

智光电气

002169

增持/ 维持评级

	2009/03/20
RMB18.3	
总股本 (百万股)	83
流通 A 股 (百万股)	32
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	590

市净率 (X)	4.87
TRACING P/E (X)*	55.76
EPS (元)	0.33
股息率 (%)	0.44

*最近四季盈利计算。

《转型已然完成，期待 2009》

发表日期 (2008/12/10)

唐晓斌

+755-82364440

tangxb@lhqz.com

高压变频时代悄然来临

——智光电气 2008 年报点评

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	281.5	372.8	468.1	593.1
(+/-%)	27.2	32.4	25.6	26.7
归属母公司净利润(百万元)	29.2	27.2	64.3	87.4
(+/-%)	30.9	-6.7	136.4	35.9
EPS(元)	0.35	0.33	0.78	1.05
P/E(倍)	52.0	55.8	23.5	17.4

■ 公司 08 年实现收入 3.73 亿元,同比增长 32.42%; 归属母公司净利润 2,721 万元, 同比下降 6.69%; 实现 EPS 0.33 元。

■ 公司净利润下滑主要因为两个原因: (1) 08 年公司毛利率同比下降 4.7 个百分点; (2) 子公司智光电机从 08 年开始按 12.5% 缴税, 使得所得税费用同比增长 100%。但我们认为, 这两个因素是公司转型期间的必然结果, 并不影响以后的跨越式发展。

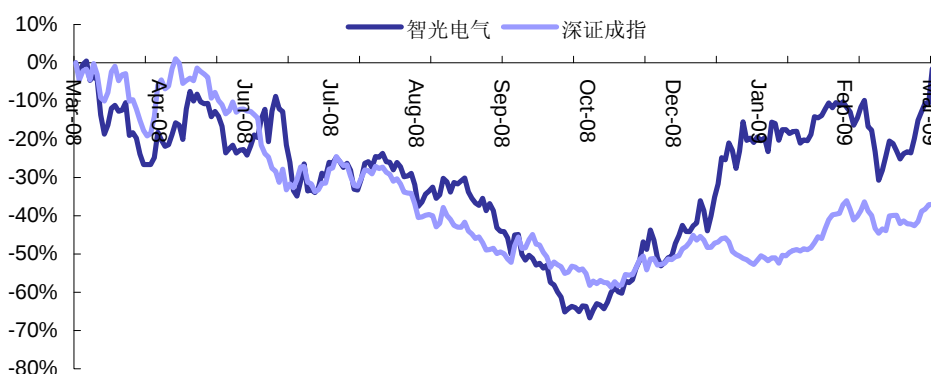
■ 公司 08 年毛利率下降主要是因为第四季度新厂房的投产, 新增固定资产投资 1.15 亿元, 增加折旧 330 万元。并且, 由于消弧线圈个别区域市场竞争激烈, 导致平均单价出现 10% 左右的下降。

■ 我们依然坚持前期的观点, 随着特种变压器厂房的投产, 公司产品的毛利率将出现大幅增长。预计 09 年消弧线圈、高压变频系统的毛利率分别为 30%、40%, 同比增长 10、3 个百分点。综合毛利率提高 7.7 个百分点。

■ 目前, 公司已被正式认定为高新技术软件公司, 这将使得公司从 09 年开始享受软件产品增值税退税的优惠政策。目前, 软件产品占公司收入总额的 10%, 预计 09 年增值税退税的金额为 655 万元, 为公司贡献 EPS 0.08 元。

■ 我们预计 09~10 年, 公司营业收入有望达到 4.68、5.93 亿元, 归属母公司净利润分为 0.64、0.87 亿元, 实现 EPS 0.78、1.05 元 (暂不考虑转增股本)。维持增持评级。

52



50%

高压变频系统目前广泛应用于工业电机节能领域。

中国发电总量的 66% 消耗在电动机上。而我国目前电动机总装机容量已超过 4 亿 kW，高压电动机约占一半，其中一半适合调速，即有约 7,000 万 kW 的高压电动机处在浪费运行的状态。

公司年产 400 套高压变频系统技术改造项目已经基本完成。从目前实际生产的情况看，08 年公司的产能已经提前释放，达到 300 套。预计 09 年将达到 400 套的既定目标。产能瓶颈的突破，有利于公司将更多的精力投入到市场开发中。

公司生产的高压变频系统主要应用于电厂和水泥两个行业，目前的工作重点转向冶金领域。冶金领域所需的高压变频装置容量更大，对技术的要求更加复杂。公司最新通过鉴定的 10,000 千伏安超大功率变频系统在冶金行业已有订单，预计 09 年便可实现销售突破。

在国家节能减排的大背景下，下游行业需求不断增加，高压变频行业逆周期而动。公司是国内第三大高压变频调速系统供应商，市场份额一直稳定在 10% 左右。行业的景气，以及公司灵活积极的拓展策略，高压变频业务的收入占比有望达到 50%。我们预计，09、10 年公司高压变频系统可保持 40%~50% 的增长，销售收入达到 2.26、3.17 亿元。

由于产地的限制，公司大部分产品需要外协，毛利率过低不利于公司今后的发展。随着 08 年 9 月公司新特种变压器产房的投产，消弧线圈、高压变频系统的毛利率有望大幅提升。

目前，接地变压器、移向变压器分别占消弧线圈、高压变频系统成本的 44%、16%。随着近日通过权威部门认证，公司已完全有能力自主生产接地、移向变压器。预计消弧线圈、高压变频系统的毛利率可分别提高 10、3 个百分点。

1		
	消弧线圈	高压变频系统
可自主生产部分	接地变压器	移向变压器
占产品成本的比重	44%	16%
预计原外协部分的毛利率	30%	30%
当前产品毛利率	19.6%	36.69%
若产品自给毛利率可提升百分点	10.6	3.0

数据来源：上市公司公告、联合证券研究所预测。

2		2007A	2008A	2009E	2010E
消弧线圈		13,392.40	18,704.41	20,160.00	22,176.00
增长率		-9.10%	39.66%	7.78%	10.00%
毛利率		20.68%	19.60%	30.00%	30.00%
单价		30.58	26.72	24.00	22.00
销量(台)		438	700	840	1,008
销量增长率		-7.80%		20.00%	20.00%
高压变频调速系统		11,430.32	15,854.14	22,633.53	31,686.95
增长率		244.47%	38.70%	42.76%	40.00%
毛利率		43.27%	36.69%	40.00%	40.00%
单价		59.39	58.00	60.00	60.00
销量(套)		192	273.35	377.23	528.12
销量增长率		249.93%		40.00%	40.00%
电气监控与能量管理系统		2,375.70	1,396.08	2,291.50	3,208.10
增长率		7.60%	-41.24%	64.14%	40.00%
毛利率		57.18%	60.49%	60.00%	60.00%
单价		0.32	0.29	0.28	0.28
销量(台)		7,424	4,814	8,183.92	11,457.48
销量增长率		14.33%		70.00%	40.00%
设备监测、企业调度信息软件		956.05	1,326.83	1,724.88	2,242.34
增长率		-42.11%	38.78%	30.00%	30.00%
毛利率		47.21%	39.04%	39.00%	39.00%
合计		28,154.47	37,281.46	46,809.91	59,313.39
增长率			32.42%	25.56%	26.71%
综合毛利率		33.83%	29.09%	36.75%	37.42%

数据来源：上市公司公告、联合证券研究所预测。

3		2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入		22,126.61	28,154.47	37,281.46	46,809.91	59,313.39
二、营业总成本		19,485.21	24,773.83	34,218.28	39,939.19	50,085.66
营业成本		14,990.09	18,629.52	26,436.03	29,660.90	37,186.44
营业税金及附加		119.33	181.79	180.66	226.83	287.42
销售费用		1,943.10	2,380.67	3,262.72	4,212.89	5,338.20
管理费用		2,147.01	2,892.36	3,120.16	4,680.99	5,931.34
财务费用		222.56	442.56	871.35	900.00	1,080.00
资产减值损失		63.12	246.93	347.36	257.58	262.26
三、投资收益		-3.98	-	-	-	-
四、营业利润		2,637.42	3,380.64	3,063.18	6,870.72	9,227.72
加：营业外收入		92.53	21.67	248.28	842.58	1,233.72
减：营业外支出		0.25	0	2.87	5.00	5.00
五、利润总额		2,729.70	3,402.31	3,308.59	7,708.30	10,456.44
减：所得税		311.3	240.41	481.96	1,030.61	1,384.16
六、净利润		2,418.40	3,161.89	2,826.63	6,677.69	9,072.28
减：少数股东损益		194.37	246.22	106.00	246.96	335.00
归属于所有者的净利润		2,224.03	2,915.68	2,720.63	6,430.73	8,737.28
七、总股本		5,108.00	6,908.00	8,289.60	8,289.60	8,289.60
八、每股收益		0.50	0.52	0.33	0.78	1.05

数据来源：公司公告，联合证券研究所整理预测

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

5047	10	68	17
518001		200120	
TEL: (86-755) 8249 2212	FAX: (86-755) 8249 2062	TEL: (86-21) 5010 6028	FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhq.com		E-MAIL: lzrd@lhq.com	

“ ”