

2010年1月7日

## 积成电子 (002339)

### 电力自动化领域整体解决方案的供应商

评级：积极申购

价值区间：24——28元

投资要点：

■ 公司是国内为数不多的、能够提供广泛覆盖电力系统各环节的自动化整体解决方案的供应商。公司产品包括电网调度自动化产品、变电站自动化产品、配用电自动化产品和发电厂自动化产品。在电网调度领域公司能够与国电南瑞等企业竞争，并在地调市场占据 30%的市场份额。

■ 国内电网投资加速，公司面临良好的发展机遇。近几年电力投资将稳步增长，作为电网建设重要组成部分的电力自动化行业，必将受益于电网建设带来的历史性发展机遇。在未来的智能电网建设中，公司具有得天独厚的技术优势和品牌优势，发展潜力大。

■ 募股资金投入将大大改善公司资金短缺的状况并扩大公司现有产能，提高公司盈利水平。募股项目达产将极大的提升公司在数字化变电站、电网调度和电能信息采集系统的研发生产能力，全面提升公司在智能电网研发生产领域的竞争能力。

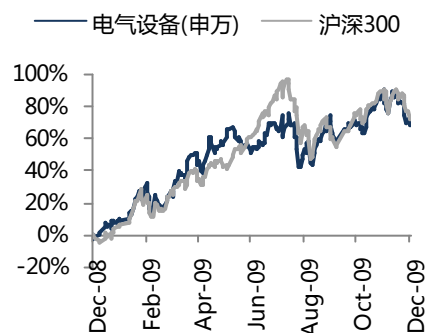
■ 盈利预测与估值：预测公司 2009-2011 年的每股收益将达到 0.48 元、0.71 元、1.02 元。根据东吴证券研究所 DCF 估值模型和 PE 相对估值方法，参考可比公司估值水平，综合得出该公司每股内在价值在 24 至 28 元之间。

薛辉蓉

0512-62938653

xuehr@gsjq.com.cn

#### 电气设备行业与沪深 300 指数比较图



#### 关键数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 发行后总股本 (万股) | 8600     |
| 流通股本 (万股)   | 2200     |
| 合理价格区间      | 24——28 元 |
| 发行价         | 25 元     |

|           | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 274.34 | 296.28 | 385.17 | 558.50 |
| 同比 (%)    | 11     | 8      | 30     | 45     |
| 净利润(百万元)  | 36.73  | 41.64  | 61.19  | 87.95  |
| 同比 (%)    | 25.58  | 13.35  | 46.95  | 43.74  |
| 毛利率 (%)   | 46     | 47     | 42     | 42     |
| ROE (%)   | 17.84  | 16.82  | 7.72   | 9.99   |
| 每股收益 (元)  | 0.43   | 0.48   | 0.71   | 1.02   |
| P/E       | 51.51  | 45.44  | 30.92  | 21.51  |
| P/B       | 9.19   | 7.64   | 2.39   | 2.15   |

## 目录

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| <b>1. 公司简介</b>              | <b>4</b>  |
| 1.1. 公司股权结构分散，无实际控制人        | 4         |
| 1.2. 电力自动化领域整体解决方案的供应商      | 5         |
| <b>2. 行业分析</b>              | <b>6</b>  |
| 2.1. 电网投资加速，智能电网将成未来投资重点    | 6         |
| 2.2. 主要电力自动化产品的市场容量分析       | 7         |
| 2.3. 行业市场情况与竞争格局            | 8         |
| 2.4. 行业利润水平趋势及变动            | 9         |
| <b>3. 公司业务及财务分析</b>         | <b>10</b> |
| 3.1. 公司主营业务分析               | 10        |
| 3.2. 公司近三年净利润复合增长率达 28%左右   | 11        |
| 3.3. 公司综合毛利率水平高于可比公司        | 11        |
| <b>4. 募集资金项目分析</b>          | <b>12</b> |
| 4.1. 数字化变电站自动化系统产业化项目       | 13        |
| 4.2. 数字化电网调度综合应用系统产业化项目     | 13        |
| 4.3. 电能信息采集与管理信息系统产业化项目     | 14        |
| <b>5. 盈利预测</b>              | <b>14</b> |
| <b>6. 估值</b>                | <b>15</b> |
| 6.1. 相对估值法                  | 15        |
| 6.2. FCFF 绝对估值              | 15        |
| 6.3. 估值总结：理论合理股价区间 24——28 元 | 16        |
| <b>7. 风险提示</b>              | <b>16</b> |
| 7.1. 研发技术滞后风险与市场竞争的风险       | 16        |
| 7.2. 税收优惠政策发生变动的风险          | 16        |
| 7.3. 股权分散的风险                | 16        |

**8. 附三大财务报表.....17****图表目录**

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1 积成电子发行前的股权结构图.....          | 4  |
| 图 2 积成电子产品覆盖二次设备领域示意图.....      | 5  |
| 图 3 积成电子 2009 年上半年主营业务收入结构..... | 10 |
| 图 4 积成电子 2009 年上半年主营业务毛利结构..... | 10 |
| 表格 1 同类企业近三年毛利率水平.....          | 9  |
| 表格 2 公司近三年盈利数据.....             | 11 |
| 表格 3 公司近三年分产品毛利率数据.....         | 11 |
| 表格 4 公司近三年收入结构中软硬件产品毛利率数据.....  | 12 |
| 表格 5 公司募集资金投资项目.....            | 12 |
| 表格 6 可比上市公司估值数据.....            | 15 |
| 表格 7 DCF 估值模型的基本假设.....         | 15 |

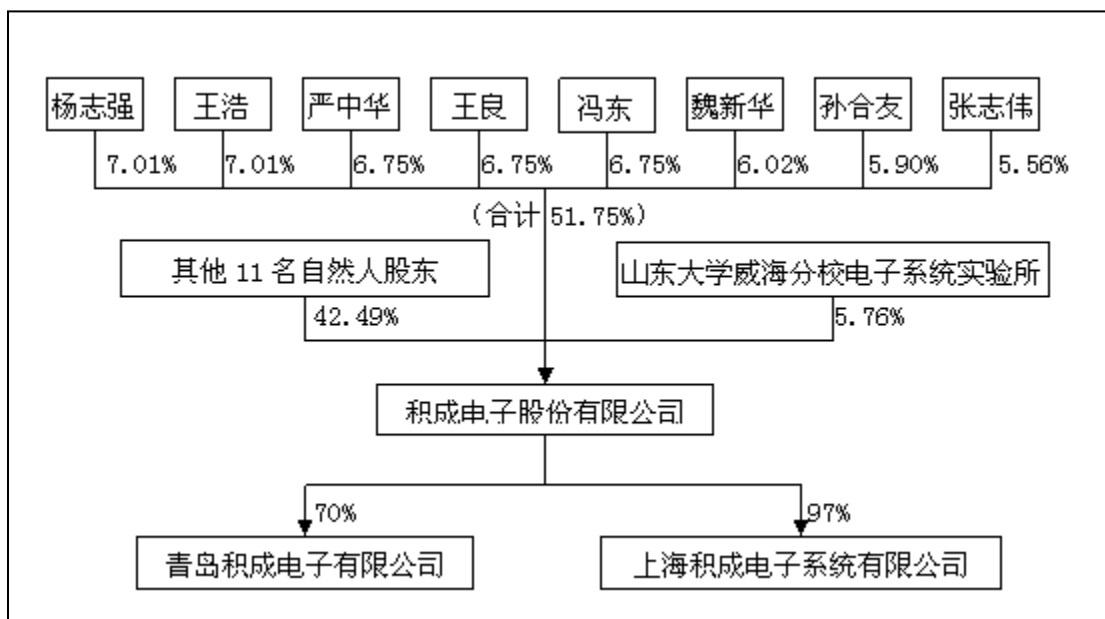
## 1. 公司简介

积成电子由2000年8月成立的山东鲁能积成电子股份有限公司经过数次股权变更而设立，是国内技术领先的广泛覆盖电力自动化领域的整体解决方案供应商。公司产品不仅应用于国家电网公司和南方电网公司下辖的各级电力公司，还在冶金、煤炭、石化、建材等行业中得到应用。公司的客户遍布国内30个省市自治区300多个地市的电力系统单位，部分产品已经出口到新加坡等东南亚国家和地区。同时，公司还是国家发改委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局联合审核认定的“国家规划布局内重点软件企业”。

### 1.1. 公司股权结构分散，无实际控制人

积成电子设立时，公司股东山东鲁能控股公司、山东电力研究院（合并持股42%）之控股股东山东电力集团公司是本公司的实际控制人。2004年10月，山东鲁能控股公司及山东电力研究院将其全部股份转让给杨志强等14名自然人。目前公司股东为杨志强等19位自然人及法人股东山东大学威海分校电子系统实验所，股权结构比较分散，各股东之间亦不存在投资关系、协议或者其他安排，因此公司无实际控制人。发行前公司拥有青岛积成电子70%股权和上海积成电子97%的股权。

图 1 积成电子发行前的股权结构图



资料来源：公司招股意向书

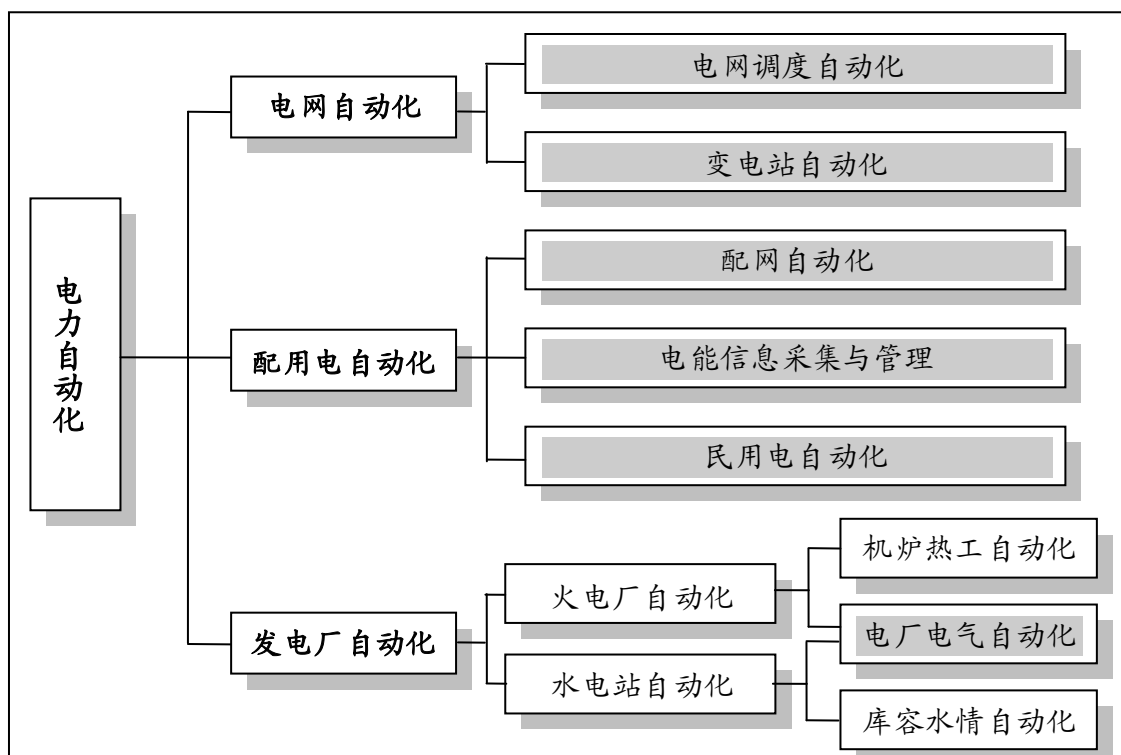
公司本次计划公开发行人民币普通股不超过2200万股。按2009年

6月30日的财务数据计算，公司发行前每股净资产为3.31元。本次发行后，总股本为8600万股。其中，杨志强等19位自然人持有6031.11万股，占发行后总股本的70.13%；法人股东山东大学威海分校电子系统实验所持有368.89万股，占比4.29%；社会公众股2200万股，占比25.58%。

### 1.2. 电力自动化领域整体解决方案的供应商

公司是国内最早从事电力自动化产品研发生产的企业之一，积成电子是国内电力自动化行业的知名品牌。公司的产品包括电网自动化系统（含调度自动化、变电站自动化）、配用电自动化系统（含配网自动化、电能信息采集与管理）和发电厂自动化系统，覆盖了电力系统的大多数自动化领域，具有提供电力自动化整体解决方案的综合实力，是国内少数几家能够提供整体解决方案的厂家之一。目前提供整体解决方案已成为世界电力自动化行业的发展趋势，具有整体解决方案能力的供应商能为客户提供更加系统、全面、高效的专业化服务，从而具备特有的竞争优势。

图 2 积成电子产品覆盖二次设备领域示意图



资料来源：公司招股意向书

公司作为电力自动化产品领域有非常重要影响的厂家，公司参加完成了30项国家标准和行业标准的制定工作，在IEC61970、IEC61968、

IEC61850 等国际标准的研究方面处于领先地位。特别是在配电网自动化方面，有着更强的技术力量，在南方电网配电网自动化试点城市的招标中，一家独占深圳、广州两个大型城市的配电网自动化系统开发研制，充分显示出公司在该领域的技术实力。公司生产的电网调度自动化系统拥有省调用户 5 家、地调系统近 100 家、县调系统 300 余家，客户覆盖全国 30 省市自治区 100 多个地市。在地市级以上电网调度自动化系统中，市场份额约 30%，在地市级以上电网调度自动化市场中处于领先地位。

## 2. 行业分析

### 2.1. 电网投资加速，智能电网将成未来投资重点

“十五”以来，国内电网投资开始快速增加，电网投资比重逐年增加。到 2009 年上半年，国内电网投资比重首次超过电源投资。“十一五”期间，电网投资又迎来新一轮高潮，根据国家电网公司和南方电网公司编报的电网规划，“十一五”期间，两家公司合计投资额在 12,500 亿元左右，是“十五”期间电网投资的 2.5 倍。两家公司都属于国有独资企业，在投资安排上相对比较稳定。按照新的规划，未来两家公司投资额增速为年均 35%，将直接拉动电气设备制造业的需求，其中电网投资中的电力自动化设备投资比例约为 5-8%。“十一五”期间甚至更长的时间，预计电力投资将稳步增长，作为电网建设重要组成部分的电力自动化行业，必将受益于电网建设带来的历史性发展机遇。

电能从发电厂到最终的电力用户，中间要经过发电、变电、输电、配电和用电等环节，电力的输送需要配套的电力设备。电力设备分为一次设备及二次设备。完成发电、输电和配电等任务的发电机、变压器、输电线路、隔离开关、电压/电流互感器等设备被称为“一次设备”；完成对一次设备的运行监视、故障保护、操作控制、测量计量等任务从而保证整个电力系统的安全稳定运行的电力故障录波装置、时间同步系统、继电保护装置、安全自动装置、测量计量系统、通信系统等设备被称为“二次设备”。根据一般经验，电网投资建设中 40%左右投资用于设备购置，其中一次设备占 90%左右，二次设备占 10%左右。

随着国内电网建设的推进，主干网已经初具规模。2009 年 5 月，国家电网公司提出了建设坚强智能电网的规划，即“加快建设以特高压电网为骨干网架，各级电网协调发展，具有信息化、数字化、自动化、互

动化特征的统一的坚强智能电网”。由此我们可以看到，未来电网建设的重要目标将主要落在电网建设的信息化、数字化、互动化等智能建设方面，负担重要一次设备运行监控、保护、测量等重任的二次设备是电网信息化、数字化的体现手段，其投入的加大已成必然。

## 2.2. 主要电力自动化产品的市场容量分析

### 2.2.1. 电网自动化市场容量

电网调度自动化市场容量：目前，我国已建立了较完备的五级调度体系，依次为：国家电网调度机构（即国家电力调度通信中心，简称国调），跨省、自治区、直辖市电网调度机构（简称网调），省、自治区、直辖市级电网调度机构（简称省调），省辖市级电网调度机构（简称地调），县级电网调度机构（简称县调）。“十一五”期间，电网调度自动化市场规模有所上升，其中，县调市场规模最大，地调市场次之，网省调及以上市场最小。“十一五”期间，各级电网调度自动化系统将面临大规模的升级换代，预计需要升级换代的地调系统约有 200 多家，县调系统 1,000 余家，每年投资规模为 10-15 亿元。

变电站自动化市场容量：我国变电站自动化市场按照惯例分为两类：一是电力系统变电站自动化，二是厂矿企业变电站自动化。据行业内分析报告显示，目前全国电力系统 35kV 及以上等级变电站约有 20000 余座，其中只有近一半实现自动化，目前多数正处于更新改造阶段。另外，每年都有上千座 35kV 及以上等级新建变电站投入运行，新建变电站基本上都采用自动化系统模式，因此预计未来几年电力系统变电站自动化市场规模每年保持在 50-80 亿元；另外，根据行业内的经验分析，厂矿企业变电站自动化市场规模相当于电力系统变电站自动化市场总体规模的 40%，因此未来几年这部分市场的投资规模将达到 20-32 亿元。

### 2.2.2. 配用电自动化市场容量

配网自动化市场容量：配网自动化是由 IEEE 提出的新兴自动化技术，用于实现快速可靠的供电恢复，保证电力顺利安全地供给，其综合效果在节能、供电可靠性、供电质量及多供电量等方面均取得了良好的经济效益和社会效益，有着广阔的市场前景。国外配网自动化发展较快，其中，日本有 58%、德国有 56%、韩国有 45% 的配电线路实现了自动化。

目前,配网自动化在我国处在起步阶段,国内城市配网馈线自动化率不足 10%,发展潜力巨大。预计从 2005 年到 2010 年的 6 年间,配网自动化市场增幅将保持在 30 - 50%,总市场容量达到 40 亿元。

电能信息采集与管理市场容量:电能信息采集与管理市场随着国家节能减排政策的推行和电力体制改革,在 2010 年以前该市场将呈快速增长态势。全国各类电力用户超过 2.3 亿户,其中 10kV 及以上高压用户接近 100 万户。按照国家电网公司的计划,2007 年开始进行 315 千伏安以上大用户电能信息采集平台的建设,2010 年完成 50 千伏安及以上公变和专变的监测和数据采集,电力需求侧管理的基础投入才刚刚开始。电能信息采集与管理系统的市场容量在未来 5 年每年约为 15—20 亿元。根据国家电网公司 2008 年的有关规划,未来进行用电采集系统的建设投资金额约为 800 亿元,其中设备及软件投资金额约为 680 亿元。680 亿元的软硬件投资中,大型专变、中小型专变、公用台区等用电采集系统的投资金额约为 150 亿元,非居民用三相电表、居民及非居民用单相电表的投资金额约为 460 亿元;电表中载波表的投资金额约 270 亿元。

### 2.2.3. 发电厂自动化市场容量

根据电力工业“十一五”规划,预计整个“十一五”期间电力新投产 2.5 亿千瓦,到 2010 年,电力装机总规模达到 7.5 亿千瓦左右;同时,我国电力体制改革后,在厂网分离的市场压力及技术进步的推动下,2000 年以前投产的机组及部分 2000 年以后投产的机组将进入改造更新期。上述新建和技改两项需求将使发电厂自动化产品未来 5 年的每年投资规模约 12—18 亿元。

## 2.3. 行业市场情况与竞争格局

我国电力自动化行业的发展经历了从依赖进口到国产化为主的过程。。目前行业市场已经存在具有较强影响力和地位的企业,有国电南瑞、国电南自、积成电子、许继电气、北京四方、东方电子、北京科东等。

### 2.3.1. 电网自动化领域竞争格局

在电网自动化中的电网调度自动化领域,目前,国调的调度自动化系统由北京科东提供;网调、省调的调度自动化系统由国电南瑞、北京科东、积成电子及国外著名厂家提供,其中国电南瑞占有较大份额;在



地调市场中，主流供应商按其市场地位依次为国电南瑞、积成电子、东方电子和北京科东，其中，积成电子的市场占有率近 30%。

在电网自动化中的变电站自动化领域，国内厂家众多，参差不齐，多数只提供个别种类设备，或面向厂矿企业低端客户，能向国家大电网提供成套系统的主要设备供应商有：国电南瑞、国电南自、北京四方、许继电气、积成电子、东方电子等。

### 2.3.2. 配用电自动化领域竞争格局

在配用电自动化领域，配网自动化的主要设备供应商有：积成电子、北京科锐、东方电子等；电能信息采集与管理的主要设备供应商有：积成电子、长沙威胜、杭州华隆、深圳科陆、南京新联等公司，其中，积成电子在电能信息采集与管理系统方面较有优势，同时也生产电量采集终端、配电监测终端和负荷管理终端，但终端类推广规模尚不及上述上市公司。

### 2.3.3. 发电厂自动化领域竞争格局

在发电厂自动化领域中，主要设备供应商有：金智科技、北京四方、国电南自等，其中金智科技和北京四方占据较大市场份额。

## 2.4. 行业利润水平趋势及变动

电力自动化行业中代表性企业 2006-2009 年三季度毛利率水平情况见下图表：

**表格 1 同类企业近三年毛利率水平**

|           | 2006         | 2007         | 2008         | 20090930     |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 国电南瑞      | 30.49        | 28.78        | 29.65        | 31.52        |
| 国电南自      | 26.67        | 25.40        | 24.89        | 26.71        |
| 许继电气      | 29.67        | 30.55        | 30.35        | 33.11        |
| 科陆电子      | 39.85        | 40.20        | 40.79        | 46.17        |
| 金智科技      | 33.99        | 31.30        | 30.60        | 29.96        |
| 东方电子      | 28.02        | 28.64        | 33.23        | 31.32        |
| 积成电子      | 46.36        | 43.43        | 46.15        | 48.77        |
| <b>平均</b> | <b>33.58</b> | <b>32.62</b> | <b>33.66</b> | <b>35.37</b> |

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

通过对代表性企业 2006-2009 年三季度毛利率水平的统计可以看出，电力自动化行业的平均毛利率水平比较平稳，而且这种趋势预计将

持续下去。由于未来电力投资规模的快速增长，在毛利率水平基本平稳的情况下，电力自动化行业的整体利润水平将随着投资规模的扩大而提高。

### 3. 公司业务及财务分析

#### 3.1. 公司主营业务分析

公司主要产品是应用于电网自动化、配用电自动化和发电厂自动化领域的系列产品，主要产品 2009 年上半年业务收入和毛利比例构成如下图所示：

图 3 积成电子 2009 年上半年主营业务收入结构

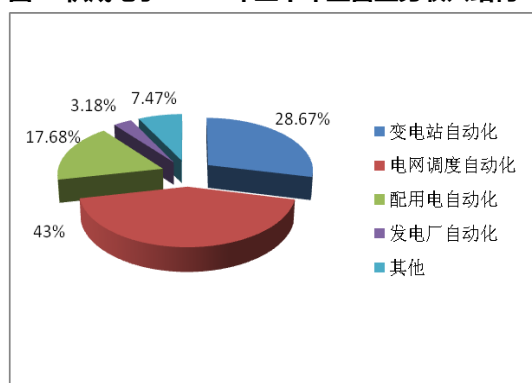
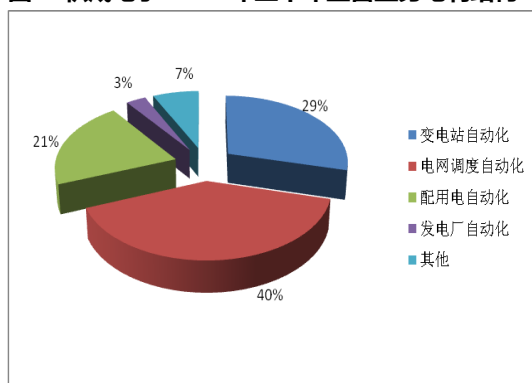


图 4 积成电子 2009 年上半年主营业务毛利结构



资料来源：公司招股意向书，东吴证券研究所

以上图表中可以看出，作为传统优势项目，公司电网调度自动化业务规模及比重最大；配用电自动化产品收入在持续两年保持高速增长后，业务规模已经接近电网调度自动化；变电站自动化产品销售收入在近两年快速增长。发电厂自动化业务是公司刚刚开始涉足的新领域，其销售收入占主营业务收入的比重虽然比较小，但未来市场机会巨大。

公司的生产模式是以销定产，产品产销率基本都保持在 100%，产量是跟随销售的规模逐步扩大，公司 2006-2008 年的销售较为平稳，各种系统产品年产量的总和基本维持在 600~750 套。公司采取直销方式进行销售，销售合同多数通过招投标方式取得。公司的营销网络覆盖全国主要地区，目前在全国设有 5 个营销大区，负责所属地域的市场策划、产品销售和客户服务。产品面对的主要客户是国家电网公司和中国南方电网公司所属的各级电力公司以及各级地方电力公司，也在冶金、煤炭、石化、建材等行业中得到应用。公司还积极拓展海外市场，目前，产品已销售到新加坡、泰国、越南等东南亚国家和地区，涉及变电站自动化产品、配网自动化产品以及部分软件产品；境外销售收入及占营业收入

比例逐年增长，但总体比例不高。

### 3.2. 公司近三年净利润复合增长率达 28% 左右

公司近三年来营业收入和利润增长均显示出良好的增长态势。公司营业收入从 2006 年的 17,316.95 万元增长到 2008 年的 27,433.76 万元，年复合增长率达 25.87%。2009 年 1-6 月营业收入达到 11,322.49 万元；同时，公司盈利水平增长与营业收入增长速度基本保持一致，净利润从 2006 年的 2,273.79 万元增长到 2008 年的 3,722.76 万元，年复合增长率达 27.96%。

**表格 2 公司近三年盈利数据**

单位：万元

|            | 20090630  | 2008      |        | 2007      |        | 2006      |
|------------|-----------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|
|            | 金额        | 金额        | 增长率    | 金额        | 增长率    | 金额        |
| 营业收入       | 11,322.49 | 27,433.76 | 11.29% | 24,650.20 | 42.35% | 17,316.95 |
| 营业利润       | 619.54    | 2,974.17  | 8.74%  | 2,735.10  | 65.23% | 1,655.37  |
| 利润总额       | 1,398.33  | 4,111.68  | 15.48% | 3,560.63  | 42.60% | 2,496.92  |
| 净利润        | 1,105.09  | 3,722.76  | 25.22% | 2,973.05  | 30.75% | 2,273.79  |
| 每股收益 (元/股) | 0.13      | 0.43      |        | 0.35      |        | 0.26      |

资料来源：公司招股意向书，东吴证券研究所

### 3.3. 公司综合毛利率水平高于可比公司

2009 年 1-6 月、2008 年、2007 年、2006 年，本公司综合毛利率分别为 48.77%、46.15%、43.43%、46.36%，处于较高水平，且保持比较稳定的趋势。具体情况如下：

**表格 3 公司近三年分产品毛利率数据**

| 项目           | 2009 年 1-6 月  | 2008 年度       | 2007 年度       | 2006 年度       |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 变电站自动化       | 49.38%        | 39.08%        | 41.19%        | 50.20%        |
| 电网调度自动化      | 45.70%        | 50.36%        | 43.13%        | 44.64%        |
| 配用电自动化       | 56.22%        | 50.19%        | 50.63%        | 46.30%        |
| 发电厂自动化       | 42.87%        | 53.63%        | 59.68%        | 74.02%        |
| 其他           | 42.60%        | 27.98%        | 16.37%        | 21.80%        |
| <b>综合毛利率</b> | <b>48.77%</b> | <b>46.15%</b> | <b>43.43%</b> | <b>46.36%</b> |

资料来源：公司招股意向书，东吴证券研究所

与同行业其他上市公司相比，公司产品的毛利率保持在较高水平。其主要原因是积成电子生产的软件产品全部为自主类软件产品，毛利构成中软件产品的比例远高于硬件产品，而根据软件行业特点分析，软件产品的毛利率水平高于硬件产品，而软件产品中的自主开发软件产品的

毛利率水平要高于非自主开发软件产品。公司软件产品销售收入呈逐年上升趋势，2008 年、2007 年增长率分别为 28.04%和 32.73%；软件产品的毛利率基本稳定在 78%左右，而硬件产品则呈下降趋势，最近三年平均约为 25%左右，具体分析如下：

**表格 4 公司近三年收入结构中软硬件产品毛利率数据**

| 年份     | 软件收入      | 软件毛利率  | 硬件收入      | 硬件毛利率  | 软件收入比重 |
|--------|-----------|--------|-----------|--------|--------|
| 2008 年 | 11,182.59 | 80.04% | 16,100.23 | 22.65% | 40.99% |
| 2007 年 | 8,733.61  | 78.21% | 15,097.46 | 25.04% | 36.65% |
| 2006 年 | 6,579.97  | 77.96% | 10,121.43 | 28.10% | 39.40% |

