YoY(%)	23.9	15.8	51.5	30.7
毛利率(%)	41.4	39.2	39.8	38.6
净利率(%)	13.8	11.5	12.0	10.9
ROE(%)	6.8	7.4	10.3	11.9
EPS(摊薄/元)	0.32	0.37	0.56	0.73
P/E(倍)	42.2	36.5	24.1	18.4
P/B(倍)	2.8	2.6	2.4	2.1

图表 1 各项子业务盈利预测与假设

(营业收入 百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
电网调度自动化	101	122	134	194	272
yoy(%)		22%	9%	45%	40%
变电站自动化	84	90	108	151	212
yoy(%)		7%	20%	40%	40%
公用事业自动化			89	143	243
yoy(%)				60%	70%
配用电自动化	87	134	192	288	403
yoy(%)		55.22%	42.87%	50%	40%
发电厂自动化	5	6	6	6	6
yoy(%)		9%	0%	0%	0%
其他	44	74	54	57	60
yoy(%)		67%	-27%	5%	5%
内部抵消	-20	-39	-46	-56	-67
yoy(%)		93%	18%	20%	20%
主营业务收入	300	387	537	783	1128
yoy(%)		28.91%	38.62%	45.95%	44.09%
(营业成本 百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
电网调度自动化	58	75	86	120	169
变电站自动化	50	57	68	95	133
公用事业自动化			54	87	151
配用电自动化	47	76	116	173	242
发电厂自动化	3	3	3	3	3
其他	33	56	50	44	46
内部抵消	-20	-39	-46	-50.37	-51.37
主营业务成本	170	229	331	472	692
(毛利率)	2009	2010	2011	2012E	2013E
电网调度自动化	42.50%	38.46%	35.49%	38.00%	38.00%
变电站自动化	40.91%	36.58%	36.92%	37.00%	37.00%
公用事业自动化			39.58%	39.00%	38.00%
配用电自动化	46.12%	43.06%	39.66%	40.00%	40.00%
发电厂自动化	43.08%	49.91%	50.00%	50.00%	50.00%
其他	25.73%	23.95%	7.52%	23.00%	22.00%
综合毛利率	43.51%	40.91%	39.20%	39.75%	38.63%

资料来源：平安证券研究所整理

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	883	944	1264	1628	<b>营业收入</b>	395	548	800	1152
现金	398	410	406	408	营业成本	231	333	482	707
应收账款	245	292	443	643	营业税金及附加	3	4	7	9
其他应收款	16	17	32	44	营业费用	54	55	84	116
预付账款	96	42	107	135	管理费用	66	86	126	181
存货	115	148	234	335	财务费用	-5	1	-3	4
其他流动资产	13	35	41	64	资产减值损失	4	3	3	3
<b>非流动资产</b>	69	212	263	338	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	14	10	11	投资净收益	0	1	0	0
固定资产	21	39	36	32	<b>营业利润</b>	42	66	102	132
无形资产	20	132	199	278	营业外收入	20	17	17	18
其他非流动资产	25	28	18	17	营业外支出	0	1	0	0
<b>资产总计</b>	952	1157	1527	1967	<b>利润总额</b>	63	82	118	150
<b>流动负债</b>	141	279	564	871	所得税	6	12	15	17
短期借款	50	60	317	539	<b>净利润</b>	57	69	103	133
应付账款	44	66	94	138	少数股东损益	3	6	8	8
其他流动负债	47	153	153	194	<b>归属母公司净利润</b>	55	63	96	125
<b>非流动负债</b>	1	1	0	0	EBITDA	44	81	111	149
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.63	0.74	0.56	0.73
其他非流动负债	1	1	0	0					
<b>负债合计</b>	141	280	564	871	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	13	24	32	40	<b>会计年度</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	86	86	172	172	<b>成长能力</b>				
资本公积	540	540	454	454	营业收入	30.4%	38.8%	46.0%	44.1%
留存收益	172	227	305	430	营业利润	29.1%	55.3%	54.4%	30.2%
归属母公司股东权益	798	852	931	1056	归属于母公司净利润	23.9%	15.8%	51.5%	30.7%
<b>负债和股东权益</b>	952	1157	1527	1967	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	41.4%	39.2%	39.8%	38.6%
					净利率(%)	13.8%	13.8%	11.5%	12.0%
					ROE(%)	6.8%	7.4%	10.3%	11.9%
					ROIC(%)	7.4%	11.1%	10.1%	9.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	14.8%	24.2%	36.9%	44.3%
					净负债比率(%)	35.37%	21.43%	56.30%	61.91%
					流动比率	6.28	3.38	2.24	1.87
					速动比率	5.47	2.85	1.83	1.49
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.57	0.52	0.60	0.66
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	5.28	6.09	6.04	6.10
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.32	0.37	0.56	0.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.50	0.06	-1.07	-0.75
					每股净资产(最新摊薄)	4.64	4.96	5.41	6.14
					<b>估值比率</b>				
					P/E	42.24	36.47	24.08	18.43
					P/B	2.89	2.71	2.48	2.18
					EV/EBITDA	45	24	18	13

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	-86	10	-197	-111
净利润	57	69	100	139
折旧摊销	7	14	12	13
财务费用	-5	1	-2	4
投资损失	-0	-1	0	0
营运资金变动	-154	-80	-317	-280
其他经营现金流	10	7	11	14
<b>投资活动现金流</b>	-100	4	-63	-88
资本支出	96	41	0	0
长期投资	-2	-10	-4	1
其他投资现金流	-6	36	-66	-87
<b>筹资活动现金流</b>	486	-4	255	201
短期借款	-11	10	270	204
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	22	0	86	0
资本公积增加	496	0	-86	0
其他筹资现金流	-21	-14	-15	-4
<b>现金净增加额</b>	301	11	-4	1

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257