



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备

刘波

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001  
(8621) 2032 8929  
bo.liu@bocichina.com

\*游家训为本报告重要贡献者

## 积成电子中报点评

积成电子(002339.SZ/人民币 13.98, 未有评级)发布 2012 年中报业绩报告: 报告期内, 公司实现营业收入 2.44 亿元, 同比增长 56.5%, 实现归属上市公司股东利润 1,652 万元, 同比增长 45.98%, 符合市场预期。

图表 1. 投资摘要

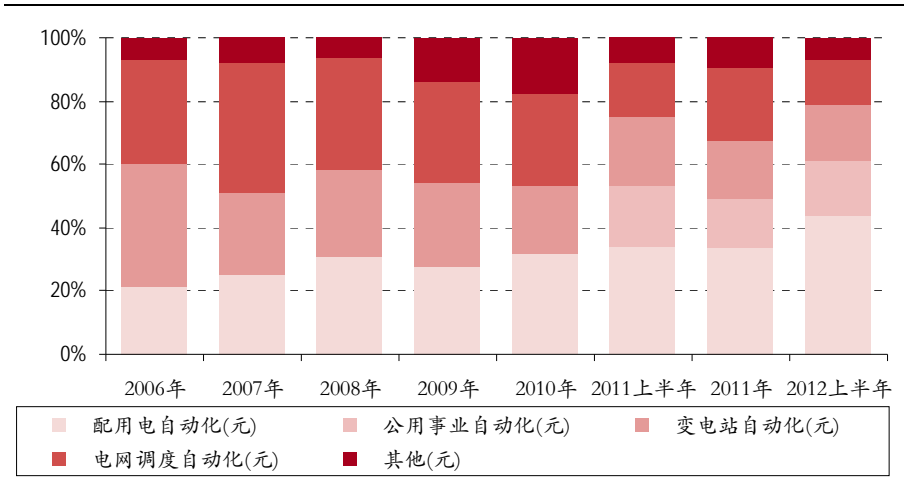
(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动(%)
营业收入	156.11	244.32	56.50
销售税金	(0.59)	(1.27)	115.02
营业成本	(87.08)	(151.85)	74.38
<b>毛利润</b>	<b>68.44</b>	<b>91.19</b>	<b>33.24</b>
销售费用	(21.63)	(28.59)	32.18
管理费用	(36.39)	(46.71)	28.37
<b>经营利润</b>	<b>10.42</b>	<b>15.89</b>	<b>52.47</b>
资产减值损失	(2.10)	(2.99)	42.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	
财务费用	0.38	(0.18)	(146.17)
投资收益	0.19	0.09	
营业外收入	6.81	9.04	32.73
营业外支出	(0.15)	(0.02)	(89.89)
利润总额	15.56	21.84	40.42
所得税	(2.52)	(2.95)	16.99
少数股东权益	(1.72)	(2.38)	38.25
<b>归属上市公司股东净利润</b>	<b>11.31</b>	<b>16.52</b>	<b>45.98</b>
<b>主要比率 (%)</b>			<b>变动幅度</b>
毛利率	44.22	37.85	(6.37)
销售费用率	13.86	11.70	(2.15)
管理费用率	23.31	19.12	(4.19)
财务费用率	(0.24)	0.07	0.32
净利率	6.68	6.50	(0.17)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

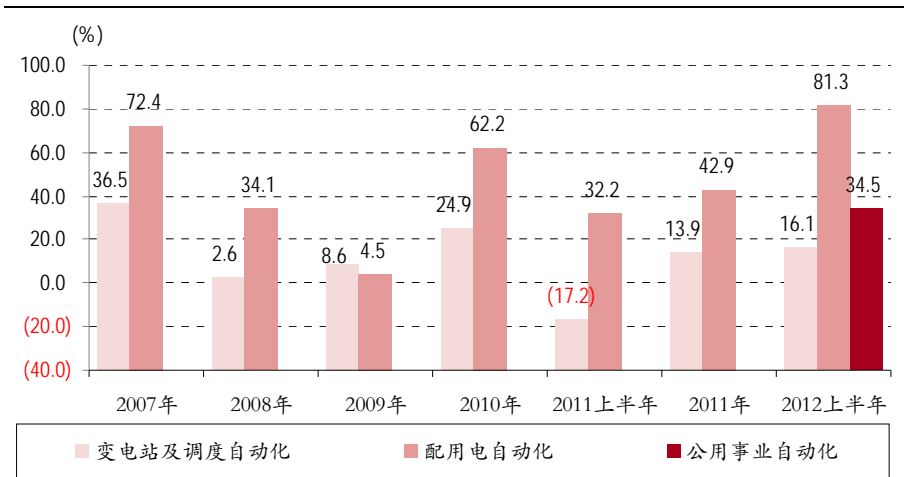
### 配用电、公用事业自动化快速增长

报告期内, 受益于配网自动化需求增长及国家电网公司“大营销”平台建设, 公司配用电自动化业务快速增长, 配用电自动化收入同比增长 81%, 该部分业务自上市以来均保持在 30-40% 以上增速; 公司近期开拓的燃气、水务自动化业务面临比较有利的行业形势, 上半年同比增速达 34.5%, 报告期内公用事业自动化合同订单超过 7,000 万元, 势头强劲。

公司传统的变电站自动化与电力调度业务保持了稳定的发展, 上半年收入同比增速为 16.1%; 由于变电站自动化竞争比较激烈, 电力调度市场已经形成了稳固的市场格局, 预计公司该两部分业务可能保持在当前的规模并有一定的增长。

**图表 2. 各部分收入占比**


资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 3. 各部分业务收入增长情况**


资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 4. 单季度经营情况**

	2010年 2季度	2010年 3季度	2010年 4季度	2011年 1季度	2011年 2季度	2011年 3季度	2011年 4季度	2012年 1季度	2012年 2季度
营业收入(百万)	95.73	81.40	181.34	47.19	108.92	106.69	285.05	101.14	143.18
增长率(%)	(15.45)	34.00	40.99	30.40	13.78	31.08	57.19	114.31	31.45
净利润(百万)	22.71	10.95	32.10	(4.02)	15.34	11.47	40.46	1.86	14.66
增长率(%)	113.89	36.95	26.06	63.93	(32.46)	4.72	26.05	146.13	(4.41)
综合毛利率(左轴)	48.84	38.29	38.51	46.99	43.02	46.01	33.81	37.24	38.27
期间费用率(右轴)	22.86	28.87	21.02	58.47	27.58	31.42	17.76	34.19	28.57
销售费用率(右轴)	10.79	14.43	9.12	22.94	9.92	12.67	7.08	11.36	11.95
管理费用率(右轴)	14.77	16.31	12.59	36.77	17.47	18.43	10.38	22.65	16.62
财务费用率(%)	(2.70)	(1.87)	(0.68)	(1.25)	0.19	0.32	0.30	0.18	(0.00)
净利润率(%)	23.72	13.45	17.70	(8.53)	14.08	10.75	14.19	1.83	10.24

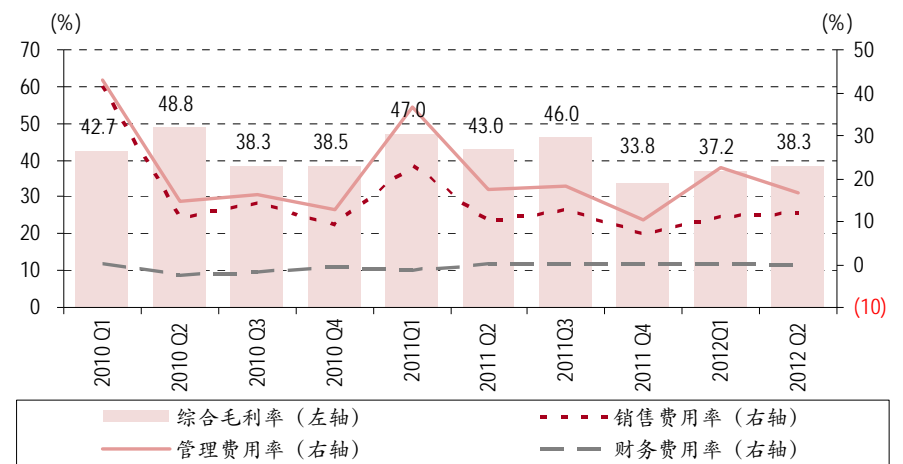
资料来源：公司数据，中银国际研究

### 整体盈利能力有所下降

报告期内，公司综合毛利率下滑 6.37 个百分点，各业务板块毛利率有升有降。其中，变电站自动化业务毛利率同比下滑 13.4 个百分点，配用电自动化毛利率下滑 11.8 个百分点；而调度与公用事业毛利率分别同比提升 9.6、6.7 个百分点。

同期，公司的期间费用率同比下降6个百分点，其中销售费用率、管理费用率分别下降2.15、4.19个百分点，由于费用率的下降，公司净利润率水平维持在6.76%，同比下降0.49个百分点。

**图表 5. 盈利能力分析**



资料来源：公司数据，中银国际研究

### 受益于配网自动化建设及“大营销”建设

配电网子行业加大投入将是未来较长时间的趋势，近年来，配网自动化在沉寂近8年后迎来了行业的第二次复苏，公司是国内较早开展配网自动化业务的企业，产品和服务侧重于软件领域，主要产品有终端、子站、主站等，目前在业内属于第一梯队。

过去2年，配网自动化第一批、第二批试点在23个城市开展，公司配网自动化业务的高速增长受益于此轮试点项目，目前配网自动化第三批试点已经取消，部分行业参与者认为是市场放开的信号，尽管配网自动化的技术路线还不够清晰，其投入产出的经济性也有待观察，但未来配网自动化建设确实存在放发展的可能，公司有望持续受益。

此外，由于国家电网推行“大营销”建设，目前正在大力进行电表、测量终端的更换，公司近几年多次获得大单，国家电网公司用电计费及用电信息管理大系统建设近几年有望保持较大规模，公司也将直接受益。

### 变电站自动化业务有待加强，调度可能迎来好转

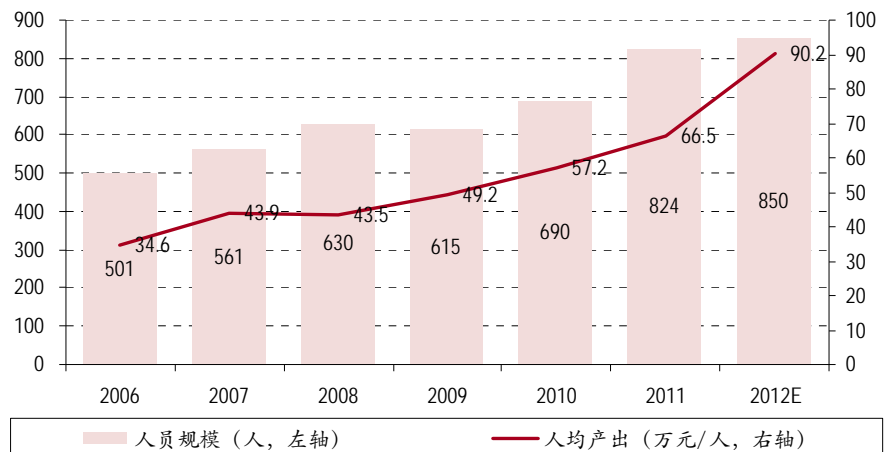
公司传统的变电站自动化、电力调度业务面临比较激烈的行业竞争，尽管公司募投项目在2011年均已投产，但由于竞争对手均已经具备很稳固的市场地位，从过去一年多的经营情况来看，该两部分业务并没有实现相应的增长。公司近几年总体收入、人均产出等指标不断攀升，主要依靠的是配用电自动化与公用事业自动化两块业务的拉动。

目前国家电网公司正在大力推行“大运行”体系建设，其中，地区调度、县调度平台将逐步走向融合，在消灭掉一部分市场的同时，也产生了备用调度的市场，公司未来有望在备用调度市场中获得一定的份额。

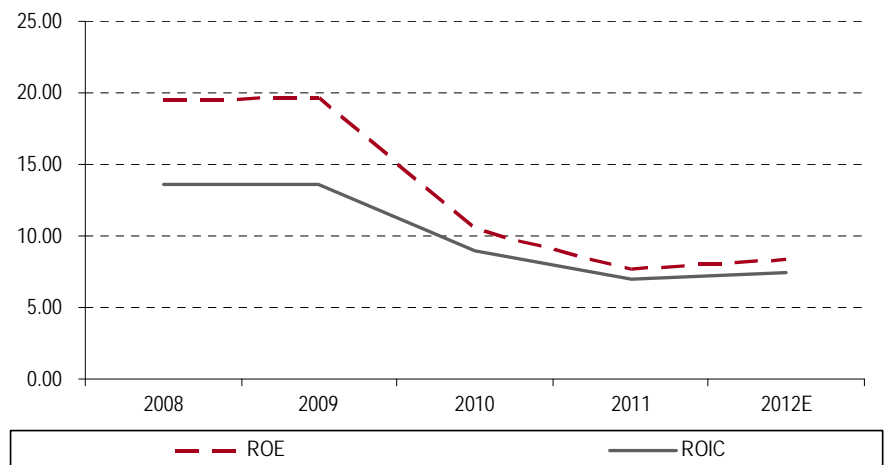
**图表 6.公司募投项目**

序号	项目名称	总投资额(万元)	投产时间
1	数字化变电站自动化系统产业化项目	5,626.00	2011年
2	数字化电网调度综合应用系统产业化项目	4,638.00	2011年
3	电能信息采集与管理系统产业化项目	4,275.00	2011年

资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 7.公司人员及人均收益情况**


资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 8.公司 ROE 及 ROIC 指标**


资料来源：公司数据，中银国际研究

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371