

# 双轮驱动未来业绩稳步增长

## 增持 下调

### 投资要点:

2013 年公司实现营业总收入 88,578 万元, 同比增长 6.18%; 实现归属于上市公司股东的净利润 11,415 万元, 同比增长 11.08%, 每股收益 0.31 元, 同比增长 3.33%。

### 报告摘要:

- 电力自动化业务增速放缓。**受配电网投资建设进度放缓以及变电站自动化产品招标规则变化的影响, 公司电力自动化业务增长速度放缓, 全年签订合同额 9.3 亿元, 同比增长 6.8%; 毛利率 32.5%, 比 12 年下降 0.6 个百分点。从产品结构看, 用电信息采集终端、调度自动化主站以及智能变电站产品继续增长, 发电厂自动化收入下降 81.25%。
- 公用事业自动化业务继续保持较快增长。**公司公用事业自动化业务全年签订合同额突破 2 亿元, 同比增长 33%。毛利率 39.97%, 比 12 年减少 1.56 个百分点。光电直读水表的品种在国内最齐全, 继续处于直读抄表行业的领先地位。智能燃气自动化系统成功进入昆仑燃气、华润燃气区域市场。水务信息化业务以上海为根据地, 拓展了长三角、珠三角和成渝等市场。
- 期间费用率略有上升。**公司 13 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 7.97%、15.56%、-0.02%, 比去年变动-0.57、1.88 和-0.17 个百分点, 期间费用率 23.51%, 同比增长 1.14 个百分点。
- 电力自动化和公用事业自动化业务依然有齐头并进的发展空间。**配电网由于在降低配网线损率、提高智能化程度、改善供电质量、优化电网综合能效等方面的突出作用, 日益受到政策重视, 并逐步带来大量投资机会。城镇化和智慧城市建设都将持续推动公用事业业务发展, 后续有望保持高增速。
- 盈利预测与估值。**预计公司 2014、2015 年的 EPS 为 0.4、0.5, 对应当前股价 PE 为 24X、20X, 下调至“增持”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万)	547.85	834.19	885.78	1151.51	1496.97
增长率 (%)	38.82%	52.27%	6.18%	30%	30%
归母净利润(百万)	63.24	102.77	114.15	151.13	187.72
增长率 (%)	15.82%	62.50%	11.08%	32.40%	24.21%
每股收益(摊薄)	0.17	0.27	0.31	0.40	0.50
市盈率	58.35	35.91	32.33	24.42	19.66

### 中小市值研究组

#### 首席分析师:

王凤华(S1180511010001)

2013 新财富中小市值最佳分析师

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

#### 研究助理:

黎泉宏

电话: 010-88085971

Email: liquanhong@hysec.com

### 市场表现



### 行情数据

当前股价	9.74
总股本(千股)	379,000
总市值(百万)	3687
流通市值(百万)	3597
12 个月最高价	11.62
12 个月最低价	6.89

### 相关研究

《积成电子: 智能电网和城镇化建设推动成长》

2013/04/23

## 公司 2013 年基本业绩情况

**表 1: 损益表分年度指标**

	2011	2012	2012 年变动	2013	2013 年变动
营业收入	547.85	834.19	286.34	885.78	51.59
营业收入增速 YOY	38.82%	52.27%	13.45%	6.18%	-46.08%
营业成本	333.36	532.51	199.16	576.63	44.12
综合毛利率	39.15%	36.16%	-2.99%	34.90%	-1.26%
综合毛利率变动幅度	-2.21%	-2.99%	-0.78%	-1.26%	1.73%
营业税金及附加	4.25	6.69	2.45	7.40	0.71
销售费用	55.34	71.28	15.94	70.62	-0.66
销售费用增速	3.27%	28.81%	25.54%	-0.93%	-29.74%
管理费用	85.63	114.14	28.51	137.85	23.71
管理费用增速	30.04%	33.29%	3.25%	20.78%	-12.52%
财务费用	0.81	1.25	0.44	-0.18	-1.43
期间费用率	25.88%	22.38%	-3.50%	23.51%	1.14%
销售费用率	10.10%	8.55%	-1.56%	7.97%	-0.57%
管理费用率	15.63%	13.68%	-1.95%	15.56%	1.88%
财务费用率	0.15%	0.15%	0.00%	-0.02%	-0.17%
资产减值损失	3.43	4.05	0.62	7.38	3.33
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.88	1.20	0.32	2.53	1.33
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.88	1.20	0.32	0.00	-1.20
营业利润	65.92	105.46	39.54	88.61	-16.84
加: 营业外收入	16.70	28.63	11.93	48.28	19.66
减: 营业外支出	1.10	1.28	0.18	1.13	-0.15
其中: 非流动资产处置净损失	0.00	0.02	0.02	0.13	0.10
利润总额	81.51	132.81	51.29	135.77	2.96
减: 所得税	12.24	17.39	5.15	12.35	-5.05
净利润	69.27	115.41	46.14	123.42	8.01
减: 少数股东损益	6.03	12.65	6.61	9.28	-3.37
归属于母公司所有者的净利润	63.24	102.77	39.52	114.15	11.38
归母净利润增速	15.82%	62.50%	46.68%	11.08%	-51.42%
销售净利率(右)	11.54%	12.32%	0.78%	12.89%	0.57%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

