

证券研究报告

平安电力设备

推荐 (维持)

证券分析师

张俊

投资咨询资格编号 S1060512100001
电话 021-38635753
邮箱 ZHANGJUN562@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。

积成电子 (002339)

依托电力自动化，进军公用事业及节能环保行业

平安观点:

■ 调度自动化业务保持较快增长

调度行业这块看，地调、县调领域国电南瑞、积成电子、东方电子三分天下，竞争格局较为稳定。预计未来公司这块业务将保持年均 20% 左右的增长，增长的动力主要来自国网推行的调控一体化、调配一体化及地县一体。

■ 变电站自动化市场广阔，但招标规则的改变对公司不利

随着智能电网进入全面建设时期，智能变电站市场广阔，公司也在智能变电设备方面做了大量的技术储备，预计这块业务未来将保持 30% 以上的高速增长。但由于 2013 年国网集中招投标改变了招标规则，二次设备监控保护一体化招标，导致公司在 220kV 的监控业务没有拿到订单，影响了部分收入。

■ 配电自动化成为未来主要增长点

智能配电网将是未来几年智能电网建设的重中之重。我们判断配电自动化整体市场规模由去年的 30 多亿元提升至今年 60 亿元以上。公司在配电自动化方面战略清晰，把重点放在做配电网主站、终端这样较为高端的产品上，公司的配电自动化系统产品在沈阳、乌鲁木齐、福州、厦门等重点城市都有成功案例。

■ 公用事业快速增长，智能燃气空间广阔

“十二五”末期，我国天然气的能源占比将从目前的 4.4% 提高至 8.5%，行业呈现爆发式增长。到 2015 年，中国新装智能燃气表数量将达 1900 万台。阶梯气价、阶梯水价的大规模推进有望拓展相关行业的发展空间。公司依托原有的电力自动化技术，开发出燃气行业最为先进的智能燃气系统。而且公司是行业内最早做智能燃气表的企业之一，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，累计销售了 46 万余只智能燃气表。我们预计增发项目达产后为公司贡献 2 亿的销售收入。

■ 节能管理与节能监察，实现企业节能管理规范化、精细化

公司的企业能源管控系统，采用集中管理模式建立管控一体化信息系统，实现企业节能管理规范化、精细化，节能效果达到 5-15%，是重点用能企业两化融合的最佳解决方案，下游典型客户有莱钢、东方汽轮机、潍柴动力、晨鸣纸业等。公司有望通过节能管理信息系统渗透至下游节能行业的总包，大大拓展公司发展空间。

■ 盈利预测及估值

预计公司将保持 30% 左右的复合增长，2013-2015 年的 EPS 为 0.37、0.51 及 0.69 元，对应 1 月 24 日的收盘价 PE 分别为 27.9、20.3 和 14.8 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。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1111	1269	1514	1928	营业收入	834	943	1225	1654
现金	321	350	340	344	营业成本	533	584	760	1009
应收账款	509	554	720	977	营业税金及附加	7	7	9	13
其他应收款	21	30	37	49	营业费用	71	85	110	149
预付账款	27	45	52	71	管理费用	114	137	174	232
存货	203	246	313	414	财务费用	1	-9	-19	-17
其他流动资产	31	43	52	72	资产减值损失	4	3	4	4
非流动资产	272	286	293	303	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	11	11	11	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	35	58	63	58	营业利润	105	135	187	266
无形资产	138	167	185	207	营业外收入	29	21	22	22
其他非流动资产	89	49	35	27	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1383	1555	1808	2231	利润总额	133	156	208	287
流动负债	407	444	512	681	所得税	17	19	24	33
短期借款	40	84	59	117	净利润	115	136	185	254
应付账款	178	169	231	301	少数股东损益	13	10	11	16
其他流动负债	190	191	222	263	归属母公司净利润	103	126	174	238
非流动负债	1	0	0	0	EBITDA	127	145	191	272
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.37	0.51	0.69
其他非流动负债	1	0	0	0					
负债合计	408	444	512	681	主要财务比率				
少数股东权益	37	47	58	74	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
股本	172	344	344	344	成长能力				
资本公积	454	282	282	282	营业收入(%)	52.3	13.0	30.0	35.0
留存收益	312	438	612	850	营业利润(%)	60.0	28.4	38.4	41.8
归属母公司股东权	938	1064	1238	1476	归属于母公司净利润	62.5	22.9	37.6	36.9
负债和股东权益	1383	1555	1808	2231	获利能力				
					毛利率(%)	36.2	38.0	38.0	39.0
					净利率(%)	12.3	13.4	14.2	14.4
					ROE(%)	11.0	11.9	14.0	16.1
					ROIC(%)	13.6	13.3	14.9	16.8
					偿债能力				
					资产负债率(%)	29.5	28.5	28.3	30.5
					净负债比率(%)	9.8	19.0	11.5	17.2
					流动比率	2.73	2.86	2.96	2.83
					速动比率	2.23	2.30	2.35	2.22
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.64	0.73	0.82
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	4.37	3.37	3.80	3.79
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.30	0.37	0.51	0.69
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.03	0.08	-0.11
					每股净资产(最新摊薄)	2.73	3.09	3.60	4.29
					估值比率				
					P/E	34.3	27.9	20.3	14.8
					P/B	3.8	3.3	2.9	2.4
					EV/EBITDA	29	25	19	13

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	11	10	26	-39
净利润	115	136	185	254
折旧摊销	20	19	22	24
财务费用	1	-9	-19	-17
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-131	-142	-170	-313
其他经营现金流	6	6	8	15
投资活动现金流	-62	-33	-29	-34
资本支出	67	0	0	0
长期投资	5	1	-0	0
其他投资现金流	10	-32	-30	-33
筹资活动现金流	-40	53	-7	76
短期借款	-20	44	-26	58
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	86	172	0	0
资本公积增加	-86	-172	0	0
其他筹资现金流	-20	9	19	17
现金净增加额	-92	30	-10	3

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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 2014 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