

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

电力自动化业务增长趋缓，期待经营模式创新

事件描述

我们今天调研了金智科技，要点如下：

- 电力自动化业务遇到一定瓶颈，正积极拓展新业务；
- IT 业务喜忧参半，看好电力行业信息化、建筑智能化；
- 光伏电站已有阶段性成果，与 AETI 的合作尚存不确定性；
- 今年业绩下滑主要由于研发费用资本化增加管理费用所致，今后重点关注公司经营模式上的改变。

我们预计 10-12 年的 EPS 分别为 0.192、0.238、0.275 元，对应市盈率分别为 68、55、47 倍，我们建议在对公司关注的同时，应留心几个风险：在电网自动化领域市场的开拓进展、海外光伏项目的运作情况、新业务的进展情况。

事件评论

第一，电力自动化业务遇到一定瓶颈，正积极拓展新业务

- 公司较早涉足电厂自动化业务，且产品口碑较好，公司在国内电厂监控自动化市场份额达到 40%。但受到火电建设增速放缓大背景的影响，公司成长性受到较大冲击。针对这种局面，公司拓宽产品线，主要是 NCS（电厂升压站）、风电场监控、厂矿转变监控业务。但根据 2011 年全国能源工作会议的精神，全年新开工火电 8000 万千瓦，我们认为公司的电厂自动化业务的增长仍有持续动力。考虑到火电建设周期较长，我们预计此项业务今年增速估计在 10% 左右。
- 公司的变电站自动化研发团队来自南瑞继保，产品处于国内领先水平。公司的 iPACS-5000 系列电网保护和监控产品在“广东电网公司 2009-2010 年度二次类设备材料框架协议式招标”项目中中标。超高压线路保护装置在辽宁省电力有限公司沈阳供电公司 500kV 张官变电站、东北电网沈阳超高压局 500kV 沙蒲 1 号线超高压线路保护装置、江苏省电力公司常州金坛水北 220kV 变电站、常州溧阳 220kV 变电站挂网试运行。但是由于公司目前尚缺乏足够电网产品的运行业绩，同时面临着南瑞、许继的竞争压力，我们认为公司在电网市场的拓展存在较大不确定性。

第二，IT 业务喜忧参半，看好电力行业信息化、建筑智能化

- 在 IT 服务业务方面，公司成功入围“国家电网公司 2009-2010 年度信息网络设备及信息安全产品集中采购”及“国家电网公司 SG186 协同办公系统”围协议供货商，积极在全国范围电力信息化市场开展市场工作。此外，子公司的建筑智能化业务今年上半年收入 9300 万，增长最为迅速。承担了上海世博村 A、B、C、D、H、I 地块，以及卢森堡馆和荷兰馆等多个项目的智能化及安防工程建设以及江苏省部分城市的“社会面治安监控”项目，我们预计全年有 1.5 亿的收入。
- 随着高校校区建设的告一段落，公司的校园信息化业务出现萎缩，公司不再投入过多精力在此项业务，下半年公司作价 1700 万转让了金智教育的股权，集中精力发展 IT 领域安防和建筑智能化业务。

第三，光伏电站已有阶段性成果，与 AETI 的合作尚存不确定性

- 公司在保加利亚建设的 4MW 光伏电站是当地最大项目，组件为薄膜电池。一期项目 2MW 项目预计在 2010 年 9 月底建设完成，已经投入运营发电，回报率较高。公司为实现资金的快速周转，寻求出售光伏电站项目。公司在美国加利福尼亚州帕萨迪纳市投资设立的全资子公司正积极探索在美国建设太阳能电站的发展机会。继德国下调 FIT 后，美国的光伏市场越来越被重视。如果公司的美国子公司运营顺利，公司有望直接受益于美国的千万太阳能屋顶计划。
- 公司公告称拟于 AETI 公司成立合资公司生产光伏逆变器、风电变流器等产品的研发，AETI 是在美国纳斯达克证券交易所的上市公司（股票代码：AETI），拥有设计和制造太阳能逆变器和风力变流器系列产品的先进技术，是为传统能源与新能源提供客户定制化的电力传输解决方案的优秀供应商。但由于 AETI 公司目前经营存在一定隐患，这项合作仍有较大不确定性，但是从中可以看出公司寻求在新能源领域发展有着很大的决心。

第四，今年业绩下滑主要由于研发费用资本化增加管理费用所致，今后重点关注公司经营模式上的改变

- “电网高压/超高压保护装置”项目研发费用资本化增加了近 2000 万的管理费用，导致公司 2010 年收入增长幅度难抵业绩下滑。
- 我们认为，公司已经认识到目前在电力设备制造业中由于需求趋缓，竞争激烈而导致的盈利能力下降的问题。因此可能会在经营模式创新方面重点加强，同时储备了多项业务，其中某些业务有望成为将来公司的主要增长点。

我们预计 10-12 年的 EPS 分别为 0.192、0.238、0.275 元，对应市盈率分别为 68、55、47 倍，我们建议在对公司关注的同时，应留心几个风险：在电网自动化领域市场的开拓进展、海外光伏项目的运作情况、新业务的进展情况。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	450	615	705	846	货币资金	150	61	70	85
营业成本	316	454	528	634	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	134	161	177	212	应收账款	110	150	172	207
% 营业收入	29.7%	26.1%	25.1%	25.1%	存货	134	193	224	269
营业税金及附加	3	4	5	6	预付账款	39	56	65	78
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	44	57	66	79
销售费用	40	49	56	68	流动资产合计	480	521	601	722
% 营业收入	8.9%	8.0%	8.0%	8.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	56	76	87	105	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	长期股权投资	60	60	60	60
财务费用	-3	2	1	1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.7%	0.3%	0.1%	0.1%	固定资产合计	85	85	86	88
资产减值损失	5	6	3	5	无形资产	66	63	59	57
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	5	2	0	0	递延所得税资产	5	1	0	0
营业利润	37	25	24	27	其他非流动资产	30	30	30	30
% 营业收入	8.3%	4.0%	3.4%	3.2%	资产总计	725	759	837	956
营业外收支	18	19	30	35	短期贷款	77	13	12	29
利润总额	55	44	54	62	应付款项	94	135	157	188
% 营业收入	12.3%	7.1%	7.7%	7.4%	预收账款	48	66	76	91
所得税费用	5	4	4	5	应付职工薪酬	3	4	5	6
净利润	51	40	50	57	应交税费	4	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	50.3	39.1	48.5	56.0	其他流动负债	19	27	31	37
少数股东损益	1	1	1	1	流动负债合计	245	245	281	351
EPS (元/股)	0.25	0.19	0.24	0.27	长期借款	6	6	6	6
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	28	-11	27	17	其他非流动负债	11	11	11	11
取得投资收益					负债合计	262	262	298	368
收回现金	2	2	0	0	归属于母公司	461	494	535	583
长期股权投资	2	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	2	3	4	5
固定资产投资	-18	-8	-9	-10	股东权益	463	497	539	588
其他	-90	0	0	0	负债及股东权益	725	759	837	956
投资活动现金流净额	-106	-6	-9	-10	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	10	0	0	0	EPS	0.246	0.192	0.238	0.275
银行贷款增加 (减少)	49	-64	-1	17	BVPS	4.52	4.84	5.25	5.72
筹资成本	27	-8	-8	-9	PE	52.78	67.87	54.68	47.35
其他	-44	0	0	0	PEG	14.34	18.44	14.86	12.87
筹资活动现金流净额	43	-72	-9	7	PB	2.88	2.68	2.48	2.27
现金净流量	-35	-89	9	14	EV/EBITDA	50.24	69.72	72.43	65.13
					ROE	10.9%	7.9%	9.1%	9.6%

资料来源：长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 6875239813564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 6875191613701696936	ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 6875100313917628525	wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 6875186313817196202	julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 6875319813564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 6875192613818973382	lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 8276699913502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 8275039615818552093	shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好：相对表现优于市场 中性：相对表现与市场持平 看淡：相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐：相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐：相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持：相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。