

公司动态跟踪报告

电力设备行业

输变电设备

智光电气 (002169)
谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 03 月 20 日

电力设备行业助理分析师：皮家银

电话：021-68866205

E-mail: pijy@guosen.com.cn

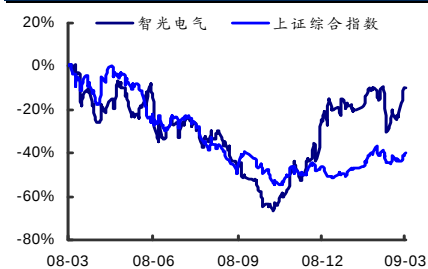
电力设备行业首席分析师：彭继忠

电话：021-68866203

E-mail: pengjz@guosen.com.cn

年报点评

2008 转型之年，2009 年业绩逐步改善

一年收益率比较


资料来源：国信证券经济研究所

市场与公司重要数据 (03 月 19 日)

上证综合指数	2,268
换手率 (3 个月) (%)	273
52 周价格波动 (元)	6.15-22.93
总股本 (百万股)	82.90
息率 (%)	1.26%

资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《两种转型，有喜有忧》

——08 年 08 月 08 日

《转型持续推进，关注 2009》

——08 年 10 月 29 日

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 预计 2009、2010 年 EPS 分别为 0.47、0.64 元，维持公司“谨慎推荐”评级

根据公司年报显示，公司全年实现营业收入 3.73 亿元，比去年同期增长 32%；而营业利润、净利润分别为 3063、2720 万元，与去年同期相比均有所下降，EPS 为 0.33 元，基本符合我们的预期。

我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.47 和 0.64 元，对应 PE 分别为 35 倍和 26 倍，从基本面看，我们认为公司短期估值已显偏高，因此我们维持公司“谨慎推荐”评级不变。

● 净利润增长乏力源于 2008 年是公司战略转型之年

根据公司年报显示，公司实现收入增长 32%，而净利润却增长乏力，同比下降约 7%。除了综合毛利率下降约 4.7 个点，期间费用大涨也是重要原因，公司三项费用合计为 7254 万，同比增长 27%。我们认为，公司在 2008 年推进的战略转型是期间费用大幅上涨的主要推动力。而随着转型逐步接近尾声，公司将迎来利润快速增长的良好发展期。

● 消弧线圈和变频器收入均增长稳定，但毛利率有升有降

公司消弧线圈实现收入 1.87 亿元，同比增长 40%，毛利率率小幅下滑 1 个点至 19.6%。主要是由于电网公司采用集中招标的模式，使得价格比较效应更为显著，进而削弱了行业整体毛利率水平。

不过公司毛利率存在较大的提升空间，公司目前与行业龙头思源毛利率相差较大，随着公司外协部件的减少，我们预计公司消弧线圈产品的毛利率有望在 2009 年提升 6-8 个百分点。

公司变频器实现收入 1.59 亿元，同比增长 39%，毛利率率下降约 6.6 个点至 36.7%。由于低端产品进入门槛限制较小，市场上竞争非常激烈，公司也受到了影响。不过公司在高端产品 10000kVA 上的突破，不仅进入了利润丰厚的高端领域，而且竞争对手主要在价格高昂的国外产品，公司同类产品能给客户节约 30%-50% 投资，公司产品性价比明显。我们认为，公司的变频产品收入仍有望获得高速增长，毛利率也能维持在 35% 左右的高位水平，部分超大功率产品毛利率水平可能更高。

● 公司产能逐步释放，业绩有望步入快速增长期

公司目前消弧线圈产能已由 400 套扩充至 800 套，变频器产能也有望在 2009 年达到 400 套。如果市场需求良好，公司增加生产班次，我们估计产量还能有所增加。随着产能的逐步释放，我们认为，公司业绩有望步入快速增长期，实现收入和盈利的双高增长。

表 1：财务预测（单位：百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2007A	2008A	2009E	2010E		2007A	2008A	2009E	2010E
现金及现金等价物	147	51	3	5	营业收入	282	373	479	630
应收款项	239	253	428	548	营业成本	186	264	333	438
存货净额	80	129	152	199	营业税金及附加	2	2	3	4
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	24	33	41	54
流动资产合计	465	433	583	752	管理费用	29	31	52	66
固定资产净额	75	125	129	111	财务费用	5	9	3	3
无形资产及其他	23	25	21	18	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	3	1	1
长期投资	0	46	0	0	营业利润	34	30	47	65
资产总计	573	629	732	881	营业外净收支	0	2	0	0
短期借款及交易性金融负债	96	116	193	237	利润总额	34	33	47	65
应付款项	168	193	167	219	所得税	2	28	5	7
其他流动负债	3	0	0	0	少数股东损益	2	1	3	5
流动负债合计	267	309	360	456	归属于母公司净利润	29	27	39	53
长期借款及应付债券	0	0	0	0	关键财务与估值指标				
其他长期负债	2	3	0	0		2007A	2008A	2009E	2010E
长期负债合计	2	3	0	0	每股收益	0.42	0.33	0.47	0.64
负债合计	269	312	360	456	每股红利	0.00	0.03	0.05	0.06
少数股东权益	9	6	15	19	每股净资产	4.27	3.90	4.32	4.90
股东权益	295	318	358	406	ROIC	11%	13%	8%	10%
负债和股东权益总计	573	629	732	881	ROE	10%	8%	11%	13%
现金流量表（百万元）					毛利率	33%	30%	30%	30%
	2007A	2008A	2009E	2010E	EBIT Margin	14%	10%	11%	11%
归属于母公司净利润	29	27	39	53	EBITDA Margin	16%	14%	15%	16%
少数股东损益	2	1	3	5	收入增长	27%	32%	31%	31%
折旧摊销	4	5	23	31	净利润增长	31%	-13%	52%	38%
财务费用	5	9	3	3	资产负债率	48%	45%	49%	52%
营运资本变动	(106)	(91)	(91)	(121)					
其它	2	0	4	4					
经营活动现金流	(64)	(49)	(18)	(26)					
资本开支	(78)	(56)	(22)	(10)					
其它投资现金流	0	0	0	0					
投资活动现金流	(78)	(56)	(22)	(10)					
权益性融资	156	0	0	0					
负债净变化	67	(0)	97	44					
支付股利、利息	4	10	6	8					
其它融资现金流	(4)	0	(50)	0					
融资活动现金流	215	10	41	36					
现金净变动	73	(96)	0	0					

资料来源：国信证券经济研究所预测。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 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询价。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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。