

## 布局微能源网，引领多表合一

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年半年度报告, 上半年实现营业收入 5.2 亿, 同比增长 28.3%, 归属于上市公司股东的净利润约 0.2 亿元, 同比增长 2.8%。
- **事件点评:** 营业增长主要来源于公用事业自动化市场需求稳定增长, 并积极推动智慧城市建设中的三表合一项目, 在全国十余个地市陆续开展, 市场占有率达到第一; 归属于上市公司股东的净利润增长比例低于营收增速主要是由于费用的提高, 其中由于工程维护费的增加造成销售费用同比增长 69%, 人员薪酬费用的增加造成管理费用同比增长 37%, 银行借款利息增加造成财务费用同比增加 272%。
- **远程采集系统龙头, “四表合一”工程推进带来稳定营收。** 国家电网公司正在主导推进“四表合一”建设, 积成电子作为覆盖智能电网、智能燃气、智能水务、智能热力的综合解决方案供应商, 积极参与项目推进, 目前已有多个项目上线。我们认为, 公司自主研发的远程采集系统技术成熟, 处于行业龙头, 随着“四表合一”市场的大幅增长, 该项业务在未来 5 年内将给公司带来稳定的收入。
- **募资布局微能源网, 项目进展顺利。** 公司在 5 月公告称拟发行近 9 亿元募集资金, 其中近 4.3 亿元投向面向需求侧的微能源网运营与服务项目。目前, 我国弃光、弃风现象非常普遍, 已严重制约了新能源产业发展。2016 年第一季度, 甘肃、新疆地区弃光率分别达 39%、52%。2016 年上半年, 全国弃风率也已达 21%。微能源网从需求端着手, 能提高对清洁电力的消纳能力, 从去年年底开始受到国家大力扶持。公司夯实微能源网系统的研发, 已具备了运营能力。2015 年 5 月, 公司分别与临沂、东莞等地签订合作框架协议, 以上述地区的高耗能企业、公共建筑、产业园区为试点, 分阶段建设面向需求侧的微能源网项目。本次募投的 4.3 亿元资金将有助于公司能源互联网云平台技术、微能源网能量管理与控制系统技术的升级, 我们长期看好该项业务。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预测公司 2016-2018 年的 EPS 分别是 0.4 元、0.45 元和 0.5 元, 对应 PE 分别是 41 倍、37 倍和 33 倍。公司布局长远, 多表合一配合微能源网将在未来我国智慧城市的建设推广中获益。我们看好公司在电力和公用事业领域的前景, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 募投项目建设或不顺利的风险, 配网投资进度或不达预期的风险。

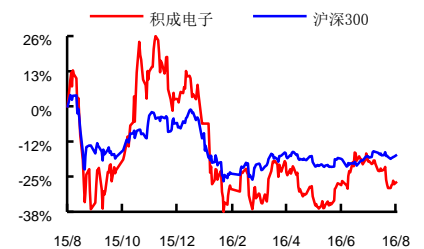
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1285.79	1479.71	1677.44	1917.99
增长率	15.97%	15.08%	13.36%	14.34%
归属母公司净利润(百万元)	144.11	172.07	192.92	215.85
增长率	11.12%	19.40%	12.12%	11.89%
每股收益 EPS(元)	0.34	0.40	0.45	0.50
净资产收益率 ROE	10.37%	7.37%	7.71%	8.03%
PE	49	41	37	33
PB	4.49	2.67	2.50	2.32

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川  
执业证号: S1250512040001  
电话: 023-63725713  
邮箱: hsc@swsc.com.cn  
联系人: 谭菁  
电话: 010-57631196  
邮箱: tanj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.79
流通 A 股(亿股)	2.96
52 周内股价区间(元)	14.45-29.4
总市值(亿元)	62.33
总资产(亿元)	23.58
每股净资产(元)	3.80

### 相关研究

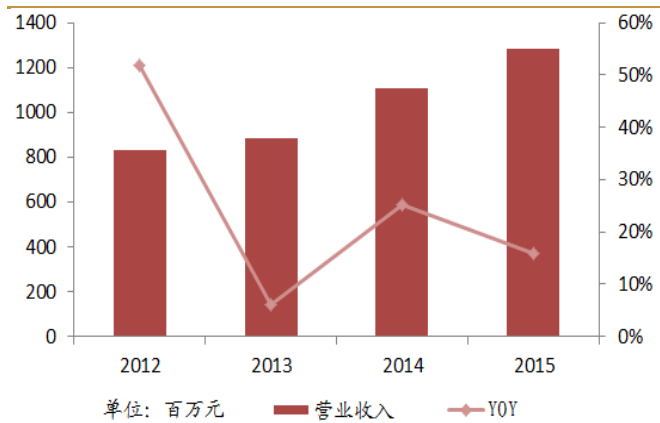
1. 积成电子(002339): 卡位能源互联网, 抢占电改先机 (2015-08-31)

## 1 公司概况：电力自动化领先企业

积成电子股份有限公司于 2010 年 1 月在深圳证券交易所上市，是国内技术领先的行业自动化和信息化整体解决方案供应商。公司是国家重点高新技术企业，具备国家计算机系统集成一级资质，主营业务涵盖智能电网、智慧燃气、智慧水务、能源管理信息化、行业信息安全测评。

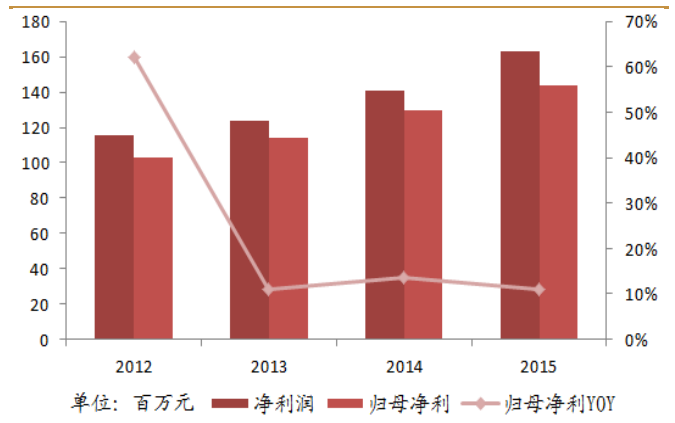
2015 年，公司实现营业收入近 12.9 亿元，同比增长近 16%；实现净利润 1.6 亿元，其中归属于上市公司股东的净利润 1.4 亿元，同比增长 11%。

图 1：公司营业收入及增速变化



数据来源：Wind, 西南证券

图 2：公司利润及增速变化

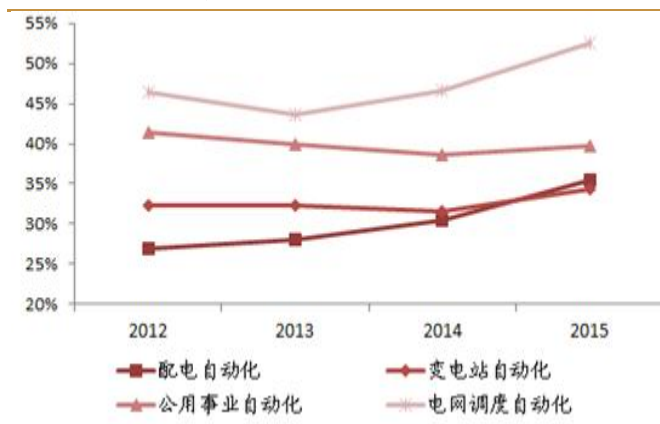


数据来源：Wind, 西南证券

公司的各项业务毛利率总体在稳步提升，其中电网调度自动化由于其软件占比高的特点，毛利率高于其余三项主业。但随着电网建设的进展，我国大部分地区已完成智能电网调度系统的版本更换，所以公司此项业务在营业收入占比逐年下降。

