



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011 年 1 月 26 日

小盘股

研究部

朱亚锋

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208030079

zhuyf@cicc.com.cn

曾令波

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207120069

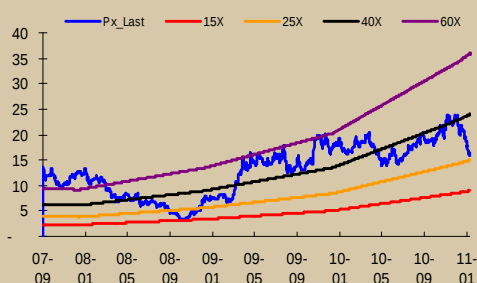
zenglb@cicc.com.cn

推荐

智光电气(002169.CH)

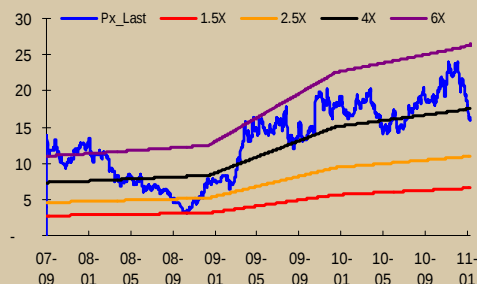
新业务加速, 估值风险显著释放

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 2: 历史股价表现和市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 3: 盈利预测调整

(百万元)	2010E			2011E		
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度
主营收入	648	532	-18%	935	829	-11%
主营利润	215	180	-16%	326	293	-10%
净利润	60	52	-13%	103	96	-6%
EPS(元)	0.34	0.30	-13%	0.58	0.54	-6%

资料来源: 中金公司研究部

公司动态:

智光电气公告全资子公司智光节能与酒钢集团下属 3 家子公司签署节能服务合同, 拟对客户实施电机系统变频改造及节能灯改造。公司预计该合同执行后, 将带来未来 7 年合计 8400 万元的节能效益分享收入。

评论:

EMC 业务盈利水平初步明朗, 长期前景乐观。本项节能服务合同投入以公司自有产品高压变频器为主, 公司预计未来 7 年将合计带来 8400 万节能效益分享收入, 相当于每年 1200 万元。基于国内 EMC 项目通常财务指标, 考虑本项目主要投入为自有产品, 估算该项业务收入可实现约 40~50% 的净利润率水平, 考虑较低的资产周转率, 对应的 ROE 水平可达 20~25%(不考虑财务杠杆), 高于公司目前从事节电设备制造实现 ROE 水平(10%左右)约 1 倍。公司发力 EMC 业务已近 1 年, 业务准备充分, 随着首个公告项目落地, 我们预期后续项目推进速度会加快, 长期前景非常乐观; 就新业务对盈利短期影响看, 估计公司目前累计已落地项目未来可实现的节能效益分享收入约 4 亿元, 按照 5~8 年分享期估算, 未来每年至少可实现收入 5000 万、净利润 2000 万(对应 09 年净利润 50%)。

2010 年业绩将受传统业务拖累, 但近期股价回调显著释放估值风险。公司现有主要收入中, 高压变频器仍处于良好增长趋势, 预计 2010 年可实现 50% 收入增长和毛利率小幅改善, 但由于电网对一次设备招标力度显著下滑, 预计公司第二大业务——消弧装置收入将明显收缩, 并拖累总体业绩; 我们下调公司 2010、2011 年收入分别 18% 和 11%, 由于消弧装置利润率较低, EPS 下调幅度分别为 13% 和 6%。下调后, 消弧装置业务 2011 年收入占比下降至 22%, 未来继续显著收缩的风险已较低, 公司股价自高点以来 30% 的回调幅度已经显著释放盈利风险和高估值风险。

投资建议:

调整后, 公司 2010~12 年 EPS 预期分别为 0.30 元、0.54 元和 0.82 元, 目前股价对应 2011、2012 年市盈率分别 30x 和 20x。考虑到公司近年发力的 EMC 业务正给公司业务结构和盈利前景带来质的提升, 长期前景乐观, 2011 年盈利贡献也将较为可观(约为总盈利 20%); 近期股价回调已经显著释放估值风险, 重申推荐, 建议中长期投资者积极介入。

主要风险:

市场估值水平继续收缩; 公司 EMC 业务推进慢于预期; 盈利增速低于预期。

图表 4: 主营收入构成及毛利率预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	CAGR(09-12E)
收入(百万)	373	439	532	829	1194	40%
高压变频器	159	200	318	500	781	57%
-3000KVA 以下容量变频器销售台数(估计值)	288	371	616	684	720	25%
-3000KVA 以上容量变频器销售台数(估计值)	-	-	-	128	360	n.m.
-3000KVA 以下容量变频器销售均价(万/台)	55	54	52	51	50	-3%
-3000KVA 以上容量变频器销售均价(万/台)	-	-	-	120	118	n.m.
消弧装置	187	198	154	186	203	1%
其它电气设备	27	41	54	103	130	46%
EMC 业务	0	0	6	40	80	n.m.
毛利率	29%	32%	34%	35%	36%	
高压变频器	37%	32%	34%	33%	33%	
消弧装置	20%	28%	28%	28%	29%	
其它电气设备	50%	54%	50%	50%	50%	
EMC 业务	n.a.	n.a.	60%	60%	55%	

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

图表 5: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

损益表 (人民币百万)							历史股价表现						
智光电气 002169	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	1周	1月	1季度	半年	1年	2年	
							(%)	-7%	-25%	-18%	2%	-5%	122%
销售收入	282	373	439	532	829	1,194	行业板块	工业			二级行业	电气设备	
销售成本	-186	-264	-298	-352	-535	-767	第一大股东	广州金誉实业投资集团有限公司			持股比率	31.31%	
营业费用	-24	-33	-43	-53	-83	-119	总市值(百万元)	2,908		流通市值(百万元)		2,355	
管理费用	-29	-31	-39	-48	-75	-106	发行股数(百万股)	178		股票现价(元)		16.37	
EBIT	41	43	55	74	128	189							
EBITDA	45	49	66	88	145	211							
财务费用	-4	-9	-7	-9	-9	-10							
投资收益	0	0	0	0	0	0							
其他损益项	0	0	0	0	0	0							
所得税	-2	-5	-9	-12	-21	-31							
少数股东损益	-2	-1	-2	-2	-3	-4							
归属于股东的净利润	29	27	40	52	96	146							
资产负债表 (人民币百万)							成长性分析						
智光电气 002169	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
现金	147	51	75	216	66	-10	销售收入	27.2%	32.4%	17.8%	21.1%	55.8%	44.0%
应收账款	186	212	291	352	549	791	销售毛利	33.1%	14.1%	28.9%	27.5%	63.0%	45.3%
预付账款	4	16	9	11	16	23	EBITDA	40.2%	8.8%	36.2%	32.2%	65.7%	45.0%
存货	80	129	121	143	218	313	EBIT	39.1%	5.2%	29.2%	34.1%	72.8%	47.8%
其他流动资产	-	-	-	-	-	-	净利润	31.1%	-6.7%	47.5%	30.7%	83.0%	51.7%
流动资产	465	434	541	777	934	1,237							
固定资产	75	125	132	201	300	342							
长期投资	-	-	-	-	-	-							
其他长期资产	0	41	35	35	35	35							
长期资产	99	196	204	275	375	419							
资产总额	564	629	745	1,052	1,309	1,656							
短期借款	96	116	106	106	106	106							
各项应付款	151	162	227	268	408	585							
应交税费	4	3	16	19	28	41							
应付职工薪酬	1	-	-	-	-	-							
其他流动负债	14	28	17	22	36	49							
流动负债	267	309	366	415	578	780							
长期借款	-	-	20	48	44	39							
其他长期负债	2	1	3	3	3	3							
长期负债	2	1	24	52	47	43							
负债总额	269	309	389	467	625	823							
少数股东权益	9	7	8	11	14	18							
股本	69	83	166	178	178	178							
公积金及未分配利润	217	228	179	394	490	636							
股东权益	286	311	345	572	668	813							
负债及股东权益	564	627	743	1,049	1,307	1,654							
现金流量表 (人民币百万)							盈利能力分析						
智光电气 002169	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
净利润	29	27	40	52	96	146	毛利率	33.2%	28.6%	31.3%	32.9%	34.5%	34.8%
折旧/摊销	4	6	11	14	17	21	营业费用率	8.5%	8.8%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
运营资本变化	-105	-42	-17	-47	-147	-178	管理费用率	10.3%	8.4%	8.9%	9.0%	9.0%	8.9%
其他项	8	-40	12	11	12	13	EBITDA利润率	15.9%	13.1%	15.1%	16.5%	17.6%	17.7%
经营活动现金流	-64	-49	47	30	-21	3	EBIT利润率	14.5%	11.5%	12.6%	13.9%	15.5%	15.9%
固定资产投资	-78	-54	-28	-80	-113	-60	净利润率	10.4%	7.3%	9.1%	9.9%	11.6%	12.2%
其他投资活动	0	-2	-2	7	-5	-5							
投资活动现金流	-78	-56	-30	-73	-118	-65							
股权融资	156	-	-	175	-	-							
借款变动	63	20	10	30	-2	-5							
其他融资活动	-4	-11	-13	-9	-9	-10							
融资活动现金流	215	10	-4	196	-11	-14							
现金(等价物)变化	73	-96	13	153	-150	-76							
							偿债能力分析						
智光电气 002169	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
流动比率	1.74	1.41	1.48	1.87	1.61	1.59	流动比率	1.74	1.41	1.48	1.87	1.61	1.59
速动比率	1.44	0.99	1.15	1.53	1.24	1.19	速动比率	1.44	0.99	1.15	1.53	1.24	1.19
现金比率	26%	8%	10%	21%	5%	-1%	现金比率	26%	8%	10%	21%	5%	-1%
资产负债率	48%	49%	53%	45%	48%	50%	资产负债率	48%	49%	53%	45%	48%	50%
债务/权益	94%	100%	114%	82%	94%	101%	债务/权益	94%	100%	114%	82%	94%	101%
净债务/权益	-18%	21%	15%	-10%	13%	20%	净债务/权益	-18%	21%	15%	-10%	13%	20%
利息覆盖倍数	10	6	10	10	16	22	利息覆盖倍数	10	6	10	10	16	22
							杜邦分析						
智光电气 002169	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
税后利润/EBIT	72%	64%	73%	71%	75%	77%	税后利润/EBIT	72%	64%	73%	71%	75%	77%
×EBIT利润率	14.5%	11.5%	12.6%	13.9%	15.5%	15.9%	×EBIT利润率	14.5%	11.5%	12.6%	13.9%	15.5%	15.9%
= 销售净利润率	10.4%	7.3%	9.1%	9.9%	11.6%	12.2%	= 销售净利润率	10.4%	7.3%	9.1%	9.9%	11.6%	12.2%
×资产周转率	0.50	0.59	0.59	0.51	0.63	0.72	×资产周转率	0.50	0.59	0.59	0.51	0.63	0.72
= 总资产收益率	7.1%	4.6%	5.8%	5.8%	8.1%	9.8%	= 总资产收益率	7.1%	4.6%	5.8%	5.8%	8.1%	9.8%
×总资产/净资产	1.97	2.02	2.16	1.84	1.96	2.04	×总资产/净资产	1.97	2.02	2.16	1.84	1.96	2.04
=净资产收益率	10.2%	8.7%	11.6%	9.2%	14.4%	17.9%	=净资产收益率	10.2%	8.7%	11.6%	9.2%	14.4%	17.9%
							回报率分析						
智光电气 002169	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
投入资本回报率	14.3%	8.8%	11.5%	10.3%	14.0%	18.1%	投入资本回报率	14.3%	8.8%	11.5%	10.3%	14.0%	18.1%
平均资本回报率	5.2%	4.3%	5.4%	5.0%	7.3%	8.8%	平均资本回报率	5.2%	4.3%	5.4%	5.0%	7.3%	8.8%
							每股指标分析						
智光电气 002169	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
摊薄每股收益	0.16	0.15	0.23	0.30	0.54	0.82	摊薄每股收益	0.16	0.15	0.23	0.30	0.54	0.82
每股经营性现金流	-0.92	-0.60	0.28	0.17	-0.12	0.01	每股经营性现金流	-0.92	-0.60	0.28	0.17	-0.12	0.01
每股股息	0.01	0.04	-	-	-	-	每股股息	0.01	0.04	-	-	-	-
每股净资产	1.61	1.75	1.94	3.22	3.76	4.58	每股净资产	1.61	1.75	1.94	3.22	3.76	4.58
							估值分析						
智光电气 002169	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		
市盈率	106.9	72.5	55.5	30.3	20.0		市盈率	106.9	72.5	55.5	30.3	20.0	
市净率	9.3	8.4	5.1	4.4	3.6		市净率	9.3	8.4	5.1	4.4	3.6	
股价/每股经营性现金流	-27.4	58.1	96.9	-138.0	1,118.9		股价/每股经营性现金流	-27.4	58.1	96.9	-138.0	1,118.9	
红利收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		红利收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED