

智光电气(002169.sz)

丰富产品结构，积极布局电力节能产业

张小东 分析师

电话: 020-87555888-665

eMail: zxd2@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260210070006

业绩增长获益于高压变频器高速增长

2010 年上半年公司主营业务与净利润同比增长 18% 和 32%，这主要是由于高压变频器业务高速增长对总体业绩的带动。2010 年由于电网投资、采购量下降导致了公司消弧线圈的业绩下滑，但公司的高压变频器产品由于市场需求旺盛，销售持续放量，弥补了电网业务萎缩带来的负面影响。下半年，公司业务发展保持这一趋势，三季度营业收入和净利润较去年同期分别上升 15% 和 25%。

新业务丰富产品层次

公司借助与自身的研发优势不断拓宽其产品覆盖面，积极布局电力节能产业。公司高压变频器产品实现高速增长，新业务无功补偿（SVC）以及合同能源管理（EMC）也将在 2011 年形成收入，贡献业绩。公司主营业务产品消弧线圈、高压变频器、SVC 和 EMC 形成了三个业务层次：保持相对稳定、实现高速增长、拓展新增长点。

盈利预测

我们预计 2010~2012 年公司营业收入分别为 5.3 亿、8.1 亿和 11.4 亿元，实现每股收益分别为 0.38、0.62 和 0.85 元。虽然公司的 SVC 和 EMC 业务可能出现超过预期的快速增长，但考虑到公司目前估值水平，我们给予国内公司“持有”评级，12 个月目标价 23 元。

风险提示

电网投资恢复速度低于预期；SVC 市场开拓风险；EMC 业务高速发展带来的财务风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	372.81	439.09	532.10	812.42	1141.09
增长率(%)	32.42%	17.78%	21.18%	52.68%	40.46%
EBITDA(百万元)	47.10	68.64	84.11	135.08	185.83
净利润(百万元)	27.20	40.13	62.71	102.13	140.13
增长率(%)	-6.70%	47.50%	56.29%	62.85%	37.21%
每股收益(元)	0.32	0.24	0.38	0.62	0.85
市盈率	44.82	73.55	57.60	35.37	25.78
市净率	3.92	8.56	8.87	7.09	5.56
EV/EBITDA	27.40	43.86	42.98	26.87	19.52

数据来源: 广州智光电气股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	21.62
目标价格(元)	23.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.10%	18.94%	24.93%
沪深 300	-1.00%	10.69%	-7.65%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
177.65/143.86

主要股东:

广州市金誉实业投资集团有限公司
主要股东持股比例 31.31%

财务比率

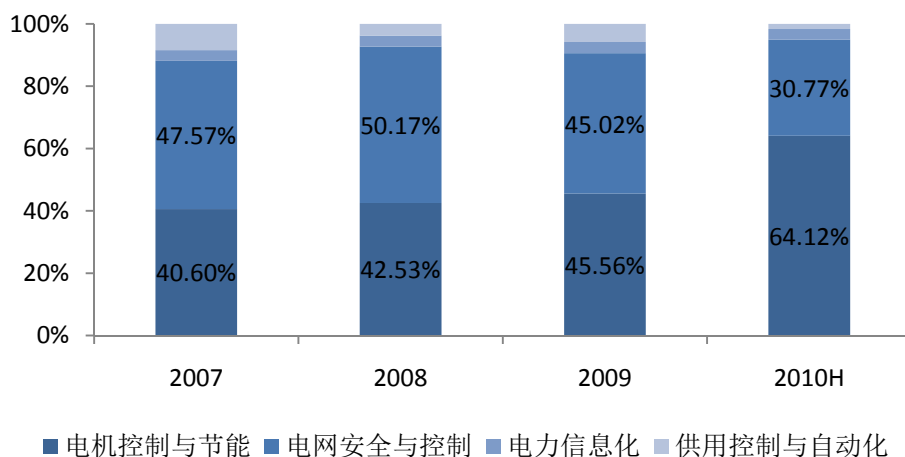
ROE	11.64%
ROA	8.39%
资产负债率	52.58%
每股净资产(元)	2.08

2009 年报数据

业绩增长获益于销售结构调整

公司产品主要分为电机控制与节能、电网安全与控制、电力信息化、以及供用控制与自动化设备，其中消弧线圈和高压变频器分别属于电网安全与控制和电机控制与节能产品，在营业收入构成中占比分别达到31%和64%，处于主导地位。

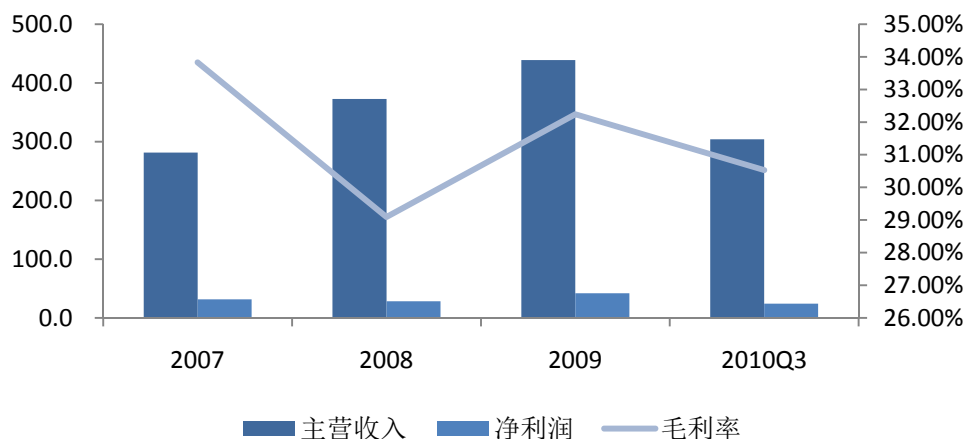
图1：主营业务产品结构



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

自2007年上市以来，公司业务实现稳步增长，2010年上半年主营业务与净利润较去年同期增幅明显分别达到18%和32%。这主要是由于高压变频器业务高速增长对总体业绩的带动。2010年由于电网投资、采购量下降导致了公司消弧线圈的业绩下滑，但公司的高压变频器产品，由于市场需求旺盛产品持续放量，弥补了电网业务萎缩带来的负面影响。上半年公司主导产品消弧线圈和高压变频器的营业收入分别同比增长-36%和110%。在三季度，公司主营业务发展保持这一趋势，营业收入和净利润较去年同期分别上升15%和25%。

图2：营业收入及净利润增长情况（百万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

新业务丰富产品层次

公司一直致力于电力系统安全、稳定、节能等方面的技术研究和产品开发，借助于自身的研发优势不断拓宽其产品覆盖面。在我国节能减排的大趋势下，公司高压变频器产品实现高速增长，新业务无功补偿（SVC）以及合同能源管理（EMC）也将在2011年形成营业收入，贡献业绩。公司主要产品消弧线圈、高压变频器、SVC和EMC形成了三个业务层次：保持相对稳定、实现高速增长、拓展新增长点。

消弧线圈

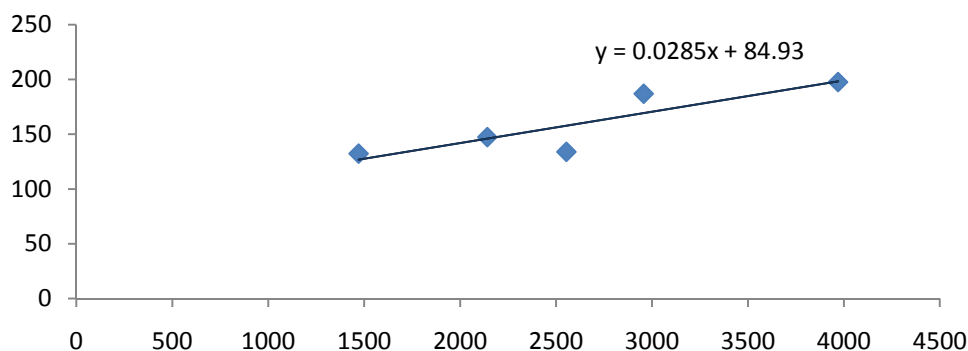
公司的消弧线圈产品属于电网安全与控制类设备，主要用于变电站的新建和改造项目。这一设备市场经过多年的充分竞争市场较为成熟，行业的集中度较高。国内主要的生产销售厂商有十多家，公司和思源电气合计占有国内60%以上的市场份额，市占率分别位列第二和第一位，形成较为稳定的竞争格局。因此我们认为，公司消弧线圈业务的规模主要与我国电网投资相关。根据历史数据的回归分析，我们得出公司消弧线圈与电网总投资之间的线性回归系数为0.0285和84.93。

表 1：电网投资总量与公司消弧线圈营业收入

	2005	2006	2007	2008	2009
电网总投资（亿元）	1471	2142	2554	2957	3970
消弧线圈销售收入（百万元）	132	147	134	187	198

数据来源：公司公告，国家电网，南方电网，广发证券发展研究中心

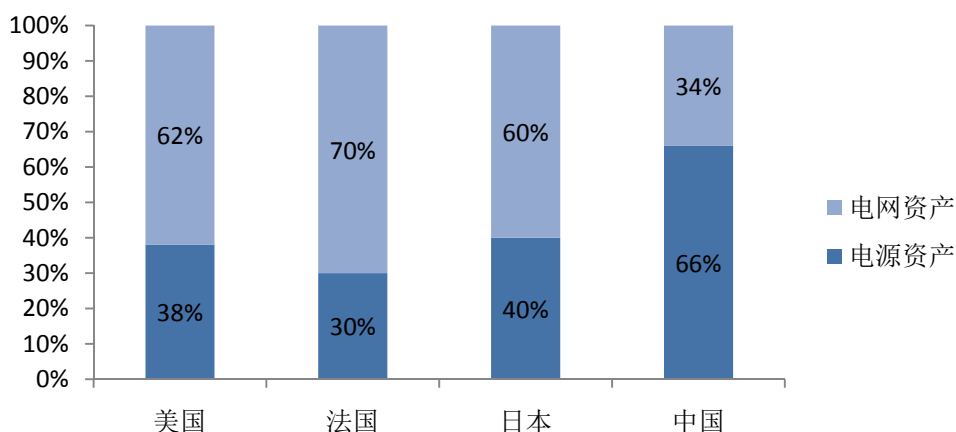
图3：电网投资额与消弧线圈销售额线性关系



数据来源：广发证券发展研究中心

在电网建设方面，虽然2000~2009年电网建设投资大幅增长，“重发轻送”的问题开始得到缓解，但从电网、电源资产占比来看，总体的电网建设水平仍然落后于电源发展。按照行业一般规律，在电力供需基本平衡的状态下，电源和电网建设在电力总体投资中比例应在40%和60%左右。部分国家地区由于能源分布特点和供用电安全的要求，这一比例可以达到30%和70%。我国2009年发电总装机容量为8.74亿kW，以4500元/kW估算，发电资产约为4万亿元，而同年两网公司总资产约为2万亿元，电源和电网资产比为67%:33%。我们认为，我国电网建设相对于电源的高速发展将是一个长期的大趋势。公司消弧线圈业务也将随着电网建设的持续而保持稳定增长的态势。

图4：我国和发达国家电源电网资产比较

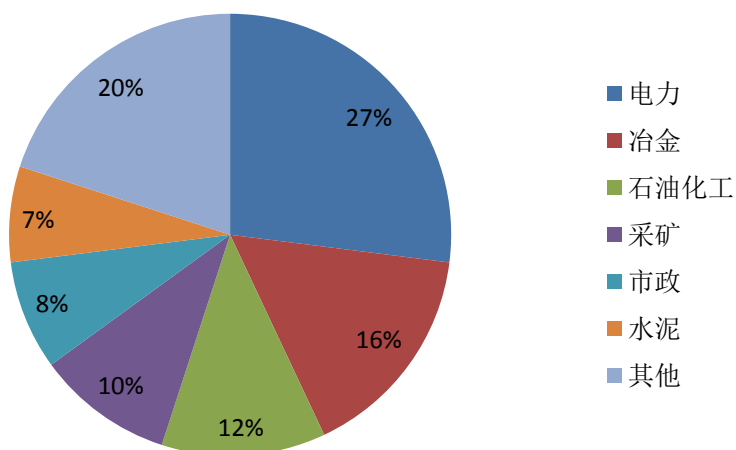


数据来源：国家电网，南方电网，广发证券发展研究中心

高压变频器

由于变频调速可以使电机获得更高的效率，减少电能的消耗，因此在节能减排的大背景下，变频器有着广阔的市场空间。根据国家《电动机调速技术产业化途径与对策的研究》报告，目前我国发电总量的66%消耗在电动机上，据此计算，2009年我国电动机耗能约2.4万亿kWh。以其中8%做装配变频器节能改造、平均节电20%计算，2009年节电潜力约为400亿kWh。针对不同的电机设备变频器可以广泛应用于风机、压缩机、挤压机、泵以及其他电力驱动的工业领域。

图5：变频调速器潜在市场

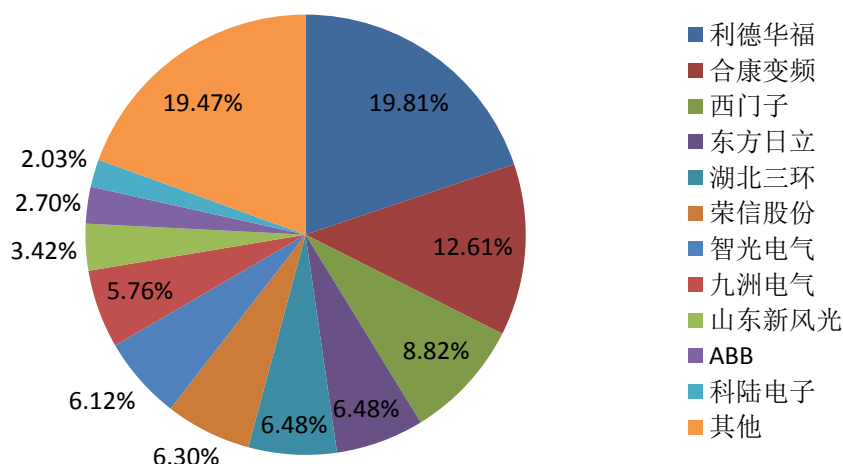


数据来源：《变频器世界》，广发证券发展研究中心

随着我国工业技术水平的不断提高，企业用户对变频器的需求日益增长，近几年设备市场增长率在50%以上。根据《变频器世界》杂志和《中国自动化网》联合出版的《2009年中国高压变频器市场研究报告》预测，未来几年高压变频器行业增速仍将保持在40%~50%的水平，预计到2012年市场容量可达到150亿元。

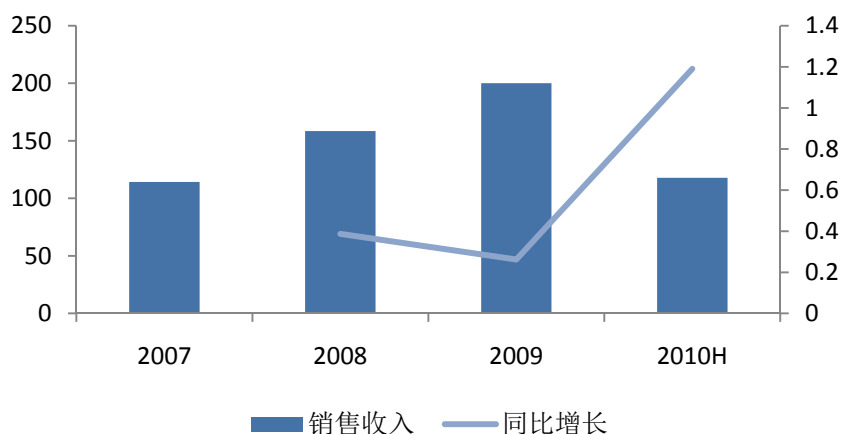
公司作为市场份额较大的国内厂商，抓住了行业总体发展的机遇，其变频器产品销售收入实现持续高速增长，今年上半年较去年同期增长119%，产品毛利率也上升了2.6个百分点，达到33.2%的行业较高水平。变频器业务成为现阶段拉动公司业绩增长的主要动力。

图6：2009年高压变频器市场份额



数据来源：《2010高压变频器市场研究报告》，广发证券发展研究中心

图7：公司高压变频器销售收入及同比增长（百万元）

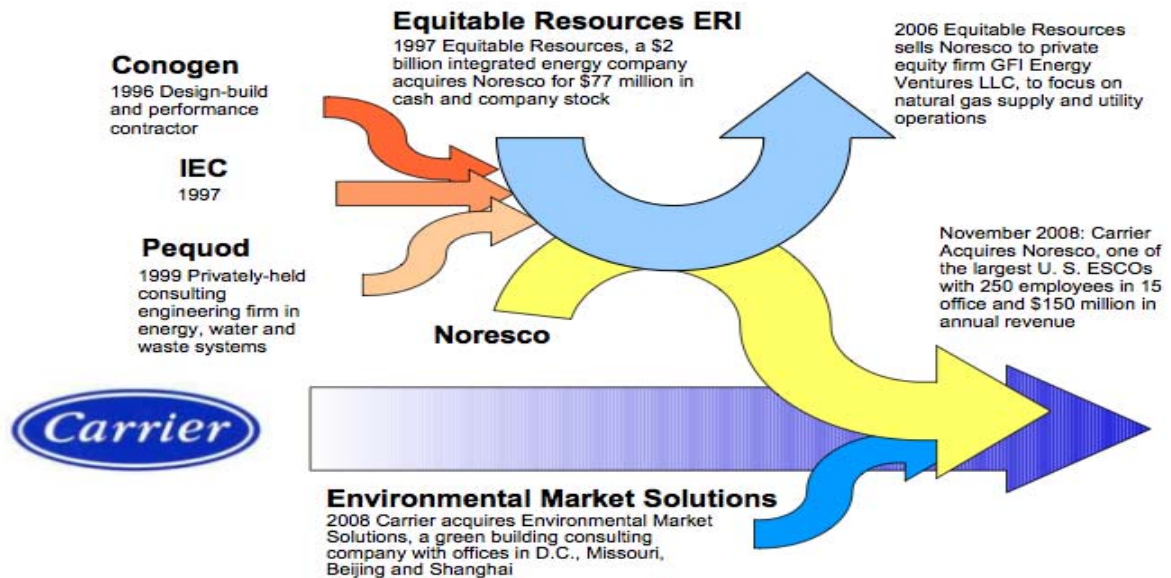


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

合同能源管理（EMC）

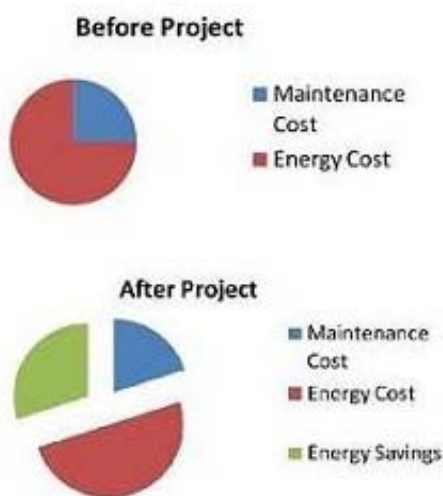
EMC是70年代在西方发达国家开始发展起来的一项基于市场运作的节能服务机制。EMC公司通过与客户签订节能服务合同，为客户提供包括：能源审计、项目设计、设备采购、工程施工、设备安装调试、人员培训、节能量确认和保证等一整套节能服务，从客户进行节能改造后获得的节能效益中收回投资和取得收益。在美国、加拿大和欧洲，EMC已经迅速发展成为一种节能产业（国际简称ESCO），而在我国目前还属于新兴行业，正处于发展初期。

图8：美国最大的ESCO公司之一Noresco发展历程



数据来源：广发证券发展研究中心

图9：EMC节能效果示意图及常用节能测量方法



	Description	Typical Applications
A Partially Measured Retrofit Isolation	Savings are determined by partial field measurements of the energy use of the system(s) to which an ECM was applied. Some, but not all, parameters may be stipulated.	Lighting retrofit where pre- and post-retrofit fixture Wattages are measured. Operating hours of the lights are typically agreed upon.
B Retrofit Isolation	Savings are determined by field measurement of the energy use of the systems to which the ECM was applied.	Variable speed drive on a pump. Electricity use is measured by a kWh meter installed on the electrical supply to the pump motor.
C Whole Facility (Utility Bills)	Savings are determined by measuring energy use at the utility meter level. Bills may be corrected for weather.	Several ECMs affecting many systems in a building. Utility Bills are used.
D Calibrated Simulation	Savings are determined using building simulation. This option is rarely used, and is used primarily when there is no pre-retrofit utility data available.	Multifaceted energy management program affecting many systems in a building but where no base-year data are available.

数据来源：广发证券发展研究中心

公司的EMC业务将复制国际上成熟的运营模式：公司完成最初的能源审计和项目设计后与客户达成一致意见并签订合同，公司出资（占项目总投资30%左右，其余70%由银行贷款）进行项目建设（根据项目规模和复杂程度建设期在3~6个月之间），改造完成后客户每年的节能收益按合同规定比例分配直到合同期结束（合同期一般为5~6年）。目前公司划拨约2.5亿元资金专门用于EMC业务的开展，并已签订首批5个项目合同，根据项目设计的估算公司将获得1~2亿元的节能收益，预计将在2011年下半年获得首批收益回款。我们认为，EMC业务一次性投资，分期回款的收益方式将在一定程度上加大公司的现金流压力，尤其在业务保持较高速度持续增长的情况下，对资金的占用量也逐年

累积递增。我们分析在资金量一定的情况下EMC项目最终将每年保持一个较为平缓的增长，以收益回款对冲所需的初期投资。

表 2: EMC 业务测算 (亿元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
项目 批次	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI
初期投资	1.00	1.00	1.00	1.50	2.25	2.35	2.62	2.94	3.83	5.05	
I		0.30	0.30	0.30	0.30	0.30					
II			0.30	0.30	0.30	0.30	0.30				
III				0.30	0.30	0.30	0.30	0.30			
IV					0.45	0.45	0.45	0.45	0.45		
V						0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	
节能收益							0.71	0.71	0.71	0.71	0.71
VII								0.79	0.79	0.79	0.79
VIII									0.88	0.88	0.88
IX										1.15	1.15
X											1.52
XI											
年收入增长 (%)			100.00	50.00	50.00	50.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
当年资金支出 (收益)	1.00	0.70	0.40	0.60	0.90	0.33	0.19	0.03	0.33	0.85	(5.04)
累积资金占用	1.00	1.70	2.10	2.70	3.60	3.93	4.12	4.14	4.48	5.33	0.29

本表假设：项目利润率50%；次年形成回款；回款额每年平均分配；项目合同期为5年

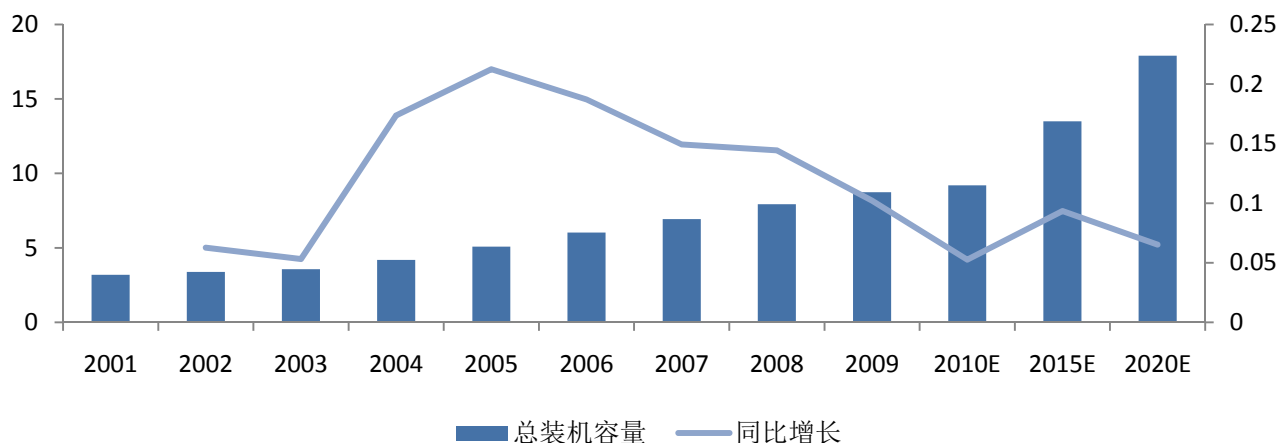
数据来源：广发证券发展研究中心

无功功率补偿 (SVC)

无功补偿是从改善电能质量的角度出发实施节能降耗的手段。由于电力电网中的绝大部分负载为感性负载（电流滞后于电压），因此降低了输送电能的功率因数。简化的说，无功补偿在电网或用电端加入容性元件，通过减小电流与电压的相位差来提升功率因数，使传输的电能得到充分的利用。

我国2009年发电装机容量约为8.7亿kW，根据行业的一般规律需要无功容量约4.4亿kVar。假设其中20%配备SVC，10年完成装备，则年均市场容量为0.09亿kVar。到2015年，预计我国发电总装机容量将达到13.5亿kW，以此推算“十二五”期间无功容量需求为0.48亿kVar，年均0.096亿kVar。综合上述存量市场和新增市场，以160元/kVar计算，无功补偿设备年均市场容量约为29亿元。

图10：发电总装机容量及其同比增长（亿kW）



数据来源：国家统计局，中电联，广发证券发展研究中心

国内SVC市场国产化程度已经较高，国外产品的市场占有率约为5%。国内厂商的市场也相对集中，荣信股份、电科院和西安西整电力电子设备有限责任公司三家的总体市场份额在70%~80%左右。目前公司SVC产品已经完成试制，并已取得订单，预计2011年该项业务规模在3000~5000万元左右。公司若能凭借消弧线圈与电网建立起来的业务关系，打入电力电网领域在SVC市场占有一席之地，则该项业务的发展前景将相当可观。

盈利预测

基本假设

1. 公司EMC业务按照设计规划实现节能收益（毛利水平约50%），并与2011年下半年形成收益回款；
2. SVC业务于2011年实现营业收入4000万元，公司以较低的毛利率进行初期的市场开拓；
3. 消弧线圈设备市场竞争格局不发生大变动，公司产品与电网投资总额仍然保持线性关系；
4. 公司高压变频器设备2011年保持约50%左右的行业增长速度。

表 3：2010~2012 年公司盈利预测（百万元）

	2010E	2011E	2012E
营业收入	532	812	1141
营业成本	359	537	755
营业税金及附加	4	7	9
销售费用	50	78	109
管理费用	46	71	100
财务费用	3	2	3
营业利润	69	118	166
净利润	65	107	146
归属母公司净利润	63	102	140

EPS (元)	0.38	0.62	0.85
---------	------	------	------

数据来源：广发证券发展研究中心

我们预计2010~2012年公司营业收入分别为5.3亿、8.1亿和11.4亿元，实现每股收益分别为0.38、0.62和0.85元，对应目前股价21.62元的PE分别为58、35和26倍。虽然，公司的SVC和EMC业务可能出现超出我们预期的快速增长，但考虑到公司目前股价水平，我们给予智光电气“持有”评级，12个月目标价23.00元。

表 4：可比上市公司盈利预测及市盈率水平

可比公司	每股收益 (元)				市盈率			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
荣信股份	0.87	0.80	1.10	1.58	84.79	58.52	42.46	29.66
思源电气	2.16	0.92	0.99	1.12	12.09	28.28	26.29	23.29
万力达	0.27	0.33	0.44	0.58	77.83	63.08	47.65	36.12
动力源	0.19	0.26	0.54	0.77	60.64	42.31	20.44	14.36
鑫龙电器	0.43	0.39	0.53	0.61	66.59	39.69	29.00	25.00
和顺电气	0.79	0.70	0.97	1.32	105.99	69.56	49.67	36.63
智光电气	0.24	0.38	0.62	0.85	73.55	57.60	35.37	25.78
均值					68.78	51.29	35.84	27.26

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

风险提示

针对各项主营业务，公司主要面临的风险有：电网投资恢复速度低于预期；无功补偿SVC市场拓展的风险；EMC业务快速发展带来的财务风险。

资产负债表

单位：百万元

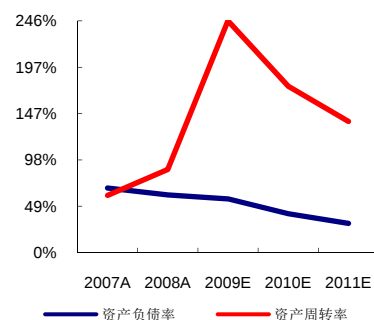
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	434	541	586	868	1,197
货币资金	51	75	83	99	119
应收及预付	254	344	356	547	766
存货	129	121	148	222	312
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	196	204	220	229	238
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	125	132	167	187	209
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	30	37	40	43	46
其他长期资产	40	35	36	38	40
资产总计	629	745	806	1,097	1,435
流动负债	309	366	352	536	727
短期借款	116	106	65	96	114
应付及预收	193	259	287	440	614
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	3	26	36	36	36
长期借款	0	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	6	15	15	15
负债合计	312	392	388	572	763
股本	83	166	166	166	166
资本公积	158	75	75	75	75
留存收益	71	104	167	269	409
归属母公司股东权益	311	345	407	510	650
少数股东权益	7	8	11	16	22
负债和股东权益	629	745	806	1,097	1,435

利润表

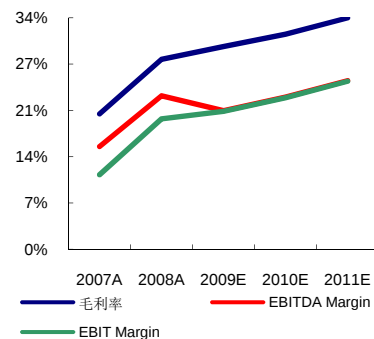
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	373	439	532	812	1141
营业成本	264	298	359	537	755
营业税金及附加	2	4	4	7	9
销售费用	33	43	50	78	109
管理费用	31	39	46	71	100
财务费用	9	7	3	2	3
资产减值损失	3	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	31	38	69	118	166
营业外收入	2	13	13	13	13
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	33	51	78	128	176
所得税	5	9	13	22	29
净利润	28	42	65	107	146
少数股东损益	1	2	3	5	6
归属母公司净利润	27	40	63	102	140
EBITDA	49	66	84	135	186
EPS (元)	0.33	0.24	0.38	0.62	0.85

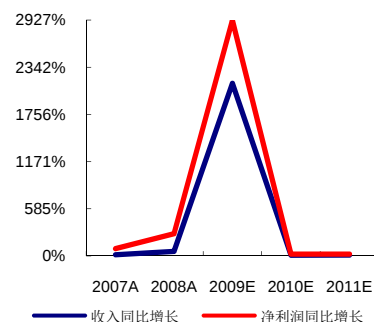
资产负债率趋势



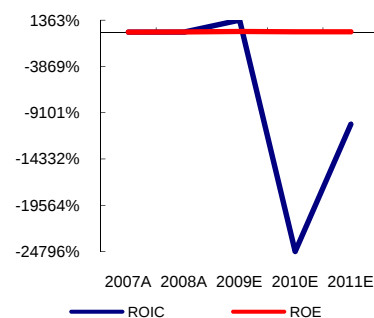
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

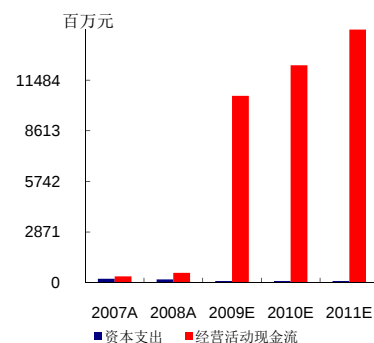
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-49	47	62	2	22
净利润	28	42	65	107	146
折旧摊销	6	11	12	15	17
营运资金变动	-97	-24	-10	-113	-135
其它	13	17	-6	-7	-7
投资活动现金流	-56	-30	-18	-12	-14
资本支出	-54	-28	-18	-12	-14
投资变动	-2	-2	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	10	-4	-37	27	12
银行借款	266	297	-42	31	18
债券融资	-246	-286	10	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-10	-14	-5	-5	-6
现金净增加额	-96	13	7	16	20
期初现金余额	147	51	75	83	99
期末现金余额	51	64	83	99	119

主要财务比率

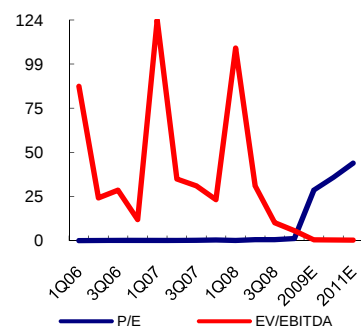
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	32.4%	17.8%	21.2%	52.7%	40.5%
营业利润	-9.4%	24.2%	81.4%	70.5%	40.6%
归属于母公司净利润	-6.7%	47.5%	56.3%	62.8%	37.2%
获利能力					
毛利率	29.1%	32.2%	32.4%	33.9%	33.9%
净利率	7.6%	9.6%	12.3%	13.1%	12.8%
ROE	8.7%	11.6%	15.4%	20.0%	21.6%
ROIC	10.5%	12.2%	15.3%	19.4%	21.3%
偿债能力					
资产负债率	49.5%	52.6%	48.1%	52.1%	53.2%
净负债比率	20.3%	14.5%	0.6%	3.3%	2.3%
流动比率	1.41	1.48	1.67	1.62	1.65
速动比率	0.94	1.12	1.21	1.17	1.18
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.64	0.69	0.85	0.90
应收账款周转率	1.87	1.75	1.79	1.77	1.78
存货周转率	2.54	2.38	2.43	2.41	2.42
每股指标（元）					
每股收益	0.33	0.24	0.38	0.62	0.85
每股经营现金流	-0.60	0.28	0.37	0.01	0.13
每股净资产	3.75	2.08	2.46	3.07	3.92
估值比率					
P/E	44.8	73.5	57.6	35.4	25.8
P/B	3.9	8.6	8.9	7.1	5.6
EV/EBITDA	26.3	45.2	43.0	26.9	19.5

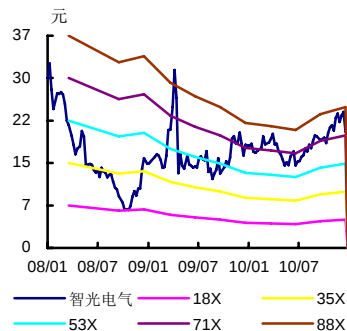
资本支出与经营活动现金流



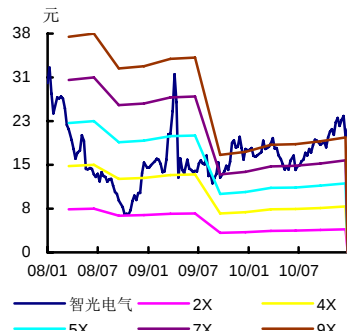
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

张小东，分析师，重庆大学输变电装备与新技术国家重点实验室工学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。

联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739750。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，020-87555888-404。

相关研究报告

智光电气(002169.sz)_中报点评

张小东

2009-08-28

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。