

公司简评 金智科技 (002090.sz)

► 2009 年 1 月 13 日

管理体制值得称道，主要业务增长空间有待打开

中性

首次评级

分析师: 沈文春 邮箱: shenwenchun@chinastock.com.cn 电话: 010-66568173

1. 事件

我们于 2009 年 1 月 13 日拜访了金智科技，与公司相关人员就公司主要业务进展和未来发展战略进行了交流。

2. 调研中交流的主要内容如下

● 公司以电厂自动化为主，电网自动化仍处于市场开拓期

公司出身于高校概念的高科技企业，最初以校园信息化业务起家，后进入电厂自动化如快切、ECS 系统、6KV、4KV 保护等产品，到目前已经发展为公司的主要业务，规模约 1.5 亿元。

2003 年前后，公司进入了变电站自动化和保护、电网调度自动化等电网自动化和保护领域，但是到目前规模仍不大，每年只有 5000 万元左右收入，仍处市场开拓期。

● 主要业务 08 年情况及 09 年展望

08 年，公司电厂自动化略有增长，未来此块业务由于市场容量有限，另外新增装机下降，公司电厂自动化业务将主要通过增加产品线维持目前规模，是公司的现金牛业务。

08 年公司电网自动化增幅也不大，但是电网自动化是公司未来重点推进的业务领域，公司在变电站自动化和保护领域从低压到高压都有较好的技术储备，只是目前还没有进入国网的招标体系，电网业务在短期内很难形成突破。公司在调度自动化业务如地调和县调都有实施业绩，但是短期还是很难突破国电南瑞的垄断。公司也试图进入线路保护领域，但是目前还没有实施业绩。

08 年，高校信息化业务维持目前规模，此块业务盈利能力不强，未来靠增加软件成分拓展业务，系统集成会进一步萎缩，整体规模上维持目前水平。

08 年公司 IT 服务业务主要做了如江苏中烟、江苏税务和福特等公司的企业信息化项目，同比有较大增长；未来发展看，公司在江苏省内开展此类业务比较有优势，但是进入其他省份则有比较大的障碍，未来此块业务不是公司发展重点。

● 公司管理体制有优势，但是短期业务空间有待打开

公司作为民营企业，机制灵活，市场反应灵敏，激励到位，成本控制良好，但是短期内由于在公司重点发展的领域——电网自动化和保护仍未进入国网招标体系，此块业务发展空间受到很大限制。

3. 投资建议

我们预计公司未来三年的每股盈利分别为 0.55、0.64 和 0.72 元，公司在电网自动化和保护领域中的业务开拓仍然任重而道远，首次给予公司“中性”评级。

表 1: 公司营业收入预测和毛利率假设

产 品	单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
电力自动化合计	营业收入	218	253	288	328
	同比增长	14.35%	16.06%	13.66%	14.10%
	毛利率	38.37%	36.93%	36.85%	36.80%
高校信息化	营业收入	69	63	61	61
	同比增长	-25.39%	-8.00%	-3.00%	0.00%
	毛利率	26.48%	27.00%	27.00%	27.00%
IT 服务及其他	营业收入	70	104	136	163
	同比增长	74.65%	50.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	13.88%	15.00%	16.00%	16.00%
合计	营业收入	356	421	485	552
	同比增长	10.43%	18.05%	15.22%	13.97%
	综合毛利率	31.30%	30.00%	29.77%	29.58%

数据来源: 公司报告, 银河证券研究所

表 2: 公司报表和主要财务指标预测表

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	284	256	221	273	345	营业收入	323	356	421	485	552
应收票据	15	6	7	8	9	营业成本	213	245	294	340	389
应收账款	85	107	126	146	166	营业税金及附加	3	3	3	4	4
预付款项	15	13	12	10	8	销售费用	26	27	31	39	44
其他应收款	7	14	16	18	21	管理费用	38	47	53	58	66
存货	42	94	113	131	149	财务费用	0	-2	-1	-3	-4
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	4	2	2	3
长期股权投资	34	34	34	34	34	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	71	86	92	99	101	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	15	18	14	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	40	33	38	45	50
无形资产	21	21	19	17	15	营业外收支净额	13	20	25	29	33
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	53	53	63	73	83
资产总计	577	663	655	752	862	减: 所得税	6	4	6	7	8
短期借款	10	65	0	0	0	净利润	47	49	57	66	75
应付票据	20	8	9	10	12	归属于母公司的净利润	46	49	56	65	73
应付账款	50	64	76	88	101	少数股东损益	1	0	1	1	1
预收款项	48	63	81	101	125	基本每股收益	0.68	0.48	0.55	0.64	0.72
应付职工薪酬	10	8	8	8	8	稀释每股收益	0.68	0.48	0.55	0.64	0.72
应交税费	8	5	5	5	5	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	11	5	5	5	5	成长性					
其他流动负债	11	14	14	14	14	营收增长率	1.1%	10.4%	18.1%	15.2%	14.0%
长期借款	0	8	8	8	8	EBIT 增长率	15.1%	-17.9%	13.5%	11.1%	11.6%
预计负债	2	3	3	3	3	净利润增长率	24.9%	4.9%	14.7%	16.7%	12.9%
负债合计	179	251	217	251	288	盈利性					
股东权益合计	398	412	467	531	602	销售毛利率	34.0%	31.3%	30.0%	29.8%	29.6%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	14.4%	13.6%	13.2%	13.4%	13.3%
净利润	47	49	57	66	75	ROE	11.6%	11.8%	11.9%	12.3%	12.2%
折旧与摊销	6	8	11	13	13	ROIC	9.04%	6.46%	7.35%	7.22%	7.12%
经营活动现金流	32	7	62	71	81	估值倍数					
投资活动现金流	-60	-46	-30	-20	-10	PE	17.8	25.5	22.2	19.1	16.9
融资活动现金流	224	-24	-66	1	1	P/S	2.6	3.5	2.9	2.6	2.2
现金净变动	196	-64	-35	52	72	P/B	2.1	3.0	2.7	2.3	2.1
期初现金余额	88	284	256	221	273	股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
期末现金余额	284	220	221	273	345	EV/EBITDA	11.4	24.9	20.3	17.4	14.6

数据来源: 银河证券研究所

表 3: 公司 DCF 估值表

(单位: 百万元, 元)	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	34.7	39.4	43.8	48.9	55.4	57.6	58.8	59.8	60.8	61.8	62.9
所得税	2.9	3.9	4.4	4.9	5.5	5.8	5.9	6.0	6.1	6.2	6.3
NOPLAT	37.5	31.9	35.5	39.4	44.0	49.9	51.9	52.9	53.8	54.7	55.6
营运资金净变动	-11.1	-61.7	-9.0	-4.7	-3.2	8.9	17.9	21.2	22.7	23.2	23.7
资本支出	-15.3	-30.0	-20.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
自由现金流	-37.2	7.8	27.3	44.4	63.1	74.9	80.0	83.0	85.1	87.3	89.5

WACC	8.8%	Ke	13.1%
永续增长率	3%	Kd	3.1%
终值	41.9	t	20%
企业价值	1601.3	Rf	3%
非核心资产价值	511.0	E(Rm)	12%
债务价值	15.93	Rm - Rf	9%
股权价值	1585.4	D/A	1.3%
股本	102.00	E/A	98.7%
每股价值	15.54	Beta	1.12

估值		g				
		2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC	7.33%	17.47	18.37	19.49	20.90	22.72
	7.83%	16.31	17.03	17.90	18.97	20.32
	8.33%	15.34	15.92	16.61	17.44	18.47
	8.83%	14.51	14.99	15.54	16.21	17.01
	9.33%	13.80	14.19	14.65	15.18	15.82
	9.83%	13.18	13.51	13.89	14.33	14.84
	10.33%	12.64	12.92	13.23	13.60	14.02

数据来源: 银河证券研究所

表 4: 电气设备估值表

行业	公司	代码	评级	货币	股价	总市值 百万美元	每股盈利 (摊薄)				PE				PS	PB
							07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E		
常规发电设备	东方电气	600875.SH	中性	CHY	30.54	3643	2.44	0.61	2.38	2.50	12.5	50.1	12.8	12.2	1.1	9.9
	东方电气	1072.HK	中性	HKD	18.9	1992	2.44	0.61	2.38	2.50	7.7	31.0	7.9	7.6	0.6	6.1
	上海电气	601727.SH	减持	CHY	6.22	11357	0.24	0.21	0.25	0.23	25.9	29.7	24.9	27.0	1.5	3.8
	上海电气	2727.HK	中性	HKD	3.23	4503	0.24	0.21	0.25	0.23	11.6	13.3	11.2	12.1	0.7	1.6
	哈动力	1133.HK	—	HKD	6.1	1084	0.88	1.01	1.11	1.06	6.9	6.0	5.5	5.8	0.3	1.3
	阿尔斯通	ALO.FP	—	EUR	44.04	17215	2.70	3.77	4.47	4.78	16.3	11.7	9.9	9.2	0.7	5.6
	西门子	SIE.GR	—	EUR	47.23	59283	4.38	2.79	5.61	5.98	10.8	16.9	8.4	7.9	0.6	1.5
	通用电气	GE.N	—	USD	16.95	177905	2.20	1.89	1.51	1.70	7.7	9.0	11.2	10.0	1.0	1.5
新能源发电设备	金风科技	002202.SZ	推荐	CHY	32.08	4683	0.63	0.89	1.20	1.53	50.9	36.0	26.7	21.0	10.3	10.8
	VESTAS	VWS.DC	—	EUR	36.03	9162	1.58	2.46	3.06	3.67	22.8	14.6	11.8	9.8	1.4	4.4
	GAMESA	GAM.SM	—	EUR	13.17	4399	0.90	1.08	1.09	1.20	14.6	12.2	12.1	11.0	1.0	2.6
	NORDEX	NDX1.GR	—	EUR	8.74	802	0.74	0.71	0.57	0.63	11.8	12.3	15.3	13.9	0.8	2.2
	SUZLON	SUEL.IN	—	INR	56.85	1781	6.80	8.41	9.96	11.43	8.4	6.8	5.7	5.0	0.6	1.1
输配电设备	平高电气	600312.SH	谨慎推荐	CHY	12.5	933	0.34	0.54	0.76	0.97	36.3	23.1	16.4	12.9	3.7	4.7
	国电南瑞	600406.SH	谨慎推荐	CHY	21.87	814	0.56	0.70	0.92	1.13	39.3	31.3	23.7	19.4	5.2	6.0
	特变电工	600089.SH	谨慎推荐	CHY	21.7	3796	0.45	0.83	1.03	1.24	48.2	26.1	21.1	17.5	2.9	5.8
	天威保变	600550.SH	中性	CHY	22.68	3867	0.39	0.81	1.09	1.16	58.2	27.9	20.7	19.5	8.4	7.4
	许继电气	000400.SZ	中性	CHY	12.58	695	0.31	0.25	0.30	0.33	40.6	50.3	41.9	38.1	1.9	2.2
	思源电气	002028.SZ	谨慎推荐	CHY	30.4	1220	0.99	1.24	1.20	1.50	30.7	24.5	25.3	20.3	7.0	5.3
	置信电气	600517.SH	推荐	CHY	21.66	1304	0.43	0.55	0.98	1.22	50.4	39.4	22.1	17.8	7.1	10.9
	智光电气	002169.SZ	推荐	CHY	15.15	183	0.35	0.51	0.85	1.17	43.1	29.7	17.8	12.9	4.5	4.3
	宝胜股份	600973.SH	中性	CHY	9.09	207	0.87	0.62	0.65	0.78	10.4	14.7	14.0	11.7	0.4	1.6
	荣信股份	002123.SZ	中性	CHY	34.2	639	0.65	0.99	1.37	1.94	52.5	34.5	25.0	17.7	11.9	7.2
	三变科技	002112.SZ	中性	CHY	11.74	137	0.33	0.36	0.61	0.68	35.5	32.4	19.2	17.4	1.0	2.4
	ABB	ABB	—	USD	13.59	31567	1.66	1.68	1.50	1.58	8.2	8.1	9.1	8.6	1.1	2.8
	施奈德	SU.FP	—	EUR	52.35	17782	6.78	7.40	6.43	6.75	7.7	7.1	8.1	7.8	0.7	1.2
	阿海珐	CEI.FP	—	EUR	355	17275	20.96	25.09	28.30	30.28	16.9	14.1	12.5	11.7	1.1	1.8
其他电气设备	卧龙电气	600580.SH	谨慎推荐	CHY	8.85	366	0.36	0.46	0.54	0.71	24.6	19.3	16.3	12.5	1.7	2.7
	泰豪科技	600590.SH	谨慎推荐	CHY	7.3	314	0.29	0.33	0.42	0.54	25.2	22.1	17.5	13.5	1.1	2.3
	金自天正	600560.SH	中性	CHY	8.83	128	0.35	0.50	0.45	0.40	25.2	17.7	19.6	22.1	1.4	2.0

数据来源: 银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

电气设备行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

港股：东方电气（1072.hk）、上海电气（2727.hk）

A 股：东方电气（600875.sh）、上海电气（601727.sh）、金风科技（002202.sz）、平高电气（600312.sh）、国电南瑞（600406.sh）、特变电工（600089.sh）、天威保变（600550.sh）、许继电气（000400.sz）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908