

## 积成电子 (002339)

## 配电自动化及公用事业自动化快速发展

## 推荐 (维持)

现价: 13.98 元

## 主要数据

行业	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)	24.05
流通 A 股市值(亿元)	14.14
每股净资产(元)	4.95
资产负债率(%)	20.2

## 行情走势图



## 相关研究报告

积成电子：电网及公用事业双翼发展 (2012-7-24)

## 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  
021-38635753  
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

8月19日,公司发布中报。公司2012年上半年实现营业收入24,432万元,同比增长56.5%;实现营业利润1,282万元,同比增长44.13%;实现归属于母公司所有者的净利润1,652万元,同比增长45.98%。基本符合我们预期。

## 投资观点

## ■ 行业景气度高,公司订单足

报告期内,受益于国家电网加大智能电网的投资力度,公司电力自动化主营业务实现较大幅度增长,上半年共签订合同额3.6亿元,同比增长44%。订单饱满,确保公司未来业绩的高增长。

与此同时,受城市化进程加快以及节能减排政策推动的影响,上半年公用事业自动化业务继续保持较快增长,上半年签订合同额突破7000万元。报告期内,公司电力自动化及公用事业自动化实现了双翼快速发展。

## ■ 配电自动化及公用事业自动化产品景气度最高

报告期内,公司配用电自动化产品销售势头良好,其收入较去年同期增长高达81.39%;在加强市场开拓的推动下,青岛积成和上海慧集的公用事业自动化产品继续保持较高的增长率,报告期内的业务收入较去年同期增长了34.52%;变电站自动化和电网调度自动化产品业务收入较上年同期也保持了较高的增长率。

变电站自动化、配用电自动化产品毛利率较上年同期有所下降,其主要原因是:由于国家电网采取集中招标方式,价格竞争激烈,导致用电自动化产品收入增长迅速毛利率反而下降的情况;电网调度自动化、发电厂自动化和公用事业自动化产品毛利率较上年同期有一定的增长。公司整体毛利率出现一定的下滑,但在可控范围之内,下半年有望保持稳定。

## ■ 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8月17日的收盘价PE分别为26.3倍和19.1倍,维持“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、毛利率下滑过快

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	395	548	829	1,226
YoY(%)	30.4	38.8	51.4	47.8
净利润(百万元)	55	63	91	126
YoY(%)	23.9	15.8	44.6	37.9
毛利率(%)	41.4	39.2	38.3	37.6
净利率(%)	13.8	11.5	11.0	10.3
ROE(%)	6.8	7.4	9.9	12.0
EPS(摊薄/元)	0.32	0.37	0.53	0.73
P/E(倍)	44.0	38.0	26.3	19.1
P/B(倍)	3.0	2.8	2.6	2.3

图表 1 各项子业务盈利预测与假设

(营业收入 百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
电网调度自动化	101	122	134	181	253
yoy(%)		22%	9%	35%	40%
变电站自动化	84	90	108	135	189
yoy(%)		7%	20%	25%	40%
公用事业自动化			89	125	213
yoy(%)				40%	70%
配用电自动化	87	134	192	365	547
yoy(%)		55.22%	42.87%	90%	50%
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	812	1200
yoy(%)		28.91%	38.62%	51.41%	47.77%
(营业成本 百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
电网调度自动化	58	75	86	105	149
变电站自动化	50	57	68	88	119
公用事业自动化			54	75	128
配用电自动化	47	76	116	237	356
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	501	750
(毛利率)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电网调度自动化	42.50%	38.46%	35.49%	42.00%	41.00%
变电站自动化	40.91%	36.58%	36.92%	35.00%	37.00%
公用事业自动化			39.58%	40.00%	40.00%
配用电自动化	46.12%	43.06%	39.66%	35.00%	35.00%
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%	38.36%	38.34%	37.56%

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	829	1226
现金	398	410	406	408	营业成本	231	333	511	765
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	85	123
预付账款	96	42	107	135	管理费用	66	86	130	186
存货	115	148	234	335	财务费用	-5	1	-2	7
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	95	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	111	149
<b>流动负债</b>	141	279	564	871	所得税	6	12	13	15
短期借款	50	60	317	539	<b>净利润</b>	57	69	99	134
应付账款	44	66	94	138	少数股东损益	3	6	7	8
其他流动负债	47	153	153	194	<b>归属母公司净利润</b>	55	63	91	126
<b>非流动负债</b>	1	1	0	0	EBITDA	44	81	106	152
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.63	0.74	0.53	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%	51.4%	47.8%
留存收益	172	227	305	430	营业利润	29.1%	55.3%	44.2%	38.5%
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%	44.6%	37.9%
<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%	38.3%	37.6%
					净利率(%)	13.8%	13.8%	11.5%	11.0%
					ROE(%)	6.8%	7.4%	9.9%	12.0%
					ROIC(%)	7.4%	11.1%	9.3%	9.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	14.8%	24.2%	38.8%	46.8%
					净负债比率(%)	35.37%	21.43%	57.85%	63.38%
					流动比率	6.28	3.38	2.14	1.78
					速动比率	5.47	2.85	1.73	1.41
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.57	0.52	0.61	0.68
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	5.28	6.09	6.19	6.15
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.32	0.37	0.53	0.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.50	0.06	-1.27	-0.93
					每股净资产(最新摊薄)	4.64	4.96	5.39	6.12
					<b>估值比率</b>				
					P/E	44.04	38.02	26.29	19.06
					P/B	3.01	2.82	2.59	2.28
					EV/EBITDA	47	26	20	14

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