

# 积成电子 (002339)

## 跨界军工的能源互联网先锋

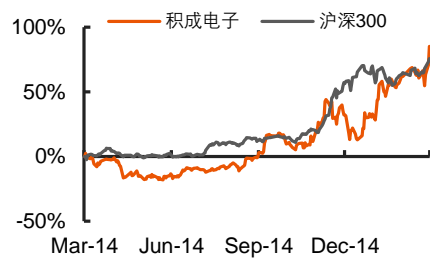
### 推荐 (维持)

现价: 18.39 元

#### 主要数据

|               |                   |
|---------------|-------------------|
| 行业            | 电力设备              |
| 公司网址          | www.ieslab.com.cn |
| 大股东/持股        | 张跃飞/5.15%         |
| 实际控制人/持股      | 杨志强/4.73%         |
| 总股本(百万股)      | 379               |
| 流通 A 股(百万股)   | 282               |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                 |
| 总市值 (亿元)      | 69.68             |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 51.83             |
| 每股净资产(元)      | 3.39              |
| 资产负债率(%)      | 25.50             |

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

**侯建峰** 投资咨询资格编号  
S1060514120002  
010-56800146  
HOUJIANFENG791@pingan.com.cn

#### 研究助理

**朱栋** 一般从业资格编号  
S1060114070038  
010-56800144  
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。

### 投资要点

- **成立军工并购基金, 打造成长第三极:** 积成电子近期与北京久远合作成立军工产业并购基金, 正式涉足军工领域。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, 积累有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的双赢。
- **能源互联网平台绽放:** 2015 年 1 月 22 日, 积成电子联合中国移动、联想集团一起打造的智慧能源公共服务云平台正式发布。公司的能源互联网平台构想为, 通过建设公有云, 将水、电、气、热等能源数据网络化, 并应用物联网、云计算、大数据等先进技术, 达到提高效率、节能减排的作用。2014 年, 公司承建的国家发改委“万家企业节能低碳行动”能源利用监测系统, 已覆盖 16000 家重点用能企业。
- **公用事业迎价改利好:** 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。在燃气板块, 公司已承建数百个智慧燃气项目, 形成 30 万只智能燃气表的生产能力。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。
- **电网主业稳步推进, 配网增量投资有望引入:** 国家电网未来 6 年将投资 2.7 万亿元建设电网工程, 公司是国内少数几家具备电力自动化整体解决方案的供应商之一, 调度自动化产品在地级市场的占有率近 30%, 配电主站系统在福州等近 30 城市工程实施, 十几万台/套配电终端在全国各地投入运行。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网增量领域的放开, 有望助力公司该项业务的快速增长。

|           | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 834   | 886   | 1,110 | 1,588 | 2,390 |
| YoY(%)    | 52.3  | 6.2   | 25.4  | 43.1  | 50.4  |
| 净利润(百万元)  | 103   | 114   | 130   | 196   | 294   |
| YoY(%)    | 62.5  | 11.1  | 13.7  | 50.8  | 50.2  |
| 毛利率(%)    | 36.2  | 34.9  | 38.8  | 39.5  | 40.3  |
| 净利率(%)    | 12.3  | 12.9  | 11.7  | 12.3  | 12.3  |
| ROE(%)    | 11.0  | 9.2   | 9.6   | 12.8  | 16.4  |
| EPS(摊薄/元) | 0.27  | 0.30  | 0.34  | 0.52  | 0.78  |
| P/E(倍)    | 67.8  | 61.0  | 53.7  | 35.6  | 23.7  |
| P/B(倍)    | 7.4   | 5.6   | 5.2   | 4.6   | 3.9   |

- **盈利预测与投资建议：**考虑到公司未来军工业务的拓展，我们上调对公司 15~16 年的盈利预测分别为 6%/16%，预计 14~16 年公司 EPS 为 0.34、0.52 和 0.78 元，对应 3 月 17 日收盘价 PE 分别为 53.7、35.6 和 23.7 倍，我们看好公司在军工领域的外延拓展及能源互联网领域的先发优势，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**军工业务拓展缓慢；电改方案低于预期的风险。

## 正文目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>一、成立军工并购基金，打造成长第三极</b> .....       | <b>5</b>  |
| 1.1 携手中物院，设立 15 亿军工产业并购基金 .....       | 5         |
| 1.2 收购孵化军工项目，实现收益与科技双赢 .....          | 5         |
| <b>二、公用事业迎价改利好，能源互联网平台绽放</b> .....    | <b>6</b>  |
| 2.1 智能水务、燃气业务加速铺开 .....               | 6         |
| 2.2 全维度拓展能源互联网平台 .....                | 7         |
| <b>三、电网主业稳步推进，配网增量投资有望引入</b> .....    | <b>8</b>  |
| 3.1 国家电网未来 6 年将投资 2.7 万亿元建设电网工程 ..... | 9         |
| 3.2 配电自动化可大大提高供电可靠性 .....             | 10        |
| 3.3 电改的推进有望引入配网的增量投资 .....            | 10        |
| <b>四、盈利预测与投资建议</b> .....              | <b>11</b> |
| <b>五、风险提示</b> .....                   | <b>11</b> |

## 图表目录

|      |                           |    |
|------|---------------------------|----|
| 图表 1 | 外延式扩张挺进军工领域 .....         | 5  |
| 图表 2 | 军工信息化领域发展空间广阔 .....       | 6  |
| 图表 3 | 公司的供排水一体化综合信息管理系统 .....   | 7  |
| 图表 4 | 积成电子智慧产业园区 .....          | 8  |
| 图表 5 | 配网自动化系统示意图 .....          | 9  |
| 图表 6 | 配电自动化能大大提高供电可靠性 .....     | 10 |
| 图表 7 | 主动配电网对传统的配电网提出了新的要求 ..... | 10 |
| 图表 8 | 中国与发达国家相比配电投资占比偏低 .....   | 11 |
| 图表 9 | 中国城市化率提高带来配电投资旺盛需求 .....  | 11 |

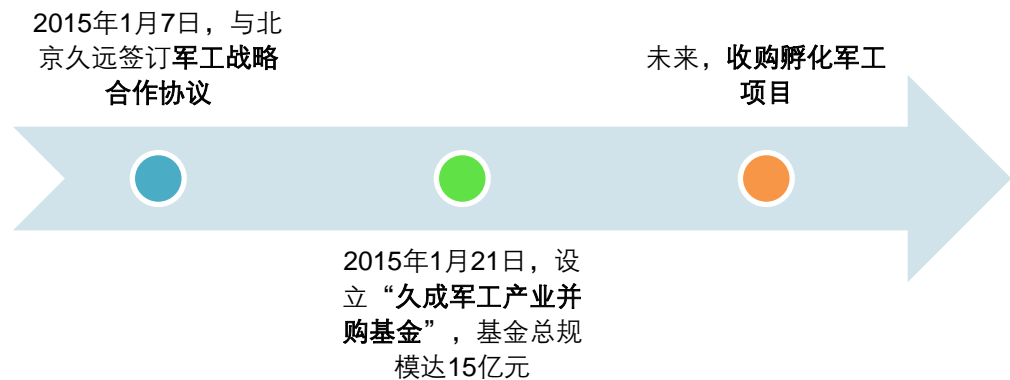
## 一、 成立军工并购基金，打造成长第三极

### 1.1 携手中物院，设立 15 亿军工产业并购基金

积成电子于 2015 年 1 月接连发布公告，成立军工产业并购基金，正式涉足军工领域。

- 于 1 月 7 日发布关于签订战略合作协议的公告，拟涉足军工领域业务、与北京久远贸易有限公司合作组建军工产业基金，推动军民产业融合发展。
- 于 1 月 21 日发布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。

图表1 外延式扩张挺进军工领域



资料来源：公司公告、平安证券研究所

北京久远于 2012 年在北京成立，属于中国工程物理研究院下属中国久远高新技术装备公司的全资子公司。中物院是我国唯一的核武器研制生产单位，下辖 12 个研究所，2 个新型科研中心，100 余个科室和 30 多个生产车间及 3 万多台(套)各类先进设备仪器。主要从事力学与凝聚态物理，核物理，等离子体与激光技术，工程与材料科学，电子学与光电子学，化学与化工，计算机与计算数学等科学领域的研究及应用。

