

2009 年年报点评：“业绩符合预期，EMC 将成战略重点”

智光电气 (002169)

评级：(增持)

股价：16.58 元

目标价位：暂无

跟踪报告

2010 年 2 月 11 日 星期四

电力设备及新能源行业小组

陈 鹏

021-50586660-8615

chenpeng@longone.com.cn

电力设备行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 暂无

升值潜力 (%) -

目标价确定日期： 2010-2-11

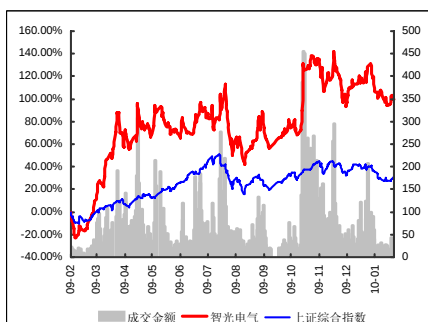
重要数据

总股本(亿股)	1.6579
流通股本(亿股)	0.7643
总市值(亿元)	27.6372
流通市值(亿元)	12.7409

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月		
3 个月		
6 个月		

个股相对上证综指走势图



1.《东海证券-低碳行业系列报告之三——“合同能源管理 (EMC) ——节能商业模式助推产业成长”》-----20100129

投资要点

- 09 年业绩基本符合市场预期。2010 年 2 月 11 日，公司发布 2009 年年度报告，报告期内实现营业收入 4.39 亿，同比增长 17.78%，实现营业利润 3806 万元，同比增长 24.25%，归属于母公司净利润达到 4013 万元，同比增长 47.5%，实现基本每股 EPS 为 0.24 元，扣除非经常性损益后每股 EPS 为 0.19 元，基本符合市场预期。
- 财务状况基本稳健，关注营业外收入与应收账款比例偏高的影响。09 公司利润增速超过营收增速的原因有二，一是因产品外协比例较下降和成本控制等因素导致的盈利能力有显著的改善，报告期内毛利率 32.24%，同比上升了 3.15 个百分点；二是营业外收入创历史新高，达 1321.92 万元，主要贡献来源为软件增值税退税及税收返还 (1024.05 万元)；三项费用率略有上升，主要是营业费用随着市场拓展和产品销售规模的扩大有所递增，达到 9.83%，同比上升 1.08 个百分点；此外，当期应收账款 2.91 亿元，占当期营业收入的 66.28%，占总资产比例达 39.04%，应收账款比例较高对挤占流动资金有一定负面影响。
- “EMC” 与 “高压变频” 将成为公司产品结构调整的主线：09 年公司传统业务“电网安全与控制”经营的消弧选线系统（及移相变压器等）一次设备的市场占有率已达历史高位，但市场竞争日益激烈也将在未来数年成为

主要财务指标

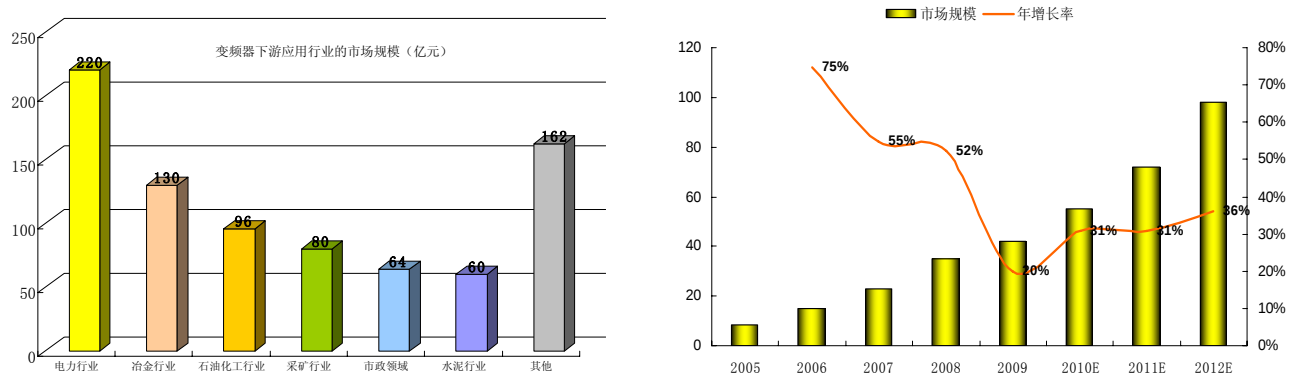
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	372.81	439.09	565.00	734.35	955.15
营业收入增长率 (%)	32.42%	17.78%	28.68%	29.97%	30.07%
营业利润 (百万元)	30.63	38.06	62.05	89.12	128.06
营业利润增长率 (%)	-9.35%	24.25%	63.04%	43.63%	43.69%
净利润 (百万元)	27.20	40.13	53.46	75.77	108.39
净利润增长率 (%)	-6.67%	47.50%	33.24%	41.72%	43.06%
营业利润率 (%)	8.22%	8.67%	10.98%	12.14%	13.41%
每股收益 (元)	0.16	0.24	0.32	0.46	0.65
每股净资产 (元)	4.14	3.75	2.08	3.21	3.58
PE (X)	101.04	68.50	51.42	36.28	25.36
PB (X)	4.00	4.42	7.97	5.17	4.63
EV/EBITDA (X)	97.00	65.76	49.36	34.83	24.35

此块业务盈利水平稳中有降的明确预期。而“电机控制与节能”业务比重的提升就成为公司持续改善经营战略的重心，随着国内市场对 EMC（合同能源管理）模式的逐步认可与接受，技术型 EMCo 企业将逐步走到市场舞台的前沿，公司作为高压变频市场的国内前十强企业（2008 年为第七名，市占率 5.71%），已具备了良好的技术基础与丰富的类 EMC 运作经验。2 月 10 日，公司公告拟成立广州智光节能服务技术有限公司（全资子公司，注册资本 1 亿元，），意味着公司战略正式向 EMC 节能服务模式调整，这将有助于公司盈利模式和市场竞争力的优化。

□ **投资评级：** 测算 2010-2012 年公司摊薄后每股收益为 0.32 元、0.46 元和 0.65 元，高压变频市场正处于快速成长期，此外 EMC 合同能源管理模式受政策扶持的预期也逐渐明朗，作为处于成长期的小盘股，公司理应享受一定的成长性估值溢价，目前动态 PE 为 51.8X/36.04X/25.5X，PB7.97X，维持增持评级，暂无目标价。

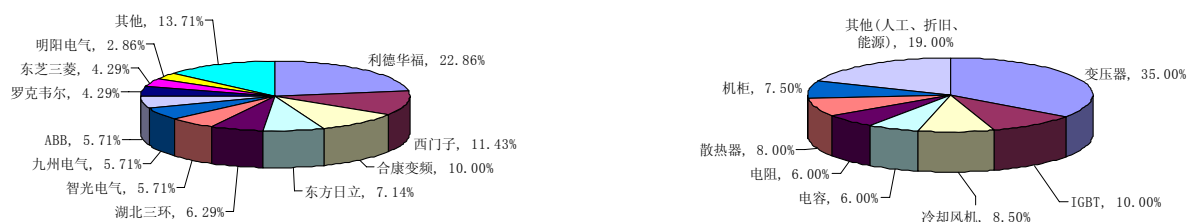
□ **风险提示：** 1)、公司在高压变频市场的持续开拓成效将决定业绩释放的进程；
2)、应收账款余额较大在一定程度上影响资金运用效率和经营效率。

图1. 变频器应用于各行业的潜在市场规模（左），变频器市场规模与增速预测（右）



资料来源：《2008-2009 年高压变频器行业报告》，东海证券研究所

图2. 变频器市场竞争格局（左），变频器类设备的成本结构（右）



资料来源：东海证券研究所

表 2、利润表预测

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	372.81	439.09	565.00	734.35	955.15
营业收入(百万元)	372.81	439.09	565.00	734.35	955.15
YOY (%)	32.42%	17.78%	28.68%	29.97%	30.07%
营业总成本(百万元)	342.18	401.03	502.95	645.23	827.09
营业成本(百万元)	264.36	297.52	376.00	484.64	625.85
毛利率 (%)	29.09%	32.24%	33.45%	34.00%	34.48%
营业税金及附加	1.81	4.11	5.29	6.88	8.95
主营业务利润	106.65	137.45	183.71	242.83	320.35
销售费用(百万元)	32.63	43.16	56.50	69.76	85.96
管理费用(百万元)	31.20	38.95	48.03	62.42	78.32
财务费用(百万元)	8.71	6.81	11.87	14.69	19.10
三项费用率 (%)	19.46%	20.25%	20.60%	20.00%	19.20%
资产减值损失(百万元)	3.47	10.47	5.26	6.84	8.90
投资净收益(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润(百万元)	30.63	38.06	62.05	89.12	128.06
YOY (%)	-9.35%	24.25%	63.04%	43.63%	43.69%
加：营业外收入(百万元)	2.48	13.22	5.00	5.00	5.00
减：营业外支出	0.03	0.45	0.00	0.00	0.00
利润总额(百万元)	33.08	50.83	67.05	94.12	133.06
减：所得税(百万元)	4.82	8.85	11.20	15.25	20.62
实际税率 (%)	14.57%	17.41%	16.70%	16.20%	15.50%
净利润(百万元)	28.26	41.98	55.85	78.87	112.43
减：少数股东损益(百万元)	1.06	1.86	2.39	3.11	4.04
归属母公司股东的净利润	27.20	40.13	53.46	75.77	108.39
YOY (%)	-6.67%	47.50%	33.24%	41.72%	43.06%
总股本(百万股)	165.79	165.79	165.79	165.79	165.79
每股收益(元)：	0.16	0.24	0.32	0.46	0.65

资料来源：东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

陈 鹏, 电力设备与新能源行业分析师

重点跟踪公司: 东方电气、上海电气、中国西电、特变电工、天威保变、华仪电气、宝胜股份、三变科技、天奇股份、航天机电等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址:上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122