



资本货物/工业

首次覆盖

积成电子 (002339)

依托电网自动化、拓展广阔应用空间

评级: 增持

目标价格: 16.50

当前价格: 14.16

2014.11.27

	刘俊廷 (分析师)	刘骁 (分析师)	谷琦彬 (分析师)
	0755-23976521	010-59312823	010-59312711
	liujunting@gtjas.com	liuxiao009336@gtjas.com	guqibin@gtjas.com
证书编号	S0880513080008	S0880512040002	S0880513050004

本报告导读:

我们看好公司电网自动化技术在其他信息化领域市场的应用, 预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.42 元、0.60 元, 首次覆盖并给予增持评级, 目标价 16.5 元。

投资要点:

- 我们看好公司电网自动化技术平台在其他信息化领域市场的应用, 首次覆盖, 综合 P/E、P/B 相对估值方法, 给予公司目标价 16.5 元及增持评级, 预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.42 元、0.60 元, 同比分别增长 40%、42%, 目标价对应 2014-2015 年 PE 分别为 38.0 倍、26.5 倍。
- 依托国内领先的电网自动化技术平台, 我们认为公司将成功的在水务、燃气、节能、新能源发电等领域的自动化市场取得成功, 并进一步开拓其它信息化领域市场的应用。依托公司近三十年在电网自动化领域的积累, 公司对网络通讯、自动化控制、微机继电保护、地理信息系统 (GIS)、设备监视控制管理和远程在线监测等技术理解深厚, 为公司将电网自动化技术平台拓展到其他更多的下游市场奠定了最坚实的基础, 目前公司已经成功开发出城市燃气 SCADA、水务城市控制中心系统、企业能源管理中心系统、水利普查及水利信息化系统、位置信息解决方案等一系列的下游应用, 并取得了典型项目应用, 我们预计公司将依托典型应用取得的市场品牌知名度和影响力, 进一步打开市场空间。
- 风险提示: 公司下游电网外市场开拓缓慢。

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.02-14.16
总市值 (百万元)	5,365
总股本/流通 A 股 (百万股)	379/284
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	75%
日均成交量 (百万股)	10.75
日均成交值 (百万元)	120.61

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,286
每股净资产	3.39
市净率	4.2
净负债率	-12.45%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.03	0.03
Q2	0.03	0.03
Q3	0.09	0.06
Q4	0.15	0.30
全年	0.30	0.42

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升	36%	55%	52%
相对指数	25%	43%	48%

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	834	886	995	1,280	1,445
(+/-)%	52%	6%	12%	29%	13%
经营利润 (EBIT)	110	93	145	202	229
(+/-)%	58%	-15%	56%	39%	13%
净利润	103	114	159	227	266
(+/-)%	62%	11%	40%	42%	17%
每股净收益 (元)	0.27	0.30	0.42	0.60	0.70
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	13.1%	10.5%	14.6%	15.8%	15.9%
净资产收益率 (%)	11.0%	9.2%	11.7%	14.6%	14.9%
投入资本回报率 (%)	13.9%	9.8%	13.0%	14.3%	16.6%
EV/EBITDA	14.9	38.2	29.1	21.4	17.7
市盈率	47.5	42.7	30.6	21.5	18.3
股息率 (%)	1.6%	1.6%	0.8%	0.8%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2014.11.27

股票研究

工业
资本货物

积成电子 (002339)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 16.50

当前价格: 14.16

2014.11.27

公司网址

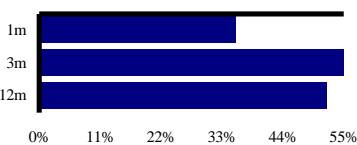
www.ieslab.com.cn

公司简介

公司是国内技术领先的电力自动化、公用事业自动化整体解决方案供应商, 国家重点高新技术企业、国家规划布局内重点软件企业, 拥有国家计算机系统集成一级资质, 是国内最早开展电力自动化系统研发和生产的企业之一, 主营业务全面覆盖电力自动化各个环节, 并积极推进节能管理自动化和 GIS 行业应用、信息安全等业务。

主要产品遍布 31 个省市自治区、300 多个地市, 部分产品出口到新加坡、泰国

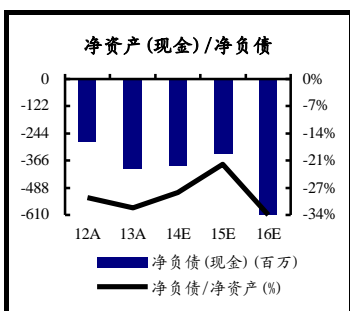
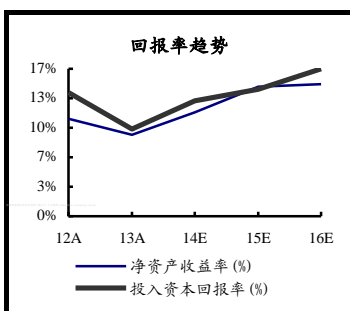
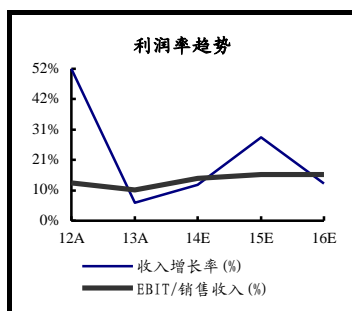
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 8.02-14.16
市值 (百万) 5,365

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	834	886	995	1,280	1,445
营业成本	533	577	615	785	885
税金及附加	7	7	7	9	10
销售费用	71	71	77	96	108
管理费用	114	138	151	188	212
EBIT	110	93	145	202	229
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	3	2	2	2
财务费用	1	0	-18	-16	-21
营业利润	105	89	165	220	252
所得税	17	12	17	25	29
少数股东损益	13	9	13	19	22
净利润	103	114	159	227	266
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	321	404	391	350	616
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	27	27	27	27
固定资产合计	96	193	210	226	241
无形及其他资产	163	171	175	178	181
资产合计	1,383	1,646	1,758	2,130	2,326
流动负债	407	347	324	486	429
非流动负债	1	0	1	3	6
股东权益	938	1,245	1,367	1,556	1,784
投入资本(IC)	685	868	1,016	1,279	1,254
现金流量表					
NOPLAT	95	85	132	184	208
折旧与摊销	20	24	9	10	12
流动资金增量	-109	-78	-112	-244	43
资本支出	-67	-91	-5	20	35
自由现金流	-61	-61	24	-29	298
经营现金流	11	17	-10	-39	277
投资现金流	-62	-106	-3	23	37
融资现金流	-40	159	0	-24	-48
现金流净增加额	-92	69	-13	-41	266
财务指标					
成长性					
收入增长率	52.3%	6.2%	12.3%	28.6%	12.9%
EBIT 增长率	58.1%	-14.9%	55.6%	39.1%	13.5%
净利润增长率	62.5%	11.1%	39.6%	42.3%	17.4%
利润率					
毛利率	36.2%	34.9%	38.2%	38.7%	38.8%
EBIT 率	13.1%	10.5%	14.6%	15.8%	15.9%
净利润率	12.3%	12.9%	16.0%	17.7%	18.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.0%	9.2%	11.7%	14.6%	14.9%
总资产收益率(ROA)	7.4%	6.9%	9.1%	10.6%	11.4%
投入资本回报率(ROIC)	13.9%	9.8%	13.0%	14.3%	16.6%
运营能力					
存货周转天数	120	128	128	128	128
应收账款周转天数	175	222	222	222	222
总资产周转天数	556	624	624	554	563
净利润含金量	0.10	0.15	-0.06	-0.17	1.04
资本支出/收入	8%	10%	0%	-2%	-2%
偿债能力					
资产负债率	29.5%	21.1%	18.5%	23.0%	18.7%
净负债率	-29.9%	-32.4%	-28.5%	-21.5%	-34.2%
估值比率					
PE	47.5	42.7	30.6	21.5	18.3
PB	2.4	3.9	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	14.9	38.2	29.1	21.4	17.7
P/S	2.7	5.5	4.9	3.8	3.4
股息率	1.6%	1.6%	0.8%	0.8%	0.8%