### 1.2 收购孵化军工项目，实现收益与科技双赢

积成电子与北京久远达成的战略合作协议中主要内容包括：1) 北京久远为积成电子“民参军”提供战略咨询和业务指导，协助取得许可资质，在军工领域寻找投资及并购标的；2) 积成电子为北京久远“军转民”项目提供支持，协助其产品推广，所获收益协商分配；3) 合作组建军工产业基金，投资方向包括军工电子、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。

公司与北京久远新设立的久成基金，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。

**图表2 军工信息化领域发展空间广阔**



资料来源：公司网站，平安证券研究所

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）。我们认为，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，积累有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的双赢。

## 二、公用事业迎价改利好，能源互联网平台绽放

### 2.1 智能水务、燃气业务加速铺开

公司的公用事业分为水务与燃气两个板块。14 年上半年，公司的控股子公司青岛积成受让三川股份持有的三川积成 51% 股权，三川积成成为青岛积成全资子公司，公司智能远传水表的产能藉此提升至 120 万只，目前该项产品已在 10 多个省会城市推广使用。在国内直读式电子远传水表领域，公司的用户量最多，市场占有率排名第一，已推广地域涵盖：

- 12 个省级城市：合肥供水集团、济南水业集团、长沙供水集团、南京供水集团、郑州水业集团、成都自来水公司、杭州供水工程公司、重庆供水集团、长春供水集团等。
- 40 余个地区级城市：蚌埠市诚信供水服务有限公司、广东江门融浩水业股份有限公司、辽宁鞍山自来水总公司、德州市供水总公司、济宁金水科技有限公司、山东泰安自来水公司等。
- 60 余个县级城市：曲阜市自来水公司、江苏宝应粤海水务有限公司、山东德州武城自来水公司等。

考虑到 2015 年底前国内将全面实行阶梯水价政策，预计智能水表在 2015 年将会有较大的市场需求。同时公司在智慧水务领域，推出了供排水一体化综合信息管理系统用于提升企业管理能力。

图表3 公司的供排水一体化综合信息管理系统



资料来源：公司网站、平安证券研究所

在燃气板块，公司目前拥有无线、有线预付费智能燃气表、IC卡表、物联网燃气表等产品线，是中燃集团、华润燃气、港华燃气、昆仑燃气、爱众燃气等的方案供应商，已服务300多家燃气客户，智能燃气表广泛应用于济南、南京等十几个省市。公司联合中国城市燃气协会、中国移动物联网公司，推出“燃气需求侧应用云平台服务”，可接入500多家燃气公司的各类智能终端10万台。

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。

## 2.2 全维度拓展能源互联网平台

2015年1月22日，在山东省节能协会和国家智慧能源战略联盟共同举办的“山东省智慧能源公共服务平台研讨会”上，积成电子联合中国移动、联想集团一起打造的智慧能源公共服务平台正式发布，该平台是采用节能低碳标准化体系和下一代互联网技术打造的智慧能源公共服务平台，标志着公司全面发力能源互联网领域。该平台预计在今年年中正式上线。

公司依托在社区、燃气、电力、新能源等领域的技术优势和市场影响，于2015年2月11日与山东城联一卡通支付有限责任公司签订了《投资合作协议书》，拟共同投资设立“山东城联积成智慧城市发展有限公司”，其中青岛积成出资400万元，占城联积成股份的40%。

山东城联是山东省政府授权的省一卡通项目运营公司，承担着全省城市一卡通项目的投资、建设及运营任务，其建设运营的城市一卡通项目先后被列为山东省政府“十二五”信息化重点项目，淄博市政府信息化龙头工程、民心工程。

该合资公司的拟定经营范围涵盖：与智慧城市、智慧社区、三网融合、城市一卡通、城市公共事业和应急指挥系统等相关的基础设施规划、建设和运营；与智慧社区项目相关规划、方案、实施及建设成果展示与推广；与社区管理相关的技术应用咨询、技术和信息共享；围绕智慧社区家庭网关将“老年综合服务”、“IPTV在线视频服务”、“智能家居服务”、“便民缴费服务及银行服务”、“市民卡”等应用集成起来，为市民提供丰富的信息消费内容，扩大内需，逐步将业务推广到全省。



公司凭借在智能电网、智慧水务、智能燃气等公用事业自动化行业积累多年的研发、实施经验，可为电、水、气、热等公用能源提供计量、监控整体解决方案。公司的能源互联网平台构想为，通过建设公有云，将水、电、气、热等能源数据网络化，并应用物联网、云计算、大数据等先进技术，达到提高能效、节能减排的作用。

公司自 2007 年，开始从事企业和政府级的能源管理信息化业务，主要为各用能单位建设以水电气热等数据采集和分析为主要功能的能源管控中心，为政府部门的节能统计和用能监察提供技术支持手段。2014 年，公司承建的国家发改委“万家企业节能低碳行动”能源利用监测系统，已覆盖 16000 家重点用能企业。公司还承担建设了山东省、天津市、淄博市、广西壮族自治区、甘肃省、济南市、淄博市、菏泽市等多个政府节能主管部门的节能管理与节能监察综合信息系统。企业方面，承担了成山集团、海利化工在内的多个国家工信部能源管理中心示范项目的设计建设工作。

图表4 积成电子智慧产业园区



资料来源：公司网站、平安证券研究所

积成电子的智慧园区方案，融合了智能电网自动化、智慧公用事业自动化、能源管理、GIS、信息安全等多种技术，构建起以智慧城市、智慧能源为导向的能源互联网平台。

- ◆ 采用物联网、云计算、大数据处理技术，构建智慧园区（群）管控平台系统。
- ◆ 园区内规划建设光伏发电、燃气发电、风力发电、光导管照明、“水储能”技术、废渣沼气发电。
- ◆ 以分布式能源应用、智能微网控制为创新点，实现园区智慧能源管理系统。
- ◆ 集成融合办公管理系统、经营决策管理系统、园区环境设施管理系统。
- ◆ 建设园区云计算中心，以云服务的方式为其他企业或园区提供智慧能源管控服务。

未来积成电子的智慧产业园区有望成为济南市电力需求侧管理示范园区、分布式能源应用示范点。

### 三、 电网主业稳步推进，配网增量投资有望引入

1~3Q14 公司营收 5.97 亿元，同比增长 11.99%，归属母公司股东净利润 6300 万元，同比增长 9.93%。公司现有业务主要分为电网板块和公用事业板块，其中电网板块业务是公司的传统业务。公司是国内少数几家具备电力自动化整体解决方案的供应商之一，调度自动化产品在地级市场的占有率近



30%。2014 年公司参与了国网 6 个批次的变电设备、4 个批次的电能表、2 个批次的配电主站、终端的集招，其中配网业务因国网 2014 年配电领域的招标进度整体放缓等因素而略低于预期。

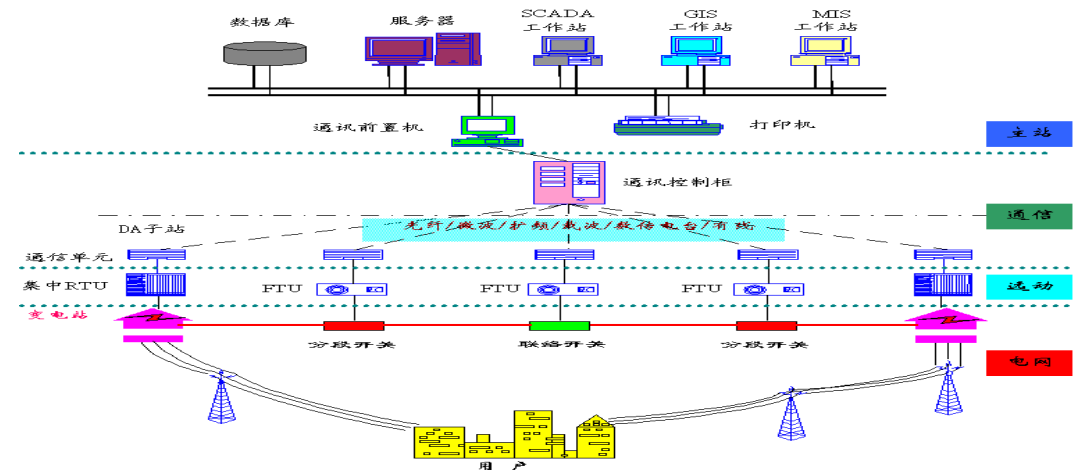
### 3.1 国家电网未来 6 年将投资 2.7 万亿元建设电网工程

据报道，两会期间国网董事长刘振亚表示，从 2015 年到 2020 年国家电网将投资 2.7 万亿建设电网工程，其中特高压投资 9 千亿元到 1 万亿元。据国网公司 2015 年工作会议上披露，2015 年国网计划投资 4202 亿元，同比增长近 10%。其中，配电网建设计划完成 30 个重点城市市区、30 个非重点城市核心区配电网建设的改造，重点城市市区配电网自动化覆盖率超过 50%。