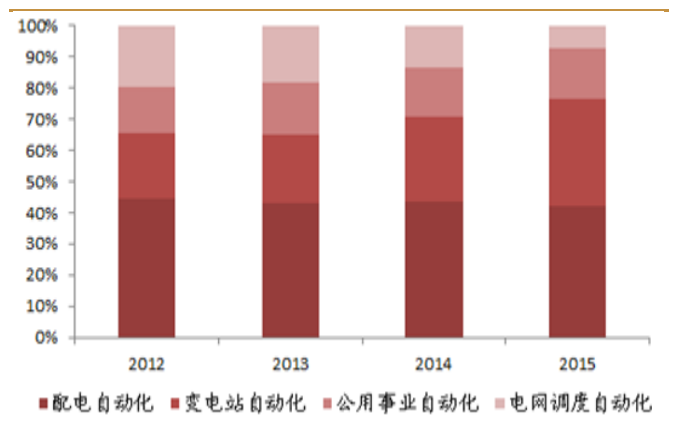
公司 2015 年在用电信息采集、变电站类产品中订单增长显著，常规变电站和变电站通信集成项目合同额同比大幅增长，使得变电站自动化业务占比提升明显。同时公司首次中标 1000kv 特高压交流工程电源类设备合同，实现了特高压领域产品突破。

图 3：分业务毛利率变化



数据来源：Wind, 西南证券

图 4：公司分业务占比变化



数据来源：Wind, 西南证券

## 2 募资布局新业务

公司在 5 月公告称拟发行近 9 亿元募集资金，用于重点投向面向需求侧的微能源网运营与服务项目、智能电网自动化系统升级研发项目及补充流动资金。其中，微能源网运营与服务项目迎合我国的能源互联网战略；智能电网自动化系统升级研发项目加强公司传统主业优势。

**表 1：募集资金使用计划**

项目名称	实施主体	项目总投资金额（万元）	募集资金投入金额（万元）
面向需求侧的微能源网运营与服务项目	积成能源、积成电子	42748	42748
智能电网自动化系统升级研发项目	积成电子、积成软件	22298	22298
补充流动资金项目	积成电子	25000	25000
总计		90046	90046

数据来源：公司公告，西南证券

**微能源网应用匹配智能电网空间巨大：**在去年 11 月能源规划工作座谈会上，国家能源局明确提出，“十三五”将实施互联网+智慧能源行动计划。埃森哲发布《中国能源互联网生态展望》报告，预计到 2020 年中国能源互联网的总市场规模将超过 9400 亿美元，约占当年 GDP 的 7%。智能电网和微能源网投资规模的逐步加大，有利于夯实能源互联网的基础框架，为能源互联网战略的开展提供了良好的行业基础，能源互联网行业市场前景广阔。

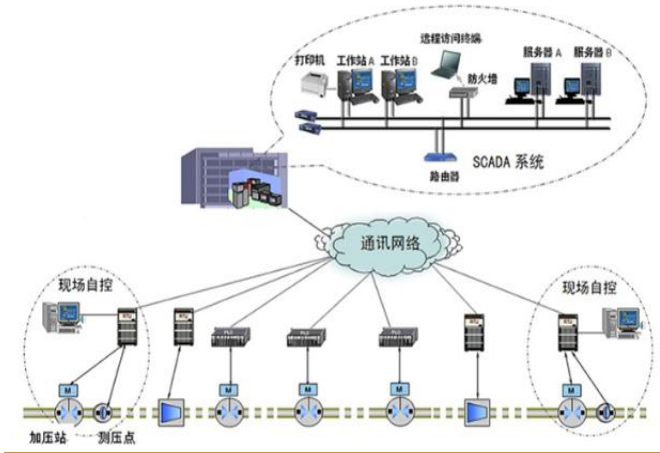
微能源网是实现电网中多能互补、梯级利用、负荷调节、能效提升的主要手段。智能电网、微能源网作为技术投资密集型产业，技术与装备具有很强的技术辐射性和经济带动性，对促进消费和经济增长将产生巨大的“乘数效应”，经济带动和就业拉动效益显著。

