

积成电子(002339)调研报告

谨慎推荐

配电网和公用事业自动化齐给力，公司发展迈入快车道

首次

工业/电气设备

发布时间：2012 年 03 月 05 日

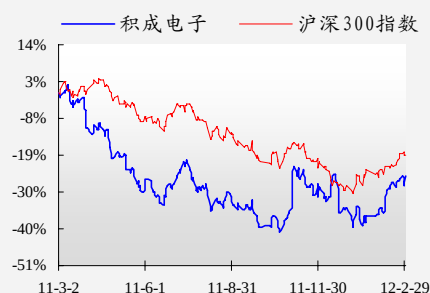
投资要点：

- **电力自动化领域积淀深、产业链全，优势在调度和配网。**
公司前身可追溯到 1984 年云昌钦教授在山东大学成立的电子系统研制组，推出国内首套调度自动化主站系统，是典型的产学研创业模式。目前已拥有发/变/调/配/用电自动化全产业链产品，主要竞争优势在电网调度和配电网自动化。
- **电网调度自动化业务仅次于南瑞和科东，在地县调有较高市场份额。**公司开创了基于微机的电网调度自动化系统先河，虽然目前业务规模和电网/省调领域不如国网系的南瑞和科东，但在地/县调仍有广泛客户基础，有望在智能调度和地县调控一体化推动下实现稳定增长保持行业地位优势。
- **配电网自动化业务在试点中颇有斩获，是国内配电自动化领域的主导厂商之一。**公司早在 2000 年左右的农配网改造中就相继开发了配电主站、终端设备，并承建了南网第一批配电自动化试点深圳、广州的主站系统和多期终端工程，藉此技术、经验和客户基础，在国网配电试点中斩获厦门、福州、重庆、沈阳的配网主站，预计主站中标比例居前三甲。
- **系统布局公用事业自动化领域，享受居民阶梯水价改革推动。**公用事业因运营商分散竞争温和，目前需求已刚刚启动。公司在公用事业自动化的布局始于 2000 年，兼顾自主和外延式扩张模式，形成了较丰富的产品线，从直读远程抄表模块到燃气 SCADA 系统到水务 GIS 项目都具备竞争力。
- **预测公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.74、1.15、1.60 元，对应市盈率分别为 36 倍、23 倍、17 倍，给予“谨慎推荐”评级，股价在 22 元以下具有较高投资价值。**
- **风险提示：**股权分散带来的经营风险，享受税收优惠变化。

业绩预测：

	营业收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010A	39,465	30.43	5,460	23.88	0.65	41.2
2011E	54,723	38.66	6,338	16.08	0.74	36.2
2012E	73,078	33.54	9,846	55.34	1.15	23.3
2013E	94,822	29.75	13,778	39.94	1.60	16.7

走势图



市场数据

2012-03-02

收盘价：	26.78 元
52 周最高价：	36.98 元
52 周最低价：	20.03 元
平均持仓成本：	25.10 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	8,600
流通 A 股（万股）：	8,600
每股收益（元）：	0.26
每股净资产（元）：	9.44
每股经营现金流（元）：	-1.40
市净率：	2.84

分析师：周思立；联系人：杨佳丽
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)2036 1130

FAX: (8621)2036 1138

Email: yangjl@nesc.cn

地 址：上海市源深路 305 号

邮 编：200135

一、公司主营业务概况

1.1 积成电子的成立背景和历史沿革

积成电子是国内较早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。公司的创业源于 1984 年的科技攻关，当时刚从美国归来的云昌钦教授在山东大学带领几名教师成立了电子系统研制组，在响应国家“科学技术要为经济建设服务”的号召下，走出了高等学府大门，推出了国内第一套调度自动化主站系统 ES100 并应用在济南供电局，逐步得到电力市场的认可接受，开创了一条产、学、研结合的创业之路。

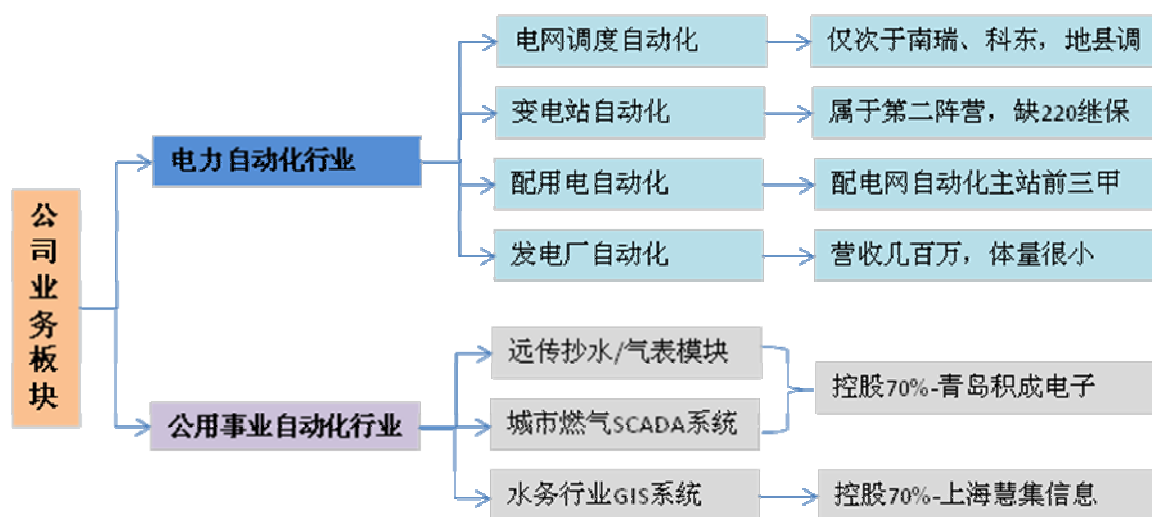
1994 年，主要创始人走出了体制改革的决定性一步，在济南高新开发区成立了积成电子系统实验所，属于由全体员工控股的股份合作制实验所，当时注册资本 61.5 万元。在 2000 年，山东鲁能控股公司和山东电力研究院都曾入股公司（这个阶段公司叫“山东鲁能积成电子股份有限公司”），但在 2004 年国家要求国有企业实施主辅分离的背景下，又将原持有的股份全部转让给公司原有自然人股东。之后几年到上市前，公司并无其他战略和财务投资机构入股。

目前公司股权相对分散，无控股股东和实际控制人（没有单一持股在 10% 以上的自然人），主要创始人的持股比例相对均衡，但团队经过长时间的磨合，培养了沟通合作的默契，不存在较大的经营决策风险。

1.2 积成电子的业务范畴

作为一家国内领先的电力二次设备制造企业，公司的业务领域涵盖了电力（含电网和发电）和公用事业两大行业。其中，电网自动化领域的产品包括了电网调度自动化、变电站自动化、配用电自动化。应该说，凭借近 30 年的积淀，公司的产品门类和技术都是比较完备的，遍及了发、输、变、配、用各个环节，能够提供整体解决方案。

图 1 积成电子的主要业务板块和产品结构

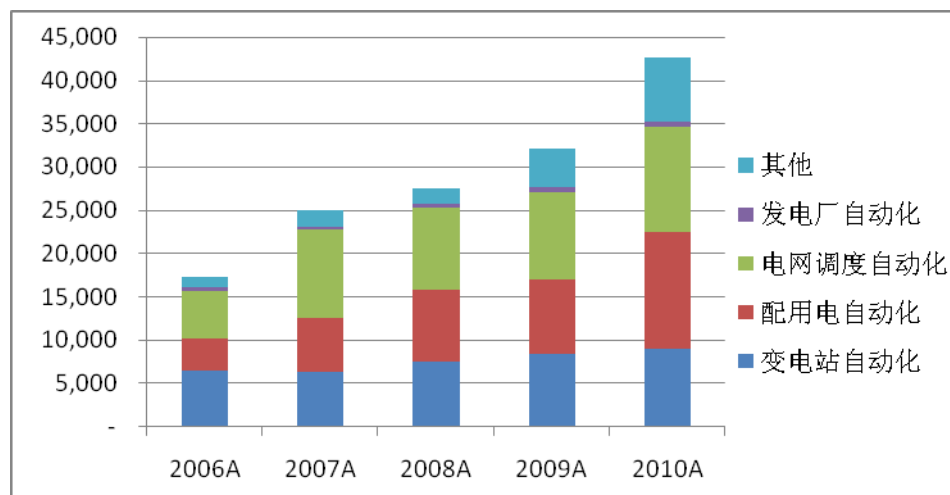


资料来源：招股说明书、公司年报、东北证券

公司在 2010 年实现营业收入 3.95 亿，营业利润 4,244 万元，净利润 5,713 万元。收入结构中，配用电自动化业务经过近两年的快速发展，已成为公司的龙头产品，占主营业务收入的 34.71%，我们预计未来完全有可能达到 40-50% 的结构占比。而电网调度

自动化和变电站自动化业务的收入增长相对平稳，在 2010 年主营业务收入的比重分别为 31.62% 和 23.26%，发展结构较为均衡。目前这三项产品的销售规模在公司各业务中排前三名，但我们判断公用事业自动化板块追赶的势头强劲，未来有可能超过变电站自动化业务的结构占比。

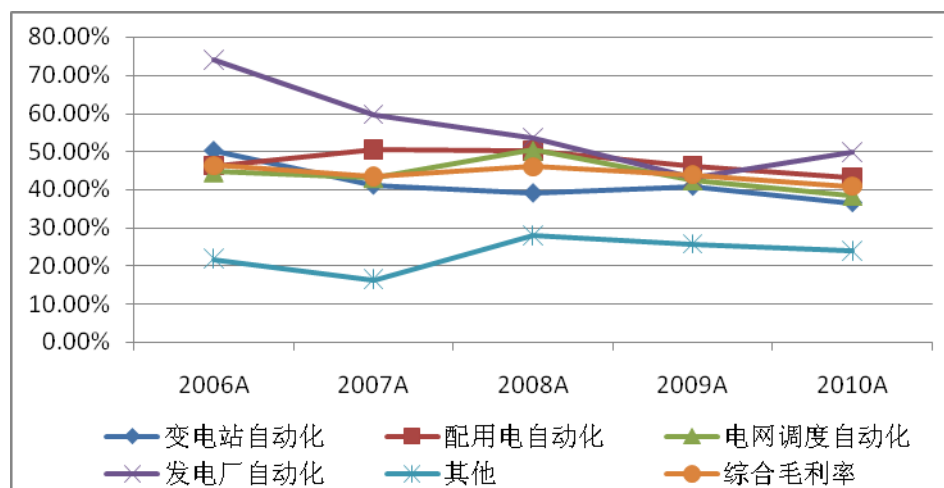
图 2 近五年积成电子主营业务的销售规模



资料来源：招股说明书、公司年报、东北证券

从公司各项主营业务的毛利率水平来看，电网类自动化业务（含变/调/配用）基本在 40% 左右；发电厂自动化的毛利率近 5 年有较大幅度回落，我们认为这与火电企业亏损和自动化改造启动较早、业务量呈萎缩趋势有关；“其他”业务的口径包含了上海积成电子系统有限公司（积成电子控股 97%）和公用事业自动化板块，由于上海积成电子主要承接母公司的部分研发项目以及华东地区的部分工程服务项目，盈利能力相对较差，拉低了“其他”业务的整体毛利率，预计在 2011 年年报中将对公用事业自动化板块拆分出来披露，其毛利率略低于电网板块（估计在 35-40%）。公司近 5 年主营业务综合毛利率均保持在 40% 以上，和同为民营企业的北京四方继保较为可比，两者的毛利率水平均显著高于有可比业务的国有企业（国电南自、许继电气等）。

图 3 近五年积成电子主营业务的毛利率



资料来源：招股说明书、公司年报、东北证券

1.3 积成电子的主要竞争优势

我们认为公司在电网自动化领域最具优势的电网调度自动化和配电自动化,细分领域排名在前三;变电站自动化(非核心前5名,主要生产110kv及以下的变电站保护及综自,尚不具备220kv及以上的保护产品)和用电自动化(电能表集中规模招标采购中有中标,但排名相对靠后)的行业地位属于第二阵营。公司在电网调度自动化领域的优势主要源于进入研制试点很早,属于拓荒者,其后也不断更新换代以满足客户需求,虽然目前在国调、省调的市场份额远比国电南瑞、北京科东逊色,但在地、县调依然具有一定品牌影响力和客户美誉度,也分享了智能调度建设推进的果实。公司在配电自动化领域的优势也较突出,早在2000年左右的农配网改造潮中,公司就率先进入了配电网自动化领域,相继开发了配电自动化的主站系统及终端设备,在该领域专注研究的时间、项目实施经验、产品通过验收并持续稳定运行等方面,都是业内有目共睹的,因而在南网的深圳、广州等地以及国网的配电网自动化试点城市中,均有较高的参与度,目前公司的配用电自动化业务在营收结构占比中已呈现逐年显著提高的趋势。

同时,公司在公用事业自动化的涉足颇具前瞻性眼光(控股子公司青岛积成电子是在2001年成立的),也采取了一定外延式拓展手段(包括收购上海慧集信息技术有限公司,与江西三川水表公司合资成立投资公司),目前已颇有建树。总体而言,公用事业领域的自动化水平要远低于同期电网行业(估计滞后10-15年),这与“水”、“燃气”的运营商具有地方性、相对比较分散有关系,较难形成标准技术指导和整齐划一的推进节奏,和电网运营商高度集中垄断和强势推进坚强智能电网建设形成较鲜明的反差。另外,公用事业自动化领域的竞争也相对温和些,远不如电网由于集中规模招标带来的激烈价格竞争。由于发改委已经将阶梯气价、阶梯水价的探索和推行提上了日程,类似电网领域的阶梯电价对智能电表和用电信息采集软件市场的拉动。我们判断公用事业领域的底层数据自动采集和往上做自动化改造的市场已经启动,并且因为各地运营商现有自动化水平和推进节奏不一致,这块市场成长的延续性较好。积成电子在该领域的主要产品有直读式远传水/燃气表模块、城市燃气SCADA系统、水务行业GIS应用解决方案。目前来看,公司利用同源技术拓展的方式是较成功的,公司生产的远程抄表模块和积成慧积的GIS系统都得到了市场的广泛认可,呈现快速增长状态。

二、电网调度自动化:竞争优势在于地调和县调,积极参与“调控一体化”

公司前身济南高新开发区积成电子系统实验所早在1984年的时候就开创了基于微型计算机系统的电网调度自动化系统的先河,其后随着计算机网络技术进步、公司自身经验积累和行业标准更新等,公司逐步升级并完善了相关调度系统,在调度领域20多年的研发生产经验也奠定了公司在调度自动化领域的一席之地。

从电力自动化的具体应用领域来看,电网调度自动化系统的技术难度、复杂程度均是相对较高的(高于变电站监控系统),这决定了国内仅有为数较少的厂家全面掌握了该领域的技术,高安全性要求也使得近些年来鲜有新进入者。目前国内提供调度自动化系统的主要有4家,分别为国电南瑞、北京科东、积成电子、东方电子。我们认为:这种竞争格局已经基本稳定,在未来也不会发生明显变化,这也使得调度业务40%左右的高毛利率在未来也可以基本维持。2011年,国电南瑞的电网调度自动化业务分项实现11.5亿营收,北京科东的营收规模约5亿,而积成电子2010年的电网调度自动化业务分项实现1.22亿营收(2011年同期数据尚未披露)。按照2011年全国调度自动化市场整体约18-20亿市场容量,估算积成电子的市场份额约8-10%。

应当指出的是：由于电网调度机构分为五级，分别为国调、网调、省调、地调、县调，四家厂商在调度自动化领域也有各自的竞争优势。其中，国电南瑞在省调领域市场占有率约 70%，北京科东的市场也主要集中在国调、网调和省调，而积成电子和东方电子的竞争优势集中在地/县调度，目前参与的省调以上项目非常小。在地调领域，国电南瑞的市场份额约 40-50%，而积成电子的市场占有率接近 30%。

从调度市场增长潜力来看，根据《国家电网公司十二五智能化规划》，近 5 年在调度环节拟投资共计 166.3 亿，略高于我们根据全国省/地/县数以及每套系统售价的框算数据约 100-120 亿（按照智能调度系统 5 年更新替换周期）。根据规划，调度市场在高峰年份可达到 35.9 亿投资，是当前市场规模的近 2 倍，因而，我们认为调度自动化业务行业整体规模在近 2 年仍会有增长空间，具体增速取决于接下来在省/地/县级调度的推进速度，也包括在地/县级调度业务的开展模式。

一个值得注意的趋势是：随着国网“三集五大”体系建设的大力推进，本着集约化、扁平化、精益化的目标，建设“大运行”体系也得到积极贯彻和落实。目前，以江苏、浙江（杭州、金华、衢州、永康等）、福建（福州、莆田、厦门、泉州、龙岩、漳州等）等为代表的省份在地区级以下正积极开展“调控一体化”运行模式，将电网调度业务与各级输变电设备运行集中监控高度融合，一体化集约管理有效地优化了工作流程并实现减人增效。积成电子也积极承建了国家电网公司智能电网运行集中监控试点项目福建龙岩工程，并于 2011 年 5 月 19 日顺利通过国家电网验收，成为全国首个通过验收的该类智能电网试点项目，彰显了公司在调控一体化方面的技术和工程实力。由于积成电子的调度系统在地/县级有较大渗透率，加上公司有完备的 110kV 及以下监控系统产品，有望分享国网“调控一体化”模式下的可观市场。总体而言，由于“十二五”期末要实现 100%省调、70%地调、40%的县调的推广目标，我们认为积成电子的电网调度自动化业务在未来 2-3 年内仍有稳定增长空间，但增长较难超越国电南瑞的该业务增速。

三、配用电自动化：前三批试点项目斩获 4 个城市主站建设，中标排名靠前

由于我国电网建设长期“重输轻配”，配电网架薄弱且存在缺陷，且对配电自动化的研究也相对晚于调度自动化和变电站自动化，相关技术及设备不成熟，导致配电网自动化程度远低于输变电环节，也远远低于国外高达 60-70%的配电自动化水平。从 2010 年开始，国内配电自动化这块市场正式撬动，虽然近 2 年都仍处于试点阶段，但发展速度迅猛，配电网智能化已经成为“十二五”期间的投资建设重点。目前国家电网共开展了三批智能配电网建设总计 31 个试点城市（含 4 个直辖市、21 个省会城市、4 个计划单列市及唐山、苏州），其中第一批有 4 个城市，分别为杭州、北京、厦门、银川；第二批试点城市共 19 个，第三批试点城市共 8 个，已涵盖了大部分直辖市/省会/重点城市。从实际进展来看，目前第一和第二批总计 23 个配电自动化试点工程已经全部通过验收达标，第三批的 8 个试点城市也大部分实现投运，从投运效果来看，馈线率、区域电压合格率、供电可靠性和综合线损率指标均有较明显改善。预计从 2012 年将进入大规模推广，触角伸向二、三线共计 70 个地级城市核心区，同比 2011 年会有较高增长。

积成电子是在配电网自动化领域介入较早的公司，早在上个世纪九十年代末，公司就配电当时的大规模城市电网和农村电网改造，相继研制了 iES-DMS1000 配电网主站系统、子站系统，以及终端产品 F30 系列，并在多个配电改造试点地区得到广泛应用。由于公司在该领域的专注时间、项目实施经验等都在业内领先，奠定了公司在配电自动化领域的行业地位。公司在 2008-2009 年承担了南方电网配网试点广州、深圳两个特大城市的主站、终端工程（也包括后期的终端扩招）。而在国家电网 2009 年提出智能电网

概念后，公司也积极推出智能配电自动化整体解决方案、调配一体化整体解决方案和调配控一体化整体解决方案，全面涵盖主站系统、监控终端、通讯设备等系列产品，并在智能配电网前三批试点项目中先后建设了厦门、重庆、福州、沈阳 4 个城市（中标配电主站）；其中，厦门也是国家电网系统第一个通过实用化验收的智能配电网试点，验收专家对公司已实施的工程质量内部评价也比较高。由于国电南瑞在配电自动化试点城市中占主导地位，31 个试点项目中共包揽 14 个城市的主站建设，除此之外，其他二次设备厂商中标的主站个数都比较零星。这其中，根据我们统计，积成电子承担的主站项目排名居前三甲（按中标的主站数而非中标金额，因后者较难获得统计数据），高于四方股份、国电南自、许继电气、北京科东、东方电子等其他传统老牌电力自动化设备厂商，证明了公司在配电自动化领域的行业地位。

四、城市公用事业自动化

由于自动化同源技术的可延伸拓展面较广，积成电子在保持并努力提高电力自动化领域的市场地位外，还积极开拓了城市公用事业自动化领域，目前已取得了显著的市场开拓成效。积成电子的公用事业自动化业务主要分布在控股子公司青岛积成电子有限公司和上海积成慧集信息技术有限公司（母公司在 2 家子公司的持股比例均为 70%）。其中，青岛积成的产品包括直读式远传水表、智能燃气和节能管理，营业收入约有 60% 以上来自智能抄表硬件模块，其中销售的智能水表模块量明显大于远传燃气表模块；同时，青岛积成也是中国城镇燃气 SCADA 系统（数据采集与监视控制系统）的主要供应商之一。目前是港华燃气、百江燃气、中燃、华润燃气、通达能源等集团公司的合格供应商。子公司慧集信息是家专业的计算机软件开发公司，长期致力于地理信息系统(GIS)工程的应用研发与系统集成，其竞争优势在于提供基于地理信息 GIS/GPS 的水务管网信息化解决方案，2011 年斩获了数个标志性项目，包括上海奉贤、南汇、浦东区，浙江台州，江苏南京等地自来水公司的 GIS 项目。

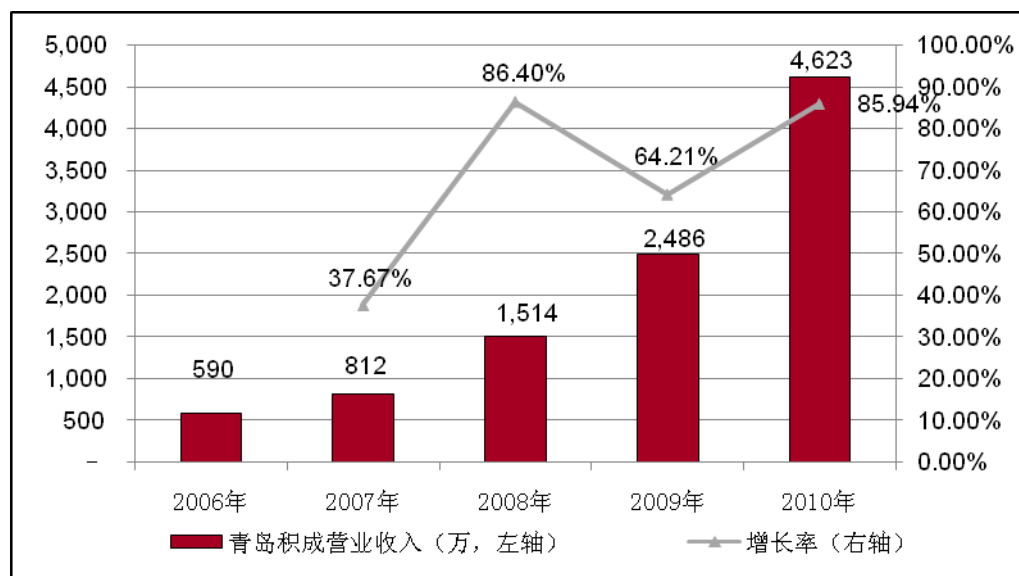
从技术整体框架来看，水务和燃气的自动化系统类似于电力行业的用电环节（包括智能电表、采集器、集中器、主站等），但所处的行业发展阶段和市场竞争格局截然不同。由于国内早年一次设备相对薄弱，而电力行业对安全运行要求极高，国内从事电力自动化设备的老牌企业普遍有悠久的发展历史，且在调度/保护/监控等领域具有核心技术，实力在全球范围都具备竞争力。可以说，中国电力行业的自动化程度是高于很多其他工业/商业/公用事业领域的。相比之下，国内公用事业自动化水平还处在类似 15 年前的电力行业，底层数据远传、水网模型建设、跟业务层的映射关系、动态数据库等都是处于刚刚起步建设阶段，市场增长潜力还很大（如智能水表的市场份额还不足 25%）。而从竞争格局来看，由于公用事业领域的全国运营商较多，呈区域化/地方性分布，并不像电力行业只有国家电网和南方电网的大一统现状，这使得公用事业领域的自动化系统缺乏行业统一标准和技术引导，推进过程并不会智能电网“十二五”阶段有非常整齐划一的建设速度和完成目标要求。好处在于：（1）分散化相对利于操作，且竞争相对温和，远不如电力行业来得激烈，利润水平不错，而整体投资规模并不逊色。（2）各地所处的自动化水平残次不齐，推进速度有快有慢，从中长期来看，这个市场每年会有更可持续性的、稳定的规模量，而不用担心若集中新建/改造后有可能出现的真空期。

基于对城市公用事业自动化发展前景的前瞻性判断，积成电子较早涉足地涉足了这个领域，在 2001 年率先提出了直读抄表概念，并积极推动了水务和燃气领域的自动化远传抄表，同时，公司借鉴了在电力自动化领域对计量/调度/监控/优化等方面的经验，在公用事业领域开发了适合新对象的软件应用系统。从近 2 年公司对公用事业领域的管

理运作来看，投资力度有所加大，整体布局也逐渐明朗，建立了较完整互补的产业链，从 2011 年中报开始，也将公用事业自动化作为单独一个分项收入口径。

2010 年 4 月，青岛积成与江西三川股份共同投资设立山东三川积成科技有限公司（青岛积成出资比例为 49%），后者是国内规模领先的水表生产企业（属于第一梯队），有利于借助其品牌和渠道优势，加快推广青岛积成的直读式电子远传水表电路模块，目前双方合作关系良好。2010 年 6 月，母公司对青岛积成增资 1,900 万，注册资本从原先的 200 万增至 2,100 万元，有利于子公司扩大经营规模提高市场竞争力。2010 年 12 月，积成电子使用超募资金收购上海慧集信息技术有限公司的股权并认购增资，总投资额为 1000 万元，后者对基于 GIS/GPS 开发的应用系统有丰富经验，收购中对方承诺了利润保证，2011-2013 年销售额保持年增长率不低于 30%，并在 2010-2012 年实现扣非净利润分别不低于 80 万，200 万，300 万，否则，对赌方案要求对方以现金补足差额。目前，慧集信息的实际经营情况远超过对赌保底增长，预计 2012 年的净利润目标就有望在 2011 年提前实现。

图 4 青岛积成 2006-2010 年的营业收入和增长率



资料来源：招股说明书、公司年报、东北证券

五、盈利预测与投资建议

关键假设：

（1）分产品营业收入方面，公司目前业务分为电力自动化和公用事业自动化两大行业板块。其中，电力自动化行业里，我们判断随着配电网自动化试点城市的全国大范围普及，配用电自动化将继续保持高增长，增速或高于电力自动化行业里所有其他产品，成为营收结构中占比最高的产品；电网调度自动化和变电站自动化业务均将保持一定幅度的增长，由于公司在调度领域的行业地位相对显著且智能调度各地推广符合预期，我们判断前者的增速会高于后者（但后者也取决于智能变电站的进展）。而发电厂自动化业务目前规模是最小的，预计未来增速也是各产品中最慢的。公用事业自动化板块主要分布在青岛积成和上海慧集信息这两家控股子公司，行业需求已启动且公司具备竞争实

力，预计该板块未来几年都将有较高增长，营收占比有望达到 20-25%。

(2) 产品毛利率方面，可以看到公司 2006-2010 年综合毛利率都保持在 40%以上，体现了民营企业精细化管理、注重成本控制。虽然 2010 年因市场竞争加剧，电力自动化行业毛利率同比下降了 2.6%（但这也是 2011 年电力设备公司共性面对的问题）；从 2011 年前三季度以及 2011 年度业绩快报来看，我们判断 2011 年全年综合毛利率将基本企稳。由于电力自动化行业的技术、经验等进入门槛均较高，目前竞争格局已基本形成寡头垄断格局，而公用事业自动化行业的竞争相对温和，我们判断公司未来也依然有望保持在略高于 40%综合毛利率的较高水平。

(3) 期间费用率方面，可以看到公司 2006-2009 年期间费用率均在 30%以上，高于国网下属电力二次设备单位，这是股东背景的不同使得公司营销投入相对大。但我们也看到，从 2010 年年报来看，公司期间费用率为 28.92%，首次下降到 30%以内；并且在 2011 年度业绩快报中也提到“销售费用控制有效”，我们判断随着公司未来几年营业收入规模持续做大，期间费用增速将略低于营收增长，整体期间费用率将落到 25-30%的区间，预计 2013 年有望达到 25%以内水平。

(4) 其他方面：a.投资收益主要考虑公司控股 70%的子公司青岛积成电子有限公司所参股 49%的山东三川积成科技有限公司；b.营业外收入主要考虑增值税返还和政府补助；c.所得税方面，公司通过了新一轮的高新技术企业评审，2011-2013 年是按照 15%的税率征收所得税的，公司在 2008-2010 年均入围国家规划布局内重点软件企业名单，这 3 年是减按 10%的税率征收企业所得税，因该评审每年进行一次且条件门槛相对较高，我们保守起见，2011-2013 年的盈利预测中参照了公司 2008 年末通过该认定的综合税率，这部分若实际情况通过评审，则业绩有可能超预期。d.少数股东损益主要考虑三家控股子公司，其中，母公司对上海积成电子、青岛积成电子、上海慧集信息的持股比例分别为 97%、70%、70%，因而，相应有 3%、30%、30%的少数股东权益，其中后面两家子公司从事公用事业自动化，因业绩增速较快，对应的少数股东损益也会明显增加。

表 1 积成电子的分项业务收入和毛利率预测表（单位：万元）

主营业务项目分类	指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
变电站自动化	销售收入	8,403	9,003	9,903	11,388	13,097
	收入增速	10.98%	7.13%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	40.92%	36.57%	38.00%	38.00%	38.00%
配用电自动化	销售收入	8,655	13,434	21,495	31,167	43,634
	收入增速	4.47%	55.22%	60.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	46.13%	43.07%	44.00%	44.00%	44.00%
电网调度自动化	销售收入	10,056	12,240	14,688	17,625	20,269
	收入增速	6.62%	21.72%	20.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	42.50%	38.46%	39.00%	39.00%	39.00%
发电厂自动化	销售收入	513	561	606	655	707
	收入增速	5.96%	9.46%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	43.04%	49.85%	50.00%	50.00%	50.00%
其他	销售收入	4,422	7,381	12,031	16,242	21,114
	收入增速	158.88%	66.92%	63.00%	35.00%	30.00%

	毛利率	25.73%	23.95%	35.00%	35.00%	35.00%
减：内部抵销数		2,025	3,914	4,000	4,000	4,000
主营业务	销售收入	30,023	38,705	54,723	73,078	94,822
	营收增速	9.66%	28.92%	41.38%	33.54%	29.75%
	综合毛利率	43.93%	40.91%	41.23%	41.49%	41.74%

资料来源：公司年报、东北证券

表 2 积成电子的盈利预测表（单位：万元）

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	30,258.11	39,464.95	54,722.68	73,077.62	94,821.50
减：营业成本	16,966.92	23,142.09	32,159.16	42,755.70	55,243.82
减：营业税金及附加	231.50	283.82	410.42	548.08	711.16
销售费用	3,856.10	5,358.62	6,840.33	8,769.31	10,904.47
管理费用	5,205.79	6,584.82	8,482.01	10,230.87	12,326.80
财务费用	570.19	-528.53	-54.72	95.00	142.23
资产减值损失	140.38	399.17	300.00	350.00	400.00
加：投资净收益	0.00	19.31	30.00	45.00	65.00
营业利润	3,287.23	4,244.26	6,615.47	10,373.66	15,158.02
加：营业外收入	1,767.07	2,046.97	1,650.00	2,300.00	2,500.00
减：营业外支出	11.87	18.79	100.00	20.00	20.00
利润总额	5,042.43	6,272.45	8,165.47	12,653.66	17,638.02
减：所得税	495.75	559.46	1,347.30	2,087.85	2,910.27
净利润	4,546.68	5,712.98	6,818.17	10,565.80	14,727.75
减：少数股东损益	139.02	252.65	480.00	720.00	950.00
归属于母公司所有者的净利润	4,407.67	5,460.33	6,338.17	9,845.80	13,777.75
股本（万股）	6,400.00	8,600.00	8,600.00	8,600.00	8,600.00
基本每股收益(元)	0.690	0.650	0.737	1.145	1.602

资料来源：公司年报、东北证券

按照积成电子 8,600 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.74 元、1.15 元、1.60 元，归属于母公司净利润增长率分别为 16.08%，55.34%，39.94%，对应 2012 年 3 月 2 日收盘价 26.78 元的 PE 分别为 36.2 倍、23.3 倍、16.7 倍。给予“谨慎推荐”评级，股价在 22 元以下具有较高投资价值。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。