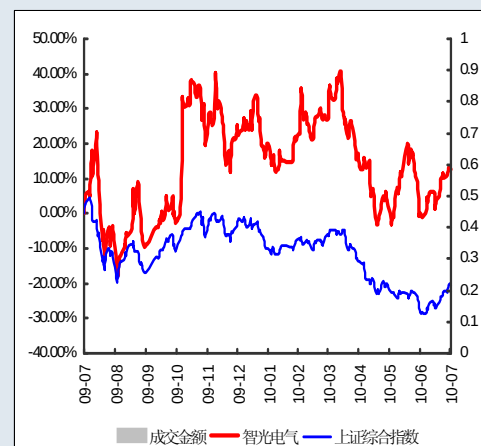


智光电气（002169）中报点评 -高压变频器、EMC业务预存想象空间

评级：中性



09年以来智光电气相对上证指数表现



智光电气业绩快报

智光电气于近日发布了2010年半年报,报告显示上半年公司实现营业收入1.83亿元,比去年同期的1.56亿元增长了17.72%;实现营业利润854万元,比去年同期的591万元增长了44.43%;实现归属于上市公司股东的净利润1271万元,同比去年的1193万元增长45.46%;摊薄每股收益0.08元。

电机控制与节能业务大幅增长,电网安全控制业务相对萎缩

上半年公司电机控制与节能业务大幅度增长119%,相对应的高频变压器销售量大幅增加,毛利率比去年同期提升2.58个百分点。由于上年电网投资的下滑,电网安全与控制在公司营业费用、管理费用大幅提高的背景下,公司净利润的大幅增加得益于公司产品毛利率的提升及所得税的大幅减少。电网安全控制类设备,如消弧线圈等产品销售量下滑比较明显,营业收入下滑36%。

未来发展看高压变频器和EMC

据研究指出,我国发电总量的66%消耗在电动机上,高压电动机约占电动机总装机容量的一半,目前我国使用高压变频器的范围大约是30%,离发达国家60-70%的应用率还有很大差距。在国家大力发展节能减排的政策背景下,高压变频器的市场前景将十分广阔。在国家大今年4月,国家发布了《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》,在资金税收金融服务方面提出了具体支持政策。公司适时的于今年5月成立了智光节能公司,正式宣布进入该领域。鉴于目前积极的政策导向和严峻的节能减排形势,公司在该领域的发展未来将有期待。

推荐评级：中性

虽然上半年公司以高压变频器主导的电机控制和节能业务得到了大幅增长以及公司正积极推进EMC机制的推广,但考虑到公司其他业务受国网投资下降的拖累和高压变频器市场竞争日趋激烈以及EMC业务没有确切的发展时间表,所以对公司未来发展给予“中性”预期,相对应2010年每股收益为0.307元/股,2011年每股收益0.359元/股。

	最新收盘	本月	近一年
开盘价(元)	17.67	16.33	15.27
最高价(元)	17.75	18	21.49
最低价(元)	17.31	16.24	11.68
收盘价(元)	17.31	17.31	17.31
换手率	12.83%	29.37%	0.15
涨跌(元)	-0.69	0.95	2.16
涨跌幅	-3.85%	5.78%	14.25%
行业涨跌幅	-1.71%	0.06	7.25%
相对行业涨跌幅	-2.14%	5.72	7%
深成指数涨跌幅	-1.58%	0.42	-20.77%
相对大盘涨跌幅	-2.27%	5.36	35.02%

姜江

执业证书编号：S1490210030003

刘昊

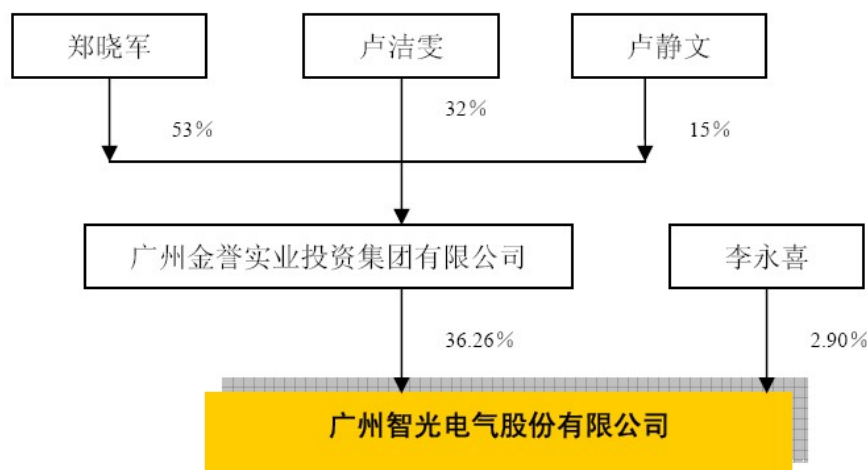
010-58568097

liuhao@hrsec.com.cn

公司概况

- 智光电气于2007年9月19日起在深圳交易所挂牌上市。公司控股股东为广州金誉实业投资集团有限公司，持有智光电气36.26%股权。郑晓军持有金誉集团53%股份，从而成为智光电气实际控制人。

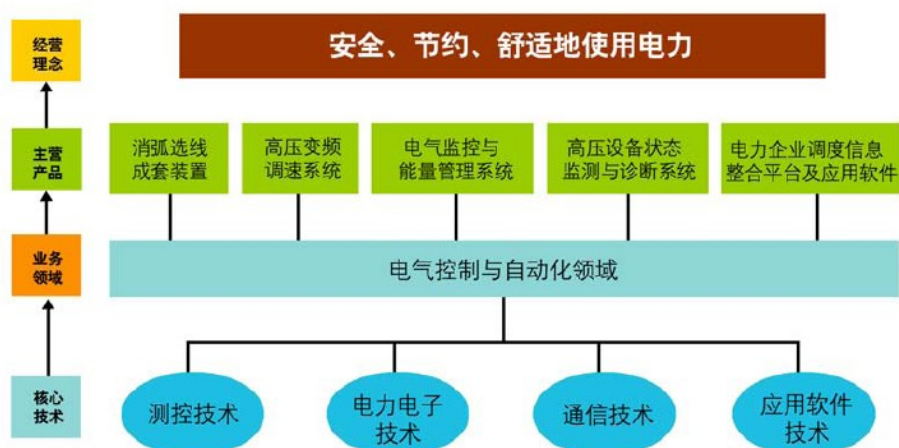
公司股权关系图



数据来源：公司年报

- 公司是一家在电气控制与自动化领域具有自主创新能力和高成长性的高新技术企业，主要从事电网安全与控制设备、电机控制与节能设备、供用电控制与自动化设备及电力信息化研发、设计、生产和销售。

公司产品组成概览



数据来源：公司年报

- 公司无参股公司，全资、控股公司四家：智光电机为全资子公司，出资比例100%；智光一创为控股子公司，出资70%；龙源智光为控股子公司，出资比例82%；公司于2010年5月18日投资设立了广州智光节能有限公司，将其定位为一家具有自主创新能力的综合性节能服务公司。

智光电气上半年业绩回顾

智光电气于近日发布2010年半年报。实现营业收入1.84亿元，同比增长17.72%；实现营业利润8500万元，同比增长44.43%；净利润1200万元，同比增长33%。

智光电气利润比较表（百万元）

	本期金额	上期金额	差额	增幅
营业收入	184	156	28	17.72%
营业成本	124	110	14	12.60%
营业费用	23	17	6	38.13%
管理费用	22	18	4	22.58%
资产减值损失	1.5	0.8	0.7	73.52%
营业利润	8.5	5.9	2.6	44.43%
营业外收入	5.5	6	-0.5	-8.31%
营业外支出	0.6	/	/	/
利润总额	13	12	1	12.79%
所得税费用	1.4	2.8	-1.4	-50%
净利润	12	9	3	33%
归属于母公司所有者的净利润	12.7	8.7	4	45.46%
少数股东损益	-0.6	0.4	1	-261.18%
基本每股收益	0.076	0.053	0.023	43.30%

数据来源：公司公告，华融证券

电机控制业务大幅增长，电网安全控制业务相对萎缩

- 上半年公司电机控制与节能业务大幅度增长119%，相对应的高频变压器销售量大幅增加，毛利率比去年同期提升2.58个百分点。
- 由于上年电网投资的下滑，电网安全与控制类设备，如消弧线圈等产品销售量下滑比较明显，营业收入下滑36%。
- 在公司营业费用、管理费用大幅提高的背景下，公司净利润的大幅增加得益于公司产品毛利率的提升及所得税的大幅减少。
- 从公司以往四年的业务组成情况看，电机控制与节能产品收入在公司营业收入中的比重逐年提升，今年更是比去年大增近30个百分点，相反电网安全与控制类产品下降明显，今年所占比例比2007年下降30%。

智光电气各业务比较表（万元）

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上半年同期增减	营业成本比上半年同期增减	毛利率比上年同期增减
电网安全与控制	5,651	4,269	24.45%	-36.27%	-36.40%	0.16%
电机控制与节能	11,775	7,868	33.18%	118.75%	110.63%	2.58%
供用电控制与自动化	305	161	47.03%	-16.63%	-28.93%	9.17%
电力信息化及其他	631	69	89.07%	-35.78%	-77.55%	20.35%

数据来源：公司公告，华融证券

各业务组成情况历年变化表

	2007	2008	2009	2010
电机控制与节能类产品(%)	25.59%	34.05%	34.51%	64.12%
电网安全与控制类产品(%)	61.39%	56.47%	56.84%	30.77%
电力信息化类产品(%)	3.79%	4.14%	6.30%	3.44%
供用控制与自动化类产品(%)	8.68%	5.35%	2.35%	1.66%

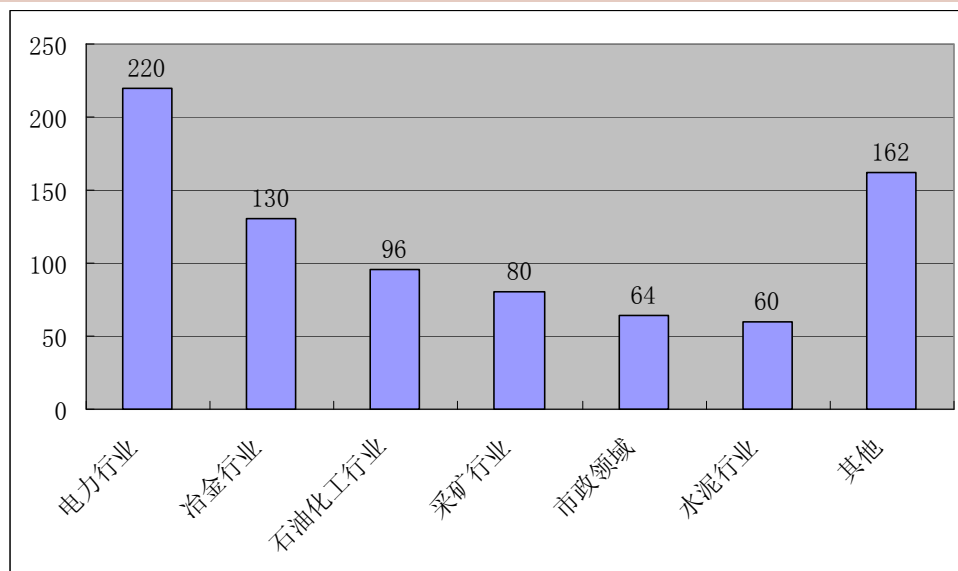
数据来源：WIND，华融证券

高压变频调速系统行业基本情况

高压变频调速系统属于电机控制与节能类设备。公司的高压变频调速系统由控股子公司智光电机研发制造。高压变频器主要有两种功能，一是节约资源，二是提高工艺水平。目前应用于工业的高压变频器主要是用于电动机系统节能。

► 上下游行业关联性

高压变频器的上游行业主要包括变频变压器、半导体元件、机柜、自动化仪表等企业，均是充分竞争行业。其中半导体元件主要依赖进口，该部件为基础元件。占本产品成本较低，供应充足。本行业受上游制约较小。下游应用范围则十分广泛，几乎所有大型电力驱动行业均有节能应用要求，如电力、冶金、石油、化工、市政、煤炭等，其中电力、冶金和石化产业为最重要的三个应用行业。

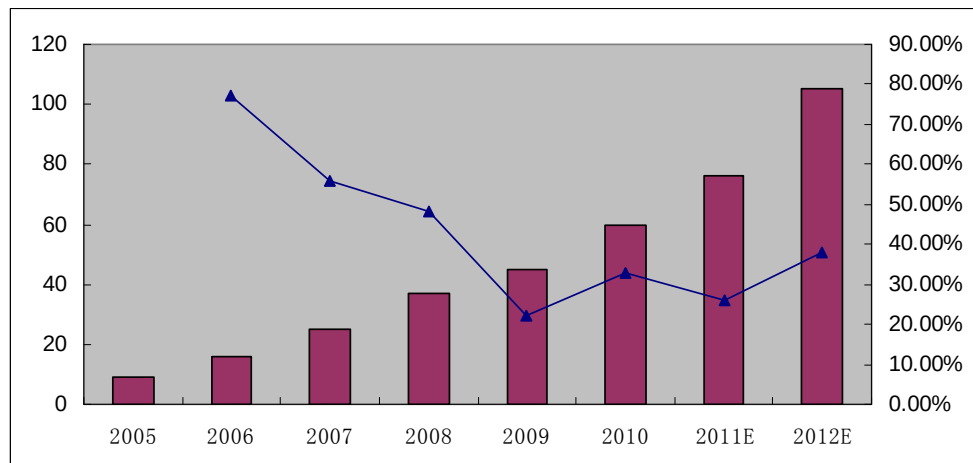
高压变频器下游应用市场规模（亿元）


数据来源：WIND，华融证券

► 变频器市场广阔，未来发展值得期待

据研究指出，我国发电总量的66%消耗在电动机上，高压电动机约占电动机总装机容量的一半，目前我国使用高压变频器的范围大约是30%，离发达国家60-70%的应用率还有很大差距。在国家大力发展节能减排的政策背景下，高压变频器的市场前景将十分广阔。

高压变频器市场规模 (亿元)

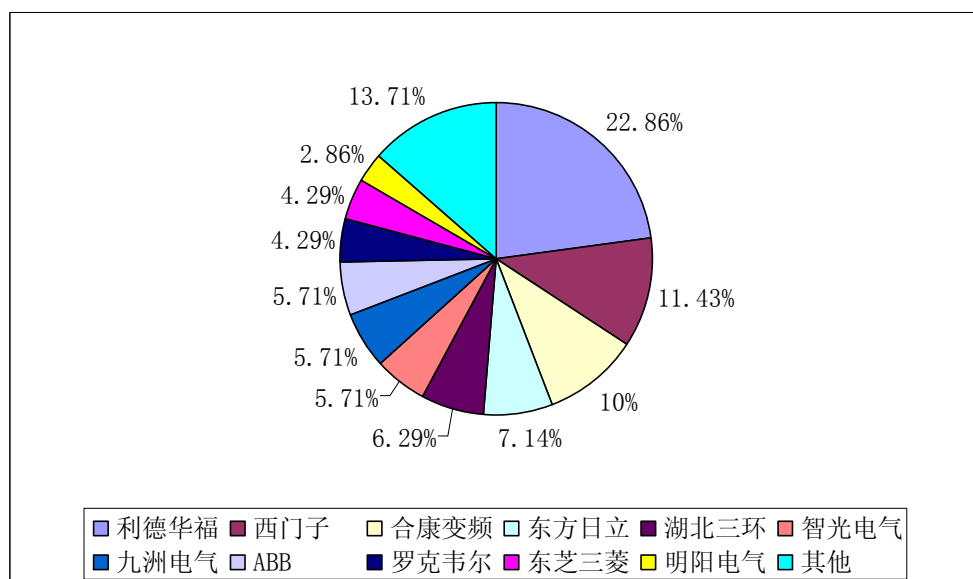


数据来源: WIND, 华融证券

变频器市场竞争格局

高压变频器具有较高的技术门槛,国际主流的供应厂商仅有西门子、罗克韦尔和ABB等几家,均于上世纪九十年代进入中国。国内厂商只有几家企业掌握核心技术并具有自主研发能力,主要包括背景利德华福、东方日立电控设备有限公司和智光电机等。从目前市场格局

高压变频器市场竞争格局



数据来源: WIND, 华融证券

未来发展看电机节能 (高压变频器) 和合同能源管理EMC

EMC-ENERGY MANAGEMENT CONTRACT-合同能源管理,此概念由上世纪70年底提出,是一种基础市场的全新的节能新机制,是发达国家普遍推行的、运用市场手段促进节能的服务机制,在美国加拿大EMC已发展成为一个新兴的节能产业。此机制在中国则刚刚起步。今年4月,国家发布了《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》,在资金税收金融服务方面提出了具体支持政策。公司适时的于今年5月成立了智光节能公司,正式宣布进入该领域。鉴于目前积极的政策导向和严峻的节能减排形势,公司在该领域的发展未来将有期待。

风险因素

- EMC业务推进速度
- 国网投资放缓对公司电网安全设备销售影响
- 高频变压器市场竞争加剧

给予“中性”评级

虽然上半年公司以高压变频器主导的电机控制和节能业务得到了大幅增长以及公司正积极推进EMC机制的推广，但考虑到公司其他业务受国网投资下降的拖累和高压变频器市场竞争日趋激烈以及EMC业务没有确切的发展时间表，所以对公司未来发展给予“中性”预期，相对应2010年每股收益为0.307元/股，2011年每股收益0.359元/股。

智光电气盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	372.81	439.09	553.25	663.9
营业成本	264.36	297.52	378.92	453.81
营业税及附加	1.81	4.11	4.51	5.12
营业费用	32.63	43.16	53.21	64.26
管理费用	31.2	38.95	47.24	58.35
财务费用	8.71	6.81	6.23	6.98
资产减值损失	3.47	10.47	6	6
营业利润	30.63	38.06	57.14	69.38
其他非经营损益	2.45	12.77	5	5
利润总额	33.08	50.83	62.14	74.38
所得税	4.82	8.85	9	11
净利润	28.26	41.98	53.14	63.38
少数股东损益	1.06	1.86	2.18	3.89
归属上市公司净利润	27.2	40.13	50.96	59.49
每股收益(元)	0.164	0.242	0.307	0.359

数据来源：华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn