

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



积成电子(002339.SZ)

公用事业自动化的积极推动者

投资要点

● **电网自动化业务占公司收入的8成左右。**公司业务主要涉及配电网，具体包括配用电自动化、变电站自动化和电网调度自动化，属于较为全面的配网自动化供应商，占公司收入的8成左右。除此外，公司还拓展了主要用于燃气、自来水供应的公用事业自动化业务。

● **智能电网建设拉动公司配用电自动化业务快速增长。**公司配用电自动化业务涉及用电自动化和配电自动化两部分，2010年-2012年国内用电自动化需求快速增长，预计将一过程将持续到2013年。国内配网自动化覆盖率大约只有10%左右，远低于发达国家50%左右的水平。**我们预计十二五期间国内配网自动化改造主站系统的市场容量为70亿元左右，年增30%以上，终端市场容量为350亿元左右，年增50%以上。**公司的配电自动化终端已大规模应用在国内各主要城市的配电网中，未来需求将快速增长。预计公司配用电自动化2012年-2014年分别增长60%、50%和50%。

● **公用事业自动化是公司着力培育的新增长点。**公司从2011年开始研究开发燃气行业自动化、信息化产品，客户遍及国内近200家燃气公司，是国内燃气行业自动化产品的主要提供商之一。此外，公司还是中国直读式自动抄表领域的技术倡导者、产业推动者和行业标准制定者，拥有目前国内最完整的产品线，自2000年推出第一款直读水表以来，公司已有近100万只直读水表运行在全国各地。预计公司公用事业自动化业务2012年-2014年分别增长35%、40%和40%。

● **评级与估值。**结合相对估值法和绝对估值法，我们认为公司未来12个月的合理估值区间为15.5元-17.28元，建议增持。风险在于电网的配网投资进度不及预期，公用事业自动化业务推进不利，主要产品毛利率下滑。

机械设备

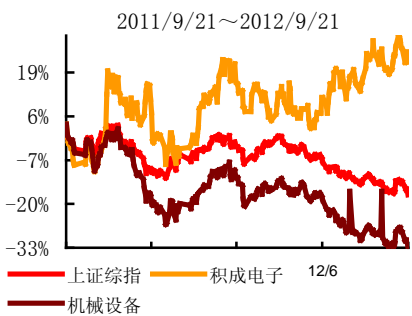
投资评级

| | |
|-------|----|
| 本次评级: | 增持 |
| 跟踪评级: | 首次 |
| 目标价格: | |

市场数据

| | |
|--------------|-----------------|
| 市价(元) | 13.75 |
| 上市的流通A股(亿股) | 1.01 |
| 总股本(亿股) | 1.72 |
| 52周股价最高最低(元) | 9.94-14.86 |
| 上证指数/深证成指 | 2028.18/8212.58 |
| 2011年股息率 | 0.73% |

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

| 项目 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 547.85 | 740 | 1021 | 1429 |
| 增长率(%) | 38.81 | 35 | 38 | 40 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 63.24 | 88 | 125 | 178 |
| 增长率(%) | 15.82 | 39.06 | 41.72 | 42.73 |
| 毛利率(%) | 39.15 | 39 | 39 | 39 |
| 净资产收益率(%) | 7.42 | 9.44 | 11.99 | 14.92 |
| EPS(元) | 0.74 | 0.51 | 0.72 | 1.03 |
| P/E(倍) | 37.42 | 27 | 19 | 13 |
| P/B(倍) | 2.83 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |

来源：公司年报、民族证券

正文目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 一、电网自动化业务占公司收入的 8 成左右..... | 3 |
| 二、智能电网建设拉动公司配用电自动化业务快速增长..... | 4 |
| 1、配用电自动化的具体含义..... | 4 |
| 2、国网公司十二五智能电网建设规划..... | 4 |
| 3、电能信息采集与管理推进迅速..... | 5 |
| 4、配网自动化改造正在启动..... | 5 |
| 5、预计公司配用电自动化业务未来增速在 50%左右..... | 7 |
| 三、变电站和电网调度自动化预计增速在 15%左右..... | 8 |
| 1、变电站自动化业务持续稳步增长..... | 8 |
| 2、公司地调自动化的市占率近 30%..... | 8 |
| 四、公用事业自动化是公司着力培育的新增长点..... | 9 |
| 1、公司在公用事业自动化领域早有布局..... | 9 |
| 2、国内公用事业自动化水平相对较低..... | 9 |
| 3、预计公司公用事业自动化业务年增长 40%左右..... | 10 |
| 五、公司盈利预测..... | 10 |
| 1、公司分部收入预测..... | 10 |
| 2、公司盈利预测..... | 10 |
| 六、公司估值与投资评级..... | 11 |
| 七、公司风险因素..... | 11 |

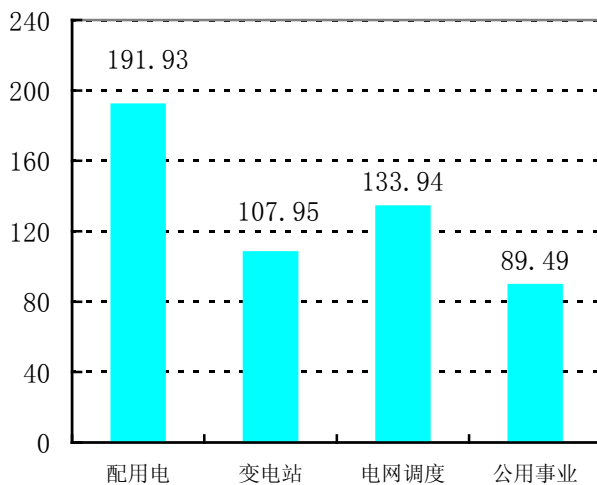
图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2011 年公司收入构成 (百万元)..... | 3 |
| 图 2: 2011 年公司主要业务毛利率 (%)..... | 3 |
| 图 3: 2008 年—2011 年公司收入 (百万元)..... | 3 |
| 图 4: 2008 年—2011 年公司净利 (百万元)..... | 3 |
| 图 5: 公司电能信息采集与管理产品图示..... | 5 |
| 图 6: 公司配网自动化产品图示..... | 6 |
| 图 7: 2012 年-2015 年配网自动化主站需求预测 (亿元)..... | 7 |
| 图 8: 2012 年-2015 年配网自动化终端需求预测 (亿元)..... | 7 |
| 图 9: 2008 年—2011 年公司配用电收入 (百万元)..... | 7 |
| 图 10: 2008 年—2011 年公司配用电毛利率 (%)..... | 7 |
| 图 11: 2008 年—2011 年公司变电站收入 (百万元)..... | 8 |
| 图 12: 2008 年—2011 年公司变电站毛利率 (%)..... | 8 |
| 图 13: 2008 年—2011 年公司调度自动化收入 (百万元)..... | 8 |
| 图 14: 2008 年—2011 年公司调度自动化毛利率 (%)..... | 8 |
| 图 15: 公司公用事业自动化主要产品图示..... | 9 |
| 表 1: 国网公司十二五智能电网建设规划 (亿元)..... | 4 |
| 表 2: 公司分部业务预测..... | 10 |
| 表 3: 公司盈利预测表..... | 11 |
| 表 3: 公司自由现金流预测..... | 11 |
| 附录: 财务预测表..... | 12 |

一、电网自动化业务占公司收入的 8 成左右

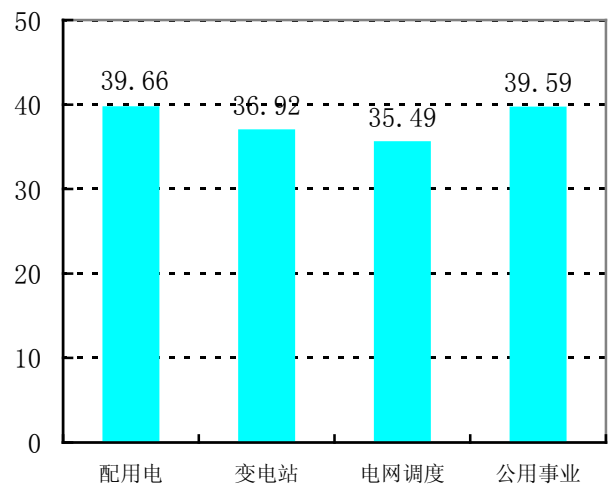
公司业务主要涉及配电网，具体包括配用电自动化、变电站自动化和电网调度自动化，属于较为全面的配网自动化供应商。除此外，公司还拓展了主要用于燃气、自来水供应的公用事业自动化业务。2011 年公司收入 5.48 亿元，其中配用电自动化收入 1.92 亿元，占 35.03%，毛利率 39.66%；变电站自动化收入 1.08 亿元，占 19.7%，毛利率 36.92%；电网调度自动化业务 1.34 亿元，占 24.44%，毛利率 35.49%；公用事业自动化业务 0.89 亿元，占 16.33%，39.59%。合计起来，公司用于电网的配用电自动化、变电站自动化和电网调度自动化收入占到 2011 年全年收入的 80%左右，是公司目前主要收入、利润来源，详见图 1 和图 2。

图 1：2011 年公司收入构成（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

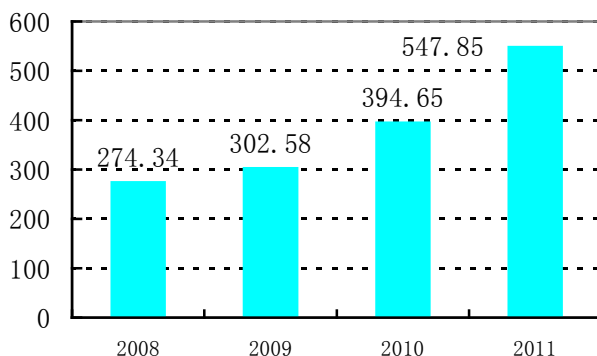
图 2：2011 年公司主要业务毛利率（%）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

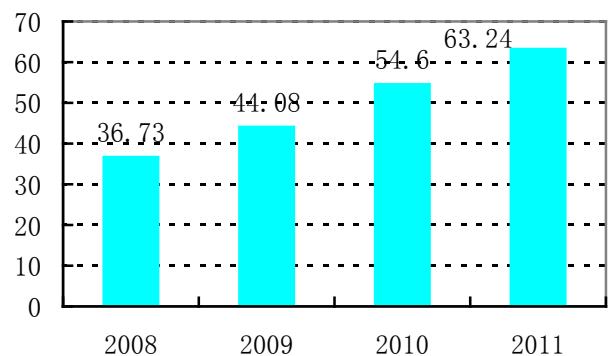
2008 年-2011 年间，公司收入和盈利持续稳定增长，年复合增长率在 20%左右，详见图 3 和图 4。2012 年上半年公司实现收入 2.4 亿元，同比增长 56%，实现净利 1652 万元，同比增长 45%，每股收益 0.10 元，新签订单 3.6 亿元，增长 44%。其中变电站自动化业务收入 0.42 亿元，增长 13%；电网调度自动化业务收入 0.34 亿元，增长 19%；配用电自动化业务收入 1.04 亿，增长 81%；公用事业自动化业务 0.43 亿，增长 34%。

图 3：2008 年—2011 年公司收入（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图 4：2008 年—2011 年公司净利（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

二、智能电网建设拉动公司配用电自动化业务快速增长

1、配用电自动化的具体含义

公司配用电自动化包括配网自动化、电能信息采集与管理、民用电自动化三个方面。国网公司 2012 年发布了《配电系统自动化规划设计导则试行方案》，根据该导则，国内配电系统自动化主要包括以下内容：

- 调度自动化系统：配电网数据采集与监控系统（SCADA），数据采集、遥信、遥测、遥控、遥调，状态监视、报警、事件顺序记录、统计计算、制表打印等功能；配电网电压管理系统；配电网故障诊断和断电管理系统；操作票专家系统（ES）。
- 变电所、配电所自动化系统：变电所自动化，实施数据采集、监视和控制；配电所自动化，由安装在配电所的 RTU 对配电所实施数据采集、监视控制、通信等。
- 馈线自动化系统（FA）：馈线控制及数据检测系统；馈线自动隔离和恢复系统，可采用线路自动重合器和/或分段器，也可采用远方通信信道，具有数据采集和远方控制功能的馈线自动化，这种方式除了一次设备外，还包括远方终端 FTU、通信信息、电流电压传感器等。
- 自动制图（AM）/设备管理（FM）/地理信息系统（GIS）。
- 用电管理自动化系统：客户信息系统、负荷管理系统、计量/计费系统、用电营业管理系统、用户故障报修系统。
- 配电系统运行管理自动化系统。
- 配电网分析软件系统（DPAS）。

2、国网公司十二五智能电网建设规划

国网公司发布的十二五智能电网建设规划如表 1 所示，智能电网建设重点在于变电、配电、用电和通信信息等领域。

表 1：国网公司十二五智能电网建设规划（亿元）

| | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 十二五合计 | 百分比 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 发电 | 16.7 | 16.7 | 1.7 | 3.7 | 1.6 | 40.5 | 1.4% |
| 输电 | 16.4 | 18.6 | 18.5 | 18.8 | 18.2 | 90.6 | 3.2% |
| 变电 | 107.4 | 142.3 | 141.0 | 139.9 | 143.7 | 674.3 | 23.6% |
| 配电 | 58.2 | 58.8 | 92.9 | 40.8 | 46.1 | 296.9 | 10.4% |
| 用电 | 111.3 | 160.2 | 177.8 | 189.2 | 143.6 | 782.1 | 27.3% |
| 调度 | 35.9 | 34.4 | 34.7 | 29.9 | 31.3 | 166.3 | 5.8% |
| 通信信息 | 172.4 | 187.0 | 166.5 | 149.1 | 135.4 | 810.5 | 28.3% |
| 合计 | 518.3 | 618.2 | 633.3 | 571.4 | 520.0 | 2861.1 | 100% |

资料来源：民族证券。

3、电能信息采集与管理推进迅速

电能信息采集与管理产品通过对电网各种关键节点的远程数据采集，将各类电能数据集中到系统主站，实时监控电能产生、传输到使用的整个过程，实现电能数据自动采集、电能质量监测、计量异常监测、用电分析和管理等功能。

系统由主站、通信网络和终端设备三部分构成，其中主站系统包括平台软件、中间件软件、数据库管理系统、应用软件系统和计算机等硬件设备；终端设备包括发电厂采集终端、变电站采集终端、专用变压器采集终端、公用变压器采集终端、居民用户集抄终端；通信网络可由多种方式组成，负责主站系统与终端设备的信息传递。

公司电能信息采集与管理系统业务以主站系统设计为主，终端产品为辅。具体产品如图 5 所示：

图 5：公司电能信息采集与管理系统产品图示



数据来源：民族证券、公司网站

国网公司 2009 年开始智能电表招标,2010 年和 2011 年的招标量分别为 4525 万台和 6765 万台，2012 年招标量预计与 2011 年差不多；2010 年和 2011 年的实际安装量分别为 2483 万台和 5162 万台，2012 年的安装量预计为 6000 万台左右。预计全国智能电表总用户在 3 亿户左右，按国网公司占 3/4 左右的客户估算，国网系统用户在 2.25 亿户左右，对应地需要智能电表 2.25 亿台，至 2012 年末国网累计招标预计将完成 1.8 亿台左右，累计安装预计将达到 1.4 亿台左右，可以说终端电表目前正处于招标和安装的高峰期。

