

# 公司简评 智光电气 (002169.sz)

► 2009年8月28日

**业绩低于预期，但长期发展前景仍可看好**

**谨慎推荐**

维持评级

分析师: 沈文春 ✉: [shenwenchun@chinastock.com.cn](mailto:shenwenchun@chinastock.com.cn) ☎: 010-66568173

## 1. 事件

智光电气公布了2009年中期报告，上半年公司实现主营收入1.56亿元，同比增长8.29%；实现净利润874万元，同比增长4.42%；实现每股收益0.05元。公司中期不进行分配。

## 2. 我们的分析和判断

### ● 公司收入和利润均低于预期

公司的收入和净利润都仅实现了个位数的增长，这大大低于我们在年初的预期。公司把增长幅度低于预期的原因归结为宏观经济环境的影响：由于经济增长放缓，用电量下滑，客户资金紧张等原因，部分客户推迟了工期，造成交货的延迟；另外，由于经济不景气，部分客户对高压变频等设备的采购推迟，行业竞争更加激烈，产品价格进一步下跌带来毛利率的下降。

公司为了未来发展考虑，在全国铺设销售网络，强化销售队伍，带来销售费用大幅增长，比去年同期增幅达到37.74%，最终只是由于政府补助和税收返还带来的营业外收入大幅增长才使净利润不致下滑。

### ● 高压变频系统毛利率下降超出预期

公司本期综合毛利率为29.59%，较去年同期略微下降。从具体产品上看，目前两个主要产品一升一降，消弧选线成套装置毛利达到24.29%，上升了2.73个百分点，主要是由于原材料价格的下降和本期提高了零部件自产比例；高压变频调速系统本期毛利率仅为30.6%，较去年同期大幅下降了7.3个百分点，下降幅度超出我们的预期。公司高压变频系统毛利率近两年处于持续下滑中，我们认为主要是由于不断有厂商加入这个行业，行业竞争带来了持续的价格降低，从而毛利率下滑。

我们预计消弧选线成套装置全年毛利率在25%左右，考虑到规模效应和行业转暖，高压变频系统全年毛利率也可以维持在30%左右，公司全年综合毛利率可以达到30.2%。

### ● 我们预计公司全年仍可保持较快增长

从我们的了解，公司的消弧选线装置订单仍然比较饱满，只是由于工程的延期造成上半年收入增幅放缓，我们预计下半年随着用电量恢复增长，城农网建设将进一步加快，全年公司的此项业务我们预计仍有28%左右的收入增长。价格的下降将进一步推动高压变频系统的推广和普及，未来高压变频系统的应用前景仍然可以看好，经济的转好和政府推动节能减排将带来高压变频系统的持续高速增长，我们预计公司全年高压变频系统仍有30%的同比增长。

## 3. 投资建议

预计公司09-11年的每股收益分别为0.27、0.35和0.45元，未来三年业绩复合增长率达到40%。主要产品受益于电网投资和政府节能减排政策的推动，未来持续快速增长可期；管理团队优秀，治理良好，我们看好公司长期发展前景，维持公司“谨慎推荐”投资评级。

表 1: 公司营业收入预测和毛利率假设

| 产 品 (单位: 百万元) |       | 2007    | 2008    | 2009E  | 2010E   | 2011E  |
|---------------|-------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 电网安全与控制类产品    | 营业收入  | 134     | 187     | 240    | 260     | 312    |
|               | 同比增长  | -9.11%  | 39.67%  | 28.31% | 8.33%   | 20.00% |
|               | 毛利率   | 20.68%  | 19.59%  | 25.00% | 25.00%  | 25.00% |
| 电机控制与节能类产品    | 营业收入  | 114     | 159     | 200    | 300     | 400    |
|               | 同比增长  | 244.48% | 38.71%  | 26.15% | 50.00%  | 33.33% |
|               | 毛利率   | 43.26%  | 36.69%  | 32.00% | 32.00%  | 32.00% |
| 供用电控制与自动化类产品  | 营业收入  | 24      | 14      | 16     | 32      | 42     |
|               | 同比增长  | 7.61%   | -41.25% | 14.61% | 100.00% | 30.00% |
|               | 毛利率   | 57.20%  | 60.46%  | 50.00% | 50.00%  | 50.00% |
| 电力信息化类产品及其他   | 营业收入  | 10      | 13      | 20     | 24      | 29     |
|               | 同比增长  | -48.77% | 38.81%  | 50.00% | 20.00%  | 20.00% |
|               | 毛利率   | 47.18%  | 39.04%  | 60.00% | 60.00%  | 60.00% |
| 合计            | 营业收入  | 282     | 373     | 476    | 616     | 782    |
|               | 同比增长  | 27.24%  | 32.42%  | 27.65% | 29.41%  | 27.01% |
|               | 综合毛利率 | 33.83%  | 29.09%  | 30.25% | 31.07%  | 31.19% |

数据来源: 公司报告, 中国银河证券研究所

表 2: 公司报表和主要财务指标预测表

| 资产负债表        | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        | 利润表 (百万元)   | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金         | 147         | 51          | 66           | 85           | 108          | 营业收入        | 282         | 373         | 476          | 616          | 782          |
| 应收票据         | 28          | 4           | 5            | 7            | 9            | 营业成本        | 186         | 264         | 332          | 425          | 538          |
| 应收账款         | 186         | 212         | 235          | 304          | 386          | 营业税金及附加     | 2           | 2           | 2            | 3            | 4            |
| 预付款项         | 4           | 16          | 19           | 24           | 29           | 销售费用        | 24          | 33          | 42           | 54           | 68           |
| 其他应收款        | 20          | 22          | 28           | 36           | 46           | 管理费用        | 29          | 31          | 40           | 52           | 65           |
| 存货           | 80          | 129         | 136          | 174          | 221          | 财务费用        | 4           | 9           | 6            | 7            | 9            |
| 其他流动资产       | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失      | 2           | 3           | 5            | 6            | 8            |
| 长期股权投资       | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 公允价值变动收益    | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产         | 5           | 125         | 129          | 133          | 133          | 投资收益        | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程         | 70          | 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        | 34          | 31          | 49           | 70           | 89           |
| 无形资产         | 22          | 26          | 17           | 15           | 13           | 营业外收支净额     | 0           | 2           | 7            | 4            | 5            |
| 长期待摊费用       | 1           | 0           | 1            | 0            | 0            | 税前利润        | 34          | 33          | 57           | 74           | 95           |
| 资产总计         | 564         | 629         | 651          | 796          | 959          | 减: 所得税      | 2           | 5           | 8            | 11           | 14           |
| 短期借款         | 96          | 116         | 108          | 154          | 193          | 净利润         | 32          | 28          | 48           | 63           | 81           |
| 应付票据         | 74          | 60          | 76           | 97           | 123          | 归属于母公司的净利润  | 29          | 27          | 44           | 58           | 74           |
| 应付账款         | 78          | 101         | 125          | 160          | 203          | 少数股东损益      | 2           | 1           | 4            | 5            | 7            |
| 预收款项         | 12          | 10          | 15           | 21           | 29           | 基本每股收益      | 0.42        | 0.33        | 0.27         | 0.35         | 0.45         |
| 应付职工薪酬       | 1           | 0           | 0            | 0            | 0            | 稀释每股收益      | 0.42        | 0.33        | 0.27         | 0.35         | 0.45         |
| 应交税费         | 4           | 3           | 3            | 3            | 3            | <b>财务指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 其他应付款        | 3           | 18          | 18           | 18           | 18           | <b>成长性</b>  |             |             |              |              |              |
| 其他流动负债       | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 营收增长率       | 27.2%       | 32.4%       | 27.7%        | 29.4%        | 27.0%        |
| 长期借款         | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | EBIT 增长率    | 39.1%       | 5.2%        | 40.5%        | 37.8%        | 28.2%        |
| 预计负债         | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 净利润增长率      | 31.1%       | -6.7%       | 62.7%        | 31.1%        | 27.8%        |
| 负债合计         | 269         | 312         | 349          | 457          | 574          | <b>盈利性</b>  |             |             |              |              |              |
| 股东权益合计       | 295         | 318         | 350          | 386          | 432          | 销售毛利率       | 33.8%       | 29.1%       | 30.2%        | 31.1%        | 31.2%        |
| <b>现金流量表</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | 销售净利率       | 10.4%       | 7.3%        | 9.3%         | 9.4%         | 9.5%         |
| 净利润          | 32          | 28          | 48           | 63           | 81           | ROE         | 9.9%        | 8.6%        | 12.7%        | 15.0%        | 17.2%        |
| 折旧与摊销        | 4           | 6           | 14           | 15           | 16           | ROIC        | 9.66%       | 8.39%       | 11.17%       | 13.06%       | 14.47%       |
| 经营活动现金流      | -64         | -49         | 75           | 27           | 38           | <b>估值倍数</b> |             |             |              |              |              |
| 投资活动现金流      | -78         | -56         | -30          | -20          | -10          | PE          | 33.0        | 42.4        | 52.1         | 39.8         | 31.1         |
| 融资活动现金流      | 215         | 10          | -30          | 12           | -5           | P/S         | 3.4         | 3.1         | 4.8          | 3.7          | 3.0          |
| 现金净变动        | 73          | -96         | 14           | 19           | 23           | P/B         | 3.3         | 3.6         | 6.6          | 6.0          | 5.3          |
| 期初现金余额       | 74          | 147         | 51           | 66           | 85           | 股息收益率       | 2.0%        | 0.0%        | 0.7%         | 1.2%         | 1.5%         |
| 期末现金余额       | 147         | 51          | 66           | 85           | 108          | EV/EBITDA   | 20.5        | 25.1        | 31.9         | 24.4         | 19.8         |

数据来源: 公司报告, 中国银河证券研究所

表 3: 公司 DCF 估值表

|         | 2008A    | 2009E   | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBIT    | 4281.7   | 6015.8  | 8290.3  | 10627.8 | 13287.7 | 16281.7 | 18425.5 | 20268.0 | 22110.3 | 23322.7 | 24606.5 |
| 所得税     | 623.8    | 876.4   | 1207.7  | 1548.2  | 1935.7  | 2371.9  | 2684.2  | 2952.6  | 3221.0  | 3397.6  | 3584.6  |
| NOPLAT  | 3782.5   | 3658.0  | 5139.4  | 7082.6  | 9079.5  | 11352.0 | 13909.8 | 15741.3 | 17315.4 | 18889.3 | 19925.1 |
| 营运资金净变动 | -10465.0 | -4224.5 | 1146.2  | -4838.3 | -5578.8 | -5966.0 | -6712.1 | -3617.6 | -2765.1 | -2052.2 | -190.6  |
| 资本支出    | -4996.9  | -3000.0 | -2000.0 | -1000.0 | -1000.0 | -1000.0 | -1000.0 | -1000.0 | -1000.0 | -1000.0 | -1000.0 |
| 自由现金流   | -4967.4  | 4668.2  | 1749.3  | 4102.0  | 6070.5  | 7958.8  | 12958.0 | 15456.2 | 17813.9 | 20781.6 | 21862.2 |

  

|         |          |         |        |
|---------|----------|---------|--------|
| WACC    | 8.9%     | Ke      | 13.08% |
| 永续增长率   | 3%       | Kd      | 6.46%  |
| 终值      | 10194.2  | t       | 15.00% |
| 企业价值    | 244071.5 | Rf      | 3.00%  |
| 非核心资产价值 | 19820.5  | E(Rm)   | 12.00% |
| 债务价值    | 11649.27 | Rm - Rf | 9.00%  |
| 股权价值    | 232422.2 | D/A     | 9.17%  |
| 股本      | 8289.60  | E/A     | 90.83% |
| 每股价值    | 14.02    | Beta    | 1.12   |

  

|       |        |       |       |       |       |       |
|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 14.02 |        | g     |       |       |       |       |
|       |        | 2.00% | 2.50% | 3.00% | 3.50% | 4.00% |
| WACC  | 7.41%  | 16.65 | 17.95 | 19.55 | 21.56 | 24.15 |
|       | 7.91%  | 15.03 | 16.07 | 17.32 | 18.86 | 20.79 |
|       | 8.41%  | 13.67 | 14.52 | 15.52 | 16.72 | 18.20 |
|       | 8.91%  | 12.51 | 13.21 | 14.02 | 14.98 | 16.14 |
|       | 9.41%  | 11.51 | 12.09 | 12.76 | 13.54 | 14.47 |
|       | 9.91%  | 10.65 | 11.13 | 11.69 | 12.33 | 13.09 |
|       | 10.41% | 9.89  | 10.30 | 10.77 | 11.30 | 11.92 |

数据来源: 公司报告, 中国银河证券研究所

表 4: 电气设备估值表

| 行业      | 公司     | 代码        | 评级   | 货币  | 股价     | 总市值    | EPS   |       |       |       | PE    |      |      |      |
|---------|--------|-----------|------|-----|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
|         |        |           |      |     |        | 百万美元   | 08    | 09E   | 10E   | 11E   | 08    | 09E  | 10E  | 11E  |
| 常规发电设备  | 东方电气   | 600875.SH | 推荐   | CHY | 43.7   | 5224   | 0.20  | 1.93  | 2.08  | 2.40  | 218.5 | 22.7 | 21.0 | 18.2 |
|         | 东方电气   | 1072.HK   | 推荐   | HKD | 14.06  | 2825   | 0.20  | 1.93  | 2.08  | 2.40  | 134.0 | 13.9 | 12.9 | 11.2 |
|         | 上海电气   | 601727.SH | 中性   | CHY | 9.66   | 17679  | 0.21  | 0.17  | 0.21  | 0.25  | 46.1  | 55.9 | 45.1 | 38.0 |
|         | 上海电气   | 2727.HK   | 推荐   | HKD | 3.33   | 5373   | 0.21  | 0.17  | 0.21  | 0.25  | 15.9  | 19.3 | 15.5 | 13.1 |
|         | 哈动力    | 1133.HK   | -    | HKD | 7.21   | 1281   | 0.76  | 0.66  | 0.68  | 0.69  | 9.5   | 10.9 | 10.6 | 10.4 |
|         | 阿尔斯通   | ALO.FP    | -    | EUR | 42.91  | 17478  | 3.91  | 4.29  | 3.79  | 3.63  | 11.0  | 10.0 | 11.3 | 11.8 |
|         | 西门子    | SIE.GR    | -    | EUR | 47.46  | 61438  | 6.82  | 4.59  | 4.59  | 5.52  | 7.0   | 10.3 | 10.3 | 8.6  |
|         | 通用电气   | GE.N      | -    | USD | 11.46  | 120753 | 1.79  | 0.98  | 0.91  | 1.22  | 6.4   | 11.7 | 12.6 | 9.4  |
| 新能源发电设备 | 金风科技   | 002202.SZ | 谨慎推荐 | CHY | 29.73  | 4350   | 0.65  | 1.14  | 1.32  | 1.59  | 45.5  | 26.0 | 22.4 | 18.7 |
|         | VESTAS | VWS.DC    | -    | EUR | 49.58  | 13002  | 2.37  | 2.51  | 3.03  | 3.67  | 20.9  | 19.8 | 16.4 | 13.5 |
|         | GAMESA | GAM.SM    | -    | EUR | 13.42  | 4623   | 1.26  | 0.66  | 0.74  | 1.00  | 10.7  | 20.3 | 18.1 | 13.4 |
|         | NORDEX | NDX1.GR   | -    | EUR | 11.03  | 1044   | 0.73  | 0.52  | 0.74  | 1.00  | 15.1  | 21.2 | 14.9 | 11.0 |
|         | SUZLON | SUEL.IN   | -    | INR | 106.85 | 3390   | 7.10  | 10.52 | 12.73 | 18.31 | 15.0  | 10.2 | 8.4  | 5.8  |
| 输配电设备   | 平高电气   | 600312.SH | 中性   | CHY | 17.01  | 1272   | 0.34  | 0.46  | 0.59  | 0.66  | 50.4  | 36.7 | 28.8 | 25.8 |
|         | 国电南瑞   | 600406.SH | 谨慎推荐 | CHY | 34.56  | 1290   | 0.49  | 0.98  | 1.18  | 1.45  | 70.3  | 35.4 | 29.4 | 23.9 |
|         | 特变电工   | 600089.SH | 推荐   | CHY | 20.04  | 3514   | 0.54  | 0.84  | 0.93  | 1.12  | 37.4  | 23.7 | 21.5 | 17.9 |
|         | 天威保变   | 600550.SH | 谨慎推荐 | CHY | 33.02  | 5643   | 0.81  | 0.83  | 1.02  | 1.37  | 40.9  | 39.8 | 32.5 | 24.0 |
|         | 思源电气   | 002028.SZ | 推荐   | CHY | 21.22  | 853    | 0.79  | 0.97  | 0.90  | 1.07  | 26.9  | 21.9 | 23.5 | 19.8 |
|         | 置信电气   | 600517.SH | 推荐   | CHY | 17.07  | 1030   | 0.34  | 0.57  | 0.69  | 0.84  | 50.1  | 29.8 | 24.6 | 20.3 |
|         | 智光电气   | 002169.SZ | 谨慎推荐 | CHY | 13.92  | 169    | 0.16  | 0.27  | 0.35  | 0.45  | 85.5  | 52.5 | 39.8 | 31.2 |
|         | 许继电气   | 000400.SZ | 中性   | CHY | 21.56  | 1193   | 0.10  | 0.61  | 0.71  | 0.75  | 214.6 | 35.6 | 30.2 | 28.8 |
|         | 宝胜股份   | 600973.SH | 中性   | CHY | 16.6   | 379    | 0.03  | -     | -     | -     | 506.8 | -    | -    | -    |
|         | 国电南自   | 600268.SH | 推荐   | CHY | 16.75  | 434    | 0.43  | 0.60  | 0.73  | 0.89  | 39.1  | 27.8 | 23.0 | 18.8 |
|         | 荣信股份   | 002123.SZ | 谨慎推荐 | CHY | 32.01  | 959    | 0.58  | 0.92  | 1.27  | 1.71  | 55.1  | 34.9 | 25.2 | 18.7 |
|         | 三变科技   | 002112.SZ | 中性   | CHY | 11.76  | 138    | 0.21  | 0.32  | 0.31  | 0.40  | 56.0  | 37.0 | 38.3 | 29.4 |
|         | ABB    | ABB       | -    | USD | 15.56  | 36143  | 1.34  | 1.11  | 0.97  | 0.98  | 11.6  | 14.0 | 16.0 | 15.9 |
|         | 施奈德    | SU.FP     | -    | EUR | 53.8   | 18847  | 6.86  | 3.81  | 4.12  | 5.23  | 7.8   | 14.1 | 13.1 | 10.3 |
|         | 阿海珐    | CELP      | -    | EUR | 410.84 | 20619  | 25.74 | 21.28 | 21.75 | 20.81 | 16.0  | 19.3 | 18.9 | 19.7 |
| 其他电气设备  | 卧龙电气   | 600580.SH | 谨慎推荐 | CHY | 17.11  | 709    | 0.46  | 0.67  | 0.86  | 1.09  | 37.6  | 25.5 | 19.8 | 13.7 |
|         | 泰豪科技   | 600590.SH | 谨慎推荐 | CHY | 11.67  | 503    | 0.24  | 0.36  | 0.50  | 0.60  | 48.4  | 32.1 | 23.3 | 20.0 |
|         | 金自天正   | 600560.SH | 中性   | CHY | 12.07  | 176    | 0.39  | 0.45  | 0.40  | 0.00  | 30.9  | 26.8 | 30.2 | -    |

数据来源: 中国银河证券研究所

## 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