

中标大额订单，保障业绩高增长

—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

2015年4月29日

一、事件概述

在国家电网 2015 年变电项目第二批招标、电能表及用电信息采集设备第一批招标以及配电自动化终端协议库存招标中，被列为项目中标候选人，共中 19 个包，其中变电项目 35~110kV 继电保护和变电站计算机监控系统共中标 5 个包，金额约为 6,080 万元；变电项目通信设备集成服务及新建通信网设备共中标 5 个包，金额约为 5,976 万元；电能表及用电信息采集设备共中标 8 个包，金额约为 10,391 万元；配电自动化终端协议库存共中标 1 个包，金额约为 1,236 万元；预计中标总金额约为 23,684 万元。

二、分析与判断

➤ 中标大额订单，保障业绩增长

在此次国网招标中，公司共中标 2.37 亿元，占 2014 年营业收入的 21.36%，为 15 年业绩增长奠定良好基础，其中变电项目中标超预期，配电自动化项目招标有望加速：1) 公司在本次变电项目招标中，监控和保护系统中中标金额达到 6080 万，同时通信设备方面中标金额达到 5976 万元，我们预计较去年同期增长超 100%，主要原因在于公司在保护设备方面取得突破，同时在通信设备方面公司竞争力和中标份额也在稳步提升；2) 配电自动化主站和终端设备招标再次启动，意味着配网自动化项目已经得到国家相关部门和电网公司的认可，预计随着电改的逐步推进，配电自动化项目招标有望加速，给公司业绩带来较大增量弹性。

➤ 配网自动化招标有望加速，增加业绩弹性

2014 年配网自动化项目仅完成一次招标，从招标次数、招标量、金额以及价格方面看，都大幅低于市场预期，我们预计主要原因有：1) 2014 年 4 月份国家审计署开始对国家电网进行审计，影响配网自动化招标进程；2) 配网自动化项目从 2009 年-2013 年一共进行了三次试点项目招标，在 2014 年这些试点项目基本完工并投入应用，但是电网公司需要对这些试点项目运行情况进行验证和评估，大规模招标需要在项目经过验证和评估完成后才能正式推进；目前已经投入运行的配网自动化项目基本上都经过 1 年以上的运行时间，保障了电网的安全稳定运行，受到国家相关部门以及电网公司的高度认可；随着电改逐步推进，放开售电侧，对电网安全稳定运行提出更高要求，配网自动化是重要保障之一，预计 2015 年配网自动化招标有望加速，公司是配网自动化业绩弹性最大的公司，大幅增加公司业绩弹性。

➤ 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%，加上此次中标 2.37 亿元，公司在手订单饱满，为 15 年较快增长奠定基础，我们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 年低预期，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”等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。

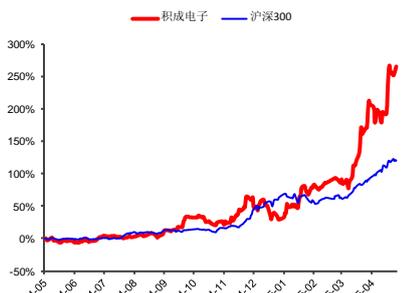
强烈推荐 维持评级

合理估值：45-50 元

交易数据 (2015-4-28)

收盘价 (元)	31.57
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)	119.62
流通市值 (亿元)	89.70

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

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成军工产业并购基金，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。

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 64 倍、47 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	104.79	92.85	64.61	47.64
PB	9.61	8.85	7.41	6.35

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				
项目 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
一、营业总收入	886	1,109	1,353	1,659
减：营业成本	577	722	861	1,029
营业税金及附加	7	7	8	10
销售费用	71	87	101	121
管理费用	138	168	198	236
财务费用	(0)	(1)	(1)	(2)
资产减值损失	7	9	11	12
加：投资收益	3	0	0	0
二、营业利润	89	116	176	252
加：营业外收支净额	47	40	43	43
三、利润总额	136	156	219	295
减：所得税费用	12	15	20	27
四、净利润	123	141	199	269
归属于母公司的利润	114	130	185	251
五、基本每股收益 (元)	0.30	0.34	0.49	0.66
主要财务指标				
项目	2013A	2014A	2015E	2016E
EV/EBITDA	94.56	67.74	43.15	30.00
成长能力:				
营业收入同比	6.18%	25.17%	22.05%	22.58%
营业利润同比	-16.0%	31.2%	51.2%	43.4%
净利润同比	6.9%	14.3%	41.1%	34.9%
营运能力:				
应收账款周转率	1.65	1.77	2.84	5.51
存货周转率	4.38	4.58	4.36	4.47
总资产周转率	0.58	0.61	0.67	0.74
盈利能力与收益质量:				
毛利率	34.9%	34.9%	36.4%	37.9%
净利率	12.9%	11.7%	13.7%	15.1%
总资产净利率 ROA	8.1%	7.8%	9.8%	11.9%
净资产收益率 ROE	11.1%	10.9%	13.4%	15.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.61	2.94	3.83	3.90
资产负债率	21.1%	29.0%	22.2%	22.6%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.34	0.49	0.66
每股经营现金流量	0.04	0.10	1.68	0.61
每股净资产	3.29	3.57	4.26	4.97

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
货币资金	404	481	1,069	1,303
应收票据	23	26	9	12
应收账款	568	684	271	332
预付账款	30	30	37	45
其他应收款	25	31	38	47
存货	201	283	338	404
其他流动资产	0	1	0	0
流动资产合计	1,251	1,535	1,761	2,142
长期股权投资	27	0	0	0
固定资产	41	211	136	128
在建工程	152	66	66	66
无形资产	141	142	10	8
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	395	458	313	291
资产总计	1,646	1,993	2,075	2,432
短期借款	0	100	0	0
应付票据	13	69	82	98
应付账款	214	299	357	427
预收账款	13	13	16	19
其他应付款	7	10	5	5
应交税费	16	14	0	0
其他流动负债	56	0	0	0
流动负债合计	347	523	460	549
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	347	523	460	549
股本	379	379	379	379
资本公积	459	459	459	459
留存收益	407	514	699	951
少数股东权益	53	63	77	95
所有者权益合计	1,245	1,352	1,615	1,883
负债和股东权益合计	1,646	1,993	2,075	2,432
现金流量表				
项目 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流量	17	38	635	232
投资活动现金流量	(106)	(50)	52	0
筹资活动现金流量	159	74	(99)	2
	69	62	588	234

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。