集中器和采集器的建设排在终端之后，预计招标和安装高峰要比智能电表晚一年左右，则集中器和采集器的招标、安装高峰应该在 2013 年。

4、配网自动化改造正在启动

国外配网自动化发展较快，其中，日本有 58%、德国有 56%、韩国有 45% 的配电线路实现了自动化。目前，配网自动化在我国处在起步阶段，国内城市配网馈线自动化率不足 10%。

配网自动化产品是应用于供电企业的配电生产管理的自动化系统产品，协助配电生产人

员对配电网进行运行管理，保证供电质量。配网自动化系统由以下几层组成：

- 配电主站：位于城市调度中心，负责与各子站之间通信。
- 配电子站（常设在变电站内，可选配）：负责所辖区域 DTU/TTU/FTU 等电力终端设备通信。
- 配电远方终端（FTU、DTU、TTU 等）和通信网络：FTU（馈线终端设备）是装设在馈线开关旁的开关监控装置，一般要求 1 台 FTU 能监控 1 台柱上开关，至少是一个高架线柱子上上一台。TTU（配变终端设备），监测并记录配电变压器运行工况，与 FTU 类似，但只有数据采集、记录与通信功能，而远控制功能，由配变低压侧直接变压整流供电，不配备蓄电池。DTU（开闭所终端设备），一般安装在常规的开关所、环网柜、箱变等附近，主要针对城网中的地下电缆。

公司配网自动化产品详见图 6：

图 6：公司配网自动化产品图示



iES-DMS1000 Extreme
配电自动化主站系统



iES-DDS1000 Extreme
调配一体化主站系统



iES-F50 系列馈线
监控终端



iES-OM3 多节点自愈
光调制解调器

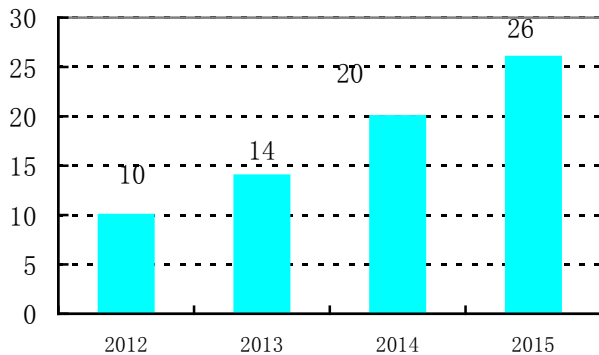
数据来源：民族证券、公司网站

国网公司 2011 年进行两批配网改造试点，第一批 4 个城市，第二批 19 个城市，两批合计 23 个城市。到目前为止，国网公司进行配网改造试点的城市已增至 50 个，计划十二五期间对所有地级市进行升级改造，大约有 247 个城市。南网也已对深圳和广州进行配网升级改造试点。

一般情况下，一个地级市的配网升级改造主站系统大约为 2000 多万元/套，终端各地情况有差异，目前试点阶段接入的终端都不是太多，像深圳试点的面做得比较大，接入的终端大约为 4000 多个。借鉴国外经验，配网自动化建设中终端与主站的投资比例大约为 10: 1，据此估算，国网公司配网自动化主站的市场容量为 50 亿-60 亿之间（即 2000 多万/套*247 个城市），终端市场容量为 500 亿-600 亿之间（相当于主站的 10 倍左右）。

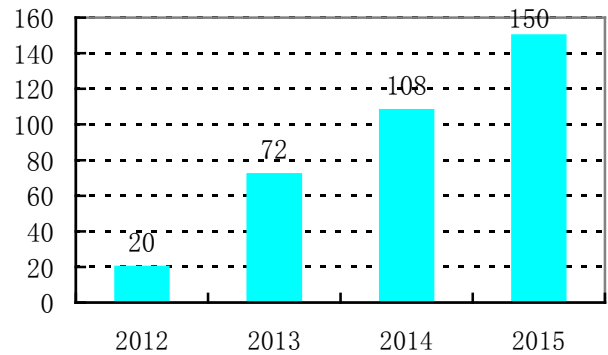
我们估计电网公司配网改造前期以系统推广为主，当 200 多个地级市系统全部普及后，将进入终端线路的陆续接入阶段。假设十二五期间 247 个城市的主站系统全部配齐，终端投资按主站系统投资的 5 倍保守估计，则十二五期间国网系统配网改造投资中主站系统的市场容量为 50 亿-60 亿之间，终端容量为 250 亿-300 亿之间。再考虑到南网的投资，**我们预计十二五期间国内配网自动化改造主站系统的市场容量为 70 亿元左右，终端市场容量为 350 亿元左右。**考虑到配网自动化改造的复杂性、渐进性，其需求将难以集中爆发，配网自动化主站和终端需求将呈持续增长之势，**我们预计 2012 年-2015 年间，主站系统的年需求增速在 30% 以上，终端的年需求增速在 50% 以上**，详见图 7 和图 8。十二五后，现有配网线路终端普及+经济发展带来的新增配网终端点将共同推动配网自动化终端需求的持续。

图 7：2012 年-2015 年配网自动化主站需求预测（亿元）



资料来源：民族证券

图 8：2012 年-2015 年配网自动化终端需求预测（亿元）



资料来源：民族证券

2012 年 3 月，国家电网公司启动重点城市配电网示范工程建设试点，在 6 个示范工程中，厦门、重庆均采用积成电子配电自动化主站系统，杭州则已应用积成电子配电终端 800 余台。由积成电子实施的南方电网广州、深圳配网自动化系统，国家电网厦门、福州、泉州、重庆配电自动化系统均已成为国内配电网自动化领域的示范工程。

积成电子的配电自动化终端已大规模应用在国内各主要城市的配电网中，其中仅前两批 23 个国家电网配电自动化试点城市即已接入积成电子配电终端 3000 多台，占全部试点接入终端的比例超过 55%（截至 2012 年 3 月 31 日的数据）。在南方电网公司广州供电局，积成电子配电自动化主站系统已接入配电终端 4000 多台，成为国内接入终端数量最多的配电自动化主站系统，进一步检验了积成电子主站系统和配电终端的稳定性能。

公司提供的 FTU 终端大约 2 万多元/台，DTU 终端大约 3 万多元/台。

5、预计公司配用电自动化业务未来增速在 50%左右

2010 年和 2011 年，随着电网公司对用电信息自动化投资的加大，公司配用电业务收入实现快速增长，增速分别达到 55.22%和 42.86%，由于其中包含部分采集器、集中器、电表等毛利率相对较低的终端产品，使配用电业务毛利率有所下滑，详见图 9 和图 10。2012 年中期，公司配用电自动化业务实现收入 1.04 亿元，同比增长 81.39%，毛利率 34.92%，同比继续下滑。根据前述电网公司对用电信息自动化和配网自动化投资的分析，我们预计公司 2012 年-2014 年配用电自动化业务收入分别增长 60%、50%和 50%，收入增长将主要来自用电自动化和配网自动化需求的增长。

图 9：2008 年—2011 年公司配用电收入（百万元）

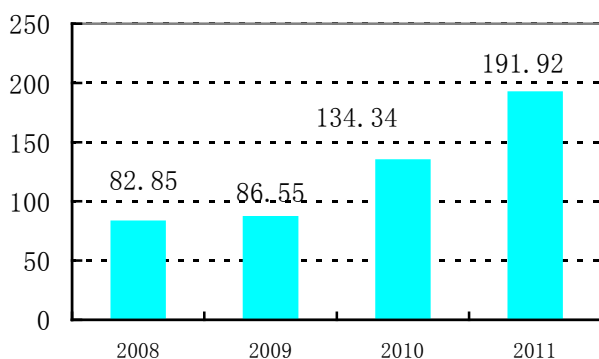
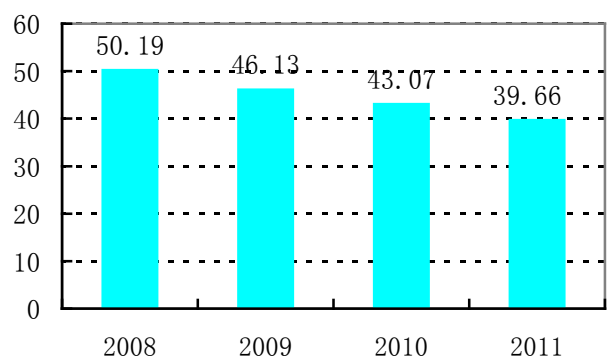


图 10：2008 年—2011 年公司配用电毛利率（%）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

资料来源：民族证券、WIND 资讯

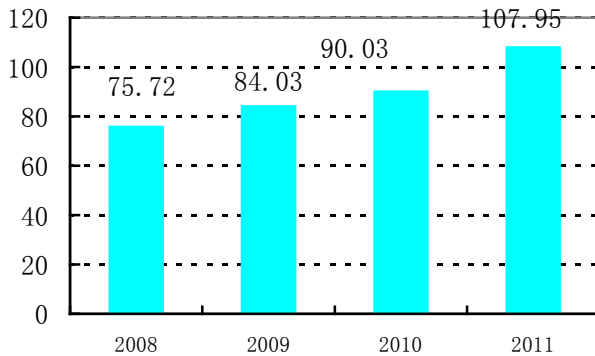
三、变电站和电网调度自动化预计增速在 15%左右

1、变电站自动化业务持续稳步增长

变电站自动化领域，国内厂家众多，能向国家大电网提供成套系统的主要设备供应商有：国电南瑞、国电南自、北京四方、许继电气、积成电子、东方电子等。公司变电站自动化产品以 220kV 及以下为主。

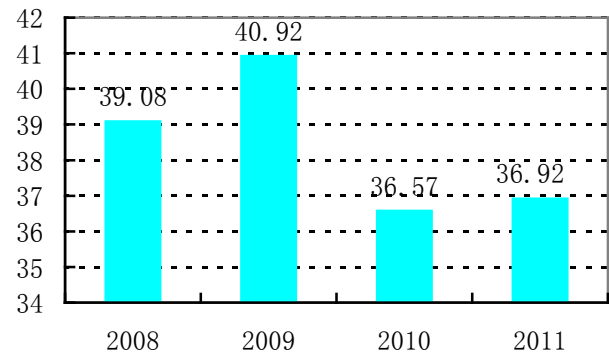
过去几年公司变电站自动化业务收入实现了持续稳步增长，毛利率 2010 年-2011 年也稳定在 36%左右，详见图 11 和图 12。2012 年中期，公司变电站自动化业务实现收入 0.42 亿元，同比增长 13.47%，毛利率 32.01%，同比有所下滑。考虑到变电站数字化改造等因素，预计公司变电站自动化业务 2012 年-2014 年的年均增速为 15%左右。

图 11：2008 年—2011 年公司变电站收入（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图 12：2008 年—2011 年公司变电站毛利率（%）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

2、公司地调自动化的市占率近 30%

电网调度自动化系统是电力自动化系统中最复杂、技术要求最高的核心部分，相应地参与企业也较少。电网调度机构分为五级：国调，跨省、自治区、直辖市电网的网调，省调，地调，县调。国调系统主要由北京科东提供。网调、省调系统由国电南瑞、北京科东、积成电子及国外著名厂家提供，其中国电南瑞占有较大市场份额。地调系统，主流供应商按市场地位依次为国电南瑞、积成电子、东方电子和北京科东，其中积成电子的市占率近 30%。

图 13：2008 年—2011 年公司调度自动化收入（百万元）

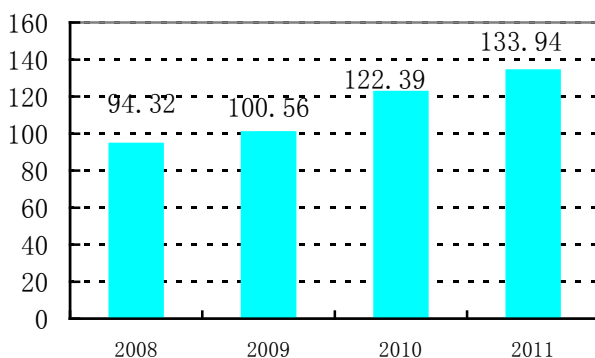
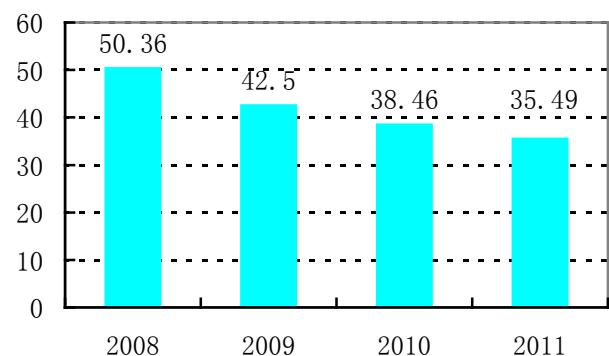


图 14：2008 年—2011 年公司调度自动化毛利率（%）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

资料来源：民族证券、WIND 资讯

过去几年公司电网调度自动化业务的收入持续稳步增长，毛利率呈下滑趋势，详见图 13 和图 14。2012 年中期，公司电网调度自动化实现收入 0.34 亿元，同比增长 19.47%，毛利率 51.65%，同比上升 6.61 个百分点。根据电网的投资情况，我们预计公司电网调度自动化业务 2012 年-2014 年的收入年均增速为 15% 左右。

四、公用事业自动化是公司着力培育的新增长点

1、公司在公用事业自动化领域早有布局

公司从 2011 年开始研究开发燃气行业自动化、信息化产品，先后开发出了主站系统、终端产品、远传燃气表、抄表系统等，客户遍及国内近 200 家燃气公司，是国内燃气行业自动化产品的主要提供商之一。公司燃气自动化主要产品详见图 15。

图 15：公司公用事业自动化主要产品图示



城市燃气 SCADA



负荷预测、管网模拟系统



燃气专用 RTU



燃气管网 GIS 系统



智能门站



远传燃气表



直读式远传水表



水表抄表设备

数据来源：民族证券、公司网站

此外，公司还是中国直读式自动抄表领域的技术倡导者、产业推动者和行业标准制定者，率先提出直读抄表概念，拥有目前国内最完整的产品线。自 2000 年推出第一款直读水表以来，公司已有近 100 万只直读水表运行在全国各地。公司直读远传水表主要产品详见图 15。

2、国内公用事业自动化水平相对较低

2010 年我国天然气消费量为 1070 亿立方米，占一次能源的比重为 4.4%，根据我国“十二五”能源规划，预计 2015 年天然气消费 2300 亿立方米，占能源消费总量的 8.5%。目前全国 600 多个城市，只有 300 多个城市铺设了天然气管道。随着西气东输三线、四线等几条主要干线的规划建设，我国地区管道和城市燃气管道建设将进入一个高速增长阶段。根据国家统计局的数据，我国供气管道长度由 2004 年的 14.8 万公里增加至 2008 年的 25.8 万公里。而根据中国石油规划总院研究所的数据。到 2015 年我国燃气主干道的建设将到达 2.5 至 3 万公里，支线建设将达到 3.5 至 4 万公里。这也将带动我国燃气自动化系统的需求。

2010 年我国燃气表的年销量在 1400 万台左右，根据《城市燃气》杂志 2011 年 1 月刊登

的《中国燃气表市场容量需求状况分析》报告，2008年、2009年、2010年我国智能燃气表的市场规模为330万台、432万台、562万台。也就是说国内新增燃气表的智能化占比不到40%，国内燃气管道系统的自动化水平由此可见一斑。

根据上市公司三川股份的招股说明书，国内市场水表年市场容量为6000万台左右，其中智能水表占比仅为30%左右，由此我们也大概可以感受到自来水供应行业的自动化水平。

3、预计公司公用事业自动化业务年增长40%左右

2011年公司公用事业自动化业务实现收入8949万元，2012年上半年实现收入4262万元，同比增长34.52%，毛利率42.99%，新签合同突破7000万，智能水表及系统、水务信息化、燃气自动化等产品先后取得一批典型应用项目，其中青岛积成研发并承建的新一代智能燃气自动化综合信息平台——中燃集团生产运营调度监控系统项目顺利通过验收并交付使用。上海慧集与青岛积成两家子公司通力合作，将基于GIS的智能管网管理业务成功拓展到燃气领域，先后中标多个“燃气管网GPS巡线管理系统”项目，项目的实施将进一步丰富公司智能燃气自动化系统功能，推动公用事业自动化、信息化业务快速发展。据此预计公司2012年-2014年公用事业自动化业务分别增长35%、40%和40%。

五、公司盈利预测

1、公司分部收入预测

根据上述分析，公司本部各部分业务收入预测如表2所示。

表2：公司分部业务预测

| 单位：百万元 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 分部收入 | | | | | |
| 电网调度自动化 | 122.39 | 133.94 | 154.03 | 177.14 | 203.71 |
| 配用电自动化 | 134.34 | 191.92 | 307.07 | 460.61 | 690.91 |
| 变电站自动化 | 90.03 | 107.95 | 124.14 | 142.76 | 164.18 |
| 公用事业自动化 | | 89.49 | 120.81 | 169.14 | 236.79 |
| 分部收入增长 | | | | | |
| 电网调度自动化 | 38.46 | 35.49 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 配用电自动化 | 43.07 | 39.66 | 36.00 | 36.00 | 36.00 |
| 变电站自动化 | 36.57 | 36.92 | 36.00 | 36.00 | 36.00 |
| 公用事业自动化 | | 39.59 | 42.00 | 42.00 | 42.00 |
| 分部毛利率(%) | | | | | |
| 电网调度自动化 | 21.71% | 9.44% | 15% | 15% | 15% |
| 配用电自动化 | 55.22% | 42.86% | 60% | 50% | 50% |
| 变电站自动化 | 7.14% | 19.90% | 15% | 15% | 15% |
| 公用事业自动化 | | | 35% | 40% | 40% |

资料来源：民族证券。

2、公司盈利预测

据此初步预计公司2012年-2014年收入分别为7.4亿元左右、10.21亿元左右和14.29

亿元左右，分别增长 35%、38%和 40%，净利分别为 0.88 亿元、1.25 亿元和 1.78 亿元，每股收益分别为 0.51 元和 0.72 元和 1.03 元左右，详见表 3。

表 3：公司盈利预测表

| 单位：百万元 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 395 | 548 | 740 | 1,021 | 1,429 |
| 主营业务成本 | 231 | 333 | 451 | 623 | 872 |
| 主营业务税金及附加 | 3 | 4 | 6 | 8 | 11 |
| 营业费用 | 54 | 55 | 74 | 102 | 143 |
| 管理费用 | 66 | 86 | 115 | 158 | 221 |
| 财务费用 | -5 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 274 | 399 | 542 | 750 | 1,051 |
| 营业外收支 | 20 | 16 | 19 | 27 | 37 |
| 税前利润 | 63 | 82 | 111 | 154 | 216 |
| 所得税费用 | 6 | 12 | 17 | 23 | 32 |
| 净利润 | 57 | 69 | 94 | 131 | 184 |
| 少数股东损益 | 3 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 母公司所有者净利润 | 55 | 63 | 88 | 125 | 178 |
| EPS（元） | 0.63 | 0.74 | 0.51 | 0.72 | 1.03 |

资料来源：民族证券。

六、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司未来的成长性，可给予 24 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 17.28 元左右。绝对估值法。无风险收益率取 10 年期国债收益率为 3.46%左右，市场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 25.0%，则公司的加权资金成本为 9.7%，β 值取同类公司过去 1 年对沪深 300 指数的均值为 0.91，永续增长率为 2.0%。得出公司的每股价值为 15.5 元，详见表 3。综合分析，公司未来 12 个月的合理估值区间为 15.5 元-17.28 元，建议增持。

