

卡位能源互联网，抢占电改先机

- **事件:** 积成电子公布 2015 年半年业绩情况，营业收入同比增加 33%，净利润同比增加 15%。
- **农网及公共事业行情启动，业绩将迎来新高。** 农网方面：2015 年国家发展改革委、国家能源局启动实施了今年新增农村电网改造升级近千亿投资项目，投资约 926.2 亿元，其中中央预算内投资 200 亿元、银行贷款 726.2 亿元。两部委要求各项目单位务必于 7 月份开始全面开工建设，按时完成项目建设任务。目前积成电子已经中标 3 亿元，占 2014 年营业收入的 30%，随着农网投资的全面开工，公司下半年预计陆续会有合同中标，可以预见，公司在 2015 年和 2016 年随着农网投资力度的加大将会迎来快速发展。公共事业：随着我国地下管网、城市燃气网等逐步建设完善，积成电子不仅在营收方面得到进一步的提升，更重要的是在智慧城市领域积累了大量的客户与数据，这将极大地增强公司的用户基础及数据挖掘能力。
- **卡位能源互联网，抢占电改先机。** 2015 年 6 月 16 日，公司与英特尔亚太研发有限公司签署了《战略备忘录》，约定开展能源互联网的合作。报告期内，山东省智慧能源公共云平台正式上线运营，该公共服务云平台将水、电、气、热等能源数据网络化，应用物联网、云计算、大数据等先进技术，面向能源行业和节能环保行业，向用能单位、关键用能设备和节能工程项目等提供全面、丰富、专业的云-管-端服务。在目前的试运阶段，已经有 35 家单位的约 3 万点的能源监测点数据汇聚到云上，涉及行业主要在城市燃气、城镇供水、城市热力等领域。服务用户不仅有山东省内的，也包括约 1/3 的省外用户。山东是“全国智慧能源公共服务云平台”的 9 个区域性分平台之一，如果接入山东分平台运营顺利，这一模式很快能复制到其他区域。积成电子卡位能源互联网的先发优势非常明显。
- **估值与评级:** 估算 2015 年、2016 年和 2017 年每股收益为 0.42 元（41 倍）、0.62 元（28 倍）和 0.81 元（21 倍）。我们认为，随着农网和公共事业的投资力度加大，公司在主营方面将迎来爆发。而公司作为电力自动化的综合解决方案供应商，在积累了大量的用户和数据的前提下，牵手国际巨头积极布局能源互联网，其未来值得期待。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 配网投资不达预期、原材料价格大幅波动等风险。

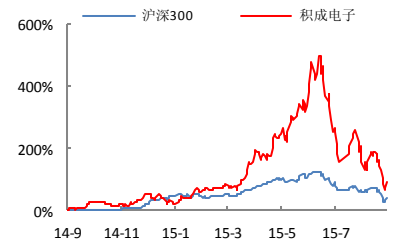
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1108.75	1509.90	2093.49	2935.59
增长率	25.17%	36.18%	38.65%	40.22%
归属母公司净利润(百万元)	129.69	160.66	236.81	307.55
增长率	13.62%	23.88%	47.40%	29.87%
每股收益 EPS(元)	0.34	0.42	0.62	0.81
净资产收益率 ROE	9.97%	11.11%	14.07%	15.68%
PE	51.45	41.53	28.18	21.70
PB	4.71	4.27	3.74	3.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳
执业证号: S1250513070002
电话: 010-57631198
邮箱: pll@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.79
流通 A 股(亿股)	2.82
52 周内股价区间(元)	8.95-56.7
总市值(亿元)	66.72
总资产(亿元)	19.95
每股净资产(元)	3.56

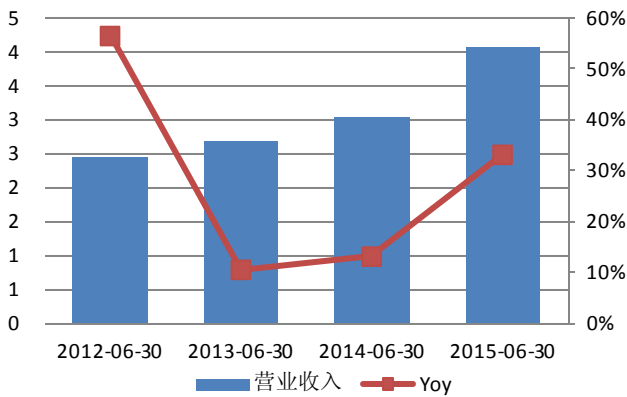
相关研究

1. 营收保持增长，综合毛利率稳定

积成电子是电力自动化领域的整体解决方案供应商，主要业务板块分为电网自动化、配电自动化、变电站自动化及公共事业自动化。积成电子是国内仅有的几家能提供电网自动化解决方案的公司之一。

