

2010年06月04日

电力设备行业

积成电子 (002339)

评级: 增持

新能源与节能环保小组

樊恺郁 赵耿华

联系人: 禹洋

联系方式: 010-88086830-719

邮箱: yuyang@rxzq.com.cn

公司股价与大盘指数对比



近期相关报告一览: 无

## 提前募资扩产，积极备战智能电网Ⅱ期

### 投资要点

- **公司主营电力自动化，尤其在配电网自动化领域优势明显。**公司主营产品包括电网调度自动化、变电站自动化和配用电自动化，另外还有发电厂自动化以及节能信息系统等相关产品。电网调度自动化方面，公司在市场容量最大的地调和县调领域，市场占有率分别达到 30%和 20%；配用电自动化方面，公司在主站研发制造领域拥有绝对优势，是国内仅有的几家整套系统供应商之一，市场竞争优势明显。
- **智能电网进入全面建设时期，相关设备需求将集中爆发，行业进入高速发展阶段。**经历了 2009-2010 年的试点工作，智能电网从 2011 年开始步入了为期 5 年的全面建设阶段，通过特高压电网和城乡配电网的建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系。预计电网调度自动化每年的市场需求在 10 亿以上，变电站自动化每年的市场需求在 50-80 亿之间，配用电自动化每年的市场需求在 60 亿左右。积成电子通过此次数倍于原产能的大规模扩张，为应对下一阶段电力设备市场需求集中爆发做足了准备，有望实现市场占有率的进一步提高。
- **盈利预测与估值。**综合各方面分析，我们预计，2010-2012 年，公司净利润将分别达到 6,500 万元、9,100 万元、12,800 万元，增长率分别达到 47.73%、40.00%、40.66%。2010-2012 年，公司将实现每股收益为：0.76 元、1.06 元、1.49 元，对应 PE 分别为 53 倍、38 倍、27 倍，给予公司“**增持**”评级。

### 盈利预测与估值

| 财务科目       | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 274   | 303   | 402   | 553   | 762   |
| 同比增长 (%)   | 11    | 11    | 33    | 38    | 38    |
| 营业利润 (百万元) | 30    | 33    | 50    | 74    | 108   |
| 同比增长 (%)   | 9     | 10    | 52    | 48    | 46    |
| 净利润 (百万元)  | 37    | 44    | 65    | 91    | 128   |
| 同比增长 (%)   | 26    | 19    | 48    | 40    | 41    |
| 每股收益 (元)   | 0.43  | 0.51  | 0.76  | 1.06  | 1.49  |
| PE         | 93    | 79    | 53    | 38    | 27    |

## 正文目录

|                                                      |           |
|------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1、公司是一家主营电力自动化的民营高科技企业</b>                        | <b>5</b>  |
| 1.1 公司主营电力自动化产品                                      | 5         |
| 1.2 公司发展历程简介                                         | 7         |
| <b>2、智能电网发展前景广阔，但实施过程充满挑战</b>                        | <b>8</b>  |
| 2.1 智能电网总体规划已经明朗，行业市场空间巨大                            | 8         |
| 2.2 作为一项具有历史性难度的工程，其实施过程充满了种种挑战                      | 10        |
| 2.3 电力自动化行业基本上已经步入市场集中阶段                             | 10        |
| <b>3、公司配电自动化竞争优势明显，同时渐次布局节能产业</b>                    | <b>11</b> |
| 3.1 公司在配电自动化领域拥有领先优势                                 | 11        |
| 3.2 公司不断提升在电网调度自动化、变电站自动化等领域的竞争能力                    | 12        |
| 3.3 公司已经介入公用事业节能领域和企业节能信息系统                          | 12        |
| <b>4、募投项目的达产，在提升公司产品市场占有率的同时，会使得公司综合毛利率向行业平均水平回归</b> | <b>13</b> |
| 4.1 公司募投项目着力解决产能瓶颈和工期限制                              | 13        |
| 4.2 快速响应市场需求，将会进一步提升公司产品的市场占有率                       | 13        |
| 4.3 硬件产品比重的加大，将会使得产品综合毛利水平出现下滑                       | 14        |
| <b>5、盈利预测与估值</b>                                     | <b>15</b> |
| 5.1 核心假设                                             | 15        |
| 5.2 分项盈利预测                                           | 17        |
| 5.3 综合盈利预测                                           | 18        |
| <b>6、风险提示</b>                                        | <b>19</b> |

## 图表目录

图表 1 电力自动化产品在电力系统中的应用..... 5

图表 2 公司产品几乎涵盖了电力自动化所有领域..... 5

图表 3 调度自动化产品的系统结构图..... 6

图表 4 配电自动化产品的拓扑图..... 6

图表 5 公司主营业务呈现“三足鼎立”之势..... 7

图表 6 积成电子产品毛利与行业均值对比..... 14

图表 7 软件产品在公司业务收入中所占比重..... 15

## 表格目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 表格 1 电网调度自动化盈利预测.....       | 17 |
| 表格 2 变电站自动化盈利预测.....        | 17 |
| 表格 3 配用电自动化盈利预测.....        | 18 |
| 表格 4 未来三年公司业务综合预测.....      | 18 |
| 表格 5 积成电子（002339）盈利预测表..... | 19 |

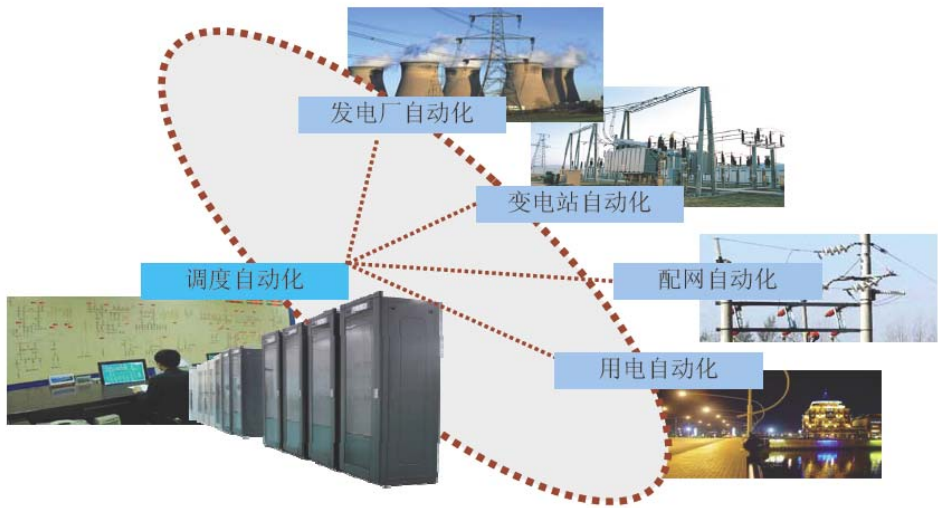
1、公司是一家主营电力自动化的民营高科技企业

1.1 公司主营电力自动化产品

**电力自动化行业概述。**电力系统可分为发电、输电、变电、配电和用电等五个环节。电力自动化是运用现代计算机技术、通信技术、信息处理技术、自动控制技术等对这五个环节进行监测、控制、保护及运行管理的行业，是现代电力工业不可或缺的重要组成部分，是电力系统的“大脑和神经”。

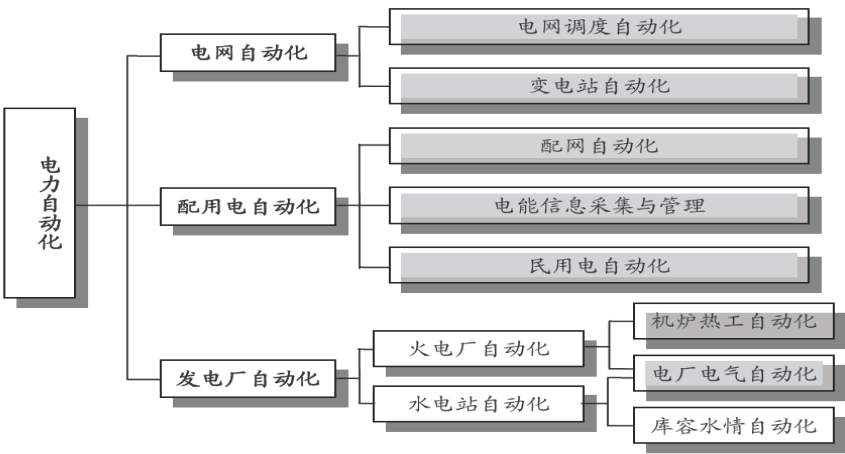
电力自动化可以分为电网自动化、配用电自动化和发电厂自动化，电网自动化主要应用于输电和变电环节，配用电自动化主要应用于配电和用电环节，发电厂自动化主要应用于发电环节。

图表 1 电力自动化产品在电力系统中的应用



资料来源：公司招股说明书、日信证券研发部

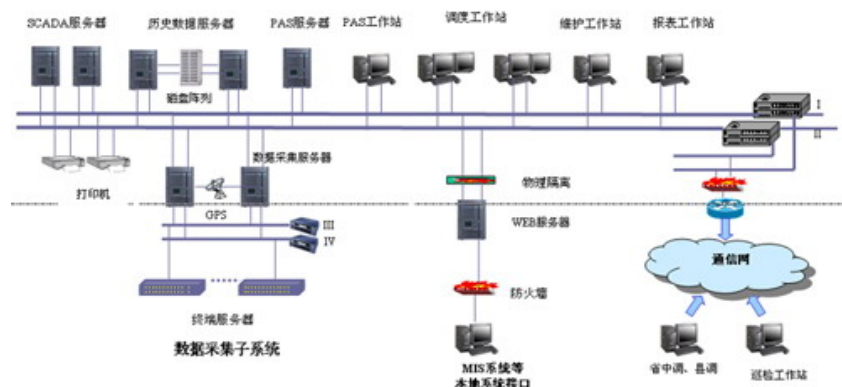
图表 2 公司产品几乎涵盖了电力自动化所有领域



资料来源：公司招股说明书、日信证券研发部

公司业务几乎覆盖了电力自动化领域的所有重点产品。公司是专业从事电力自动化设备和系统研发、生产、销售及服务的企业，属于电力二次设备制造行业（电子信息），主营业务包括电网自动化（含调度自动化、变电站自动化）、配用电自动化（含配网自动化、电能信息采集与管理）和发电厂自动化设备与系统产品的软硬件开发、生产和系统集成，几乎覆盖了电力自动化领域的所有重点产品。

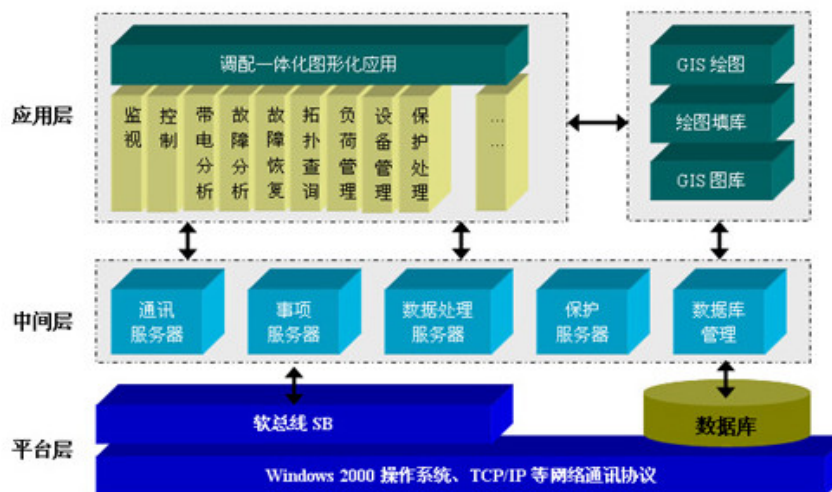
图表 3 调度自动化产品的系统结构图



[调度自动化系统结构图]