我们认为，未来配网的建设类似山东整个区域的招标模式将较少出现，更多将是区域中心城市为主的单独分开招标；考虑到国网 2015 年计划完成 30 个重点城市市区、30 个非重点城市核心区配电网建设改造，重点城市市区配电网自动化覆盖率超过 50%，预计 2015 年配网自动化的投资增速有望加快。

积成电子从上世纪九十年代在调度自动化系统 iES500 基础上开发馈线自动化功能应用开始，到 2000 年设计开发完成独立的面向配电网特点设计的配电自动化主站系统 iES-DMS1000，先后完成了配电自动化主站系统、子站系统、终端产品，以及光纤通讯调制解调器等产品的研究开发与应用，并且在推广应用过程中持续不断的改进和更新版本。2014 年，由积成电子研发的 iES-DMS1000 Extreme 配电自动化主站系统荣获山东省科学技术奖。

图表5 配网自动化系统示意图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

积成配网自动化系统产品在国内山东济南、烟台等九地市，福建福州、厦门等七地市，福建电力培训中心，山西阳泉、长治，广东广州、深圳、中山，重庆杨家坪，四川成都等地区局，以及一些县级供电企业等百余家单位进行了实用化运行。除了在国内的应用，积成电子配网主站及终端产品还在新加坡、泰国等东南亚地区稳定运行。

积成电子配电网解决方案集 SCADA、FA、GIS、配网管理、故障仿真、高级应用等于一体，以配网调度作业管理为应用核心，管理整个配网调度指挥的全部业务流程，实现配网调度业务流程化管理和统计分析专业化。主站系统在福州、厦门、重庆、沈阳、乌鲁木齐、广州、深圳等近 30 城市工程实施，十几万台/套配电终端在全国各地投入运行，是我国配网自动化的核心供应商。

### 3.2 配电自动化可大大提高供电可靠性

供电可靠性是指供电系统持续供电的能力，是考核供电系统电能质量的重要指标，反映了电力工业对国民经济电能需求的满足程度，已经成为衡量一个国家经济发达程度的标准之一。我国供电可靠率目前一般城市地区达到了 3 个 9（即 99.9%）以上，用户年平均停电时间小于 3.5 小时；重要城市中心地区达到了 4 个 9（即 99.99%）以上，用户年平均停电时间小于 53 分钟，达到国外发达国家水平。

从供电可靠性考虑，中国的配电网系统还有很长的一段路要走，供电可靠性指标居前的深圳市和上海市仍然发生大面积停电事故。加强配网建设是电网发展的内在需求。随着我国城市化率的逐步提升，经济发展对用电质量的要求日益增高，电网侧的投资机会主要在配网及配网自动化领域。同时，随着分布式电源的快速发展，电动汽车、储能装置的大量接入，配电网由无源网成为有源网，潮流由单向变为多向，要求配电网提高适应能力，这些问题的解决都依赖于高水平的配电自动化系统，因而加快升级改造显得日益紧迫。

图表 6 是某供电局配电自动化 2011 年 1-9 月的实施效果，截至 2011 年 9 月，配电自动化系统定位和隔离 10kV 线路跳闸接地故障 98 宗，减少停电时户数 8804 户，多供电量 732,513kWh。同时系统投运后，线路故障隔离时间由 1.53 小时下降为 0.49 小时，降幅 68%，大大提高了供电可靠性。

图表6 配电自动化能大大提高供电可靠性

| 名称     | 次数 | 自动化系统投入前<br>影响时户数 | 自动化系统投入后<br>影响时户数 | 减少时户数 | 多供电量 (kWh) |
|--------|----|-------------------|-------------------|-------|------------|
| 故障隔离次数 | 62 | 10230             | 3100              | 7130  | 565130     |
| 故障定位次数 | 36 | 3564              | 1890              | 1674  | 167383     |
| 合计     | 98 | 13794             | 4990              | 8804  | 732513     |

