

积成电子 (002339)

公司研究/简评报告

软件退税推动业绩大幅增长，未来高增长将继续

—积成电子 (002339) 季报点评

民生精品—简评报告/电气设备与新能源行业

2013年4月22日

一、事件概述

2013年一季报，2013年1-3月份，营业收入1.09亿，同比增长7.77%，净利润976万元，同比增长幅度为426%；预计2013年1-6月份，净利润同比增长幅度10%-30%。

二、分析与判断

➤ 业绩大幅增长源于软件退税大幅增加

2013年一季度净利润达到976万元，同比增长达到426%，业绩实现大幅增长，主要源于公司软件产品增值税退税较去年同期大幅增加所致；由于软件产品增值税退税是与公司收入增长成正相关关系，随着公司收入增加，软件产品增值税退税也将保持增长势头，成为公司业绩主要来源之一。

➤ 未来业绩保持高增长，且存超预期可能

公司预计2013年1-6月份净利润同比增长幅度为10%-30%，略低于预期，我们认为这是公司保持一贯的谨慎、保守作风并考虑最坏情况时所作的业绩预计，我们预计公司未来业绩仍将保持高增长，且存超预期可能：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) 公用事业自动化市场需求仍然强劲，智能燃气与智能水务业务收入在2012年突破亿元大关，业绩贡献大幅提升到28.7%，智能燃气与智能水务业务进入增长快车道，未来业绩贡献有望超预期。

➤ 2013年，毛利率将逐步提升

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，但是从去年第四季度开始，毛利率从前三季度的35.6%提升到37%，到今年一季度毛利率提升到37.76%，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，毛利率将呈现上升趋势。

➤ 费用率将保持平稳向下趋势

一季度费用率达到40.55%，主要是管理费用率提升4.38个百分点，管理费用增加在于一季度集中发放员工奖金，同时收入增速低于费用增速；我们预计费用率将保持平稳向下趋势：国网集招范围加大，同时国家厉行节约，电力自动化业务销售投入将降低，但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PE分别为22倍和16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。

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	51.82	31.89	22.85	16.41
PB	3.74	3.36	2.85	2.40

资料来源：民生证券研究院

强烈推荐

维持评级

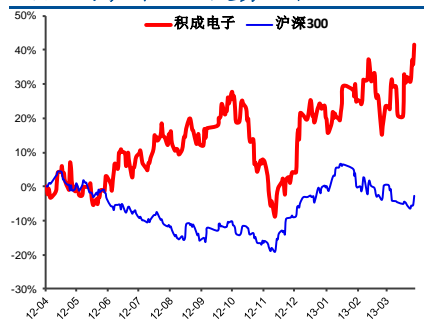
合理估值：

21元

交易数据 (2013-4-19)

收盘价(元)	17.30
近12个月最高/最低	17.30/10.68
总股本(百万股)	189.45
流通股本(百万股)	108.83
流通股比例%	57.45
总市值(亿元)	32.77
流通市值(亿元)	18.83

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

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	45.07	30.79	21.41	15.75
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。