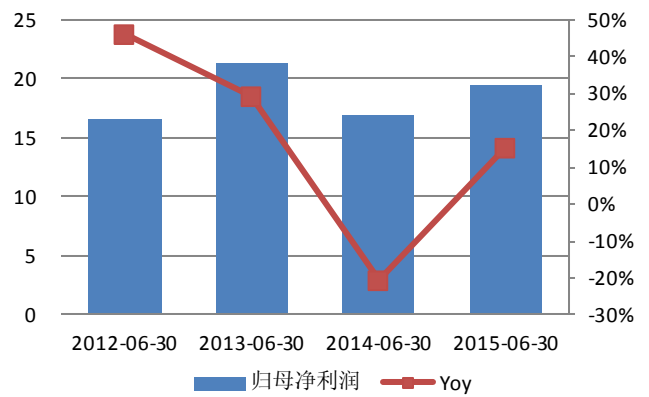
2015 年上半年，公司的营收实现 4 亿元，同比增长 33%；净利润实现 2000 万元，同比增长 15%。公司的整体毛利率并未降低，净利润和营业收入同比增速的差异主要是因为所得税费用大幅增加所致。由于当期补交税款，所得税费用同比增加 311%。

图 1: 2012-2015 半年营业收入及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

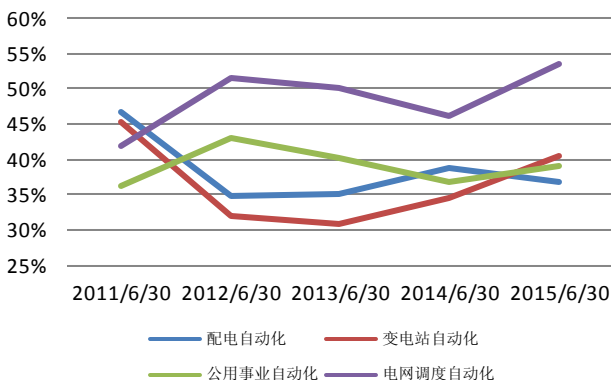
图 2: 2012-2015 半年净利润及增速 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

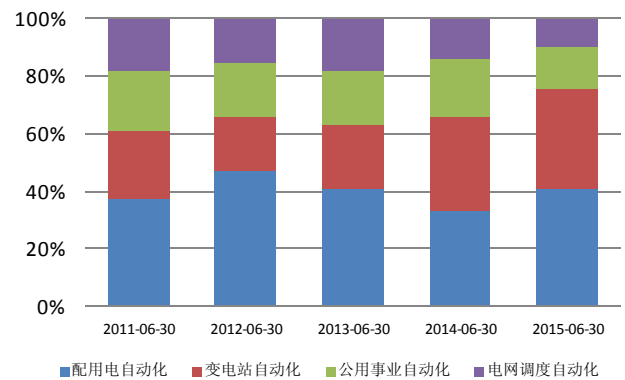
从公司的分项毛利率上来看，毛利率最高的电网自动化在营收当中占比逐年下降。公司在省调和地调当中市占率大概为 30% 左右，和国电南瑞、北京科东等竞争对手寡头垄断了该市场，增速有所放缓。但是公司的公共事业、配电自动化和变电站自动化业务占比正在提升，三费也得到很好的控制，所以公司 2015 年上半年毛利率同比增加了一个点。

图 3: 2015 年各业务毛利率大部分在提升



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 变电站自动化、配网自动化比例提升



数据来源: 公司公告, 西南证券

2. 农网及公共事业行情启动，业绩将大幅提升

2015 年国家发展改革委、国家能源局启动实施了今年新增农村电网改造升级近千亿投资项目，投资约 926.2 亿元，其中中央预算内投资 200 亿元、银行贷款 726.2 亿元。其中，国家电网公司负责实施 21 个省（区、市）供区农网改造升级，项目 1556 个，总投资 679.1 亿元；南方电网负责实施广西、海南、云南、贵州四省供区农网改造升级，项目 134 个，总投资 62.4 亿元；四川水电集团、广西水利电业集团、陕西地方电力集团、郴电国际集团、内蒙古电力集团公司、云南保山电力公司、重庆三峡水利电力集团等 9 家地方电网企业负责实施各自供区内农网改造升级，项目共计 449 个，总投资 184.7 亿元。**国家发展改革委、国家能源局要求各项目单位务必于 7 月份开始全面开工建设，按时完成项目建设任务。**

目前积成电子已经于 2015 年 4 月 29 日和 7 月 1 日公布了重大合同，总中标金额大约为 3 亿元，占 2014 年营业收入的 30%，而随着农网投资的全面开工，公司下半年预计陆续会有重大合同披露，可以预见，公司在 2015 年和 2016 年随着配网投资力度的加大将会迎来新高。

在公共事业领域，公司是智能燃气、智能水务的解决方案供应商。燃气方面，公司是中燃集团、华润燃气、港华燃气、昆仑燃气、爱众燃气等的方案供应商，目前已服务 300 多家燃气客户，广泛应用于济南、南京、杭州、深圳、南宁、包头、沈阳等十几个省市。水务方面，公司在 2015 年上半年中标临沂、上海、余杭、徐州多个智慧水务综合管理项目，开拓武汉、重庆、乌鲁木齐等重要城市水务市场。随着我国地下管网、城市燃气网等逐步建设完善，积成电子不仅在营收方面得到进一步的提升，更重要的是在智慧城市领域积累了大量的客户与数据，这将极大地增强公司的用户基础及数据挖掘能力。

图 5: 深圳智能燃气系统



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: 西安水务集团智能抄表系统



数据来源: 公司公告, 西南证券

3. 卡位能源互联网，抢占电改先机

2015 年 6 月 16 日，公司与英特尔亚太研发有限公司签署了《战略备忘录》，约定开展三个层次的合作：

1) 进一步完善公司主导建设的山东智慧能源云平台，共同定义和开发包括数据分析在内的增值服务解决方案，打造智慧能源生态系统；

2) 基于智能终端设备的合作，合作开发适用于智慧能源领域的轻量级智能物联网网关，并且在合适的时间启动智能终端设备的开发合作；

3) 未来将启动包括大数据、云计算和数据中心在内的新领域合作探索；

报告期内，山东省智慧能源公共云平台正式上线运营，该公共服务云平台整合了通道、网关、平台、终端、信息安全等，将水、电、气、热等能源数据网络化，应用物联网、云计算、大数据等先进技术，面向能源行业和节能环保行业，向用能单位、关键用能设备和节能工程项目等提供全面、丰富、专业的云-管-端服务。同时，该平台的节能量测量与验证等第三方服务，为金融资本进入节能领域提供了必要条件，并有望形成新的商业模式。

在目前的试运行阶段，已经有 35 家单位的约 3 万点的能源监测点数据汇聚到云上，涉及行业主要在城市燃气、城镇供水、城市热力等领域，现在正逐步扩展到分布式光伏电站、高压变频器机组、建筑机械、电梯、锅炉等应用范围。服务用户不仅有山东省内的，也包括约 1/3 的省外用户。接入的终端设备有十几家，接入的规约协议涵盖主流的工业和能源应用领域。

山东是“全国智慧能源公共服务云平台”的 9 个区域性分平台之一，如果接入山东分平台运营顺利，这一模式很快能复制到其他区域。积成电子卡位能源互联网的先发优势非常明显。

图 7：山东省智慧能源公共云平台业务模块



数据来源：山东省智慧能源公共云平台网站，西南证券

4. 盈利预测与估值

对于公司的盈利预测主要分为配电自动化、变电站自动化、公共事业自动化及电网自动化。其中,电网自动化近年的投资逐渐趋于平稳,增长缓慢,该业务假设营收年增长率为5%。另外三块业务都受到国家政策的鼓励而迎来发展的高峰。我们假设:

1)配网投资 2015和2016年将会大幅度增长,预计公司在该业务板块保持50%的增速;

2)变电站自动化从2014年其变处于高速增长的态势,而今后也会随着配网投资力度的加大而快速发展,预计公司在该业务板块保持40%的增长;

3)公共事业部分,由于国家加强地下管网建设的规划,预计公司智能水务、水表方面会有较快的增速,综合燃气、热力及水务几方面,预计公司在该板块增速保持25%左右;

4)由于公司在终端硬件的收入占比不断提升,从而降低了总体的毛利率,且毛利率最高的电网自动化板块在总营收中占比越来越低,所以假设综合毛利率下降1个点;

5)公司的三费和营收比率一直保持稳定,故不调整三费率;