资料来源：公司招股意向书，东吴证券研究所

上述毛利构成情况形成的主要原因是：公司流动资金相对紧张，而采购大量硬件设备需要垫付较大的资金（资金量大，毛利低，付款周期短，有些甚至需要预付款），为减轻公司采购资金的压力，对外购硬件设备比重较大的工程，公司一般建议买方将部分外购硬件设备部分直接向该设备的代理商采购或者分包给其他厂商，因此公司在保持收入增长的同时，较好的使软件收入稳定在相对较高比例水平；同时，因硬件产品附加值低，上述做法也降低了公司的营业成本，从而使得公司综合毛利率保持较高水平。

#### 4. 募集资金项目分析

公司本次拟发行 2200 万股，募集 1.45 亿元，所募集的资金拟用以投资数字化变电站自动化系统产业化项目、数字化电网调度综合应用系统产业化项目和电能信息采集与管理系统产业化项目，项目的建设期均为 12 个月。具体情况如下。

**表格 5 公司募集资金投资项目**

| 项目名称               | 总投资额（万元）  |
|--------------------|-----------|
| 数字化变电站自动化系统产业化项目   | 5,626.00  |
| 数字化电网调度综合应用系统产业化项目 | 4,638.00  |
| 电能信息采集与管理系统产业化项目   | 4,275.00  |
| 合计                 | 14,539.00 |

资料来源：公司招股意向书

本次募集资金全部投资到公司现有主营业务，分别涉及电网调度自动化、变电站自动化和用电自动化领域，全部为智能电网的基础项目。募集资金投资项目在实现产品技术升级的基础上，扩大了现有产品的产

能，提高了产品市场竞争优势，对公司未来业务的发展将产生极大的促进作用。

#### 4.1. 数字化变电站自动化系统产业化项目

数字化变电站将是智能电网发展的基础，未来数字化变电站将实现一次设备智能化、二次设备信息化，通过在变电站的站控层、间隔层以及过程层采用全面的标准 IEC61850 通信协议，避免了设备重复投入，电磁兼容性能优越。数字化变电站有力的改变了传统变电站的建设投运模式，为智能电网应用提供统一的信息和技术支撑服务，是电网智能化所需大量数据的基本提供单元。

公司投入的数字化变电站项目涉及的 CAN2000 ( V3 ) 变电站自动化系统采用国际标准 IEC61850，以高速计算机网络为通信平台，对变电站一、二次设备的数字化信息进行标准化处理，实现信息共享和互操作，完成测量监视、控制保护、信息管理等变电站自动化功能，是完整意义上的数字化变电站自动化系统。该项目产品在继承公司变电站自动化系统 CAN2000 ( V2 ) 技术的基础上，吸收了国内外数字化变电站自动化产品的先进技术和优点，技术水平处于国内外领先水平，公司拥有本项目产品的全部知识产权。

项目建设期为 12 个月，生产期为 9 年，预计项目自生产期第 1 年能达产 70%，第二年达产 100%。第一年按照 70%生产能力，将新增生产符合 IEC61850 标准的数字化变电站自动化系统 700 套；第二年以后按照 100%生产能力，将新增生产符合 IEC61850 标准的数字化变电站自动化系统 1,000 套。项目预期达产年均销售收入为 13,146.67 万元（不含税），达产年均利润总额为 2,139.28 万元。

#### 4.2. 数字化电网调度综合应用系统产业化项目

数字化电网调度系统构建的是一个电网调度自动化监控与智能决策的平台，符合最新的 IEC61970 系列国际标准。该系统解决了大电网互联时复杂信息模型不能有效整合的技术难题；分析监视电网动态信息，支持 WAMS 功能；实现基于实时采集数据的电网故障诊断，并通过智能化分析给出恢复策略，有效提高生产效率。由于系统提供完整的、符合国际标准的访问接口，是企业级调度数据应用平台。其中公司研发的主要产品 iES-600 集成式调度自动化综合应用系统和电网高级应用软件均已

通过省级科技成果鉴定，达到国际先进水平；正在开发中的电网智能调度、数据中心平台等系统也采用了相关领域的领先技术，并已接近完成。

项目建设期为 12 个月，生产期为 9 年，预计自生产期第 1 年能达产 70%，第二年达产 100%。第一年按照 70%的生产能力，将新增生产地区/县级电网调度自动化系统、集控中心自动化系统 160 套；第二年以后按照 100%的生产能力，将新增生产地区/县级电网调度自动化系统、集控中心自动化系统 230 套。项目预期达产年均销售收入为 11,503.3 万元（不含税），达产年均利润总额为 1,861.12 万元。

#### 4.3. 电能信息采集与管理系统的产业化项目

电能信息采集与管理系统在软件设计方面继承了公司在该产品领域的优秀成果，以最新技术标准和管理规范为依据，采用先进的信息化技术，结合电力系统业务实践，推出新一代电能信息采集与管理系统，同时可带动公司智能终端产品的生产销售，从而成为公司未来业务发展的重要方向之一。

项目建设期为 12 个月，生产期为 9 年，预计生产期第一年达产 70%，第二年达产 100%。第一年按照 70%生产能力，新增生产电能信息采集与管理主站系统 35 套，电能信息采集终端 35,000 台；第二年以后按照 100%生产能力，新增生产电能信息采集与管理主站系统 50 套，电能信息采集终端 50,000 台。项目预期达产年均销售收入为 8,216.67 万元（不含税），达产年均利润总额为 1,406.95 万元。

公司以上三个项目的投入，将极大的提升公司在数字化变电站、电网调度和电能信息采集系统的研发生产能力，全面提升公司在智能电网研发生产领域的竞争能力。根据募集资金项目的可行性研究报告，3 个项目建设期均为 1 年，项目全部达产后，公司预计每年可增加销售收入约 32,867 万元，增加净利润约 4,596 万元，公司盈利能力大幅提高。

### 5. 盈利预测

预测假设条件：（1）公司本次募集资金投入能按计划进行并按预期实现达产；（2）公司仍享受目前的税收优惠；（3）本次发行后总股本 8600 万股。根据预测条件和财务模型，我们预测 2009-2011 年公司的摊薄每股收益分别为 0.48 元、0.71 元和 1.02 元。具体预测表见后。

## 6. 估值

### 6.1. 相对估值法

#### 6.1.1. P/E 相对估值

目前国内主板和中小板主要电力设备 2010 年对应的市盈率均值为 33.48 倍,参照同行业主板及中小板同行业公司估值水平定价,公司的合理 PE 为 30—35 倍,对应估值区间为 21.30—24.85 元。

**表格 6 可比上市公司估值数据**

|           |      | 收盘价      | PB    | EPS  | EPS  |       |       |
|-----------|------|----------|-------|------|------|-------|-------|
|           |      | 2010-1-6 | 09E   | 09E  | 10E  | 09PE  | 10PE  |
| 600268.SH | 国电南自 | 20.39    | 4.38  | 0.53 | 0.62 | 38.73 | 32.68 |
| 002121.SZ | 科陆电子 | 20.75    | 10.12 | 0.43 | 0.67 | 48.20 | 31.08 |
| 002090.SZ | 金智科技 | 20.75    | 4.64  | 0.45 | 0.50 | 46.15 | 41.30 |
| 000400.SZ | 许继电气 | 23.23    | 4.01  | 0.94 | 1.18 | 24.61 | 19.63 |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 47.02    | 11.76 | 0.87 | 1.10 | 54.20 | 42.72 |
| 行业平均      |      |          | 6.98  |      |      | 42.38 | 33.48 |

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

#### 6.1.2. PB 相对估值

按照可比公司 PB 水平定价,目前行业的平均为 6.98 倍。积成电子发行前公司每股净资产 3.31 元,按照公司发行后取得 5.5 亿筹资金额,每股净资产至少可达 8 元,保守取行业平均 PB 在 5—6 倍,公司的合理价格区间也在 40—48 元。

### 6.2. FCFF 绝对估值

按以下假设,利用 WIND 的 DCF 估值模型计算公司内在价值。DCF 估值模型结果显示,积成电子发行后的每股内在合理价格为 25.02 元。

**表格 7 DCF 估值模型的基本假设**

| 估值假设       | 数值     | 资本成本      |        |
|------------|--------|-----------|--------|
| 过渡期年数      | 5      | β 系数      | 1.05   |
| 永续期增长率     | 2.00%  | 债务资本成本 Kd | 5.76%  |
| 无风险利率 Rf   | 2.25%  | 债务资本比重 Wd | 40.00% |
| 市场组合报酬率 Rm | 10.00% | 股权资本成本 Ke | 10.39% |
| 有效税率 Tx    | 10.00% | WACC      | 8.31%  |
| 过渡期增长率     | 25.00% |           |        |

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 6.3. 估值总结：理论合理股价区间 24——28 元

综合 DCF 绝对估值、市盈率、市净率等相对估值结果，我们认为积成电子属于成长性佳的小盘股，理论合理股价区间为 24——28 元。本次发行价 25 元，建议积极参与申购。

## 7. 风险提示

公司是典型的技术先导型企业，在规模扩大的情况下，公司未来成长仍然存在一些不确定因素。

### 7.1. 研发技术滞后风险与市场竞争的风险

公司所从事的电力自动化行业是国内新兴的高科技产业之一，技术更新速度较快，行业盈利能力较强，市场前景良好，目前已经形成激烈竞争的局面，随着行业内各企业资金投入的不断加大、技术进步的不断加强以及服务手段的不断加强，市场竞争将更为激烈。如果公司技术开发滞后或者研发投入不能达到预期，不能继续保持在行业内的技术、品牌等方面的优势，盈利能力将在竞争加剧的形势下存在降低的风险。

### 7.2. 税收优惠政策发生变动的风险

公司及控股公司青岛积成均为软件企业，根据财政部、国家税务总局、海关总署发布的规定：自 2000 年 6 月 24 日起至 2010 年以前，对增值税一般纳税人销售其自行开发生产的软件产品，按 17% 的法定税率征收增值税后，对其增值税实际税负超过 3% 的部分实行即征即退政策。并且公司是国务院批准设立的高新技术产业开发区内的高新技术企业，根据财政部、国家税务总局规定，公司企业所得税减按 15% 的税率征收。2009 年 1-6 月、2008 年、2007 年公司两类税收优惠合计分别为 679.47 万元、1693.57 万元和 1314.13 万元，分别占当期净利润的 61.48%、45.49% 和 44.20%。鉴于公司享有上述税收优惠，如果国家税收优惠政策发生变化或公司营业收入结构发生不利变化导致不能继续享受上述税收优惠政策，将会对公司收益产生一定的影响。

### 7.3. 股权分散的风险

由于公司股权较为分散，不存在实际控制人和控股股东，本次发行前单一最大股东持股比例仅为 7.01%，本次发行后原股东持股比例将进一步降低，存在被收购的风险，如果本次发行后外部股东持股比例较大，将使其有能力通过投票表决的方式对发行人的重大经营决策施加影响，



将使公司未来的发展面临一定的不确定性。

## 8. 附三大财务报表

| 财务分析和估值指标汇总    |              |              |              |              | 报表预测              |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2008A        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |                   | 2008A        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
| <b>收益率</b>     |              |              |              |              | 营业收入              | 274.34       | 296.28       | 385.17       | 558.50       |
| 毛利率            | 0.46         | 0.47         | 0.42         | 0.42         | 营业成本              | 147.74       | 157.03       | 223.40       | 323.93       |
| 三费/销售收入        | 0.34         | 0.30         | 0.23         | 0.23         | 营业税金及附加           | 2.93         | 3.17         | 4.12         | 5.97         |
| EBIT/销售收入      | 0.17         | 0.16         | 0.17         | 0.16         | 营业费用              | 36.98        | 41.48        | 46.22        | 67.02        |
|                | 0.19         | 0.17         | 0.18         | 0.21         | 管理费用              | 47.95        | 47.41        | 46.61        | 69.81        |
| 销售净利率          | 0.14         | 0.14         | 0.16         | 0.16         | <b>营业利润</b>       | 29.74        | 46.89        | 68.90        | 99.04        |
| <b>资产获利率</b>   |              |              |              |              | 其他非经营损益           | 11.38        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| ROE            | 0.18         | 0.17         | 0.08         | 0.10         | <b>利润总额</b>       | 41.12        | 46.89        | 68.90        | 99.04        |
| ROA            | 0.13         | 0.17         | 0.07         | 0.09         | 所得税               | 3.89         | 4.69         | 6.89         | 9.90         |
| ROIC           | 0.32         | 0.21         | 0.35         | 0.16         | <b>净利润</b>        | 37.23        | 42.20        | 62.01        | 89.13        |
| <b>增长率</b>     |              |              |              |              | 少数股东损益            | 0.50         | 0.56         | 0.82         | 1.19         |
| 销售收入增长率        | 0.11         | 0.08         | 0.30         | 0.45         | <b>归属母公司股东净利润</b> | 36.73        | 41.64        | 61.19        | 87.95        |
| EBIT 增长率       | 0.16         | 0.00         | 0.37         | 0.42         | 每股收益(EPS)         | 0.43         | 0.48         | 0.71         | 1.02         |
| EBITDA 增长率     | 0.18         | 0.02         | 0.37         | 0.69         | <b>资产负债表</b>      | <b>2008A</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 净利润增长率         | 0.25         | 0.13         | 0.47         | 0.44         | 货币资金              | 80.60        | 92.41        | 287.41       | 358.46       |
| <b>资本结构</b>    |              |              |              |              | 应收和预付款项           | 174.45       | 118.10       | 263.86       | 289.99       |
| 资产负债率          | 0.44         | 0.12         | 0.14         | 0.10         | 存货                | 81.63        | 30.64        | 129.08       | 102.51       |
| 投资资本/总资产       | 0.54         | 0.59         | 0.55         | 0.54         | 固定资产和在建工程         | 17.00        | 18.51        | 214.52       | 195.53       |
| 带息债务/总负债       | 0.43         | 0.21         | 0.00         | 0.00         | 无形资产和开发支出         | 19.10        | 24.14        | 31.97        | 32.81        |
| 流动比率           | 2.14         | 9.32         | 5.24         | 8.07         | <b>资产总计</b>       | 373.04       | 283.94       | 926.85       | 979.30       |
| 速动比率           | 1.62         | 8.14         | 4.25         | 6.97         | 短期借款              | 70.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>资产管理效率</b>  |              |              |              |              | 应付和预收款项           | 85.17        | 23.87        | 127.77       | 91.09        |
| 总资产周转率         | 0.74         | 1.04         | 0.42         | 0.57         | 长期借款              | 7.00         | 7.00         | 0.00         | 0.00         |
| 固定资产周转率        | 18.74        | 21.93        | 26.52        | 2.93         | 其他负债              | 2.00         | 2.00         | 2.00         | 2.00         |
| 应收账款周转率        | 1.76         | 2.99         | 1.66         | 2.25         | <b>负债合计</b>       | 164.17       | 32.87        | 129.77       | 93.09        |
| 存货周转率          | 1.81         | 5.13         | 1.73         | 3.16         | 股本                | 64.00        | 64.00        | 86.00        | 86.00        |
| <b>业绩和估值指标</b> | <b>2008A</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | 资本公积              | 43.37        | 43.37        | 505.37       | 505.37       |
| EBIT           | 47.37        | 47.20        | 64.83        | 91.77        | 留存收益              | 98.48        | 140.11       | 201.30       | 289.25       |
| EBITDA         | 51.01        | 51.79        | 71.11        | 119.92       | <b>归属母公司股东权益</b>  | 205.85       | 247.49       | 792.67       | 880.62       |
| NOPLAT         | 32.62        | 42.48        | 58.35        | 82.59        | 少数股东权益            | 3.02         | 3.58         | 4.41         | 5.59         |
| 净利润            | 36.73        | 41.64        | 61.19        | 87.95        | <b>股东权益合计</b>     | 208.87       | 251.07       | 797.08       | 886.21       |
| EPS            | 0.43         | 0.48         | 0.71         | 1.02         | 负债和股东权益合计         | 373.04       | 283.94       | 926.85       | 979.30       |
| BPS            | 2.39         | 2.88         | 9.22         | 10.24        | <b>现金流量表</b>      | <b>2008A</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| PE             | 51.51        | 45.44        | 30.92        | 21.51        | 经营性现金净流量          | 11.51        | 93.13        | -76.07       | 73.78        |
| PB             | 9.19         | 7.64         | 2.39         | 2.15         | 投资性现金净流量          | -3.01        | -11.00       | -210.00      | -10.00       |
| EV/EBITDA      | 27.51        | 25.67        | 22.68        | 12.88        | 筹资性现金净流量          | -3.65        | -70.32       | 481.07       | 7.27         |
| EV/NOPLAT      | 43.02        | 31.29        | 27.64        | 18.70        | <b>现金流量净额</b>     | 4.85         | 11.81        | 195.00       | 71.05        |

## 免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司 ( 以下简称“本公司” ) 的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息, 本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东吴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10% 以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10% ;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20% 以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20% ;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码: 215028

传真: ( 0512 ) 62938663

公司网址: <http://www.dwjq.com.cn>