

积成电子 (002339)

公司研究/简评报告

年报业绩大幅增长，未来高增长将持续

—积成电子 (002339) 公告点评

民生精品—简评报告/电气设备与新能源行业

2013年4月10日

一、事件概述

2012年年报：营业收入 8.34 亿元，同比增长 52.27%；营业利润 1.05 亿元，同比增长 59.98%；净利润 1.03 亿元，同比增长 62.50%，EPS：0.54 元；分配方案：10 转 10 派 1；新签订单：电力自动化 8.77 亿元，同比增长 42.31%；公用事业自动化 1.5 亿。

二、分析与判断

➤ 主业与增值税退税大幅增长助力业绩大幅增长

2012 年净利润实现 1.03 亿元，同比大幅增长 62.50%，主要源于：1) 主营业务大幅增长：配用电自动化同比增长 76.75%；变电站自动化增长 48.61%；公用事业收入首次突破亿元大关达到 1.12 亿元，利润贡献约 3000 万元，占比达到 28.68%；2) 营业外收入达到 2863 万元，较去年同期增加 1193 万元，这主要是软件产品增值税退税大幅增加所致，报告期内，退税达到 2022 万元，去年同期仅 1061 万元，由于退税是与公司软件产品收入密切相关，可以预期随着公司收入增长及软件产品收入占比提升，软件退税也将保持快速增长。

➤ 主业增长确定，未来高增长将继续

我们预计公司未来高增长将继续：1、报告期内新签订单超过 10 亿元，同比增长超过 50%，确保未来业绩增长；2、主业仍将保持快速增长：1) 配电自动化大规模推广，市场容量近 600 亿元，公司受益匪浅：在广东电网框架招标中公司排名第一，主站和终端占比分别达到 60% 和 40%，订单有保障；2) 保护设备首次入围即中标，取得质的突破，有望推动变电站自动化快速增长；3) 调度业务受益于电网公司大力推广地县一体化，将保持快速增长；4) 受城市化进程加快以及节能减排政策推动的影响，智能燃气与智能水务加速推进，公用事业自动化业绩增长有望超预期。

➤ 公用事业自动化业务将持续发力，超预期可能性大

目前公司公用事业自动化业务产品链已经较为完善，业绩贡献占比近 30%，是未来业绩增长超预期的关键点：燃气自动化系统已覆盖全国 20 多个省市、百余家燃气企业，是国内最大的燃气自动化系统供应商；燃气管网控制系统先后中标多个“燃气管网 GPS 巡线管理系统”项目；我们测算，燃气主站市场容量达 135 亿元，发展空间巨大，公司燃气业务 2012 年增长超过 100%，2013 年继续保持快速增长；水务自动化业务已由“长三角地区”拓展到华南地区，区域开拓呈现加速态势，业绩增长也将加速。

➤ 2013 年毛利率有望提升，费用率将保持平稳

2012 年公司综合毛利率下滑了 2.99 个百分点，主要是由于用电自动化业务增长较快，收入占比提升所致，2013 年，配用电自动化业务中毛利率较高的配电自动化主站收入将大幅增加，从而提升公司整体毛利率；期间费用率方面：由于国网集招范围加大，降低公司销售投入，但是由于公司开拓公用事业业务，销售费用将保持平稳；管理费用方面，2012 年研发支出达到 4274 万元，近几年高点，未来再大幅增加概率较小；公司在一季度刚做完定增，现金大幅增加，财务费用将会显著减少。

三、盈利预测与投资建议

我们预计 2013-2014 年 EPS 分别为 0.76 元和 1.05 元，对应的市盈率分别为 21 倍和 15 倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

四、风险提示：

配电自动化、智能变电站建设低于预期。

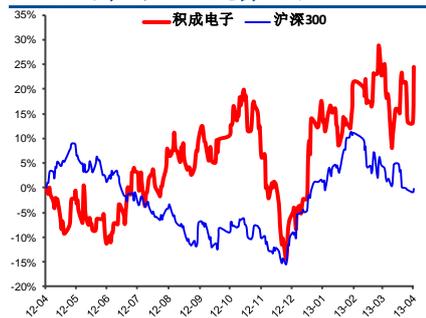
强烈推荐 维持评级

合理估值： 18 元

交易数据 (2013-4-9)

收盘价 (元)	16.21
近 12 个月最高/最低	17.04/10.68
总股本 (百万股)	1789.45
流通股本 (百万股)	108.83
流通股比例 %	57.45
总市值 (亿元)	30.71
流通市值 (亿元)	17.64

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：陈龙

执业证书编号：S0100511080002

电话：(021) 68885796

Email: chenlong@mszq.com

研究助理：黄彤

电话：(021) 68885572

Email: huangtong@mszq.com

地址：上海浦东新区浦东南路 588 号浦发银行大厦 31 楼 200120

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	548	834	1,102	1,462
增长率(%)	38.82%	52.27%	32.04%	32.75%
归属母公司股东净利润(百万元)	63	103	143	200
增长率(%)	15.82%	62.51%	39.54%	39.24%
每股收益(元)	0.33	0.54	0.76	1.05
PE	48.56	29.88	21.41	15.38
PB	3.50	3.15	2.67	2.25

资料来源: 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
一、营业总收入	548	834	1,102	1,462
减：营业成本	333	533	682	899
营业税金及附加	4	7	9	12
销售费用	55	71	94	121
管理费用	86	114	152	196
财务费用	1	1	(2)	(1)
资产减值损失	3	4	7	7
加：投资收益	1	1	0	0
二、营业利润	66	105	160	229
加：营业外收支净额	16	27	21	21
三、利润总额	82	133	181	250
减：所得税费用	12	17	24	33
四、净利润	69	115	158	217
归属于母公司的利润	63	103	143	200
五、基本每股收益 (元)	0.33	0.54	0.76	1.05

主要财务指标				
项目	2011A	2012A	2013E	2014E
EV/EBITDA	38.13	26.35	18.45	13.68
成长能力:				
营业收入同比	38.82%	52.27%	32.04%	32.75%
营业利润同比	55.3%	60.0%	52.0%	42.7%
净利润同比	21.25%	66.61%	36.5%	37.7%
营运能力:				
应收账款周转率	2.04	2.08	1.87	1.87
存货周转率	4.17	4.75	4.75	4.84
总资产周转率	0.52	0.66	0.76	0.87
盈利能力与收益质量:				
毛利率	39.2%	36.2%	38.1%	38.5%
净利率	11.5%	12.3%	13.0%	13.7%
总资产净利率 ROA	6.6%	9.1%	10.9%	12.9%
净资产收益率 ROE	8.2%	12.5%	14.8%	17.2%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.38	2.73	3.21	3.02
资产负债率	24.2%	29.5%	24.1%	25.8%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.54	0.76	1.05
每股经营现金流量	0.05	0.06	(0.31)	0.00
每股净资产	4.63	5.15	6.07	7.22

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	410	321	140	62
应收票据	35	31	40	54
应收账款	292	509	672	892
预付账款	42	27	36	48
其他应收款	17	21	27	36
存货	148	203	260	343
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	944	1,111	1,175	1,434
长期股权投资	14	10	10	10
固定资产	39	35	62	87
在建工程	5	61	111	161
无形资产	132	138	14	12
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	212	272	341	407
资产总计	1,157	1,383	1,516	1,842
短期借款	60	40	0	0
应付票据	43	74	95	125
应付账款	66	178	228	301
预收账款	18	13	17	22
其他应付款	3	5	5	5
应交税费	17	22	22	22
其他流动负债	56	56	0	0
流动负债合计	279	407	366	474
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	280	408	366	474
股本	86	172	189	189
资本公积	540	454	454	454
留存收益	227	312	456	655
少数股东权益	24	37	51	69
所有者权益合计	877	975	1,150	1,367
负债和股东权益合计	1,157	1,383	1,516	1,842

现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
经营活动现金流量	10	11	(59)	0
投资活动现金流量	4	(62)	(84)	(80)
筹资活动现金流量	(4)	(40)	(38)	1
现金及等价物净增加	11	(92)	(181)	(78)

分析师与研究助理简介

陈龙，华中科技大学工学与管理学双学士，经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，从事电站设备技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，电气设备与新能源行业分析师，覆盖电气设备、新能源等行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。