资料来源：公司网站、日信证券研发部

图表 4 配电自动化产品的拓扑图



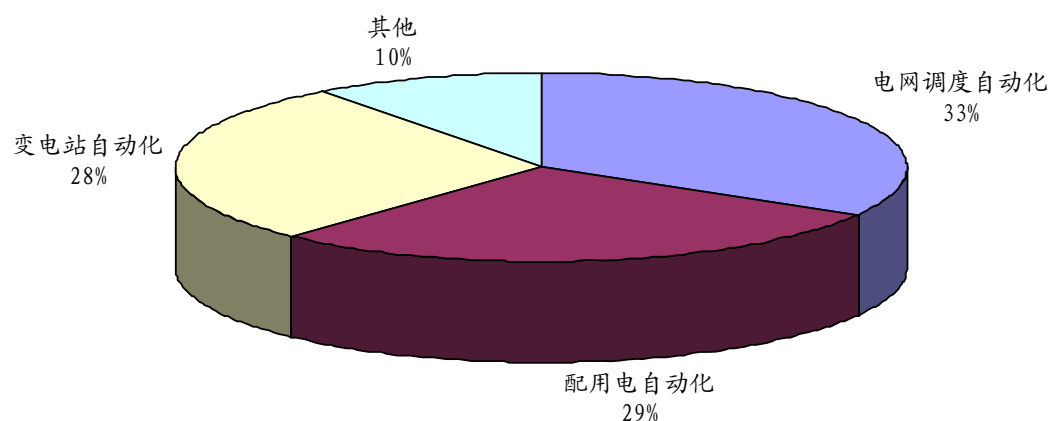
[产品拓扑图]

资料来源：公司网站、日信证券研发部

在公司主营业务中，电网调度自动化、变电站自动化和配用电自动化三分天下。公司主营电力自动化业务，主要产品为电网调度自动化、变电站自动化、配用电自动化和发电厂自动化。其中，电网调度自动化、变电站自动化和配用电自动化在公司营业收入中的比重差

别不大，基本都保持在 30%左右，分别为：33.23%、28.60%和 27.77%，形成了对公司业绩的有力支撑。

**图表 5 公司主营业务呈现“三足鼎立”之势**



资料来源：日信证券研发部

## 1.2 公司发展历程简介

1994 年 8 月，公司前身济南高新开发区积成电子系统实验所成立，注册资本 61.5 万元，由杨志强等 21 名自然人股东和山东大学威海分校电子系统实验所等 2 名法人股东共同出资建立。

2000 年 8 月，由山东鲁能控股公司、山东电力研究院、山东大学威海分校电子系统实验所及杨志强等 14 名自然人作为发起人，以济南高新开发区鲁能积成电子系统实验室 2000 年 6 月 30 日经评估的净资产作为基准，整体改制设立股份有限公司：山东鲁能积成电子股份有限公司。

2004 年 10 月，山东鲁能控股公司、山东电力研究院将其所持有的公司股份全部转让给公司原 14 名自然人股东，并更名为“山东积成电子股份有限公司”。

2007 年 6 月，公司增资扩股至 6400 万元，并更名为“积成电子股份有限公司”。

2010 年 1 月，公司在深圳交易所中小板成功地首次公开发行股票 2,200 万股，股票代码“002339”。发行后，公司总股本增加至 8,600 万股。

## 2、智能电网发展前景广阔，但实施过程充满挑战

### 2.1 智能电网总体规划已经明朗，行业市场空间巨大

电力自动化产品市场需求，主要来自于与电力相关的新建项目和技术改造工程，其中：新建项目指电力行业中新建发电厂、电网、变电站等以及其他行业中新建的配套电力设施；技术改造工程指电力行业及其他行业中因设备老化、技术落后、效率降低、毁损等原因，而需要进行的更换和升级。

**智能电网投资催生电力自动化行业巨大的市场空间。**“十五”以来，我国电力系统建设的投资规模呈不断加大的趋势，特别是电网建设的投资规模增速明显。“十一五”期间，电网投资又迎来新一轮高潮，国家电网公司和南方电网公司合计投资额在 12,500 亿元左右，是“十五”期间电网投资的 2.5 倍，其中电力自动化设备所占比例约为 5-8%。2008 年 11 月 5 日，国务院常务会议确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施以后，我国的电网投资又在“十一五”规划的基础上追加了 20%以上。2010 年，全球经济呈现复苏迹象，国家电网公司推出总投资近 2000 亿元（二次设备）的智能电网建设计划，提出 2020 年基本完成“坚强智能电网”建设的总目标，这将带动电力自动化产品需求快速增长。特别是作为“十一五”的最后一年，国家电网将进行建设投资 2274 亿元，南方电网固定资产投资也将达到 1042 亿元（其中 616 亿元用于加大城网改造和农网改造升级）。

目前，国家电网公司已经确立了智能电网三步走的原则，第一个时间段是 2009 年~2010 年，这个阶段被称为规划试点阶段，重点开展坚强智能电网发展规划工作，制定技术和管理标准，开展关键技术研发和设备研制，开展各环节的试点工作。2011 年~2015 年是全面建设阶段，加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用。2016 年~2020 年为引领提升阶段，全面建成统一的坚强智能电网，技术和装备全面达到国际先进水平。

智能电网投资主要集中在六大领域：发电、输电、变电、配电、用电以及电网调度。发电领域投资重点是风电、光伏并网以及储能项目；输电领域投资重点是安全监控；变电领域投资重点是智能化变电站；配电领域投资重点是储能技术、电动汽车充电和配电自动化；用电领域投资重点是智能电表和用电信息采集系统；调度领域投资重点是一体化智能调度体系。电力自动化行业作为电网建设的重要组成部分，必将受益于智能电网建设带来的历史性发展机遇。

**电网调度自动化（地调+县调）的年均新增市场在 10 亿元以上。**电网调度自动化产品是应用于各级电力调度部门的自动化系统产品，该产品用自动化的技术手段协助调度人员对电网进行运行管理，保证电网安全、稳定和经济运行。“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。电网调度系统的生命周期均在 5-10 年，目前各级电网调度自动化系统都面临大规模的升级换代，其中地调系统约有 200 多家，县调系统 1,000 余家，每年投资规模为 10-15 亿元。

**变电站自动化系统的年均投资规模大约 50-80 亿元。**变电站自动化系统是利用计算机技术、现代电子技术、网络技术、通信技术和系统集成等技术实现对变电站全部设备的运行情况执行监视、测量、控制和协调的一种综合性的自动化系统。它具有继电保护、控制测量、故障录波、自动安全控制、远程及后台监控等功能。据不完全统计，目前全国 35kV 及以上电压等级变电站约有 20,000 余座，其中只有近一半实现了自动化；35kV 电压等级以下的各类配电变电站数量众多，自动化程度还较低，自动化系统存在较大的更新换代需求；同时，每年近千座新建变电站投入电网运行，新建变电站基本上都将采用自动化系统。据此测算，预计未来几年变电站自动化市场每年的投资规模将保持在 50-80 亿元。除此之外，根据行业内经验分析，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%，未来几年这部分市场的投资规模将达到 20-32 亿元。

**配网自动化建设的年均投资规模在 40 亿元以上。**配网自动化产品是应用于供电企业的配电生产管理的自动化系统产品，用自动化和信息化的技术手段协助配电生产人员对配电网进行运行管理，保证供电质量。电力系统除了输电网络外，还需要通过配电网络送到千家万户，配电网的运行状况直接决定了用户最终用电的质量，如供电的可靠性（停电时间的长短）、电压质量（电压波动范围）等。国外配网自动化发展较快，其中，日本有 58%、德国 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。从 2005 年到 2010 年的 6 年间，配电自动化市场的复合增长率保持在 40% 左右。随着进入智能电网建设的第二阶段，配电网建设将进入快速推行阶段，预计年均市场容量将超过 40 亿元。

**电能信息采集与管理系统的年均投资大约为 15-20 亿元。**电能信息采集与管理系统产品通过对电网各种关键节点的远程数据采集，将各类电能数据集中到系统主站，实时监控电能产生、传输到使用的整个过程，实现电能数据自动采集、电能质量监测、计量异常监测、用电分析和等功能。通过对数据的统计、分析和挖掘，为电力系统运营分析、降低损耗、营销决策、需求侧管理等提供依据。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；电表载波表的投资金额约 270 亿元。保守估计，未来几年内，电能信息采集与管理系统的年均投资大约为 15-20 亿元。

**发电厂自动化系统的年均新增市场大约为 12-18 亿元。**电能信息采集与管理系统产品通过对电网各种关键节点的远程数据采集，将各类电能数据集中到系统主站，实时监控电能产生、传输到使用的整个过程，实现电能数据自动采集、电能质量监测、计量异常监测、用电分析和等功能。通过对数据的统计、分析和挖掘，为电力发电厂用电力自动化系统利用现代电子、通信、计算机等信息技术，将发电厂的电气部分实现自动化，实现与发电厂 DCS 系统的信息交换连接。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几年的每年投资规模约 12-18 亿元。

## 2.2 作为一项具有历史性难度的工程，其实施过程充满了种种挑战

**智能电网建设面临许多技术难关。**智能电网建设作为一项历史性的浩大工程，没有经验可以借鉴。即便在当今世界发达国家中，对于智能电网的概念还处于形成阶段，更别说是实施了。无论是日本、欧美，还是美国，都结合自身特点，努力在智能电网建设方面探索出一套自己的理论。我国在智能电网建设方面，走在了世界前列，提出了“坚强智能电网”的全新概念，技术含量很高，对相关技术和产品的功能、性能和服务上也提出了较高要求，需要各方面去攻破一个个难关。

**买方垄断造成了诸多系统性风险。**电力自动化产品作为智能电网建设的重要组成部分，行业发展深受智能电网建设的影响。目前，我国的智能电网建设主要由国网一家公司推进，基本上处于垄断经营状况，而供货商的生产经营基本上都处于被动状态。因此，国网公司经营计划上任何一个关键环节的推迟或者改变，都将会影响到整个行业的发展速度和经营状况。

**产品的个性化需求和服务性需求较高。**在我国，诸多电力自动化产品由各地电力公司自行采购，但由于国内各电力企业管理模式不尽相同，没有统一的标准，造成需求的个性化程度较高，产品和服务具有“定制”的特征。同时，由于电力企业业务需求不断变化，在已投运的产品中也需要不断增加新功能和升级改造，因此，对供应商长期提供服务的要求较高。

## 2.3 电力自动化行业基本上已经步入市场集中阶段

电力系统是一个规模巨大的、高度复杂的系统，相关的电力自动化系统也是高度复杂的系统。在我国，电力自动化行业经历了从依赖进口到国产化为主要的过程。在二十世纪九十年代之前，我国重要电力设备及其自动化系统主要依赖进口，从九十年代开始，我国对电力自动化行业采取“国产化”策略，我国科研院所自主研发的电力自动化技术相继推出，具有自主知识产权的电力自动化设备也随之开发成功，国内的电力自动化企业得到较快发展，产品品种逐渐丰富、服务质量不断提升、生产规模逐步扩张，电力自动化行业逐步进入国产化时代。但是，由于电力自动化行业是一个技术壁垒较高的行业，涉及的技术领域广泛，是计算机技术、通信技术、电力传输技术等综合运用。因此，能够进入这一领域的企业需要具备较强的技术研发能力，这也客观上限制了该行业的企业数量。目前，行业内具有影响力的企业主要有：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。

**作为电力自动化系统中最复杂、技术要求最高的核心部分，进入电网调度自动化领域的企业极少。**在电网调度自动化领域，电网调度机构分为五级，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），供应商是北京科东；跨省、自治区、直辖市电网调度机构（简称网调），省、自治区、直辖市电网调度机构（简称省调），网调、省调的供应商是国电南瑞、北京科东、积成电子以及一些国外著名厂商，其中国电南瑞占有较大份额；省辖市级电网调度机构（简称地调），供应商主要是国电南瑞、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%；县级电网调度机构（简称县调），其中积成电子

的市场占有率近 20%。

**变电站自动化领域低端竞争激烈，高端竞争不多。**在变电站自动化领域，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。在变电站自动化领域，公司产品集中于 35-110KV 的范围，在该领域全国市场份额接近 10%，在全行业排名 5-6 位。

**配用电自动化领域，从主站到终端的整体方案供应商数量不多。**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。

**金智科技和北京四方在发电厂自动化领域拥有领先优势。**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。

### 3、公司配电自动化竞争优势明显，同时渐次布局节能产业

#### 3.1 公司在配电自动化领域拥有领先优势

**配电自动化投资空间巨大。**配电网作为输配电系统的最后一个环节，其实现自动化的程度与供用电的质量和可靠性密切相关。配电网自动化是提高供电可靠性和供电质量、扩大供电能力、实现配电网高效经济运行的重要手段，也是实现智能电网的重要基础之一。随着国内电网建设的持续加大，相关二次设备厂商将迎来高速发展机遇期，预计未来十年内，每年用于智能化投资的数额将达到 350 亿元。

过去一些年，我国在电网建设方面“重输轻配”，配电网自动化建设滞后于调度自动化和变电站自动化建设，国内城市配网馈线自动化率不足 10%，相对国外发达国家 50%左右的自动化率水平（日本 58%、德国 56%、韩国 45%），还处在起步阶段。而要实现坚强智能电网的真正效能，就必须大力发展配电网自动化以及配用电终端和信息采集系统。配用电自动化建设将贯穿智能电网发展的始终，行业所面临的市场空间极其广阔，年均新增市场需求在 40 亿元以上。

**积成电子是我国最早介入配电网自动化领域的企业之一。**我国开始配电网自动化起步不过十多年，是从上世纪九十年代后期开始开展配电网自动化的试点建设。也正是那个时候，积成电子开始持续投入力量进行配电网自动化技术的研究和推广应用，在十多年的探索和试点实践过程中，积累了大量成功实施、实用化运行的项目经验，在配网调度和配电生产运行中发挥了积极的作用。

积成电子配电网自动化技术优势明显，在南方电网招标中独占深圳、广州两个重要市场。公司配电网自动化技术优势突出，在主站制造方面拥有绝对的竞争优势，是国内仅有的几家能够提供整套解决方案的供应商之一。在参与电网公司竞标中，公司体现出了较强的综合竞争实力。此前，在南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。

### 3.2 公司不断提升在电网调度自动化、变电站自动化等领域的竞争能力

**产品市场空间巨大。**据预测，未来几年内，电网调度自动化市场每年的新增容量在 10 亿元以上，变电站自动化市场每年的新增容量大约为 50-80 亿元，市场空间巨大。

**公司产能受限。**公司披露的经营信息显示：2008 年，公司电网调度自动化产品的产能为 220 套，实现产销量 189 套，产能利用率为 86%；变电站自动化产品的产能为 450 套，实现产销量 476 套，产能利用率为 106%。

**募集资金进行产能扩张。**通过公开发行股票 2,200 万股，公司募集资金 5 亿多元，分别投资于电网调度自动化项目，新增产能为县调系统 230 套/年；投资于变电站自动化项目，计划新增产能 1500 套/年。项目达产后，公司电网调度自动化产品的扩产率将达到 205%，变电站自动化产品的扩产率将达到 433%，这将极大提升公司对市场的影响力，进而提升公司产品的市场占有率。

### 3.3 公司已经介入公用事业节能领域和企业节能信息系统

**公司开发出国内领先的直读式自动抄表系统，通过嵌入电表、水表和燃气表实现了行业自动化变革。**在节能减排已经成为我国基本国策的背景下，如何实现对能源使用信息的精确度量，是实施节能减排的根本保证。公司立足自身既有的“过程监测”核心技术，开发出国内领先的直读式自动抄表系统，将之广泛应用于电表、水表和燃气表等公用事业领域，实现了行业的自动化变革。目前，公司已经与三川水表在智能水表领域进行深度合作。

**公司与政府开展合作，开发出可以实时申报的企业能源监控系统。**面对我国政府承诺的“十一五”减排目标和 2020 年减排目标，各地政府和企业所面临的节能减排压力很大。对于政府而言，需要深入了解辖区内能耗的主要特点，以便重点开展整治工作；对于企业而言，需要详细掌握企业内部的能耗分布，包括时间分布和空间分布。基于这样的考虑，积成电子开发出了企业能源监控系统，既可以实现对于企业内部各项能耗的实时掌握，也可以实现企业信息与政府平台的联网，为各个主体顺利推进节能减排工作提供了重要的决策依据。

## 4、募投项目的达产，在提升公司产品市场占有率的同时，会使得公司综合毛利率向行业平均水平回归

### 4.1 公司募投项目着力解决产能瓶颈和工期限制

**市场巨大和产能限制成为一对矛盾。**如前所述，面对广阔的市场空间，公司既有产能限制对公司未来发展形成了极大制约：2008年，公司电网调度自动化产品的产能为220套，实现产销量189套，产能利用率为86%；变电站自动化产品的产能为450套，实现产销量476套，产能利用率为106%；电能信息采集与管理主站产能30套，实现产销量18套，产能利用率为60%；电能信息采集终端13,500台，实现产销量14,847台，产能利用率为110%。考虑到行业的未来发展，以及市场的可能性集中释放，公司扩大产能是占领未来竞争先机的必由之路。

**交货期限趋于严格。**由于电力自动化产品设备多由各地电力部门自行购买，行业产品供应上缺乏统一安排，而且交货多数集中在第四季度。过去的交货时间一般为2-3个月，现在由于各地工程进度的加快推进，交货时间缩短为1个月。

**增加硬件配套产品的生产供应，立足提供整体解决方案。**之前，公司侧重提供软件产品，硬件多由其他公司生产配套。随着客户工程要求的不断提高，一整套软硬件齐全的产品将成为最佳选择，在项目投标中也占据优势。为此，公司逐步增加硬件生产投资，努力实现产品的一体化经营，以期在产品市场竞争中取得先机。

**公司募投项目内容。**变电站自动化：新增产能为1500套/年，市场均价为15万/套。电网调度：新增产能为县调系统230套/年，市场均价为50万/套。电能信息采集与管理系统：新增电能信息采集与管理主站产能为50套/年，电能信息采集终端为5万台/年。项目进度：从募集资金到位开始启动项目建设，工程建设期为12个月，生产期为9年，其中第一年达产70%，第二年达产100%。

### 4.2 快速响应市场需求，将会进一步提升公司产品的市场占有率

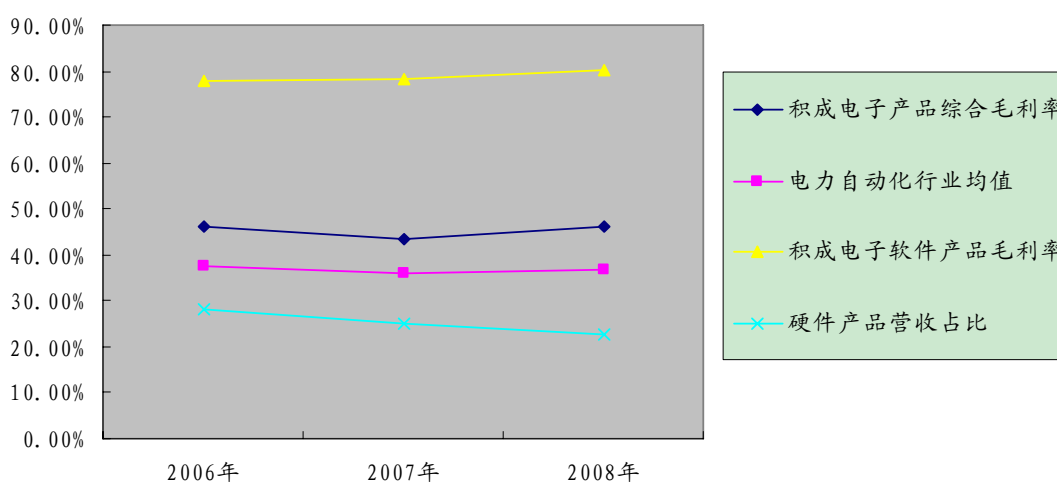
**增加硬件配套产品供应有利于参与市场竞争。**面对客户不断严格的产品需求，公司由“注重提供软件产品”逐步发展到“提供软硬件兼备的整套产品”，减少对外部硬件配套厂商的依赖，增强了公司生产计划安排的主动性，提升了自身对市场的快速反应能力，更有利于参与市场竞争。

**产能提升有利于扩大市场占有率。**通过此次募投项目，公司实现了自身产能的迅速扩张，提高了公司产品在市场上的影响力，有利于公司在智能电网建设的浪潮中占有更大市场份额。

#### 4.3 硬件产品比重的加大，将会使得产品综合毛利水平出现下滑

软件产品毛利较高是公司产品综合毛利率高于行业平均水平的重要原因。从2006年到2008年，公司产品综合毛利率保持在44%左右，高于行业平均值大约8个百分点。主要原因是公司所生产的软件产品多为自主类软件产品，毛利率保持在80%左右的高位，软件产品毛利贡献占公司毛利总额的60%以上。2008年，软件产品毛利占整体毛利比例已达71.05%，相当于硬件产品毛利占整体毛利比例的2.45倍。

图表 6 积成电子产品毛利与行业均值对比

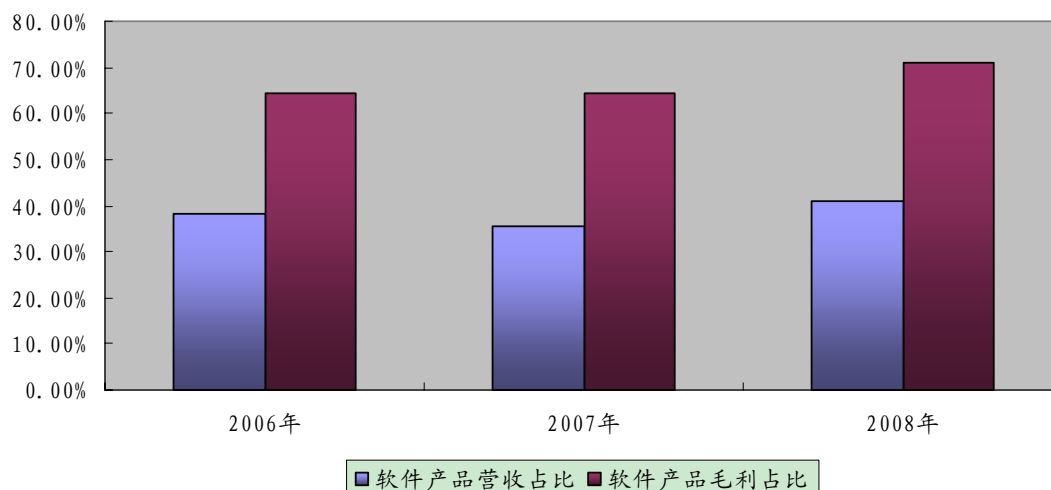


资料来源：日信证券研发部

**公司流动资金紧张是公司发展硬件产品的瓶颈。**之前，由于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。

**增加硬件产品供应将降低公司产品综合毛利水平。**从公司长远发展来看，虽然硬件产品毛利率相对较低，但能够给公司带来绝对利润的增加，而且有助于公司参与投标和市场竞争。因此，在流动资金充足的前提下，公司应该适当发展配套的硬件产品生产供应，提高公司产品的综合竞争力，进而扩大市场占有率。但是，此举将使得公司产品收入构成中硬件收入比例提高，同时也增加了公司的营业成本，最终造成公司综合毛利率出现下滑，向行业平均水平靠拢。比如，在2007年，公司硬件产品营业收入增速高达49.16%，远高于软件产品32.73%的增速，使得硬件产品在主营收入中的比重从60.6%提高到63.35%，从而导致公司产品综合毛利率从46.36%下降到43.43%，下滑了将近3个百分点。

