



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月21日

小盘股

研究部

朱亚锋

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208030079

zhuyf@cicc.com.cn

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207120069

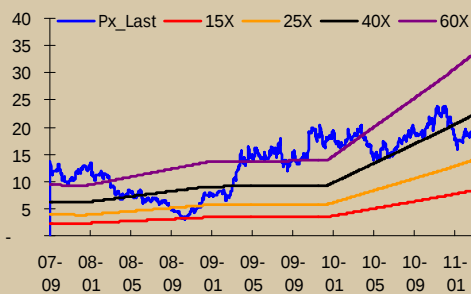
zenglb@cicc.com.cn

推荐

智光电气(002169.SZ)

业绩未达预期, 但新业务加速发展仍可期待

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)	2011E			2012E		
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度
主营业务收入	829	756	-9%	1,194	1,078	-10%
主营业务利润	293	261	-11%	426	385	-10%
净利润	96	89	-8%	146	140	-4%
每股收益(元)	0.54	0.50	-8%	0.82	0.79	-4%

资料来源: 中金公司研究部

公司动态:

智光电气公布 2010 年年报, 全年实现收入 4.6 亿, 净利润 4116 万, 同比分别增长 5%、3%, 与前期业绩预告一致, 但低于预期。

评论:

电网业务下滑及新业务拓展费用拖累全年业绩。公司 2010 年收入小幅增长 5%, 低于预期。分业务看, 高压变频器收入增长 43.7%, 毛利率因大功率产品占比提升而上升 1.9%, 趋势积极; 但消弧选线成套装置产品受累于电网当期招标量的明显下滑(约 40%), 公司全年电网安全与控制类业务收入下降 29%, 毛利率下滑 4.3%, 拖累整体业绩。此外, 公司 2010 年新设立的节能服务公司拓展业务录得 720 万亏损, 亦拖累业绩约 15%。公司全年三项费用率受市场推广及研发投入加大影响合计同比上升 1.7%, 但所得税有所下降, 最终净利润仅同比小幅上升 3%。

预计现有主要业务 2011 年趋势向好。按年报, 公司高压变频器产品平均容量持续提升, 同时, 同步机等新产品仍在推动产品持续升级, 加上这一领域需求持续向好同时竞争格局逐步明朗, 预计 2011 年仍将实现快速增长; 面向电网的产品中, 数字化消弧产品已进入应用期, 更适合数字化变电站需求, 预计在消弧市场需求 2011 年回升背景下实现明显改善, 而公司智能电网在线监测和状态检修产品具完整产品线, 竞争力较突出, 目前收入占比较小, 预计 2011 年可实现跳跃式增长。

合同能源管理业务(EMC)加速发展最值得期待。按年报披露, 公司 2010 年签订 EMC 合同预期收益约 2 亿元, 年末长期应收款余额 5000 万, 较年初上升 58%, 已呈加速趋势。公司今年初公告的酒钢项目使得部分业务细节更为明朗, 仍预计公司会加速后续项目推进。仅从目前已落地的约 4 亿元预期收益的 EMC 项目看, 该部分项目的实施完成可以推动公司业绩增长 50%, 随着更多项目落地, 该业务前景尤为值得期待。

盈利预测调整:

因消弧产品 2010 年下滑超出预期, 同时新业务开拓短期费用高于收入, 适度下调 2011~12 年收入分别 9%、10%, 净利润下调幅度为 8%和 4%。

投资建议:

根据调整后 2011~12 年分别 0.50 元和 0.79 元的 EPS 预期, 公司目前股价对应 2011、2012 年市盈率分别 39x 和 25x。考虑到 EMC 扶持政策已经落地, 节能产业发展将显著加速, 公司以 EMC 为核心的综合性节能服务平台构建正给公司业务结构和盈利前景带来质的提升, 仍维持推荐。

主要风险: 公司 EMC 业务推进慢于预期; 业绩不达预期; 大盘下跌导致市场估值水平下降。

图表 4: 分季度财务数据

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2009A	2010A	YoY
营业收入	65.8	90.2	107.8	175.3	75.3	108.4	120.6	157.0	-10.4%	30.2%	439.1	461.2	5.0%
营业成本	45.5	64.3	68.5	119.2	48.9	74.8	87.7	98.4	-17.5%	12.2%	297.5	309.7	4.1%
营业税金及附加	0.4	1.0	0.8	2.0	0.3	0.9	0.8	1.7	-15.7%	100.4%	4.1	3.8	-8.5%
毛利	19.9	24.9	38.5	54.1	26.0	32.7	32.1	57.0	5.3%	77.5%	137.5	147.7	7.5%
营业费用	6.2	10.3	14.2	12.4	11.2	11.7	10.4	14.1	14.5%	36.5%	43.2	47.4	9.9%
管理费用	10.4	7.2	12.2	9.2	12.7	8.9	8.2	15.1	65.2%	84.6%	39.0	45.0	15.4%
财务费用	1.9	1.9	2.1	0.9	1.7	2.4	2.6	2.0	121.0%	-25.2%	6.8	8.7	27.7%
营业利润	1.4	4.5	10.0	22.1	0.4	8.2	10.9	14.2	-35.6%	30.8%	38.1	33.7	-11.5%
利润总额	3.1	8.8	11.9	27.0	2.6	10.8	12.3	19.4	-27.9%	57.9%	50.8	45.2	-11.1%
所得税	0.9	1.9	1.7	4.3	0.0	1.4	0.2	2.6	-40.0%	1604.9%	8.8	4.1	-53.2%
少数股东权益	0.2	0.2	0.0	-2.3	-0.4	-0.2	-0.3	1.0	145.1%	503.2%	-1.9	0.1	106.9%
净利润	2.1	6.6	10.2	21.2	3.0	9.7	12.4	16.0	-24.4%	29.3%	40.1	41.2	2.6%
每股收益(元)	0.01	0.04	0.06	0.12	0.02	0.05	0.07	0.09	-24.4%	29.3%	0.226	0.232	2.6%
毛利率	30.8%	28.7%	36.5%	32.0%	35.0%	31.0%	27.3%	37.4%	5.3%	10.1%	32.2%	32.9%	0.6%
营业费用率	9.5%	11.5%	13.2%	7.1%	14.8%	10.8%	8.6%	9.0%	2.0%	0.4%	9.8%	10.3%	0.5%
管理费用率	15.8%	8.0%	11.3%	5.2%	16.9%	8.2%	6.8%	9.6%	4.4%	2.8%	8.9%	9.7%	0.9%
财务费用率	2.8%	2.2%	2.0%	0.5%	2.3%	2.2%	2.2%	1.3%	0.7%	-0.9%	1.6%	1.9%	0.3%
营业利润率	2.1%	5.0%	9.3%	12.6%	0.5%	7.5%	9.0%	9.1%	-3.6%	0.0%	8.7%	7.3%	-1.4%
净利率	3.2%	7.4%	9.4%	12.1%	4.0%	9.0%	10.3%	10.2%	-1.9%	-0.1%	9.1%	8.9%	-0.2%
有效税率	27.6%	21.8%	14.6%	16.0%	1.4%	12.6%	1.2%	13.3%	-2.7%	12.1%	17.4%	9.2%	-8.2%

资料来源：公司资料，中金公司

图表 5: 分业务财务数据

(百万元)	1H09	2H09	1H10	2H10	YoY	HoH	2009	2010	YoY
营业收入	156.0	283.1	183.6	277.6	-1.9%	51.2%	439.1	461.2	5.0%
电机控制与节能类(高压变频)	53.8	146.2	117.8	169.8	16.1%	44.2%	200.1	287.5	43.7%
电网安全与控制类(消弧装置)	88.7	109.0	56.5	83.9	-23.0%	48.5%	197.7	140.4	-29.0%
供用控制与自动化类(电气监控)	3.7	21.7	3.1	19.4	-10.6%	535.7%	25.4	22.5	-11.4%
电力信息化类	9.8	6.1	6.3	4.4	-27.4%	-29.8%	15.9	10.8	-32.6%
毛利率	29.6%	33.7%	32.6%	33.0%	-0.7%	0.3%	32.2%	32.9%	0.6%
电机控制与节能类(高压变频)	30.6%	32.8%	33.2%	34.7%	1.9%	1.5%	32.2%	34.1%	1.9%
电网安全与控制类(消弧装置)	24.3%	30.4%	24.5%	22.7%	-7.7%	-1.8%	27.7%	23.4%	-4.3%
供用控制与自动化类(电气监控)	37.9%	57.5%	47.0%	51.7%	-5.9%	4.6%	54.7%	51.0%	-3.7%
电力信息化类	68.7%	30.4%	89.1%	81.0%	50.6%	-8.0%	54.0%	85.8%	31.8%

资料来源：公司资料，中金公司

图表6：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

损益表 (人民币百万)						
智光电气 002169	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	282	373	439	461	756	1,078
销售成本	-186	-264	-298	-310	-489	-685
营业费用	-24	-33	-43	-47	-77	-109
管理费用	-29	-31	-39	-45	-70	-99
EBIT	41	43	55	55	113	176
EBITDA	45	49	66	68	130	205
财务费用	-4	-9	-7	-9	-10	-13
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	-4	-16	-25
少数股东损益	-2	-1	-2	0	-2	-2
归属于股东的净利润	29	27	40	41	89	140

资产负债表 (人民币百万)						
智光电气 002169	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	147	51	75	179	60	-201
应收帐款	186	212	291	351	497	709
预付帐款	4	16	9	6	18	25
存货	80	129	121	136	201	282
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
流动资产	465	434	541	743	858	931
固定资产	75	125	132	129	299	558
长期投资	-	-	-	-	-	-
其他长期资产	0	41	35	56	56	56
长期资产	99	196	204	242	418	683
资产总额	564	629	745	984	1,276	1,614
短期借款	96	116	106	142	192	242
各项应付款	151	162	227	196	322	450
应交税费	4	3	16	8	15	21
应付职工薪酬	1	-	-	-	-	-
其他流动负债	14	28	17	19	41	56
流动负债	267	309	366	364	569	769
长期借款	-	-	20	38	34	30
其他长期负债	2	1	3	12	12	12
长期负债	2	1	24	50	46	42
负债总额	269	309	389	414	615	811
少数股东权益	9	7	8	8	10	12
股本	69	83	166	178	178	178
公积金及未分配利润	217	228	179	383	471	611
股东权益	286	311	345	561	649	789
负债及股东权益	564	627	743	983	1,274	1,612

现金流量表 (人民币百万)						
智光电气 002169	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	29	27	40	41	89	140
折旧/摊销	4	6	11	12	17	29
运营资本变化	-105	-42	-17	-135	-82	-185
其他项	8	-40	12	8	12	15
经营活动现金流	-64	-49	47	-74	35	-2
固定资产投资	-78	-54	-28	-30	-183	-283
其他投资活动	0	-2	-2	-1	-21	-10
投资活动现金流	-78	-56	-30	-31	-204	-293
股权融资	156	-	-	178	-	-
借款变动	63	20	10	50	50	46
其他融资活动	-4	-11	-13	-9	-10	-13
融资活动现金流	215	10	-4	219	40	34
现金(等价物)变化	73	-96	13	114	-129	-261

历史股价表现						
(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
行业板块	7%	7%	-16%	0%	7%	143%
行业板块	工业			二级行业 电气设备		
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%		
总市值(百万元)	3,484			流通市值(百万元)		
发行股数(百万股)	178			股票现价(元)		

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	27.2%	32.4%	17.8%	5.0%	63.9%	42.7%
销售毛利	33.1%	14.1%	28.9%	7.5%	76.4%	47.5%
EBITDA	40.2%	8.8%	36.2%	1.8%	92.7%	57.4%
EBIT	39.1%	5.2%	29.2%	0.1%	104.6%	55.7%
净利润	31.1%	-6.7%	47.5%	2.6%	115.2%	57.9%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	33.2%	28.6%	31.3%	32.0%	34.5%	35.7%
营业费用率	8.5%	8.8%	9.8%	10.3%	10.2%	10.1%
管理费用率	10.3%	8.4%	8.9%	9.7%	9.3%	9.2%
EBITDA利润率	15.9%	13.1%	15.1%	14.7%	17.2%	19.0%
EBIT利润率	14.5%	11.5%	12.6%	12.0%	15.0%	16.4%
净利润率	10.4%	7.3%	9.1%	8.9%	11.7%	13.0%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动比率	1.74	1.41	1.48	2.04	1.51	1.21
速动比率	1.44	0.99	1.15	1.66	1.15	0.84
现金比率	26%	8%	10%	18%	5%	-12%
资产负债率	48%	49%	53%	42%	48%	50%
债务/权益	94%	100%	114%	74%	95%	103%
净债务/权益	-18%	21%	15%	0%	26%	60%
利息覆盖倍数	10	6	10	8	13	16

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
税后利润/EBIT	72%	64%	73%	74%	78%	79%
×EBIT利润率	14.5%	11.5%	12.6%	12.0%	15.0%	16.4%
=销售净利润率	10.4%	7.3%	9.1%	8.9%	11.7%	13.0%
×资产周转率	0.50	0.59	0.59	0.47	0.59	0.67
=总资产收益率	7.1%	4.6%	5.8%	4.8%	7.8%	9.7%
×总资产/净资产	1.97	2.02	2.16	1.76	1.97	2.05
=净资产收益率	10.2%	8.7%	11.6%	7.3%	13.6%	17.7%

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投入资本回报率	14.3%	8.8%	11.5%	8.2%	13.4%	18.0%
平均资本回报率	5.2%	4.3%	5.4%	4.2%	6.9%	8.7%

每股指标分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.16	0.15	0.23	0.23	0.50	0.79
每股经营性现金	-0.92	-0.60	0.28	-0.42	0.20	-0.01
每股股息	0.01	0.04	-	-	-	-
每股净资产	1.61	1.75	1.94	3.16	3.65	4.44

估值分析						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
市盈率	128.1	86.8	84.6	39.3	24.9	
市净率	11.2	10.1	6.2	5.4	4.4	
股价/每股经营性现金流	-32.9	69.6	-47.1	99.7	-2,112.0	
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

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