公司产业园的微能源网已经成功运行，该项目荣获 2014 年度环境保护“绿坐标”技术创新奖。园区内规划建设光伏发电、燃气发电、风力发电、废渣沼气发电、光导管照明、水蓄冷系统等内容；开发完成了基于物联网、云计算、大数据技术的智慧园区能源管理系统，实现了能耗实时监测、分布式能源、智能微网控制、用能管理等应用，经济效益和社会效益显著。公司已分别与临沂、东莞等地签订合作框架协议，以上述地区的高耗能企业、公共建筑、产业园区为试点，分阶段建设面向需求侧的微能源网项目。另外公司承建了“山东省节能信息系统平台”，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 25000 个用能采集点。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。

## 3 水务燃气多领域拓展，四表合一提升竞争力

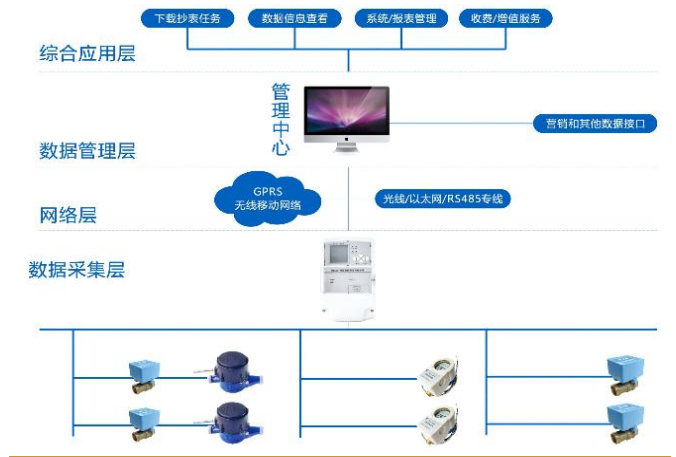
公司目前是智能燃气、智能水务的解决方案供应商。在燃气方面，公司是中燃集团、华润燃气、港华燃气、昆仑燃气、爱众燃气等的方案供应商，目前已服务 300 多家燃气客户，广泛应用于济南、南京、杭州、深圳、南宁、包头、沈阳等十几个省市。水务方面，公司去年中标临沂、上海、余杭、徐州多个智能水务综合管理项目，开拓武汉、重庆、乌鲁木齐等重要城市水务市场。

图 5：公司智能燃气系统构架



数据来源：公司官网，西南证券

图 6：公司智能抄表系统构架



数据来源：公司官网，西南证券

公司在智能燃气领域已拥有远传抄表方案、燃气地下管网泄露报警检测系统、营业收费、工商业用户管理方案等多项产品；智能水务领域拥有城市排水一体化系统、全自动抄表系统、无线自组网抄表方案等产品。随着我国地下管网、城市燃气网等建设逐步完善，公司将在营业收入和智慧城市经验等方面获利。

**“四表合一”受益：**国家电网公司正在主导推进“四表合一”建设，积成电子作为覆盖智能电网、智慧燃气、智慧水务、智慧热力的综合解决方案供应商，积极参与项目推进。公司承建的常州市新建小区新乐花园电、水、气“三表”有线一体化远程集抄项目已完成低压送电，是我国首次有线联采工程；公司承建的重庆“山水时光”小区水、电表合一采集系统也于今年 5 月正式上线。