**表 2: 盈利预测**

单位:百万元									
利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	834	886	1152	1497	经营活动现金流				
YoY	52%	6%	30%	30%	净利润	115	123	160	197
营业成本	533	577	737	958	折旧与摊销	20	24	14	14
营业税金及附加	7	7	10	13	财务费用	4	2	0	0
销售费用	71	71	92	119	非经常性/非经营性损益	3	5	-42	-42
管理费用	114	138	179	233	营运资金的减少	-131	-137	-169	-220
EBITDA	129	117	148	188	长期经营性负债的增加	0	0	0	0
YoY	56%	-10%	26%	27%	经营活动现金流净额	11	17	-38	-51
EBIT	110	93	134	174	投资活动现金流				
财务费用	1	(0)	(0)	(0)	固定资产购建	-67	-91	0	0
非经营性/经常性损益	24	42	42	42	无形资产购建	0	0	0	0
利润总和	133	136	176	217	非经常性或非经营性损益	5	-15	42	42
所得税费用	17	12	16	20	非核心资产的减少	0	0	0	0
净利润	115	123	160	197	投资活动现金流量净额	-62	-106	42	42
YoY	67%	7%	30%	23%	筹资活动现金流				
少数股东损益	13	9	9	9	短期借款增加	-20	-40	29	23
归属母公司所有者净利润	103	114	151	188	长期借款增加	0	0	0	0
YoY	62%	11%	32%	24%	股本及资本公积增加	0	222	0	0
					财务费用及红利等	-20	-23	0	0
					筹资活动现金流量净额	-40	159	29	24
					现金及现金等价物净增加额	-92	69	34	15
					现金及现金等价物期末余额	315	385	419	434
资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E
资产					盈利能力				
货币资金	321	404	525	683	ROE	11.8%	9.5%	11.0%	11.9%
应收款项	560	616	800	1041	净利率	13.8%	13.9%	13.9%	13.2%
预付款项	27	30	40	52	毛利率	36.2%	34.9%	36.0%	36.0%
存货	203	201	263	343	营业费用率	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%
其他流动资产	0	0	0	0	管理费用率	13.7%	15.6%	15.6%	15.6%
流动资产合计	1111	1251	1628	2119	财务费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
固定资产	35	41	36	30	资本结构				
在建工程	61	152	137	123	资产负债率	29.5%	21.1%	23.2%	24.4%
无形资产	162	171	162	154	权益乘数	1.42	1.27	1.37	1.48
非核心资产	14	31	31	31	流动资产/总资产	80.3%	76.0%	81.7%	86.3%
非流动资产合计	272	395	365	338	流动负债/总负债	99.8%	99.9%	100.0%	100.0%
资产总计	1383	1646	1994	2456	偿债能力				
负债					流动比率	2.73	3.61	3.52	3.54
短期借款	40	0	136	302	速动比率	2.23	3.03	2.95	2.96
应付款项	293	270	353	460	产权比率	0.42	0.27	0.32	0.36
预收款项	13	13	17	23	归属母公司股东权益/负债	2.30	3.58	3.02	2.64
其他应付款	5	7	7	7	营运能力				
其他流动负债	57	57	57	57	存货周转率	3.03	2.85	3.18	3.16
流动负债合计	407	347	463	599	应收账款周转率	1.85	1.51	1.63	1.63
长期借款	0	0	0	0	流动资产周转率	0.81	0.75	0.80	0.80
长期经营性负债	0	0	0	0	固定资产周转率	22.41	23.09	29.75	45.45
其他非流动负债	1	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.58	0.63	0.67
非流动负债合计	1	0	0	0	每股和估值指标				
负债合计	408	347	463	599	EPS(元)	0.60	0.31	0.40	0.50
股本	172	379	379	379	BPS(元)	5.45	3.29	3.69	4.18
资本公积金	454	459	459	459	P/E(x)	35.91	32.33	24.42	19.66
留存收益	312	407	559	746	P/B(x)	1.79	2.96	2.64	2.33
归属母公司股东权益	938	1245	1396	1584					
少数股东权益	37	53	62	72					
股东权益合计	975	1298	1459	1656					
负债和股东权益合计	1383	1646	1922	2255					

资料来源: 宏源证券

### 作者简介:

**王风华:** 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、有色、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名, 得分7197分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 首航节能、天音控股、天马精化、天玑科技、天通股份、嘉应制药、美盛文化、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、佳都科技、双塔食品等。

### 机构销售团队

类别	姓名	电话	手机	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。