

积成电子 (002339)

公司研究/简评报告

15 年高增长确定性强，打造“能源互联网+军工”平台 ——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

2015 年 4 月 29 日

一、事件概述

公司发布 2015 年一季报，2015 年 1-3 月份，实现营业收入 1.37 亿元，同比增长 20.08%；实现归属于上市公司股东净利润-1001 万元，同比多亏损 519 万元；

公司预计 2015 年 1-6 月份实现归属于上市公司股东净利润为 1694-2202 万元，同比变动幅度为 0-30%。

二、分析与判断

➤ 期间费用增加及软件退税减少拖累公司业绩，半年报将恢复增长

报告期内，公司实现收入 1.37 亿元，增长 20.08%，保持较快增长，源于公司在手订单充足，净利润亏损 1001 万元，主要原因：1) 期间费用大幅增加 1711 万元，其中销售费用增加 664 万元，管理费用增加 887 万元，财务费用增加 160 万元，拖累公司业绩；2) 营业外收入减少 156 万元，主要源于软件产品增值税返还较去年同期减少；鉴于电力设备行业一季度是传统淡季的特点，业绩波动属于正常情况，我们认为应看淡一季报业绩影响，公司预计 2015 年 1-6 月份将实现正增长，恢复增长态势，全年有望实现高增长。

➤ 在手订单充足，15 年高增长确定性强

2014 年公司电力自动化新签订单 10.88 亿元，同比增长 16.2%，公用事业自动化新签订单 2.65 亿元，同比增长 32%，为公司 15 年实现较快增长奠定基础，预计公司未来将保持高增长：1) 国网规划 15 年投资 4202 亿元，创历史新高，公司电力自动化业务将受益：配网自动化业务 14 年底预期，15 年走出低谷；保护设备在 13 年年底取得突破后，在 15 年将继续为变电站自动化业务贡献增量；地县一体化调度系统 15 年有望进一步铺开，调度自动化业务将保持稳定增长；2) 阶梯气价与阶梯水价的快速铺开，公用事业自动化业务需求旺盛，将继续保持高增长；3) 军工产业外延发展有望给公司带来新的增长点；4) 能源管理自动化发展潜力大，有望成为新的增长点。

➤ 投资亿元设立能源公司，打造最纯正的能源互联网公司

公司在能源互联网中的主干网领域具备较强竞争力，可以对主干网发、输、变、配等领域进行有效整合，优化电网综合能效；而在微网中能够采集能源供应各种数据并进行监控管理，从而实现能源供应的高效化；在用户端，公司在电力、燃气、水务等领域的居民用户端以及企业用户端均有较长时间和较多用户积累；公司投资 1 亿元设立积成能源公司，将公司现有“主干网+微网+用户端”各环节进行有机整合，同时通过外延发展对分布式能源、微网、用户端能效管理等各环节进行丰富和完善，打造最纯正的能源互联网公司。

➤ 节能信息平台构筑能源互联网入口端，为能源互联网产业布局奠定基础

公司能源管理自动化业务发展迅速，已成功实施了天津、山东、广西、甘肃、银川等十多个省、市级节能信息化系统，其中承建的山东省节能信息系统平台建设项目业务范围覆盖了全省 17 个地市、140 个县和省重点用能单位的节能信息系统，对提高节能主管部门、节能监察机构、重点用能单位节能信息化管理水平具有重要意义；公司通过建设山东节能信息系统平台，与各用能企业建立了良好关系，同时对各企业用能信息进行采集并通过大数据进行处理，提出能效管理系统解决方案，实现能源的高效利用，从而锁定用户端，对公司布局能源互联网奠定坚实基础。

➤ 军工并购有望加快落地，推动公司价值重估

公司与北京久远共同设立久远军工产业并购基金，投资方向集中于军工信息化领域，将推动军用、民用技术成果双向转移，促进军工和民营经济融合发展，该并购基金的设立有助于公司培育和发展新的增长点，对公司长远发展具有重要意义。目前公司在积极推进军工产业并购基金募资，预计随着基金募集资金到位，军工并购项目将落地，市场将对公司进行价值重估，估值有望大幅提升。

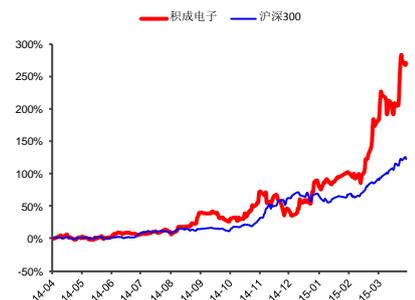
强烈推荐 维持评级

合理估值：45-50 元

交易数据 (2015-4-28)

收盘价 (元)	30.64
近 12 个月最高/最低	33.52/7.96
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)	116.09
流通市值 (亿元)	87.06

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

三、盈利预测与投资建议

我们预计 2015-2016 年 EPS 分别为 0.49 元、0.66 元，对应的市盈率分别为 62 倍、46 倍，公司积极布局能源互联网，推进军工并购加快落地，价值将被重估，维持公司“强烈推荐”的投资评级，合理估值 45-50 元。

四、风险提示：

军工并购进度低预期，电网投资低预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	886	1,109	1,353	1,659
增长率(%)	6.18%	25.17%	22.05%	22.58%
归属母公司股东净利润(百万元)	114	130	185	251
增长率(%)	11.07%	13.62%	42.76%	35.62%
每股收益(元)	0.30	0.34	0.49	0.66
PE	101.71	90.12	62.71	46.24
PB	9.32	8.59	7.19	6.17

资料来源：民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	项目 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
一、营业总收入	886	1,109	1,353	1,659	货币资金	404	481	1,069	1,303
减: 营业成本	577	722	861	1,029	应收票据	23	26	9	12
营业税金及附加	7	7	8	10	应收账款	568	684	271	332
销售费用	71	87	101	121	预付账款	30	30	37	45
管理费用	138	168	198	236	其他应收款	25	31	38	47
财务费用	(0)	(1)	(1)	(2)	存货	201	283	338	404
资产减值损失	7	9	11	12	其他流动资产	0	1	0	0
加: 投资收益	3	0	0	0	流动资产合计	1,251	1,535	1,761	2,142
二、营业利润	89	116	176	252	长期股权投资	27	0	0	0
加: 营业外收支净额	47	40	43	43	固定资产	41	211	136	128
三、利润总额	136	156	219	295	在建工程	152	66	66	66
减: 所得税费用	12	15	20	27	无形资产	141	142	10	8
四、净利润	123	141	199	269	其他非流动资产	0	0	0	0
归属于母公司的利润	114	130	185	251	非流动资产合计	395	458	313	291
五、基本每股收益 (元)	0.30	0.34	0.49	0.66	资产总计	1,646	1,993	2,075	2,432
主要财务指标					短期借款	0	100	0	0
项目	2013A	2014A	2015E	2016E	应付票据	13	69	82	98
EV/EBITDA	94.56	67.74	43.15	30.00	应付账款	214	299	357	427
成长能力:					预收账款	13	13	16	19
营业收入同比	6.18%	25.17%	22.05%	22.58%	其他应付款	7	10	5	5
营业利润同比	-16.0%	31.2%	51.2%	43.4%	应交税费	16	14	0	0
净利润同比	6.9%	14.3%	41.1%	34.9%	其他流动负债	56	0	0	0
营运能力:					流动负债合计	347	523	460	549
应收账款周转率	1.65	1.77	2.84	5.51	长期借款	0	0	0	0
存货周转率	4.38	4.58	4.36	4.47	其他非流动负债	0	0	0	0
总资产周转率	0.58	0.61	0.67	0.74	非流动负债合计	0	0	0	0
盈利能力与收益质量:					负债合计	347	577	460	549
毛利率	34.9%	34.9%	36.4%	37.9%	股本	379	379	379	379
净利率	12.9%	11.7%	13.7%	15.1%	资本公积	459	459	459	459
总资产净利率 ROA	8.1%	7.8%	9.8%	11.9%	留存收益	407	514	699	951
净资产收益率 ROE	11.1%	10.9%	13.4%	15.4%	少数股东权益	53	63	77	95
资本结构与偿债能力:					所有者权益合计	1,245	1,352	1,615	1,883
流动比率	3.61	2.94	3.83	3.90	负债和股东权益合计	1,646	1,993	2,075	2,432
资产负债率	21.1%	29.0%	22.2%	22.6%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	项目 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	17	38	635	232
每股收益	0.30	0.34	0.49	0.66	投资活动现金流量	(106)	(50)	52	0
每股经营现金流量	0.04	0.10	1.68	0.61	筹资活动现金流量	159	74	(99)	2
每股净资产	3.29	3.57	4.26	4.97		69	62	588	234

资料来源: 民生证券研究院

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。