随着我国多表合一工程的推进，未来将会有更多的示范项目及工程改进，积成电子将受益于多表合一发展，公司自主研发的远程采集系统将会获得更多市场份额。

## 4 盈利预测与投资建议

### 关键假设：

假设 1：我国电网建设已经进入配网建设阶段，变电站建设增速放缓，发电厂建设受到限制，电网调度仅剩于地级市改造。在此背景下，我们预计公司电力业务整体增速放缓，2016-2018 年配用电自动化营收增速在 15%左右、变电站自动化营收增速维持在 5%、电网调度自动化及发电厂自动化营收出现负增长。

假设 2：目前我国处于推进智慧城市的发展进程中，公司顺应趋势加大微能源网建设力度，此外“多表合一”试点工程也将在未来继续扩大推广范围。我们预计今年公司的公用事业自动化业务营收将有望提升 50%，未来也将保持 30%的高增速。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

**表 2: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
配用电自动化	营业收入	524.94	603.68	694.23	798.36
	YOY	12.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	339.02	392.39	451.25	518.94
	毛利率	35.42%	35.00%	35.00%	35.00%
变电站自动化	营业收入	425.62	446.90	469.24	492.71
	YOY	46.5%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	279.23	294.95	309.70	325.19
	毛利率	34.39%	34.00%	34.00%	34.00%
公用事业自动化	营业收入	201.44	302.16	392.80	510.64
	YOY	18.9%	50.00%	30.00%	30.00%
	成本	121.35	184.31	239.61	311.49
	毛利率	39.76%	39.00%	39.00%	39.00%
电网调度自动化	营业收入	89.90	80.91	72.82	65.54
	YOY	-37.7%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	成本	42.65	38.43	34.95	31.46
	毛利率	52.56%	52.50%	52.00%	52.00%
发电厂自动化	营业收入	0.23	0.22	0.20	0.19
	YOY	-79.8%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	成本	0.19	0.18	0.17	0.16
	毛利率	17.79%	18.00%	17.00%	16.00%
其他收入	营业收入	43.66	45.85	48.14	50.55
	YOY	24.1%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	19.57	21.09	22.14	23.25
	毛利率	55.19%	54.00%	54.00%	54.00%
合计	营业收入	1285.79	1479.71	1677.44	1917.99
	YOY	15.97%	15.08%	13.36%	14.34%
	成本	802.00	931.36	1057.83	1210.49
	毛利率	37.63%	37.06%	36.94%	36.89%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预测公司 2016-2018 年的 EPS 分别是 0.4 元、0.45 元和 0.5 元, 对应 PE 分别是 41 倍、37 倍和 33 倍。公司布局长远, 多表合一配合微能源网将在未来我国智慧城市的建设推广中获益。我们看好公司在电力和公用事业领域的前景, 维持“增持”评级。

