

## 积成电子 (002339)

## 营收净利高速增长，略超之前预期

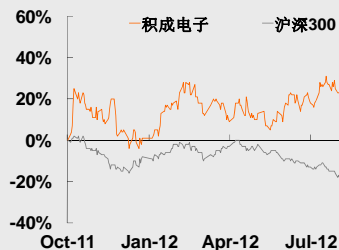
## 推荐 (维持)

现价: 14.53 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)	24.99
流通 A 股市值(亿元)	14.69
每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	24.9

## 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)  
 公司中报点评-积成电子 (002339)：配电自动化及公用事业自动化快速发展 (2012-8-20)

## 证券分析师

**张俊** 投资咨询资格编号  
S1060512100001  
021-38635753  
Zhangjun562@pingan.com.cn

**张海** 投资咨询资格编号  
S1060511100001  
0755-22621123  
Zhanghai376@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。

## 投资要点

**事项：**公司发布三季报，报告期内实现收入 3.83 亿元，同比增长 83.75%；归属于上市公司股东净利 4470 万元，同比增长 96.21%。其中 3Q12 收入、净利同比增长 123.61%、145.78%，略超我们之前预期。

## 平安观点：

## ■ 营收净利双双高速增长

1-9 月营业收入较上年同期增加 83.75%，主要原因是报告期内公司加大项目完工和验收进度，合同结算较多所致；营业成本较上年同期增加 115.09%，主要原因是报告期内营业收入增加所致。

公司在营收大幅增长，毛利率略有下滑的情况下加强费用控制，1-9 月营收同比增长 83.75%的情况下，销售费用及管理费用同比分别增长 37.38%、35.19%，最终导致公司净利润同比提高 0.68 个百分点。

## ■ 电力自动化及公用事业自动化产品景气度高

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。

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。

## ■ 盈利预测及估值

我们维持了之前对公司的盈利预测，预计 13-14 年 EPS 为 0.53、0.73 及 0.87 元，对应 PE 为 27.3、19.8、16.8 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

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	548	829	1,226	1,618
YoY(%)	38.8	51.4	47.8	32.0
净利润(百万元)	63	91	126	149
YoY(%)	15.8	44.6	37.9	18.0
毛利率(%)	39.2	38.3	37.6	37.6
净利率(%)	11.5	11.0	10.3	9.2
ROE(%)	7.4	9.9	12.0	12.4
EPS(摊薄/元)	0.37	0.53	0.73	0.87
P/E(倍)	39.5	27.3	19.8	16.8
P/B(倍)	2.9	2.7	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	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	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	944	1304	1715	2131	<b>营业收入</b>	548	829	1226	1618
现金	410	406	408	407	营业成本	333	511	765	1010
应收账款	292	460	684	895	营业税金及附加	4	7	9	13
其他应收款	17	33	47	61	营业费用	55	85	123	162
预付账款	42	114	146	203	管理费用	86	130	186	246
存货	148	249	363	478	财务费用	1	-2	7	26
其他流动资产	35	42	68	87	资产减值损失	3	3	3	3
<b>非流动资产</b>	212	263	338	407	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	14	10	11	11	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	39	36	32	27	<b>营业利润</b>	66	95	132	159
无形资产	132	199	278	353	营业外收入	17	17	18	18
其他非流动资产	28	18	17	17	营业外支出	1	0	0	1
<b>资产总计</b>	1157	1567	2054	2538	<b>利润总额</b>	82	111	149	176
<b>流动负债</b>	279	609	961	1288	所得税	12	13	15	18
短期借款	60	352	609	847	<b>净利润</b>	69	99	134	158
应付账款	66	99	150	197	少数股东损益	6	7	8	9
其他流动负债	153	157	202	244	<b>归属母公司净利润</b>	63	91	126	149
<b>非流动负债</b>	1	0	0	0	EBITDA	81	106	152	197
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.53	0.73	0.87
其他非流动负债	1	0	0	0					
<b>负债合计</b>	280	609	961	1288	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	24	32	39	48	<b>会计年度</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	86	172	172	172	<b>成长能力</b>				
资本公积	540	454	454	454	营业收入	38.8%	51.4%	47.8%	32.0%
留存收益	227	301	427	576	营业利润	55.3%	44.2%	38.5%	20.4%
归属母公司股东权益	852	927	1053	1202	归属于母公司净利润	15.8%	44.6%	37.9%	18.0%
<b>负债和股东权益</b>	1157	1567	2054	2538	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	39.2%	38.3%	37.6%	37.6%
					净利率(%)	13.8%	11.5%	11.0%	10.3%
					ROE(%)	7.4%	9.9%	12.0%	12.4%
					ROIC(%)	11.1%	9.3%	9.8%	9.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	24.2%	38.8%	46.8%	50.7%
					净负债比率(%)	21.43%	57.85%	63.38%	65.75%
					流动比率	3.38	2.14	1.78	1.65
					速动比率	2.85	1.73	1.41	1.28
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.52	0.61	0.68	0.70
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	6.09	6.19	6.15	5.83
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.53	0.73	0.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	-1.27	-0.93	-0.76
					每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.39	6.12	6.99
					<b>估值比率</b>				
					P/E	39.52	27.33	19.81	16.79
					P/B	2.93	2.70	2.37	2.08
					EV/EBITDA	27	20	14	11

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	10	-218	-160	-130
净利润	69	99	134	158
折旧摊销	14	12	13	13
财务费用	1	-2	7	26
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-80	-339	-330	-342
其他经营现金流	7	12	16	15
<b>投资活动现金流</b>	4	-63	-88	-82
资本支出	41	0	0	0
长期投资	-10	-4	1	-0
其他投资现金流	36	-66	-87	-82
<b>筹资活动现金流</b>	-4	276	250	212
短期借款	10	292	257	237
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	86	0	0
资本公积增加	0	-86	0	0
其他筹资现金流	-14	-16	-7	-26
<b>现金净增加额</b>	11	-4	1	-0

## 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。客户并不能仅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