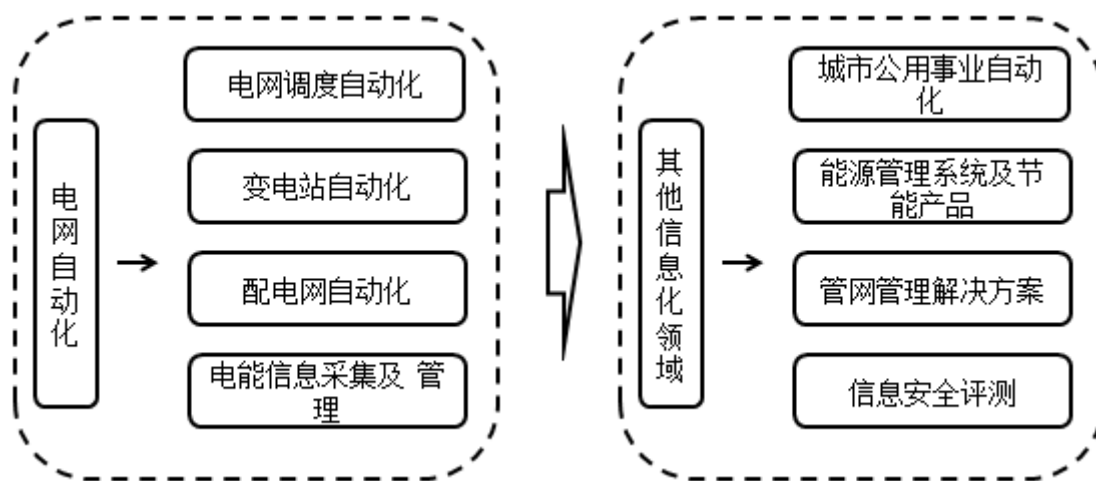
目 录

1. 依托电网自动化技术平台、拓展下游应用市场空间.....	4
1.1. 企业能源管理系统在政府系统及行业加速推广.....	4
1.2. 燃气自动化系统市占率进一步提升.....	5
1.3. 智能水表及自动化系统已经在省会级市场占有率排名第一.....	5
1.4. 智能水务:积极拓展长三角、珠三角和成渝等市场.....	6
1.5. 加速拓展其他自动化市场.....	7
2. 盈利预测及估值.....	7
3. 风险提示.....	8

1. 依托电网自动化技术平台、拓展下游应用市场空间

公司依托国内领先的电网自动化技术平台，我们认为其将成功的在水务、燃气、节能、新能源发电等领域的自动化市场取得成功，并进一步开拓其他信息化领域的应用。依托公司近三十年在电网自动化领域的积累，公司对网络通讯、自动化控制、微机继电保护、地理信息系统(GIS)、设备监视控制管理和远程在线监测等技术理解深厚，为公司将电网自动化技术平台拓展到其他更多的下游市场奠定了最坚实的基础，目前公司已经成功开发出城市燃气 SCADA、水务城市控制中心系统、企业能源管理中心系统、水利普查及水利信息化系统、位置信息解决方案等一系列的下游应用，并取得了典型项目应用。

图 1: 依托公司电网自动化技术平台，拓展在其他信息化领域市场的应用

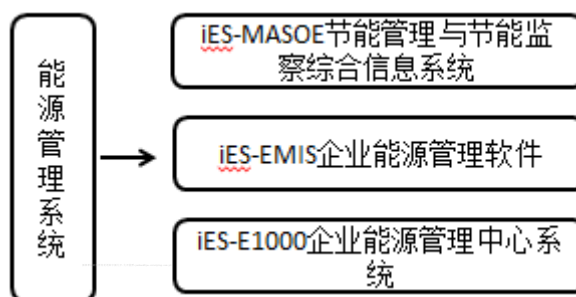


数据来源：国泰君安证券研究

1.1. 企业能源管理系统在政府系统及行业加速推广

伴随公司在能源管理信息化领域的品牌知名度和市场影响力提升，企业能源管理系统市场空间将进一步打开。公司目前已经形成覆盖能源管理部门和用能单位的智慧能源解决方案，并在完成多个省、市级节能信息化系统和多个行业的应用。

图 2: 公司已经形成覆盖能源管理部门和用能单位的智慧能源解决方案



数据来源：积成电子公司官方网站、国泰君安证券研究

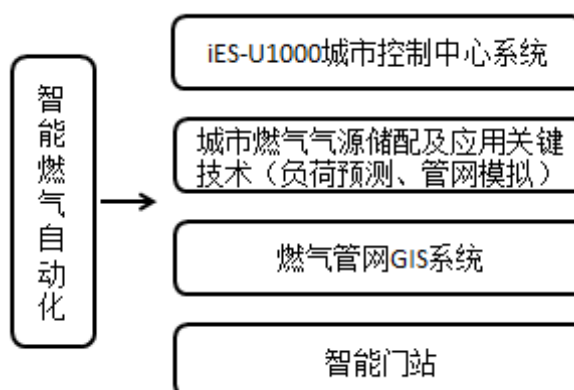
企业能源管理系统依托典型应用项目拓展市场空间:

- 根据公司 2013 年年报及 2014 年中报披露信息, 公司依托山东省节能信息系统平台建设项目及甘肃省节能重点用能企业能源统计与综合管理系统平台项目, 公司成功实施了天津、山东、广西、甘肃、银川等十多个省、17 个地市、140 个县和省重点用能单位的节能信息系统;
- 根据公司 2013 年年报及 2014 年中报披露信息, 公司依托固铂成山能源管理系统的建设 (我国橡胶行业第一套能源管理中心系统), 公司成功的将企业能源管理系统在山东莱钢、潍柴动力、晨鸣纸业等大型企业等得到了成功的应用;

1.2. 燃气自动化系统市占率进一步提升

在智能燃气自动化系统, 公司产品涵盖了燃气生产运营系统、燃气需求侧管理系统、智能燃气表及采集终端等产品。

图 3: 智能燃气自动化系统产品系列完善



数据来源: 积成电子公司官方网站、国泰君安证券研究

智能燃气自动化系统依托典型应用项目拓展市场空间:

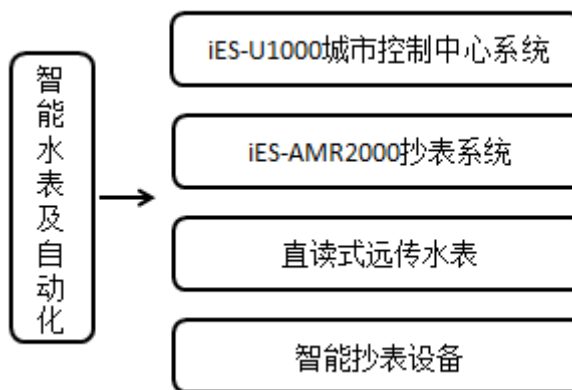
- 根据公司 2013 年年报及 2014 年中报披露信息, 公司依托中燃集团签署生产运营平台的合作框架协议, 推出 LNG 加气站控制系统解决方案, 智能燃气自动化系统成功进入昆仑燃气、华润燃气区域市场, 目前已经相继与华润燃气集团、港华燃气集团等建立了紧密的合作关系, 燃气自动化系统覆盖了全国 20 多个省市百余个燃气企业;

1.3. 智能水表及自动化系统已经在省会级市场占有率排名第一

智能水表及自动化系统业务方面, 公司已拥有全自动抄表、集中抄表、工业大用户远程抄表、经营户抄表等多种解决方案, 光电直读水表的品种在国内最齐全。公司目前已经顺利完成智能表计制造中心的整体搬迁以及三川积成股权受让工作, 公司智能远传水表产能得到大幅提升;

根据公司 2013 年年报及 2014 年中报披露信息，公司智能远传水表新增长春、长沙、南京、西安 4 个省会水司用户，智能水表省会级用户达到 12 个，省会级市场占有率排名第一，进入国内智能远传水表市场的主流品牌行列；

图 4：智能水表及自动化系统已经在省会级市场占有率排名第一

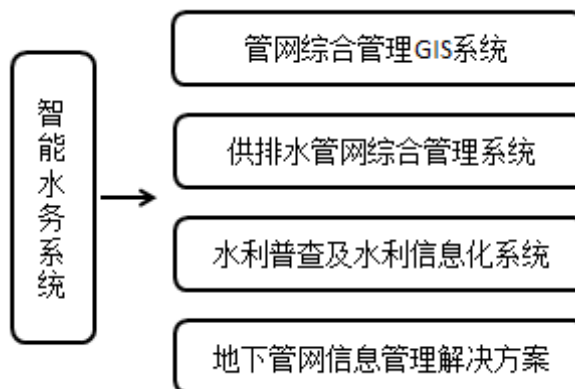


数据来源：积成电子公司官方网站、国泰君安证券研究

1.4. 智能水务：积极拓展长三角、珠三角和成渝等市场

智能水务：利用 3G 无线通信技术、便携式 GPS 技术、手持 GIS 图形显示技术、现场信息采集技术为支撑，构造数字化的供水管网网络体系，为用户提供智能化的管理、维护、分析和辅助决策支持。

图 5：积极拓展长三角、珠三角和成渝等市场



数据来源：积成电子公司官方网站、国泰君安证券研究

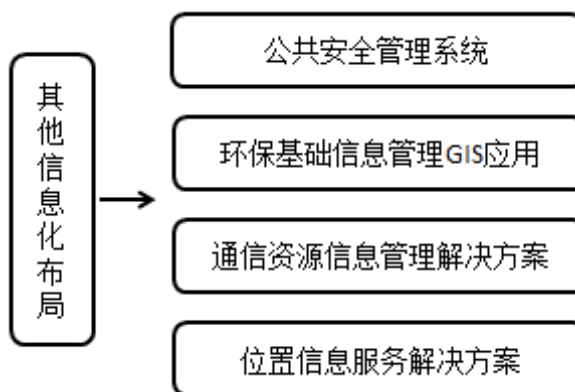
智能水务系统依托典型应用项目拓展市场空间：

- 根据公司 2013 年年报及 2014 年中报披露信息，公司依托第一次全国水利普查，公司（上海积成慧集子公司）承担了北京、上海、天津、山东、辽宁、黑龙江、陕西、内蒙古等 13 个省市的水务系统；
- 承建的上海浦东威立雅自来水有限公司管网信息化升级项目，与中法水务签署战略合作协议，作为指定供应商为其及附属公司提供产品和服务，以上海为根据地，拓展了长三角、珠三角和成渝等市场；

1.5. 加速拓展其他自动化市场

我们认为公司将继续依托电网自动化技术基础，加速拓展其他自动化市场，期待公司更多下游市场的开发和应用产品的推出及拓展。

图 5: 期待公司更多下游市场的开发和应用产品的推出及拓展



数据来源: 积成电子公司官方网站、国泰君安证券研究

2. 盈利预测及估值

我们预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.42 元、0.60 元，首次覆盖并给予增持评级，目标价 16.5 元，目标价对应 2014-2015 年 PE 分别为 39.0 倍、27.5 倍。

表 1: 积成电子分项目主营业务收入构成及预测 (单位: 亿元)

	2013	2014E	2015E	2016E
变电站自动化	1.81	2.65	3.4	3.6
电网调度自动化	1.50	1.3	1.6	1.8
配用电自动化	3.59	3.4	4.0	4.2
公用事业自动化	1.41	1.95	2.8	3.5
其他	0.32	0.6	1.0	1.35

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

公司主营业务为电力自动化、公用事业自动化等，A 股可比公司分别为科陆电子、金智科技、三川股份、新天科技等公司。

根据行业可比市盈率法，我们取可比公司平均 PE 2014 值 (38.5 倍)，我们预计公司 2014 年 EPS 为 0.42 元，给予目标价 16.2 元。

根据行业可比市净率法，我们取可比公司平均 PB LF 值 (4.92 倍)，根据公司 2014 年三季报数据，公司每股净资产为 3.39 元，给予目标价 16.7 元。

综合可比市盈率法、可比市净率法估值，取两者平均值，给予公司目标价 16.5 元，首次覆盖并给予增持评级。

表 2: 积成电子可比公司估值表 (按照 2014 年 11 月 26 日收盘价计算)

公司名称	股票代码	收盘价	PE 2014E	PB LF
科陆电子	002121	15.45	51.7	4.32
金智科技	002290	17.49	33.0	5.38
新天科技	300259	15.98	34.8	5.68
三川股份	300066	18.08	34.0	4.13
平均值			38.5	4.92

数据来源: WIND(公司 PE2014、PB LF 数据采用 WIND 一致预期, 收盘价采用 2014 年 11 月 26 日数据)

3. 风险提示

公司城市燃气 SCADA、水务城市控制中心系统、企业能源管理中心系统、水利普查及水利信息化系统、位置信息解决方案等一系列的下游应用处于市场推广的中期或前期, 有下游市场开拓不达预期的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		