资料来源：国家电网、平安证券研究所

随着分布式能源并网、电动汽车充电等新的电网运行模式的不断涌现，对电网弹性消纳、灵活调配的能力提出了更高的要求，配网自动化升级的改造有望提速。

图表7 主动配电网对传统的配电网提出了新的要求

| 情景假设      | 保守                                 | 中性                                   | 乐观                                   |
|-----------|------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| 配电自动化建设类型 | 实用型，进行中等规模配电网改造，投资比较节约，实用性强，实现“两遥” | 标准型，参照山东省配电网自动化新建及改造投资 100 亿元，实现“三遥” | 集成型，系统结构完整、自动化程度高、管理功能完善、运行方式灵活，投资较大 |
| 未来五年投资规模  | 711.6 亿                            | 1186 亿                               | 1779 亿                               |
| 年均投资      | 142.3 亿                            | 237.2 亿                              | 355.8 亿                              |

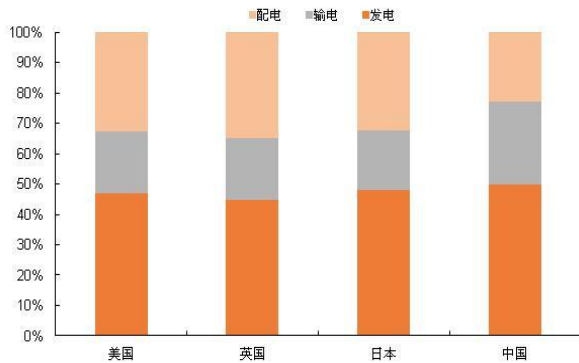
资料来源：国家电网、平安证券研究所

### 3.3 电改的推进有望引入配网的增量投资

2015 年 1 月 1 日，输配电价改革试点在深圳正式启动；继深圳之后，内蒙古电网成为全国第二个输配电价改革试点，预计未来电改将陆续推广至云南、四川等地。

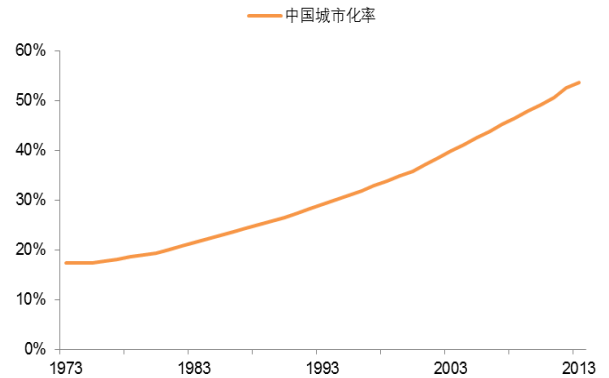
据媒体报道，《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》已获国务院常务会议原则通过，下一步将交由中央全面深化改革领导小组讨论，待批复后择机发布。从目前已披露的内容来看，电改未来推进的主体方向将是“四放开、一独立、一加强”，即放开发电、售电、增量配电网及输配以外的电价，推进交易独立，加强统筹规划。

图表8 中国与发达国家相比配电投资占比偏低



资料来源：中电联、国家电网、平安证券研究所

图表9 中国城市化率提高带来配电投资旺盛需求



资料来源：中电联、平安证券研究所

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。

## 四、 盈利预测与投资建议

考虑到公司未来军工业务的拓展，我们上调对公司 15~16 年的盈利预测分别为 6%/16%，预计 14~16 年公司 EPS 为 0.34、0.52 和 0.78 元，对应 3 月 17 日收盘价 PE 分别为 53.7、35.6 和 23.7 倍，我们看好公司在军工领域的外延拓展及能源互联网领域的先发优势，维持“推荐”评级。

