

电气设备

报告原因：半年报

2011 年 8 月 21 日

市场数据：2011 年 8 月 21 日

总股本/流通股本(亿股)	0.8/0.49
收盘价(元)	22.86
流通市值(亿元)	18.74

基础数据：2011 年 6 月 30 日

资产负债率	20.25%
毛利率	44.22%
净资产收益率(摊薄)	1.41%

相关研究

《积成电子(002339)调研报告—配网自动化、数字化变电站及智能水表步入高速增长通道》

《积成电子_002339_—推迟交货影响公司收入增速，全年增速仍值得期待》

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760209090154

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

积成电子 (002339)

增持

配电自动化、智能电表有望快速增长

维持

公司研究/公告点评

投资要点：

① **交货推迟，业绩低于预期。**上半年公司实现营业收入 15611.04 万元，同比增长 18.34%；实现归属于母公司所有者的净利润 1131.44 万元，同比增长 46.83%。净利润大幅增长主要由于去年利润进行了追溯调整。不考虑会计政策调整，公司 2011 年上半年较 2010 年同期归属母公司净利润同比降低 2.07%，主要由于公司毛利率较比上年同期略有降低。公司收入增长低于预期，主要由于公司部分合同签订较晚，收入尚未确认。

（根据财政部的规定，公司 2010 年度审计时已将与公开发行股票相关的广告费、路演费等费用调整计入当期损益，调整后 2010 年上半年实现归属于母公司所有者的净利润 770.55 万元。）

② **配电自动化快速增长，竞争优势明显：**公司电能信息采集系统及电能采集终端销售继续保持良好增长势头，配用电自动化业务收入较去年同期增长 32.22%。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%，目前国外配网自动化的比例达到 60%-70%，国内才刚开始试点，未来市场空间广阔。

③ **智能水表前景广阔，未来贡献可观利润：**青岛积成上半年实现收入 2729.9 万元，同比增长 171.56%；实现净利润 477.934 万元，同比增长 365.37%。智能水表将是公司重要的利润来源之一，发展前途广阔。此外公司在燃气、供热等领域未来也可能有类似于智能水表的成长路径。

④ **变电站自动化和电网调度自动化业务由于合同签订较晚。**变电站自动化和电网调度自动化业务收入出现下降，原因是报告期内变电站自动化产品和电网调度自动化产品合同签订较晚，造成项目实施及验收工作有所推迟，预计全年将实现一定增长。

⑤ **投资建议：**我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.80、1.09 元，对应目前 PE 水平分别为 29 倍和 21 倍，考虑到配网自动化以及变电站自动化未来 5-10 年内进入投资高峰期，智能水表面临良好市场前景，从估值上看公司较其他二次设备企业具备较大的估值优势，综合考虑给与“增持”的投资评级。

⑥ **投资风险：**国网垄断经营对公司订单造成不利影响；配网自动化推广低于预期；智能水表等公用事业管理项目推广低于预期；公司目前享受高新技术软件开发企业的各种税收优惠政策有赖于国家税收政策；股权较为分散带来的管理风险。



表 1：盈利预测假设（单位：万元）

	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E
营业收入				
电网调度自动化(万元)	10055.73	12,239.92	12239.92	12239.92
配用电自动化(万元)	8655.15	13,434.14	18807.80	26330.91
变电站自动化(万元)	8403.39	9,002.73	9002.73	10803.28
发电厂自动化(万元)	512.78	561.28	561.28	561.28
公用事业自动化(万元)	0.00	0.00	6,168.38	6,168.38
其他(万元)	0.00	7,380.96	7380.96	8857.15
毛利率				
电网调度自动化(%)	42.50%	38.46%	40.00%	40.00%
配用电自动化(%)	46.13%	43.07%	46.00%	46.00%
变电站自动化(%)	40.92%	36.57%	45.00%	45.00%
发电厂自动化(%)	43.04%	49.85%	52.00%	52.00%
公用事业自动化(%)	—	—	36.00%	40.00%
其他(%)	—	23.94%	8%	10%
增速				
电网调度自动化(%)	6.62%	22%	0%	0%
配用电自动化(%)	4.47%	55%	40%	40%
变电站自动化(%)	10.98%	7%	0%	20%
发电厂自动化(%)	5.96%	9%	0%	0%
公用事业自动化(%)	—	—	—	100%
其他(%)	—	—	0%	20%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测（单位：万元）

	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E
营业收入	30258.11	39464.95	54161.07	64960.92
营业成本	16966.92	23142.09	33549.13	39513.68
营业税金及附加	231.50	283.82	368.97	442.76
销售费用	3856.10	5358.62	6000.00	7200.00
管理费用	5205.79	6584.82	8000.00	9600.00
财务费用	570.19	(528.53)	200.00	400.00
资产减值损失	140.38	399.17	0.00	0.00
投资收益	0.00	19.31	200.00	250.00
营业利润	3287.23	4244.26	6242.97	8054.48
营业外收入	1767.07	2046.97	2456.36	2947.64
营业外支出	11.87	18.79	0.00	0.00
利润总额	5042.43	6272.45	8699.34	11002.12
所得税	495.75	559.46	849.93	1075.21



净利润	4546.68	5712.98	7849.40	9926.91
少数股东损益	139.02	252.65	400.00	550.00
归属母公司净利润	4407.67	5460.33	7449.40	9376.91
基本每股收益(元)	0.51	0.65	0.80	1.09

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。