

证券研究报告

平安电力设备

推荐 (维持)

证券分析师

侯建峰

投资咨询资格编号

S1480513040001

010-59730749

houjianfeng791@pingan.com.cn

研究助理

朱栋

一般证券从业资格编号

S1060114070038

010-59730749

zhudong615@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)

成立军工并购基金，跨界转型更进一步

事项：积成电子于1月21日晚间发布了关于设立产业并购基金的公告，与北京久远共同设立“久成军工产业并购基金”，基金总规模15亿元人民币。

平安观点：

- **领衔出资九千万，奠定并购基石：**久成基金将分三期募集，其中第一期募集目标规模5亿元。基金份额分为一般合伙份额及有限合伙份额，一般合伙份额由基金管理公司认购；有限合伙份额分为两类，一类为基石有限合伙份额；另一类为优先合伙份额，采用非公开方式募集。积成电子作为基石有限合伙人，将以自有资金9000万元参与该基金的设立及认购，同时拟委托专业的基金管理公司进行基金管理，其他有限合伙人将享有不超过基金总收益（扣除业绩报酬后的净收益）的50%、不少于8%年化收益的优先分配权，剩余收益权归积成电子享有。
- **收购孵化军工项目，实现收益与科技双赢：**久成基金的投资领域将集中于军工信息化领域（包括军工电子、信息化、卫星通讯、激光技术应用、通用导航、应用系统开发以及军工领域高端精密装备制造等）。积成电子作为国内领先的电力自动化企业，拥有电子信息领域的核心技术及产业化经验，而北京久远作为我国唯一的核武器研制生产单位中物院的下属公司，积累了丰富的军工产业资源和军转民项目储备，双方在军民融合方面具有良好的互补性。在军工产业逐渐放宽民企准入的变革趋势下，未来双方在军工并购基金平台上的深度合作，将通过对相关军工信息化项目进行投资、收购、培育管理，最终以上市公司并购、IPO等方式退出，从而实现基金收益与科技成果转化双赢。
- **2015年迎电改、价改利好，业绩更富弹性：**公司现有业务主要分为电网板块和公用事业板块。2014年公司参与了国网2个批次的配电主站、终端的集招，其中配网业务因国网今年配电领域的招标进度整体放缓等因素而略低于预期。考虑到我国配电领域的投资建设相对薄弱，预计2015年电改落地带来的配电增量领域的放开，有望助力公司该项业务的快速增长。公司的公用事业分为水务与燃气两个板块。14年上半年，公司完成对三川积成的收购，智能远传水表的产能提升至120万只，目前该项产品已在10多个省会城市推广使用。考虑到2015年底前国内将全面实行阶梯水价政策，预计智能水表将迎来较大的市场需求。在燃气板块，公司目前拥有无线、有线预付费智能燃气表等产品线，已承建数百个智慧燃气项目。随着募投项目的完工，公司已形成30万只智能燃气表的生产能力，2015年天然气阶梯气价政策的出台，有望加速国内燃气自动化与信息化领域的投资建设。2015年，公司由电网、水务、燃气三大业务纵横构建而成的广域公用事业平台，有望持续受益于电改、价改的深入推进，业绩将更富弹性。
- **盈利预测与投资建议：**预计14年~16年公司EPS为0.37、0.49和0.67元，对应1月21日收盘价PE分别为38.8、29.3和21.4倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 军工业务拓展缓慢的风险；2) 电改的风险；3) 公用事业市场开拓不及预期的风险。

资产负债表					单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E				
流动资产	1251	1388	1610	1930				
现金	404	480	496	500				
应收账款	568	603	749	963				
其他应收款	25	27	33	42				
预付账款	30	31	38	48				
存货	201	217	260	331				
其他流动资产	23	31	34	46				
非流动资产	395	433	451	457				
长期投资	27	27	27	27				
固定资产	41	152	209	236				
无形资产	141	148	145	144				
其他非流动资产	185	106	69	50				
资产总计	1646	1821	2060	2388				
流动负债	347	392	450	527				
短期借款	0	23	18	17				
应付账款	214	199	252	319				
其他流动负债	133	170	180	192				
非流动负债	0	1	1	1				
长期借款	0	0	0	0				
其他非流动负债	0	1	1	1				
负债合计	347	393	450	528				
少数股东 权益	53	66	83	107				
股本	379	379	379	379				
资本公积	459	459	459	459				
留存收益	407	524	688	915				
归属母公司股东权益	1245	1362	1526	1753				
负债和股东权益	1646	1821	2060	2388				

现金流量表					单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E				
经营活动现金流	17	138	99	89				
净利润	123	152	202	275				
折旧摊销	24	31	47	58				
财务费用	-0	-5	-5	-5				
投资损失	-3	-2	-2	-2				
营运资金变动	-137	-39	-152	-249				
其他经营现金流	9	1	9	12				
投资活动现金流	-106	-67	-62	-63				
资本支出	91	51	51	51				
长期投资	-15	0	0	0				
其他投资现金流	-30	-17	-12	-13				
筹资活动现金流	159	5	-21	-22				
短期借款	-40	23	-5	-1				
长期借款	0	0	0	0				
普通股增加	207	0	0	0				
资本公积增加	5	0	0	0				
其他筹资现金流	-13	-18	-16	-21				
现金净增加额	69	76	16	4				

利润表					单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E				
营业收入	886	982	1204	1546				
营业成本	577	602	730	925				
营业税金及附加	7	8	10	13				
营业费用	71	84	100	129				
管理费用	138	157	181	216				
财务费用	-0	-5	-5	-5				
资产减值损失	7	6	6	6				
公允价值变动收益	0	0	0	0				
投资净收益	3	2	2	2				
营业利润	89	132	184	264				
营业外收入	48	36	39	40				
营业外支出	1	1	1	1				
利润总额	136	168	222	303				
所得税	12	15	20	28				
净利润	123	152	202	275				
少数股东损益	9	13	17	23				
归属母公司净利润	114	139	185	252				
EBITDA	112	159	226	318				
EPS (元)	0.30	0.37	0.49	0.67				

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E				
成长能力								
营业收入 (%)	6.2	10.8	22.6	28.4				
营业利润 (%)	-16.0	49.5	39.0	43.6				
归属于母公司净利润 (%)	11.1	22.1	32.5	36.7				
获利能力								
毛利率 (%)	34.9	38.7	39.4	40.2				
净利率 (%)	12.9	14.2	15.3	16.3				
ROE (%)	9.2	10.2	12.1	14.4				
ROIC (%)	9.3	12.3	14.8	17.5				
偿债能力								
资产负债率 (%)	21.1	21.6	21.9	22.1				
净负债比率 (%)	0.00	5.94	4.07	3.21				
流动比率	3.61	3.54	3.58	3.66				
速动比率	3.03	2.99	3.00	3.03				
营运能力								
总资产周转率	0.58	0.57	0.62	0.70				
应收账款周转率	2	2	2	2				
应付账款周转率	2.94	2.91	3.24	3.24				
每股指标 (元)								
每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.37	0.49	0.67				
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.04	0.36	0.26	0.24				
每股净资产 (最新摊薄)	3.29	3.59	4.03	4.63				
估值比率								
P/E	47.33	38.77	29.27	21.42				
P/B	4.34	3.97	3.54	3.08				
EV/EBITDA	45	32	22	16				

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

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	