## 5 风险提示

募投项目建设或不顺利的风险, 配网投资进度或不达预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1285.79	1479.71	1677.44	1917.99	净利润	162.98	194.61	218.19	244.13
营业成本	802.00	931.36	1057.83	1210.49	折旧与摊销	39.25	78.89	101.55	112.37
营业税金及附加	11.72	11.98	13.69	15.91	财务费用	9.12	3.41	-3.17	-3.02
销售费用	103.72	117.90	133.79	153.22	资产减值损失	8.57	8.60	8.88	8.68
管理费用	198.46	226.35	257.75	294.05	经营营运资本变动	-287.62	-6.40	-141.45	-169.66
财务费用	9.12	3.41	-3.17	-3.02	其他	9.50	-8.78	-9.09	-8.88
资产减值损失	8.57	8.60	8.88	8.68	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-58.21</b>	<b>270.33</b>	<b>174.91</b>	<b>183.62</b>
投资收益	-0.45	0.20	0.20	0.20	资本支出	-28.70	-282.00	-232.00	-112.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-85.61	26.20	-4.80	-4.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-114.31</b>	<b>-255.80</b>	<b>-236.80</b>	<b>-116.80</b>
<b>营业利润</b>	<b>151.76</b>	<b>180.31</b>	<b>208.87</b>	<b>238.86</b>	短期借款	230.00	-330.00	0.00	0.00
其他非经营损益	37.15	39.62	38.78	38.79	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>188.90</b>	<b>219.92</b>	<b>247.66</b>	<b>277.65</b>	股权融资	0.00	900.00	0.00	0.00
所得税	25.92	25.32	29.46	33.52	支付股利	-22.73	-25.26	-30.16	-33.82
净利润	162.98	194.61	218.19	244.13	其他	-9.51	-3.41	3.17	3.02
少数股东损益	18.88	22.54	25.27	28.28	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>197.76</b>	<b>541.33</b>	<b>-26.99</b>	<b>-30.80</b>
归属母公司股东净利润	144.11	172.07	192.92	215.85	<b>现金流量净额</b>	<b>25.23</b>	<b>555.85</b>	<b>-88.89</b>	<b>36.02</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	483.38	1039.23	950.34	986.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1062.94	1129.88	1297.17	1493.66	销售收入增长率	15.97%	15.08%	13.36%	14.34%
存货	239.63	278.27	316.07	361.68	营业利润增长率	30.57%	18.81%	15.84%	14.36%
其他流动资产	2.21	2.55	2.89	3.30	净利润增长率	15.49%	19.40%	12.12%	11.89%
长期股权投资	31.05	31.05	31.05	31.05	EBITDA 增长率	35.78%	31.23%	17.00%	13.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	280.29	269.93	256.86	241.52	毛利率	37.63%	37.06%	36.94%	36.89%
无形资产和开发支出	191.27	405.11	549.01	564.35	三费率	24.21%	23.50%	23.15%	23.16%
其他非流动资产	53.40	27.02	31.65	36.27	净利率	12.68%	13.15%	13.01%	12.73%
<b>资产总计</b>	<b>2344.16</b>	<b>3183.04</b>	<b>3435.03</b>	<b>3718.20</b>	ROE	10.37%	7.37%	7.71%	8.03%
短期借款	330.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.95%	6.11%	6.35%	6.57%
应付和预收款项	376.11	473.51	535.39	605.72	ROIC	10.64%	10.28%	9.84%	9.95%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.56%	17.75%	18.32%	18.16%
其他负债	65.97	68.10	70.18	72.70	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>772.08</b>	<b>541.61</b>	<b>605.57</b>	<b>678.42</b>	总资产周转率	0.59	0.54	0.51	0.54
股本	378.90	428.90	428.90	428.90	固定资产周转率	5.48	5.75	6.66	8.00
资本公积	459.04	1309.04	1309.04	1309.04	应收账款周转率	1.59	1.53	1.56	1.55
留存收益	635.69	782.50	945.26	1127.29	存货周转率	3.07	3.60	3.56	3.57
归属母公司股东权益	1473.63	2520.44	2683.20	2865.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.53%	—	—	—
少数股东权益	98.45	120.99	146.27	174.55	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1572.08</b>	<b>2641.43</b>	<b>2829.46</b>	<b>3039.78</b>	资产负债率	32.94%	17.02%	17.63%	18.25%
负债和股东权益合计	2344.16	3183.04	3435.03	3718.20	带息债务/总负债	42.74%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.49	5.01	4.64	4.55
					速动比率	2.15	4.44	4.07	3.97
					股利支付率	15.78%	14.68%	15.63%	15.67%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	200.12	262.61	307.25	348.21	每股收益	0.34	0.40	0.45	0.50
PE	49.02	41.05	36.62	32.73	每股净资产	3.67	6.16	6.60	7.09
PB	4.49	2.67	2.50	2.32	每股经营现金	-0.14	0.63	0.41	0.43
PS	5.49	4.77	4.21	3.68	每股股利	0.05	0.06	0.07	0.08
EV/EBITDA	30.17	22.85	19.80	17.36					
股息率	0.32%	0.36%	0.43%	0.48%					

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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn