

增持 维持

积成电子 (002339)

2015 年 1 月 8 日

“民参军” 打开想象空间

2015 年 1 月 7 日收盘价: 12.07 元

6 个月目标价: 16.10 元

电力设备及新能源行业高级分析师: 牛品

SAC 执业证书编号: S0850511060001

np6307@htsec.com

021-23219390

电力设备及新能源行业分析师: 房青

SAC 执业证书编号: S0850512050003

fangq@htsec.com

021-23219692

事件:

积成电子“民参军”。公司与北京久远贸易有限公司签署了《战略合作协议》，推动军用、民用技术成果双向转移，使军工和民营经济融合发展。我们认为，与久远合作开启了公司第三主业，将提升公司的业绩和估值水平。

点评:

1. 合作主要内容

北京久远将发挥在军工领域技术、产品、资源优势，为积成电子“民参军”提供战略咨询和业务指导。包括，在军工领域的产业发展寻找合适的投资及并购标的，双方共同产业化；协助积成按规定取得必要的许可资质，同等条件下，优先采用积成的产品和服务等。

积成电子将发挥上市公司经验和品牌优势，为北京久远“军转民”项目的实施提供必要的支持。包括，协助北京久远将其相关产品应用推广到其他民用领域，如有收益由双方协商分配；为北京久远推荐的相关优势项目提供资本支持，帮助合作项目做强做大等。

近期双方将合作组建军工产业基金。投资方向包括军工电子、信息化、卫星通讯、激光技术应用、通用导航、应用系统开发以及军工领域高端精密装备制造等。

2. 合作开启公司第三主业

北京久远是中国工程物理研究院下属中国久远高新技术装备公司的全资子公司。中物院是我国计划单列的以发展国防尖端科学技术为主的集理论、实验、设计、生产为一体的综合性研究院，拥有 12 个研究所、100 余个科室，是我国唯一核武器研制生产单位，主要从事冲击波与爆轰物理，核物理、等离子体与激光技术，工程与材料科学，电子学与光电子学，计算机与计算数学等学科领域的研究及应用。

对于公司而言，合作开拓了一个空间广阔的新业务；对于北京久远而言，大量科研成果亟待产业化，积成电子产业化实力较强，找到了一个可靠的合作伙伴。

3. 智能电网业务稳定成长，智能表业务随价改面临高成长

(1) 智能电网: 总体看, 未来几年智能电网需求稳定增长, 但**配电自动化业务面临高成长**。公司是配电自动化及终端的主要供应商之一, 配电终端在国网第一次集中采购中位列第四, 柱上断路器、柱上负荷开关等一次设备产品首次进入南网招标体系, 我们**预计未来两年公司配电业务将拉动公司智能电网业务稳定增长**。

(2) 公共事业自动化: 公司拥有自主品牌的智能水表及智能燃气表, 其中, 智能水表已经打入 10 余个省会城市。我们预计, 智能燃气表有望获得 5 大燃气集团的入围资质。**目前, 水价改革、天然气价改尚未全国铺开, 2015 年燃气价改率先启动, 预计智能表未来几年将面临快速增长**。公司智能水表及系统、智能燃气表及系统均将随行业的快速增长而增长。

4. 盈利预测。不考虑并购业务, 预计公司 2014-2016 年净利润分别同比增长 21.11%、25.31%、25.16%, EPS 分别达到 0.36 元、0.46 元、0.57 元。**项目并购后, 预计公司利润将超过预期, 我们将待项目落地后视实际情况进行调整**。考虑到公司军工业务将提升估值, 给予 2015 年 30-35 倍市盈率, 公司合理估值区间为 13.80-16.10 元, 维持“增持”投资评级。

5. 主要不确定因素。电网投资低于预期的风险, 军工业务并购速度低于预期的风险。

表 1 积成电子盈利预测假设条件(万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入						
变电站自动化	10794.98	16042.06	18146.25	26832.89	32199.46	38639.36
电网调度自动化	13393.66	15017.80	15021.37	14762.79	15500.93	16275.97
配用电自动化	19192.63	33922.67	35973.55	36977.46	40675.21	44742.73
发电厂自动化	562.26	665.92	124.89	234.93	258.43	284.27
公共事业自动化	8949.20	11197.95	14112.77	19105.83	25792.88	34820.38
其他	5397.31	4542.34	3227.68	5180.10	5439.11	5711.06
合计	53653.30	81388.74	86606.51	103094.00	119866.00	140473.77
增长率						
变电站自动化	19.91%	48.61%	13.12%	47.87%	20.00%	20.00%
电网调度自动化	9.43%	12.13%	0.02%	-1.72%	5.00%	5.00%
配用电自动化	42.86%	76.75%	6.05%	2.79%	10.00%	10.00%
发电厂自动化	0.17%	18.44%	-81.25%	88.11%	10.00%	10.00%
公共事业自动化	0.00%	25.13%	26.03%	35.38%	35.00%	35.00%
其他	-26.88%	-15.84%	-28.94%	60.49%	5.00%	5.00%
合计	38.62%	51.69%	6.41%	19.04%	16.27%	17.19%
毛利率						
变电站自动化	36.92%	32.33%	32.28%	34.50%	34.50%	34.50%
电网调度自动化	35.49%	46.46%	43.55%	45.00%	45.00%	45.00%
配用电自动化	39.66%	26.96%	27.98%	30.00%	30.00%	30.00%
发电厂自动化	49.99%	63.05%	40.37%	40.00%	40.00%	40.00%
公共事业自动化	39.59%	41.45%	39.97%	37.00%	40.00%	40.00%
其他	7.52%	45.64%	50.87%	53.00%	50.00%	50.00%
合计	38.36%	34.95%	34.40%	35.79%	36.23%	36.29%
主营成本						
变电站自动化	6809.98	10854.94	12288.96	17575.54	21090.65	25308.78
电网调度自动化	8640.81	8040.52	8479.25	8119.53	8525.51	8951.78
配用电自动化	11581.11	24777.69	25909.56	25884.22	28472.65	31319.91
发电厂自动化	281.20	246.06	74.47	140.96	155.06	170.56
公共事业自动化	5406.64	6556.76	8471.39	12036.68	15475.73	20892.23
其他	4991.18	2469.24	1590.72	2434.65	2719.55	2855.53
合计	33074.18	52945.21	56814.35	66191.58	76439.14	89498.79

资料来源: 公司 2011-2013 年年报, 2014 年三季报, 海通证券研究所

表 2 积成电子损益表预测(万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	54784.97	83418.70	88577.89	105440.67	122594.45	143671.30
增长率(%)	38.82	52.27	6.18	19.04	16.27	17.19
营业成本	33335.64	53251.30	57662.82	67698.26	78179.08	91536.01
毛利率(%)	39.15	36.16	34.90	35.79	36.23	36.29
营业税金及附加	424.51	669.30	740.13	843.53	980.76	1149.37
销售费用	5533.91	7128.19	7061.79	8435.25	9807.56	11493.70
销售费用率(%)	10.10	8.55	7.97	8.00	8.00	8.00
管理费用	8562.86	11413.74	13785.17	15288.90	17163.22	19108.28
管理费用率(%)	15.63	13.68	15.56	14.50	14.00	13.30
财务费用	81.02	124.91	-18.16	-320.36	-683.32	-1314.56
资产减值损失	342.95	405.13	737.70	824.75	958.93	1123.79
期间费用	14177.78	18666.84	20828.80	23403.79	26287.46	29287.42
期间费用率(%)	25.88	22.38	23.51	22.20	21.44	20.39
投资净收益	87.81	119.61	252.82	328.66	427.26	555.44
营业利润	6591.89	10545.75	8861.25	12999.01	16615.48	21130.14
EBIT	8232.38	13405.47	13558.81	16286.94	20127.48	24732.16
增长率(%)	-	62.84	1.14	20.12	23.58	22.88
营业外收入净额	1559.47	2734.81	4715.72	3608.29	4195.31	4916.58
利润总额	8151.37	13280.56	13576.97	16607.30	20810.79	26046.73
增长率(%)	-	62.92	2.23	22.32	25.31	25.16
所得税	1223.95	1739.30	1234.67	2158.95	2705.40	3386.07
有效所得税率(%)	15.02	13.10	9.09	13.00	13.00	13.00
净利润	6927.42	11541.26	12342.30	14448.35	18105.39	22660.65
少数股东损益	603.25	1264.70	927.58	624.04	781.99	978.74
归属于母公司所有者净利润	6324.17	10276.56	11414.72	13824.31	17323.40	21681.91
增长率(%)	-	62.50	11.08	21.11	25.31	25.16
稀释 EPS(元)	0.17	0.27	0.30	0.36	0.46	0.57

注:每股收益按照最新股本 37889.6 万股计算。

资料来源:公司 2011-2013 年年报,2014 年三季报,海通证券研究所

相关报告:

- 积成电子(002339)2014年三季报点评-公共事业自动化业务进展较好,第三季度毛利率显著提升-增持,维持,20141029
- 积成电子(002339)2014半年报点评-增值税返还拉低业绩,用电信息采集、公用事业自动化势头良好,增持维持,20140828
- 积成电子(002339)2014年一季报点评:净利润下滑源于增值税退税下降,增持维持,20140428
- 积成电子(002339)2013年报点评:配网自动化高弹性品种,增持维持,20140328
- 积成电子(002339)深度报告:配电网自动化与智能表双轮驱动,增持维持,20131231
- 积成电子(002339)2013三季报点评:非经常损益带动第三季度业务同比大增,增持维持,20131028
- 积成电子(002339)2013半年报点评:不停前进,成功突破新能源发电自动化系统以及配网一次设备,增持维持,20130823
- 积成电子(002339)2013一季报点评:净利润大增缘于增值税退税同比增加,增持维持,20130422
- 积成电子(002339)2012年报点评:电网集中采购助推公司订单高增长,增持维持,20130410
- 积成电子(002339)深度报告:厚积薄发,以技术引领市场,增持维持,20130204
- 积成电子(002339)2011年三季报点评:稳扎稳打,符合预期,增持维持,20111026
- 积成电子(002339)2011半年报点评:整体稳定增长,公共事业自动化突出,增持首次,20110822

信息披露

分析师声明

牛 品：电力设备和新能源行业高级分析师
房 青：电力设备和新能源行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：置信电气、国电南瑞、国电南自、四方股份、积成电子、荣信股份、华光股份、杭锅股份、东方电气、上海电气、龙源技术、中国西电、平高电气、特变电工、合康变频、信质电机、新天科技、万马股份、泰豪科技、天壕节能、易世达、金卡股份、海陆重工、新时达、广电电气。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其它服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其它人，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。