

积成电子 (002339)

公司研究/简评报告

毛利率显著提升，业绩重拾增长

—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

2014年10月29日

一、事件概述

2014年1-9月份，实现收入5.98亿元，同比增长11.99%，净利润6301万元，同比增长9.93%，EPS: 0.17元。预计2014年1-12月份净利润为1.26~1.48亿元，同比变动幅度为10%~30%。

二、分析与判断

➤ 业绩重拾增长，源于毛利率提升、软件退税影响减弱

报告期内，公司净利润实现增长9.93%，与上半年净利润下降20.66%相比改善显著，业绩重拾增长，源于毛利率提升与软件退税影响减弱：1) 报告期内，公司毛利率大幅提升2.34个百分点，助力业绩增：毛利率提升主要源于变电站自动化业务与配用电自动化毛利率提升；2) 软件退税影响逐步减弱：报告期内，公司收到的税费返还较去年同期下降52.9%，这主要是由于2012年有近4个月的软件退税延迟到2013年实现，导致2013年的退税大幅增加，基数提升，导致14年退税大幅下降，对公司前三个季度业绩影响较大，随着公司业绩逐步释放，退税影响逐步减弱。公司预计2014年业绩增长幅度10-30%，意味着公司逐步走出退税影响，重拾高增长。

➤ 电力自动化业务保持稳定增长，未来仍有增长潜力

我们预计报告期内公司电力自动化业务保持稳定增长，未来增长仍有潜力：1) 变电站自动化业务在13年取得突破，110kV保护设备取得国网招标资质，在14年中取得一定的份额，预计未来中标份额有进一步提升空间；2) 配电自动化业务由于14年国网首次招标采用最低价中标，并且招标量也低于预期，对公司影响较大，预计未来随着电改推进，电网智能化进一步升级，配网自动化投资将落地，高增长是大概率事件；3) 调度自动化业务：14年由于国网推进地县一体化集中招标试点，到目前为止仅进行一次集中招标，低于预期，公司新签订单不理想，由于地县级调度较为落后，是未来投资重点，随着投资落地，公司新签订单额有望大幅增加。

➤ 智能燃气与智能水务业务维持高景气，高增长可持续

报告期内，公司公用事业自动化业务维持高景气，保持较快增长：智能远传水表已在合肥、重庆、成都、长沙、杭州、南京等10余个省会城市推广使用，省会市场占有率排名第一，进入国内智能远传水表市场的主流品牌行列，随着阶梯水价的全面实施，智能水表以及智能水务管网控制系统的需求将爆发；公司燃气生产运营系统从市场占有率、产品线完整性方面继续在国内处于领先地位，目前已经进入昆仑燃气、华润燃气等区域市场，未来将受益于燃气使用量增加以及阶梯气价实施，我们预计公司智能燃气与智能水务业务未来高增长可持续。

三、盈利预测与投资建议

我们预计2014-2015年EPS分别为0.42元、0.59元，对应的市盈率分别为25倍、18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	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	834	886	1,239	1,620
增长率(%)	52.27%	6.18%	39.88%	30.75%
归属母公司股东净利润(百万元)	103	114	158	225
增长率(%)	62.51%	11.07%	38.70%	41.82%
每股收益(元)	0.27	0.30	0.42	0.59
PE	39.75	35.78	25.80	18.19
PB	4.19	3.28	2.78	2.38

资料来源：民生证券研究院

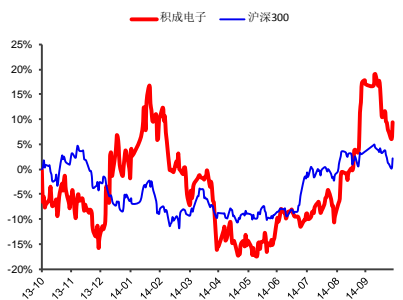
强烈推荐 维持评级

合理估值：**13.00元**

交易数据 (2014-10-28)

收盘价(元)	10.78
近12个月最高/最低	12.23/7.96
总股本(百万股)	378.90
流通股本(百万股)	284.14
流通股比例%	74.99%
总市值(亿元)	40.84
流通市值(亿元)	30.63

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

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)	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业总收入	834	886	1,239	1,620
减：营业成本	533	577	783	1,004
营业税金及附加	7	7	10	13
销售费用	71	71	98	125
管理费用	114	138	181	232
财务费用	1	(0)	(1)	(2)
资产减值损失	4	7	7	7
加：投资收益	1	3	0	0
二、营业利润	105	89	162	242
加：营业外收支净额	27	47	29	29
三、利润总额	133	136	191	271
减：所得税费用	17	12	19	27
四、净利润	115	123	172	244
归属于母公司的利润	103	114	158	225
五、基本每股收益 (元)	0.27	0.30	0.42	0.59
主要财务指标				
项目	2012A	2013A	2014E	2015E
EV/EBITDA	34.57	40.38	22.97	13.00
成长能力:				
营业收入同比	52.27%	6.18%	39.88%	30.75%
营业利润同比	60.0%	-16.0%	83.1%	49.3%
净利润同比	66.61%	6.9%	39.4%	41.8%
营运能力:				
应收账款周转率	2.08	1.65	1.82	2.90
存货周转率	4.75	4.38	5.22	5.20
总资产周转率	0.66	0.58	0.71	0.82
盈利能力与收益质量:				
毛利率	36.2%	34.9%	36.8%	38.0%
净利率	12.3%	12.9%	12.8%	13.9%
总资产净利率 ROA	9.1%	8.1%	9.9%	12.3%
净资产收益率 ROE	12.5%	11.1%	12.7%	15.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.73	3.61	3.89	3.93
资产负债率	29.5%	21.1%	19.2%	19.8%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.30	0.42	0.59
每股经营现金流量	0.03	0.04	(0.30)	1.90
每股净资产	2.57	3.29	3.88	4.53

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	321	404	186	879
应收票据	31	23	32	11
应收账款	509	568	795	324
预付账款	27	30	42	55
其他应收款	21	25	35	45
存货	203	201	273	350
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,111	1,251	1,362	1,665
长期股权投资	10	27	27	27
固定资产	35	41	85	109
在建工程	61	152	202	202
无形资产	138	141	12	10
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	272	395	458	473
资产总计	1,383	1,646	1,821	2,139
短期借款	40	0	0	0
应付票据	74	13	17	22
应付账款	178	214	291	373
预收账款	13	13	18	23
其他应付款	5	7	7	5
应交税费	22	16	16	0
其他流动负债	56	56	0	0
流动负债合计	407	347	350	424
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	408	347	350	424
股本	172	379	379	379
资本公积	454	459	459	459
留存收益	312	407	566	790
少数股东权益	37	53	67	86
所有者权益合计	975	1,245	1,470	1,715
负债和股东权益合计	1,383	1,646	1,821	2,139
现金流量表				
项目 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动现金流量	11	17	(115)	722
投资活动现金流量	(62)	(106)	(105)	(30)
筹资活动现金流量	(40)	159	1	2
	(92)	69	(219)	693

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，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。