6)公司在能源互联网方面还未有具体的盈利模式,故暂时不做该方面的预测。

我们预计公司2015-2017年实现的收入分别为15亿元、21亿元和29亿元, EPS分别为0.42元、0.62元、0.81元。对应当前股价的PE为41倍、28倍和21倍,给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1108.75	1509.90	2093.49	2935.59	净利润	141.12	173.66	250.81	322.55
营业成本	722.08	957.47	1351.93	1915.34	折旧与摊销	31.88	40.14	43.60	46.78
营业税金及附加	7.13	9.71	13.47	18.88	财务费用	-0.72	0.61	0.83	1.13
销售费用	86.69	120.65	166.02	232.84	资产减值损失	9.48	6.04	9.00	5.99
管理费用	168.07	226.97	314.89	443.69	经营营运资本变动	-130.96	-272.80	-348.28	-488.24
财务费用	-0.72	0.61	0.83	1.13	其他	-12.54	-4.55	-5.81	-2.50
资产减值损失	9.48	6.04	9.00	5.99	经营活动现金流净额	38.27	-56.89	-49.85	-114.28
投资收益	0.20	0.00	0.26	0.20	资本支出	-104.41	-32.00	-38.00	-41.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	54.35	0.00	0.26	0.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-50.05	-32.00	-37.74	-40.80
营业利润	116.23	188.45	237.61	317.91	短期借款	100.00	0.00	0.00	252.15
其他非经营损益	39.55	40.05	41.07	40.48	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	155.78	228.50	278.68	358.38	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	14.65	54.84	27.87	35.84	支付股利	-22.73	-25.83	-32.00	-47.16
净利润	141.12	173.66	250.81	322.55	其他	-3.01	-0.61	-0.83	-1.13
少数股东损益	11.43	13.00	14.00	15.00	筹资活动现金流净额	74.26	-26.44	-32.83	203.85
归属母公司股东净利润	129.69	160.66	236.81	307.55	现金流量净额	62.47	-115.34	-120.43	48.77
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	480.55	365.22	244.79	293.56	成长能力				
应收和预付款项	770.61	1063.17	1475.94	2065.20	销售收入增长率	25.17%	36.18%	38.65%	40.22%
存货	283.26	375.56	530.31	751.33	营业利润增长率	31.16%	62.14%	26.09%	33.80%
其他流动资产	0.66	0.89	1.24	1.74	净利润增长率	14.34%	23.05%	44.43%	28.60%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	31.47%	55.50%	23.06%	29.71%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	277.36	285.51	295.78	305.63	毛利率	34.87%	36.59%	35.42%	34.75%
无形资产和开发支出	175.76	158.02	138.71	119.38	三费率	22.91%	23.06%	23.01%	23.08%
其他非流动资产	4.56	4.56	4.55	4.55	净利率	12.73%	11.50%	11.98%	10.99%
资产总计	1992.76	2252.93	2691.32	3541.39	ROE	9.97%	11.11%	14.07%	15.68%
短期借款	100.00	100.00	100.00	352.15	ROA	7.50%	7.08%	7.71%	9.32%
应付和预收款项	411.06	519.52	732.59	1045.83	ROIC	9.99%	11.11%	13.06%	13.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.29%	15.18%	13.47%	12.46%
其他负债	66.26	70.14	76.65	85.94	营运能力				
负债合计	577.32	689.66	909.23	1483.92	总资产周转率	0.61	0.71	0.85	0.94
股本	378.90	378.90	378.90	378.90	固定资产周转率	8.77	6.69	8.41	11.10
资本公积	459.04	459.04	459.04	459.04	应收账款周转率	1.77	1.86	1.86	1.87
留存收益	514.32	649.15	853.96	1114.35	存货周转率	2.98	2.91	2.98	2.99
归属母公司股东权益	1352.26	1487.09	1691.90	1952.28	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	99.06%	—	—	—
少数股东权益	63.18	76.18	90.18	105.18	资本结构				
股东权益合计	1415.44	1563.27	1782.08	2057.47	资产负债率	28.97%	30.61%	33.78%	41.90%
负债和股东权益合计	1992.76	2252.93	2691.32	3541.39	带息债务/总负债	17.32%	14.50%	11.00%	23.73%
					流动比率	2.94	2.84	2.63	2.18
					速动比率	2.39	2.25	2.01	1.65
					股利支付率	17.53%	16.08%	13.51%	15.34%
					每股指标				
					每股收益	0.34	0.42	0.62	0.81
					每股净资产	3.74	4.13	4.70	5.43
					每股经营现金	0.10	-0.15	-0.13	-0.30
					每股股利	0.06	0.07	0.08	0.12
业绩和估值指标									
EBITDA	147.39	229.20	282.04	365.82					
PE	51.45	41.53	28.18	21.70					
PB	4.71	4.27	3.74	3.24					
PS	6.02	4.42	3.19	2.27					
EV/EBITDA	42.66	27.94	23.13	18.39					
股息率	0.34%	0.39%	0.48%	0.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn