

积成电子 (002339)

公司研究/简评报告

加速布局能源互联网, 军工产业化加快, 继续强推

—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6月2日

一、事件概述

公司拟将“智能配电网自动化系统产业化项目”尚未使用的募集资金中的 3,844.90 万元及自有资金 271.10 万元 (共计人民币 4,116 万元) 用于收购和增资福建奥通迈胜电力科技有限公司, 收购和增资完成后, 公司持有福建奥通 70% 的股权;

公司拟以自有资金 5000 万元出资设立全资子公司积成软件有限公司, 加大在新一代智能电网以及能源互联网相关技术和产品的资源投入。

二、分析与判断

➤ 收购福建奥通、成立积成软件, 项目陆续落地, 加速布局能源互联网市场

福建奥通主要为城镇与农村的配电自动化市场提供以配电自动主站及终端为主的产品解决方案, 并且涉足微电网和水利自动化业务领域, 其配电自动化测试平台、配用电及新能源接入仿真实训系统等多种产品在电力系统已得到广泛的应用。此次收购, 将有助于完善公司在配电网自动化领域的产品链, 加快公司在新能源、智能微电网领域的产业布局; 此次收购 PB 仅为 1.1 倍, 显著低于公司现有 PB, 收购 PB 较低; 福建奥通承诺 15-17 年净利润分别不低于 1000 万元、1300 万元、1700 万元, 年均复合增速达 30%, 对公司业绩有一定增厚;

公司同时投资 5000 万元在南京成立积成软件公司, 主要目的是充分利用南京作为国家智能电网产业基地的集聚优势和丰富的人力资源, 广纳人才, 积极开发电力自动化高端产品, 提升公司电力自动化产品的整体技术水平和综合盈利能力; 有利于公司充分利用所在地良好的区位优势和政策优势, 加大在新一代智能电网以及能源互联网相关技术和产品的资源投入, 拓展新的业务增长点;

我们认为收购福建奥通和成立积成软件公司, 均是公司布局能源互联网的重要举措, 预计未来公司还将围绕能源互联网市场进一步加大投入, 打造能源互联网标杆企业。

➤ 能源互联网领军企业, 未来发展值得期待

公司作为“全国智慧能源公共服务云平台”战略合作伙伴, 目前已经积累了 16000 家以上企业用能信息数据; 公司参与研发的全国智慧能源联盟公共服务云平台规划中的首个省域实验性平台“山东省智慧能源公共服务云平台”已经实验运行, 预计在 6 月份将正式投入运行, 计划未来将采集 3000 家以上企业动态用能信息数据; 同时公司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, 目前已经布局了 25000 个用能采集点, 这些采集点是公司卡位能源互联网入口端的重要布局, 显著领先于其他公司;

未来公司将通过合作方式或外延发展积极布局“能源端+微网+用能端”等各环节, 通过公司强大的电力自动化与公用事业自动化技术提供支撑, 连接“能源端和用能端”, 利用大数据技术进行分析处理, 进而提出能效管理系统解决方案, 达到能源高效利用的最终目的, 预计未来项目有望加快落地, 未来发展值得期待。

➤ 加快推进军工项目产业化, 培育新的增长点

公司投资 3000 万元对宁波中物力拓进行增资, 宁波中物力拓研发生产的超微金属粉末材料主要应用于金属注射成型、3D 打印和高端粉末冶金等行业, 通过这些行业做成的零部件最终应用于航天航空军工等领域, 此次增资是推进军民融合产业发展的重要举措; 中物力拓超微金属粉末加工技术打破了国外技术垄断, 可以实现产品进口替代, 发展前景广阔, 为了推进超微金属粉末材料产业化, 公司与中物力拓共同投资建立超微金属钛合金粉末及衍生品产业化基地, 以金属超微雾化制粉技术为依托, 加快其产业化应用和推广; 同时双方共同投资进入以超微金属粉末为基础材质的 3D 打印技术的应用和推广, 积极布局下游产业, 将有助于公司完善超微金属粉末产业链, 拓展新的业务领域, 有助于公司培育和发展新的业务增长点。

➤ 军工并购节奏有望加快, 未来精彩纷呈, 推动价值重估

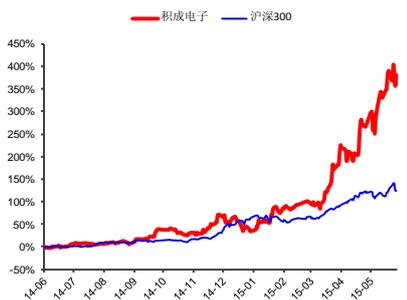
强烈推荐 维持评级

合理估值: 60 元

交易数据 (2015-6-1)

收盘价 (元)	43.89
近 12 个月最高/最低	43.89/8.07
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)	166.30
流通市值 (亿元)	124.71

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，公司将加快军工项目并购节奏；随着军工项目逐步落地，公司与中物院业务合作将进一步深化，未来或将依托于中物院丰富的军工资源大力开拓军工市场，空间广阔，未来必将精彩纷呈，价值重估势在必行。

➤ 中标海事局海事一级数据中心网络安全互联及移动安全接入工程，彰显实力

近期在“中华人民共和国海事局海事一级数据中心网络安全互联及移动安全接入工程”招标中，公司以第一中标候选人身份中标，该项目建设内容主要包括对部海事局海事内网与海事外网之间的安全互联方式进行优化升级；构建包括移动终端安全管理平台、移动安全访问通道和移动应用安全管理平台开发和部署等在内的部海事局移动安全接入工程，为部海事局后续的移动应用开发和部署提供安全保障。中标该项目是公司在 2015 年初获得“信息系统安全集成服务一级资质”认证后，在信息安全领域取得的重大突破，也再次彰显公司强大的技术实力，公司在信息安全领域开展工控领域技术标准制定、关键技术研究、信息安全服务，是国家能源局技术支撑单位，信息产业作为国家经济再次腾飞的支柱性产业，为公司的二次创业提供了广阔的市场前景和历史机遇。

同时值得重视的是公司拥有国家计算机系统集成一级资质，这也是公司领先于其他能源互联网企业的关键点，强大的计算机系统集成能力以及信息安全集成服务能力为公司建设能源互联网标杆企业奠定强大基础。

➤ 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 4 月底中标 2.37 亿元顶大，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。

三、盈利预测与投资建议

我们预计 2015-17 年 EPS 分别为 0.49 元、0.66 元、0.88 元，对应的市盈率分别为 89 倍、66 倍、49 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，合理市值 200 亿元以上。

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	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,109	1,353	1,659	2,043
增长率(%)	25.17%	22.05%	22.58%	23.15%
归属母公司股东净利润(百万元)	130	185	252	334
增长率(%)	13.62%	42.76%	36.00%	32.48%
每股收益(元)	0.34	0.49	0.66	0.88
PE	129.09	89.82	66.05	49.85
PB	12.30	10.30	8.83	7.43

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)	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	1,109	1,353	1,659	2,043
减：营业成本	722	861	1,029	1,250
营业税金及附加	7	8	9	10
销售费用	87	101	121	145
管理费用	168	198	236	282
财务费用	(1)	(1)	(2)	(2)
资产减值损失	9	11	12	13
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	116	176	253	345
加：营业外收支净额	40	43	43	43
三、利润总额	156	219	296	388
减：所得税费用	15	20	27	35
四、净利润	141	199	269	353
归属于母公司的利润	130	185	252	334
五、基本每股收益 (元)	0.34	0.49	0.66	0.88
主要财务指标				
项目	2014A	2015E	2016E	2017E
EV/EBITDA	118.95	78.67	54.97	40.17
成长能力:				
营业收入同比	25.17%	22.05%	22.58%	23.15%
营业利润同比	31.2%	51.2%	43.9%	36.4%
净利润同比	14.3%	41.1%	35.3%	31.1%
营运能力:				
应收账款周转率	1.77	2.84	5.51	5.52
存货周转率	4.58	4.36	4.47	4.57
总资产周转率	0.61	0.67	0.74	0.76
盈利能力与收益质量:				
毛利率	34.9%	36.4%	37.9%	38.8%
净利率	11.7%	13.7%	15.2%	16.3%
总资产净利率 ROA	7.8%	9.8%	11.9%	13.1%
净资产收益率 ROE	10.9%	13.4%	15.4%	17.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.94	3.83	3.90	3.73
资产负债率	29.0%	22.2%	22.6%	24.4%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.49	0.66	0.88
每股经营现金流量	0.10	1.68	0.61	0.95
每股净资产	3.57	4.26	4.97	5.90

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	481	1,069	1,303	1,665
应收票据	26	9	12	14
应收账款	684	271	332	409
预付账款	30	37	45	56
其他应收款	31	38	47	57
存货	283	338	404	490
其他流动资产	1	0	0	0
流动资产合计	1,535	1,761	2,142	2,691
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	211	136	128	120
在建工程	66	66	66	66
无形资产	142	10	8	6
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	458	313	291	267
资产总计	1,993	2,075	2,433	2,958
短期借款	100	0	0	0
应付票据	69	82	98	120
应付账款	299	357	427	518
预收账款	13	16	19	23
其他应付款	10	5	5	5
应交税费	14	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	56
流动负债合计	523	460	549	722
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	577	460	549	722
股本	379	379	379	379
资本公积	459	459	459	459
留存收益	514	699	951	1,285
少数股东权益	63	77	95	114
所有者权益合计	1,352	1,615	1,884	2,237
负债和股东权益合计	1,993	2,075	2,433	2,958
现金流量表				
项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流量	38	635	233	359
投资活动现金流量	(50)	52	0	0
筹资活动现金流量	74	(99)	2	2
	62	588	235	361

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。