

积成电子 (002339)

公司研究/简评报告

配网自动化将进入黄金发展期，助力业绩高增长

—积成电子 (002339) 中报点评

民生精品—简评报告/电气设备与新能源行业

2013年8月23日

一、事件概述

2013年1-6月份，营业收入2.70亿，同比增长10.51%，净利润2135万元，同比增长幅度为29.24%；预计2013年1-9月份，净利润同比增长幅度10%-30%。

二、分析与判断

➤ 业绩增长源于毛利率提升及软件退税大幅增加

2013年上半年，公司净利润同比增长29.24%，超过收入10.51%增速，主要源于公司毛利率提升以及软件产品增值税退税较去年同期大幅增加所致：1) 去年3季度以来，公司毛利率逐步提升，提升幅度达到5.8个百分点，报告期内毛利率提升0.66个百分点至38.51%；2) 软件产品增值税退税达到1963万元，较去年同期778万元增加了1185万元，大幅增加；由于退税是与公司收入增长成正相关关系，随着公司收入增加，退税也将保持增长势头，成为公司业绩主要来源之一。

➤ 配网自动化业务将进入黄金发展期

报告期内，公司配用电自动化业务增速仅为2.17%，低于预期，主要是去年及今年上半年配网自动化推进速度低于预期，但是近期配网自动化频频迎来利好信息，配网建设速度将加快，有望进入黄金发展期：1) 7月31日，国务院常务会议把“加强城市配电网建设，推进电网智能化”列为未来工作重点之一，配网建设上升到国家战略层面，国家政策为配网建设保驾护航；2) 近期根据中证报报导，正在编制的配网专项规划计划到2015年前仅配网自动化投资就达400亿，未来五年配网总投资将超6000亿。如果规划投资落到实处，十二五最后三年配网自动化年均投资将达130亿，远超预期，增速超过100%，配网自动化建设进入黄金发展期。公司配网自动化业务在国内仅落后于国电南瑞与许继电气，具备较强竞争力，配网建设进入高速增长期，公司配网自动化业务发展也将进入黄金发展期。

➤ 变电站自动化实现高速增长，超市场预期

报告期内，公司变电站自动化业务实现38.1%增长，超市场预期。公司自国网2012年第六批招标中标了一套110KV保护设备之后，继续保持中标势头，在2013年第三批招标中，国网改变了监控系统与保护设备招标规则，保护设备与监控系统不再分开招标，这样对参与投标公司要求更高，但是在国网2013年第三批招标中，公司中标了141套保测一体化产品，在第四批招标中中标了40套，中标份额达到4.16%，彰显公司保护设备与监控系统具备较强的竞争力，可以预计随着公司产品在国网应用越来越广泛，将继续保持中标势头，未来订单增长有保障。

➤ 地县调度一体化将加快推进，助力调度自动化保持较快增长

报告期内，公司调度自动化业务实现40.83%增长，主要源于调度一体化加快推进。从2013年开始，地县调度一体化招标首次纳入国网集中招标，预示着地县调度一体化推进进程将加快，招标量有望大幅增加；公司在传统县调与地调市场占有约30%的份额，具备较大优势，在地县调度一体化集中招标后，优势企业份额有望进一步提升，未来公司调度自动化业务保持快速增长是大概率事件。

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)	0.17	0.27	0.38	0.53
PE	57.22	35.21	25.23	18.12
PB	4.13	3.71	2.70	2.32

资料来源：民生证券研究院

强烈推荐

维持评级

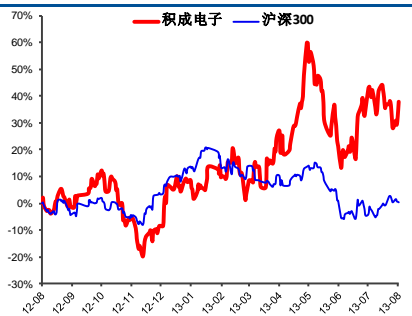
合理估值：

11元

交易数据 (2013-8-22)

收盘价(元)	9.55
近12个月最高/最低	11.19/5.32
总股本(百万股)	378.90
流通股本(百万股)	217.66
流通股比例%	57.45
总市值(亿元)	36.18
流通市值(亿元)	20.79

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) 60876713

Email: chenlong@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

➤ 未来业绩保持高增长，且存超预期可能

我们预计公司 2013 年业绩仍将保持高增长，且存超预期可能：1) 根据中证报报导，2015 年前配网自动化投资将达到 400 亿元，预计增速超 100%，公司将大幅受益；2) 保护设备首次入围即中标，取得质的突破，并持续中标，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，毛利率将稳步提升

公司综合毛利率在 2012 年下滑了 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，毛利率从前季度的 35.6% 提升到 37%，到今年一季度毛利率提升到 37.76%，第二季度，公司毛利率进一步提升到 39.01%，毛利率稳步提升，2013 年，配用电自动化业务中毛利率较高的配电网自动化主站收入占比将逐步提升，毛利率将呈现上升趋势。

➤ 研发投入增加导致费用率增加，未来费用率将保持平稳向下趋势

上半年费用率达到 34.68%，主要是管理费用率提升 4.18 个百分点，管理费用增加主要源于研发投入较去年同期大幅增加了 784 万元至 1789 万元；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，公司加大费用管控，费用增长将得到有效控制；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 0.38 元和 0.53 元，对应 PE 分别为 25 倍和 18 倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

四、风险提示：

配电网自动化、智能变电站建设低于预期。

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)	0.17	0.27	0.38	0.53

主要财务指标				
项目	2011A	2012A	2013E	2014E
EV/EBITDA	47.95	32.63	22.64	16.61
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	0.71	0.78
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%	10.2%	11.6%
净资产收益率 ROE	8.2%	12.5%	13.6%	15.0%
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%	21.5%	23.4%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.27	0.38	0.53
每股经营现金流量	0.03	0.03	(0.16)	0.00
每股净资产	2.31	2.57	3.54	4.11

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	530	597
资产总计	1,157	1,383	1,706	2,031
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	379	379
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	1,339	1,557
负债和股东权益合计	1,157	1,383	1,706	2,031

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其他方式发送、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。