

# 积成电子 (002339)

公司研究/简评报告

## 配网自动化投资有望落地，业绩高增长将持续

—积成电子 (002339) 研究报告

民生精品—简评报告/电气设备与新能源行业

2013年10月28日

### 一、事件概述

2013年1-9月份，营业收入5.34亿，同比增长10.57%，净利润5732万元，同比增长幅度为28.24%；公司预计2013年归属于母公司所有者净利润为1.13亿-1.36亿，同比增长幅度10%-30%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 收入继续保持增长，软件退税增加助力业绩快速增长

报告期内，公司收入实现增长10.57%，我们预计主要是用电自动化、调度自动化以及公用事业自动化实现较快增长所致，配电自动化增速低于预期，拖累公司整体收入增长；公司净利润同比增长28.24%，超过收入增速，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；报告期内，公司软件产品增值税退税达到2650万元，较去年同期1724万元增加了926万元，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。

#### ➤ 产品收入结构变化导致毛利率有所下滑，未来将稳中有升

公司综合毛利率从去年第四季度开始稳步提升，毛利率从去年第三季度的33.21%提升到今年第二季度的39.01%，但是在第三季度，毛利率仅为32.68%，下降幅度较为明显，我们预计主要是毛利率相对较低的用电自动化业务在第三季度收入确认较多，导致整体毛利率下降；从长远角度看，配网自动化将步入大规模建设阶段，毛利率较高的配网自动化站收入占比将逐步提升，而同时毛利率较高的调度自动化与公用事业自动化业务仍然处于行业景气度，收入保持快速增长，可以预计，未来公司综合毛利率将呈现稳中有升态势。

#### ➤ 期间费用率环比改善明显，符合我们判断

第三季度，公司期间费用率仅为18.32%，较今年第一季度与第二季度的40.55%与30.70%下降明显，符合我们对公司未来费用率将呈现下降趋势的判断，未来公司费用率仍将保持下降趋势；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。

#### ➤ 未来业绩保持高增长，且存超预期可能

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) 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。

### 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**

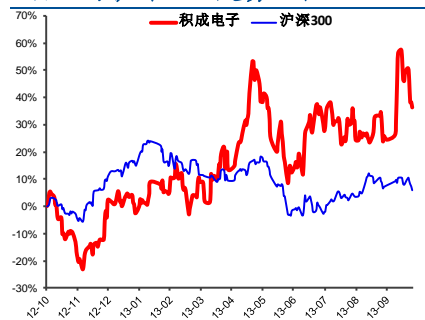
**合理估值：**

**13-14元**

#### 交易数据 (2013-10-25)

|            |            |
|------------|------------|
| 收盘价(元)     | 9.85       |
| 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)    | 37.32      |
| 流通市值(亿元)   | 21.44      |

#### 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

### ➤ 配网自动化业务将进入黄金发展期

今年以来，配网自动化行业整体增速低于预期，导致公司配网自动化业务增速也低于预期，拖累公司整体业绩增长，但是近期配网自动化行业仍然维持高景气度，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) 8月中旬根据中证报报导，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%，配网自动化建设将进入黄金发展期。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。

### 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；目前配网自动化行业相关技术标准已经全面启动编制工作，配网专项规划也在积极编制中，有望在年底之前出台，配网自动化投资将落地，行业估值水平有望提升，公司是配网自动化行业业绩弹性最大的公司，理应享有较高估值水平，目前估值偏低，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。

## 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            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>944</b>   | <b>1,111</b> | <b>1,175</b> | <b>1,434</b> |
| 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            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>212</b>   | <b>272</b>   | <b>530</b>   | <b>597</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,157</b> | <b>1,383</b> | <b>1,706</b> | <b>2,031</b> |
| 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            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>279</b>   | <b>407</b>   | <b>366</b>   | <b>474</b>   |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债合计</b>      | <b>280</b>   | <b>408</b>   | <b>366</b>   | <b>474</b>   |
| 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           |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>877</b>   | <b>975</b>   | <b>1,339</b> | <b>1,557</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>1,157</b> | <b>1,383</b> | <b>1,706</b> | <b>2,031</b> |
| 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**，民生证券电气设备与新能源行业，高级分析师。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，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；2012年新财富最佳分析师评选第五名。

## 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,亦可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。