表 3：公司自由现金流预测

| 单位：% | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|-------------|------------|-----------|------------|------------|
| NOPLAT | 80 | 111 | 155 | 207 | 266 |
| 资产减值损失 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 折旧摊销 | 29 | 35 | 41 | 47 | 50 |
| 资本支出 | (69) | (75) | (81) | (67) | (70) |
| 营运资本支出 | (104) | (81) | (88) | (45) | 6 |
| 公司自由现金流 | (61) | (7) | 30 | 144 | 255 |

资料来源：民族证券

七、公司风险因素

公司风险因素在于：电网公司的配网自动化改造进度不及预期，公司公用事业自动化业务进展不利，行业竞争加剧导致毛利率下滑。

附录：财务预测表
资产负债表

| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 944 | 1,015 | 1,185 | 1,444 |
| 现金 | 410 | 358 | 356 | 392 |
| 应收账款 | 327 | 405 | 503 | 626 |
| 其它应收款 | 42 | 57 | 78 | 110 |
| 预付账款 | 17 | 22 | 31 | 43 |
| 存货 | 148 | 173 | 217 | 273 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 212 | 253 | 295 | 337 |
| 长期投资 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 非营业投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 195 | 235 | 275 | 315 |
| 其他 | 4 | 4 | 6 | 9 |
| 资产总计 | 1,157 | 1,269 | 1,480 | 1,782 |
| 流动负债 | 279 | 305 | 403 | 544 |
| 短期借款 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 应付账款 | 109 | 144 | 201 | 284 |
| 其他 | 90 | 74 | 102 | 143 |
| 非流动负债 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 负债合计 | 280 | 307 | 405 | 547 |
| 少数股东权益 | 24 | 30 | 36 | 42 |
| 股本 | | | | |
| 资本公积金 | | | | |
| 留存收益 | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 852 | 932 | 1,039 | 1,192 |
| 负债和股东权益 | 1,157 | 1,269 | 1,480 | 1,782 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-----------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 10 | 21 | 86 | 138 |
| 净利润 | 69 | 94 | 131 | 184 |
| 折旧摊销 | 14 | 29 | 35 | 41 |
| 财务费用 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 76 | -104 | -81 | -88 |
| 其它 | 3 | 2 | 2 | 1 |
| 投资活动现金流 | 4 | -69 | -75 | -81 |
| 资本支出 | -41 | -69 | -75 | -81 |
| 长期投资 | | | | |
| 其他 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -4 | -4 | -13 | -20 |
| 借款 | 10 | 4 | 4 | 4 |
| 发新股 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 分红 | -13 | -9 | -17 | -25 |
| 少数股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 10 | -52 | -2 | 36 |

利润表

| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 548 | 740 | 1,021 | 1,429 |
| 营业成本 | 333 | 451 | 623 | 872 |
| 营业税金及附加 | 4 | 6 | 8 | 11 |
| 营业费用 | 55 | 74 | 102 | 143 |
| 管理费用 | 86 | 115 | 158 | 221 |
| 财务费用 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 公允价值变动收 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 399 | 542 | 750 | 1,051 |
| 营业外收支 | 16 | 19 | 27 | 37 |
| 利润总额 | 82 | 111 | 154 | 216 |
| 所得税 | 12 | 17 | 23 | 32 |
| 净利润 | 69 | 94 | 131 | 184 |
| 少数股东损益 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 归属母公司净利润 | 63 | 88 | 125 | 178 |
| EBITDA | 83 | 124 | 165 | 223 |
| EPS (元) | 0.74 | 0.51 | 0.72 | 1.03 |

主要财务比率

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 38.81% | 35.00% | 38.00% | 40.00% |
| 营业利润 | 45.79% | 35.86% | 38.21% | 40.16% |
| 归属母公司净利 | 15.82% | 39.06% | 41.72% | 42.73% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 39.15% | 39.00% | 39.00% | 39.00% |
| 净利率 | 11.54% | 11.89% | 12.21% | 12.45% |
| ROE | 7.42% | 9.44% | 11.99% | 14.92% |
| ROIC | 6.30% | 7.84% | 9.72% | 11.91% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 24.21% | 24.17% | 27.34% | 30.71% |
| 净负债比率 | | | | |
| 流动比率 | 3.38 | 3.33 | 2.94 | 2.65 |
| 速动比率 | 2.85 | 2.76 | 2.40 | 2.15 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.52 | 0.58 | 0.69 | 0.80 |
| 应收帐类周转率 | 1.67 | 1.83 | 2.03 | 2.28 |
| 存货周转率 | 2.54 | 2.60 | 2.87 | 3.19 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.74 | 0.51 | 0.72 | 1.03 |
| 每股经营现金 | 0.12 | 0.12 | 0.50 | 0.80 |
| 每股净资产 | 9.91 | 5.42 | 6.04 | 6.93 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 37 | 27 | 19 | 13 |
| P/B | 2.8 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 29 | 19 | 14 | 11 |

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 类别 | 级别 | |
|--------|----|--------------------------------|
| 行业投资评级 | 看好 | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上 |
| | 中性 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动 |
| | 看淡 | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上 |
| 股票投资评级 | 买入 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上 |
| | 增持 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间 |
| | 中性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间 |
| | 减持 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上 |

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。