## 五、 风险提示

- 1) 军工业务拓展缓慢；
- 2) 电改方案低于预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度           | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1251  | 1412  | 1854  | 2592  |
| 现金             | 404   | 385   | 386   | 382   |
| 应收账款           | 568   | 682   | 988   | 1488  |
| 其他应收款          | 25    | 30    | 43    | 65    |
| 预付账款           | 30    | 35    | 50    | 74    |
| 存货             | 201   | 244   | 342   | 510   |
| 其他流动资产         | 23    | 35    | 45    | 71    |
| <b>非流动资产</b>   | 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    |
| <b>资产总计</b>    | 1646  | 1845  | 2305  | 3049  |
| <b>流动负债</b>    | 347   | 427   | 691   | 1142  |
| 短期借款           | 0     | 23    | 156   | 411   |
| 应付账款           | 214   | 224   | 331   | 491   |
| 其他流动负债         | 133   | 179   | 204   | 240   |
| <b>非流动负债</b>   | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 0     | 1     | 1     | 1     |
| <b>负债合计</b>    | 347   | 427   | 692   | 1143  |
| 少数股东权益         | 53    | 65    | 84    | 111   |
| 股本             | 379   | 379   | 379   | 379   |
| 资本公积           | 459   | 459   | 459   | 459   |
| 留存收益           | 407   | 514   | 691   | 958   |
| 归属母公司股东权益      | 1245  | 1352  | 1529  | 1796  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1646  | 1845  | 2305  | 3049  |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 17    | 44    | -49   | -151  |
| 净利润            | 123   | 142   | 214   | 321   |
| 折旧摊销           | 24    | 31    | 47    | 58    |
| 财务费用           | -0    | -4    | 2     | 16    |
| 投资损失           | -3    | -2    | -2    | -2    |
| <b>营运资金变动</b>  | -137  | -128  | -327  | -572  |
| 其他经营现金流        | 9     | 5     | 17    | 27    |
| <b>投资活动现金流</b> | -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   | 4     | 112   | 211   |
| 短期借款           | -40   | 23    | 133   | 255   |
| 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   | -19   | -21   | -44   |
| <b>现金净增加额</b>  | 69    | -19   | 0     | -3    |

资料来源:

利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 886   | 1110  | 1588  | 2390  |
| 营业成本            | 577   | 679   | 960   | 1426  |
| 营业税金及附加         | 7     | 9     | 13    | 20    |
| 营业费用            | 71    | 100   | 135   | 203   |
| 管理费用            | 138   | 203   | 278   | 406   |
| 财务费用            | -0    | -4    | 2     | 16    |
| 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     |
| <b>营业利润</b>     | 89    | 119   | 197   | 314   |
| 营业外收入           | 48    | 38    | 40    | 40    |
| 营业外支出           | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 136   | 156   | 235   | 353   |
| 所得税             | 12    | 14    | 21    | 32    |
| <b>净利润</b>      | 123   | 142   | 214   | 321   |
| 少数股东损益          | 9     | 12    | 18    | 27    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 114   | 130   | 196   | 294   |
| EBITDA          | 112   | 146   | 245   | 389   |
| EPS (元)         | 0.30  | 0.34  | 0.52  | 0.78  |

主要财务比率

| 会计年度           | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 营业收入(%)        | 6.2   | 25.4  | 43.1  | 50.4  |
| 营业利润(%)        | -16.0 | 34.7  | 64.7  | 59.8  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 11.1  | 13.7  | 50.8  | 50.2  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 34.9  | 38.8  | 39.5  | 40.3  |
| 净利率(%)         | 12.9  | 11.7  | 12.3  | 12.3  |
| ROE(%)         | 9.2   | 9.6   | 12.8  | 16.4  |
| ROIC(%)        | 9.3   | 10.2  | 13.3  | 15.8  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 21.1  | 23.2  | 30.0  | 37.5  |
| 净负债比率(%)       | 0.00  | 5.46  | 22.56 | 35.98 |
| 流动比率           | 3.61  | 3.31  | 2.68  | 2.27  |
| 速动比率           | 3.03  | 2.74  | 2.19  | 1.82  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.58  | 0.64  | 0.77  | 0.89  |
| 应收账款周转率        | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 应付账款周转率        | 2.94  | 3.10  | 3.46  | 3.47  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.30  | 0.34  | 0.52  | 0.78  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.04  | 0.12  | -0.13 | -0.40 |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.29  | 3.57  | 4.04  | 4.74  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 61.0  | 53.7  | 35.6  | 23.7  |
| P/B            | 5.6   | 5.2   | 4.6   | 3.9   |
| EV/EBITDA      | 59    | 45    | 27    | 17    |

## 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±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±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替行使独立判断。

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 2015 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

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033