

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	1 个月	3 个月	6 个月
绝对(%)	43	69	13
相对新华富时 A50 指数 (%)	45	79	42

资料来源：彭博及中银国际研究

业绩摘要

(人民币 百万)	2006	2007	同比 变动 %
销售收入	221	282	27
销售成本	(151)	(188)	25
毛利润	70	93	33
分销成本	(19)	(24)	23
管理费用	(21)	(29)	35
营业利润	29	41	39
财务费用	(2)	(4)	99
投资收益	(0)	0	(100)
其它收入	1	0	(77)
税前利润	27	34	25
所得税	(3)	(41)	1,217
少数股东损益	(2)	(2)	27
净利润	22	29	31
全面摊薄每股收益	0.27	0.35	31

主要比率 (%)

毛利率	31.7	33.2	1.5
经营利润率	13.2	14.5	1.2
净利率	10.1	10.4	0.3

资料来源：公司数据

重要数据

发行股数(百万)	83
流通股(%)	39
流通股市值(人民币百万)	477
3 个月日均交易额(人民币百万)	15
净负债比率(%)	23
主要股东(%)	
广州金誉实业投资集团有限公司	36.3

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

工业 — 电力设备

公司访问

智光电气

002169.SZ/人民币 14.80 — 未有评级

目标价格: 无

韩玲

ling.han @bocigroup.com
(8621) 6860 4866 分机 8595

拜访对象

曹承锋 — 董秘

公司背景

广州智光电气有限公司主要从事电气控制与自动化设备的研发和生产。公司主要产品包括：自动跟踪补偿消弧线圈及选线成套装置、高压变频调速装置、电气测控装置。

主要发现

- 09 年自动跟踪补偿消弧线圈毛利率会大幅提升。自动跟踪补偿消弧线圈及选线成套装置是用于 110 千伏以下电网变电所的一种新的智能合成装置。消弧线圈的整个市场相对较小，08 年全国市场在 12 亿元左右，思源电气 (002028.SZ/人民币 31.50, 买入) 和智光电气分别以 40% 和 20% 左右的市场份额占据了主导地位。08 年智光电气的消弧线圈装置的新签订单额价值 3 亿元，同比增长逾 30%，截至 08 年末的未完成订单额达 1 亿元。我们预计 2009-2010 年在国家加大电网投资力度的背景下该市场将迎来增长。过去几年公司的自动跟踪补偿消弧线圈产品的毛利率远低于思源电气 (08 年上半年智光电气消弧产品的毛利率为 21%，远低于思源电气的 46%)，这主要是因为智光电气受资金以及厂房空间的限制，使公司的大部分零部件都要对外采购。从 08 年末开始，智光电气逐步加大自产零部件的比例，如接地变压器、机柜外壳等。此外，铜、取向硅钢等主要原材料价格均有所回落，所以我们预计 09 年毛利率将由目前的 21% 大幅提升至 31-35%。

■ **经济下滑影响变频调速装置市场。**高压变频调速装置是通过改变电动机的频率来节省能源的省电装置，在诸多领域有着广泛的运用，如电厂、金属矿厂、石油化工厂和采掘冶炼厂内的大容量的风机和泵中。因此经济下滑的确对变频调速装置的需求有所影响，因为很多这些厂家的盈利能力出现了严重的下滑。但是由于节能减排依然是我国重点扶持的行业，而且变频调速装置是相对较新的产品，2008 年在国内市场总销量只有大约 25 亿元，04-08 年复合年增长率超过 60%，所以我们预计 2009-2010 年国内整体变频调速装置市场的年增长率将超过 30%。08 年智光电气在该市场中的市场份额位居第三。08 年 12 月，公司的新产品，国内最大容量的 1 万千伏安变频调速装置通过了认证，这体现出公司在高档变频调速装置产品中拥有一定的技术优势。变频调速装置业务的现金流不是很好，因为很多客户是按照节电分期付款的方式来付款，整个回款期长达 2-3 年。同样公司从 08 年底开始生产移相整流变压器和机箱来提高变频调速装置的毛利率。

初步结论

我们认为，由于智光电气的产品客户不仅是电网，还包括了金属、石油及天然气和电厂，因此公司 09 年的需求前景喜忧参半。主要有利的方面是公司的毛利率将大幅提升，因为公司已经开始自主生产接地和移相整流变压器。市场预测智光电气 08-10 年每股收益分别为 0.38、0.63 和 0.74 元。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去12个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照2009年1月5日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传递、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371