图表 7 软件产品在公司业务收入中所占比重



资料来源：日信证券研发部

## 5、盈利预测与估值

### 5.1 核心假设

**智能电网规划有效推进，行业市场需求客观存在。**根据我国的智能电网规划，2010 年作为“十一五”的最后一年，国家电网将投资 2274 亿元，南方电网固定资产投资也将达到 1042 亿元（其中 616 亿元用于加大城网改造和农网改造升级）。2011 年~2015 年是全面建设阶段，加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用。据估算，配用电自动化每年的市场规模大约在 60 亿元左右，电网调度（地调/县调）自动化产品每年的市场规模在 10 亿元以上，变电站自动化产品每年的市场规模大约在 50-80 亿元之间，这将为公司提供广阔的市场扩展空间。

**募投项目进展顺利，产能提前释放。**根据募投项目规划，公司募投项目从资金到位日开始实施，建设期为 12 个月。其中，变电站自动化新增产能为 1500 套/年，电网调度新增产能为县调系统 230 套/年，新增电能信息采集与管理主站产能为 50 套/年，电能信息采集终端为 5 万台/年。根据计划，预计第一年达产 70%，第二年达产 100%。按照公司披露的信息推断，考虑到项目各项工作交叉进行以及公司在该行业的丰富经验积累，我们估计项目进度可能会有所提前：2010 年在小批量试产的基础上，部分产品将批量性达产；2011 年将实现基本达产。

原材料价格相对稳定，但硬件采购品种的增加和固定资产折旧的增加将会使公司产品的营业成本率向行业均值靠拢。公司产品营业成本主要包括直接材料、直接人工、制造费用和其他直接费，其中直接材料占营业成本的比重比较大，近几年平均占营业成本比例在 87% 左右。公司产品生产使用的主要原材料包括计算机设备、网络设备、软件、集成电路、继电器、机箱、机柜等，生产供应商之间竞争充分，公司所需的原材料基本上都能从国内得到数量充足、价格平稳的供应。

从 2006 年起，公司产品的营业成本率一直保持在 55% 左右，远低于同行业将近 70% 的营业成本率，主要原因是由于公司低毛利的硬件产品较少，硬件成本较低导致。同时，公司自身固定资产较少，固定资产净值占总资产的比重还不到行业均值的 1/4，固定资产折旧也远远低于行业均值。本次募集资金项目完成后，将新增固定资产约 5,770.57 万元，按照目前的折旧政策(预计净残值率为 0%，房屋建筑物折旧年限为 20 年，机器设备折旧年限为 10 年，按年限平均法计提折旧)，项目完成后预计每年新增固定资产折旧费 508.58 万元，这将会使公司产品的营业成本率提高 1-2 个百分点。

此后，随着公司硬件产品比重的逐步提高，以及公司产品结构与行业整体产品结构的趋同，公司产品的营业成本率也会逐渐与行业均值趋同。

期间费用率随公司经营规模扩大有所回落。从费用的情况来看，投资前费用率保持在 33% 左右，其中销售费用率保持在 14% 左右，管理费用率保持在 16% 左右，财务费用率保持在 2.4% 左右。

销售费用方面，约有 60% 是变动费用，随着业务量的增长一般会同比例增长，而其余 40% 费用属于固定费用，增长率会远远低于业务量的增长。因此，预计未来的销售费用率保持在 12%-15% 之间，随着销售规模的迅速扩大会有小幅回落。

管理费用方面，由于目前公司在管理体系的建设上已经比较完善和健全，规模效益的作用使得需要追加的管理费用投入不会与业务同比增长。通过控制公司预算，可以将管理费用率控制在 11%-16% 之间，且随着营业收入的增加逐步回落。

财务费用方面，通过募集资金，大大缓解了公司资金的紧张局面，间接融资比例会有所降低，财务费用负担减轻；同时，公司近年不断加强对应收账款的管理，严格控制销售信用管理，通过各种措施加大销售回款的力度，降低应收账款余额水平，杜绝呆账坏账的发生。此外，公司尽可能利用商业信用融资，缩小资金供需差，近几年的财务费用占收入比例一直是呈下降趋势，综合考虑上述因素，募集资金投入后的财务费用率可以保持在 1% 左右水平。

增值税退税和企业所得税优惠具有可持续性。公司作为软件企业，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，对增值税实际税负超过 3% 的部分实行即征即退政策。所退税款由企业用于研究开发软件产品和扩大再生产，不作为企业所得税应税收入，不予征收企业所得税。另外，2008 年公司被认定为国家高新技术企业，2008、2009、2010 年度适用 15% 的企业所得税税率。

考虑到当前国家政策在鼓励自主创新方面的力度,公司作为自主创新特色明显的高科技企业,将会继续享受税收优惠。

## 5.2 分项盈利预测

**电网调度自动化。**根据前面估算,电网调度(地调/县调)自动化产品每年的市场规模在 10 亿元以上。公司作为业内主要厂商,在地区电网调度领域的市场占有率近 30%,县级电网调度领域的市场占有率近 20%。在电网建设中,县调市场规模最大,随着公司新增 230 套县调系统的达产,公司该系列产品销售将会取得快速发展。

预计 2010-2012 年,公司电网调度自动化的销售收入将分别达到 110.00 百万元、140.00 百万元、210.00 百万元,增长率分别达到 9.39%、27.27%、50.00%。在公司主营业务收入中的比重有所下降,分别为 27.65%、25.55%、27.85%。伴随公司产品结构的调整,产品毛利率有所下滑,分别为: 42.00%、41.00%、40.00%。

**表格 1 电网调度自动化盈利预测**

| 年份           | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------------|--------|--------|--------|
| 销售收入(百万元)    | 110.00 | 140.00 | 210.00 |
| YOY (%)      | 9.39   | 27.27  | 50.00  |
| 占主营收入的比重 (%) | 27.65  | 25.55  | 27.85  |
| 销售成本(百万元)    | 63.80  | 82.60  | 126.00 |
| 毛利率 (%)      | 42.00  | 41.00  | 40.00  |

资料来源: 日信证券研发部

**变电站自动化。**根据此前测算,变电站自动化产品每年的市场规模大约在 50-80 亿元之间,市场空间巨大。在 2010 年,输变电设备的市场需求仍然保持较高增速,变电站的市场空间也在不断加大。随着公司在变电站领域加大投资力度,新增产能 1500 套/年,将更有利于公司参与市场竞争。

**表格 2 变电站自动化盈利预测**

| 年份           | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------------|--------|--------|--------|
| 销售收入(百万元)    | 126.00 | 165.00 | 214.50 |
| YOY (%)      | 49.94  | 30.95  | 30.00  |
| 占主营收入的比重 (%) | 31.67  | 30.11  | 28.45  |
| 销售成本(百万元)    | 63.80  | 82.60  | 126.00 |
| 毛利率 (%)      | 40.00  | 38.00  | 36.00  |

资料来源: 日信证券研发部

预计 2010-2012 年,公司变电站自动化产品的销售收入将分别达到 126.00 百万元、

165.00 百万元、214.50 百万元，增长率分别达到 49.94%、30.95%、30.00%。在公司主营业务收入中的比重有所上升，分别为 31.67%、30.11%、28.45%。伴随公司产品结构的调整 and 市场的激烈竞争，产品毛利率有所下滑，分别为：40.00%、38.00%、36.00%。

**配用电自动化。**根据前面估算，配用电自动化每年的市场规模大约在 60 亿元左右。该市场领域中，公司主站建造优势明显，同时也在加强终端研发生产。预计公司在国家电网后续的试点推进过程中，将会以技术和品牌优势占据领先平均水平的市场份额。

预计 2010-2012 年，公司配用电自动化的销售收入将分别达到 129.83 百万元、207.72 百万元、290.81 百万元，增长率分别达到 50.00%、60.00%、40.00%。在公司主营业务收入中的比重有所上升，分别为 32.63%、37.91%、38.57%。随着公司终端产品的大量投产销售，产品毛利率有所下滑，分别为：44.00%、42.00%、40.00%。

**表格 3 配用电自动化盈利预测**

| 年份          | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|
| 销售收入（百万元）   | 129.83 | 207.72 | 290.81 |
| YOY（%）      | 50.00  | 60.00  | 40.00  |
| 占主营收入的比重（%） | 32.63  | 37.91  | 38.57  |
| 销售成本（百万元）   | 72.70  | 120.48 | 174.49 |
| 毛利率（%）      | 44.00  | 42.00  | 40.00  |

资料来源：日信证券研发部

### 5.3 综合盈利预测

综上，我们预计：2010-2012 年，公司主营业务收入将分别达到 401.81 百万元、553.40 百万元、761.57 百万元，增长率分别达到 32.79%、37.73%、37.62%。同时，由于硬件产品的逐渐投产，其在公司主营业务收入中的比例也会不断上升，从而使得公司综合毛利率出现下滑，逐渐向 40%以下的行业平均水平靠拢。

**表格 4 未来三年公司业务综合预测**

| 年份        | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 401.81 | 553.40 | 761.57 |
| YOY（%）    | 32.79  | 37.73  | 37.62  |
| 营业成本（百万元） | 231.40 | 326.64 | 461.19 |
| 综合毛利率（%）  | 42.41  | 40.98  | 39.44  |

资料来源：日信证券研发部

**表格 5 积成电子（002339）盈利预测表**

| 单位：百万元        | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入         | 274   | 303   | 402   | 553   | 762   |
| 营业总成本         | 245   | 270   | 352   | 480   | 653   |
| 营业成本          | 148   | 170   | 231   | 327   | 461   |
| 营业税金及附加       | 3     | 2     | 3     | 4     | 6     |
| 销售费用          | 37    | 39    | 56    | 72    | 91    |
| 管理费用          | 48    | 52    | 64    | 77    | 91    |
| 财务费用          | 7     | 6     | -5    | -3    | 0     |
| 资产减值损失        | 2     | 1     | 2     | 3     | 4     |
| 公允价值变动净收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润          | 30    | 33    | 50    | 74    | 108   |
| 加：营业外收入       | 12    | 18    | 23    | 32    | 44    |
| 减：营业外支出       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额          | 41    | 50    | 73    | 106   | 153   |
| 减：所得税         | 4     | 5     | 6     | 12    | 20    |
| 净利润           | 37    | 45    | 67    | 94    | 132   |
| 减：少数股东损益      | 0     | 1     | 2     | 3     | 4     |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 37    | 44    | 65    | 91    | 128   |
| 全面摊薄 EPS (元)  | 0.43  | 0.51  | 0.76  | 1.06  | 1.49  |
| PE (倍)        | 93    | 79    | 53    | 38    | 27    |

资料来源：日信证券研发部

**公司估值。**2010-2012 年，公司净利润将分别达到 6,500 万元、9,100 万元、12,800 万元，增长率分别达到 47.73%、40.00%、40.66%。2010-2012 年，公司将实现每股收益为：0.76 元、1.06 元、1.49 元，对应 PE 分别为 53 倍、38 倍、27 倍，给予公司“**增持**”评级。

## 6、风险提示

**第一，市场风险。**由于公司所处的电力自动化行业发展主要受电网投资推动，国家电网的投资规划执行和智能电网推进将决定行业的发展空间和发展速度。在计划实施过程中，任何一个关键环节的推迟和变故都将影响公司经营规划和生产状况。

**第二，技术风险。**公司处于一个技术密集型产业，软件开发对核心技术人员依赖度高，如果核心技术人员流失、关键技术失密，将对公司的生产经营和发展造成不利影响。因此，公司存在核心技术人员流失、核心技术失密的风险。

## 投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。