



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3月24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

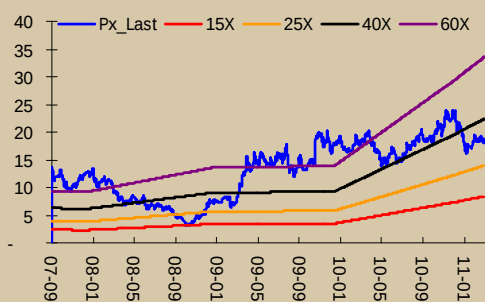
zenglb@cicc.com.cn

推荐

智光电气(002169.SZ)

激励方案有利于提升经营绩效

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: 基于行权条件底线的盈利前景分析

行权条件底线 (百万元)	2010	2011	2012	2013	CAGR (2010~13)
净利润较2010年 增幅		30%	60%	90%	
净利润	41	54	66	78	
同比增速		30%	23%	19%	24%
期权成本		5	5	4	
净利润+期权成本	41	58	71	82	
同比增速		42%	22%	15%	26%

资料来源: 中金公司研究部

公司动态:

智光电气公告股权激励方案: 拟授予经营骨干 355 万股限制性股票, 占目前总股本 2%, 其中, 320 万股授予给在职的 66 位经营骨干, 另 35 万股作为预留股份; 授予价格为 9.375 元/股, 限制性股票分 3 年解锁, 解锁条件主要为 2011、2012、2013 年较 2010 年净利润增幅分别不低于 30%、60%、90%。

评论:

期待激励改善经营绩效。公司现有管理高层主要为最初创业者, 研发型人才, 已有原始股权的激励; 本次激励计划涵盖了更多中高层经营骨干, 其中, 从激励名单看, 营销和节能服务子公司人员所占比例较高(29人), 显示公司更为关注销售能力的改善和节能服务业务的快速发展。考虑到国家对 EMC 产业的扶持政策已落地, 今明两年正是公司业务发展的战略期, 公司此次适时推出激励方案后对经营绩效的改善值得期待。

方案明确未来 3 年增长目标的底线。从限制性股票未来解锁条件看, 解锁条件隐含了未来 3 年不低于 24% 的净利润复合增速, 如果将激励成本剔除, 则隐含 26% 的复合增速。

投资建议:

基于目前分别 0.50 元和 0.79 元的 2011~12 年 EPS 预期, 公司目前股价对应 2011、2012 年市盈率分别 39x 和 25x。考虑到随着 EMC 扶持政策落地后节能产业大发展的外部环境已经具备, 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：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

智光电气 损益表 (人民币百万)							历史股价表现							
002169	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年	
销售收入	282	373	439	461	756	1,078	行业板块	4%	3%	-17%	7%	7%	116%	
销售成本	-186	-264	-298	-310	-489	-685	工业					二级行业	电气设备	
营业费用	-24	-33	-43	-47	-77	-109	第一大股东					广州金誉实业投资集团有限公司	持股比例	31.31%
管理费用	-29	-31	-39	-45	-70	-99	总市值(百万元)	3,437				流通市值(百万元)		2,784
EBIT	41	43	55	55	113	176	发行股数(百万股)	178				股票现价 (元)		19.35
EBITDA	45	49	66	68	130	205	成长性分析							
财务费用	-4	-9	-7	-9	-10	-13	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		
投资收益	0	0	0	0	0	0	销售收入	27.2%	32.4%	17.8%	5.0%	63.9%	42.7%	
其他损益项	0	0	0	0	0	0	销售毛利	33.1%	14.1%	28.9%	7.5%	76.4%	47.5%	
所得税	-2	-5	-9	-4	-16	-25	EBITDA	40.2%	8.8%	36.2%	1.8%	92.7%	57.4%	
少数股东损益	-2	-1	-2	0	-2	-2	EBIT	39.1%	5.2%	29.2%	0.1%	104.6%	55.7%	
归属于股东的净利润	29	27	40	41	89	140	净利润	31.1%	-6.7%	47.5%	2.6%	115.2%	57.9%	

智光电气 资产负债表 (人民币百万)							盈利能力分析						
002169	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
现金	147	51	75	179	60	-201	毛利率	33.2%	28.6%	31.3%	32.0%	34.5%	35.7%
应收帐款	186	212	291	351	497	709	营业费用率	8.5%	8.8%	9.8%	10.3%	10.2%	10.1%
预付帐款	4	16	9	6	18	25	管理费用率	10.3%	8.4%	8.9%	9.7%	9.3%	9.2%
存货	80	129	121	136	201	282	EBITDA利润率	15.9%	13.1%	15.1%	14.7%	17.2%	19.0%
其他流动资产	-	-	-	-	-	-	EBIT利润率	14.5%	11.5%	12.6%	12.0%	15.0%	16.4%
流动资产	465	434	541	743	858	931	净利润率	10.4%	7.3%	9.1%	8.9%	11.7%	13.0%
固定资产	75	125	132	129	299	558	偿债能力分析						
长期投资	-	-	-	-	-	-	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
其他长期资产	0	41	35	56	56	56	流动比率	1.74	1.41	1.48	2.04	1.51	1.21
长期资产	99	196	204	242	418	683	速动比率	1.44	0.99	1.15	1.66	1.15	0.84
资产总额	564	629	745	984	1,276	1,614	现金比率	26%	8%	10%	18%	5%	-12%
短期借款	96	116	106	142	192	242	资产负债率	48%	49%	53%	42%	48%	50%
各项应付款	151	162	227	196	322	450	债务/权益	94%	100%	114%	74%	95%	103%
应交税费	4	3	16	8	15	21	净债务/权益	-18%	21%	15%	0%	26%	60%
应付职工薪酬	1	-	-	-	-	-	利息覆盖倍数	10	6	10	8	13	16
其他流动负债	14	28	17	19	41	56	杜邦分析						
流动负债	267	309	366	364	569	769	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
长期借款	-	-	20	38	34	30	税后利润/EBIT	72%	64%	73%	74%	78%	79%
其他长期负债	2	1	3	12	12	12	xEBIT利润率	14.5%	11.5%	12.6%	12.0%	15.0%	16.4%
长期负债	2	1	24	50	46	42	= 销售净利润率	10.4%	7.3%	9.1%	8.9%	11.7%	13.0%
负债总额	269	309	389	414	615	811	x资产周转率	0.50	0.59	0.59	0.47	0.59	0.67
少数股东权益	9	7	8	8	10	12	= 总资产收益率	7.1%	4.6%	5.8%	4.8%	7.8%	9.7%
股本	69	83	166	178	178	178	x总资产/净资产	1.97	2.02	2.16	1.76	1.97	2.05
公积金及未分配利润	217	228	179	383	471	611	=净资产收益率	10.2%	8.7%	11.6%	7.3%	13.6%	17.7%
股东权益	286	311	345	561	649	789	回报率分析						
负债及股东权益	564	627	743	983	1,274	1,612	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%

智光电气 现金流量表 (人民币百万)							每股指标分析						
002169	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
净利润	29	27	40	41	89	140	摊薄每股收益	0.16	0.15	0.23	0.23	0.50	0.79
折旧/摊销	4	6	11	12	17	29	每股经营性现金	-0.92	-0.60	0.28	-0.42	0.20	-0.01
运营资本变化	-105	-42	-17	-135	-82	-185	每股股息	0.01	0.04	-	-	-	-
其他项	8	-40	12	8	12	15	每股净资产	1.61	1.75	1.94	3.16	3.65	4.44
经营活动现金流	-64	-49	47	-74	35	-2	估值分析						
固定资产投资	-78	-54	-28	-30	-183	-283	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		
其他投资活动	0	-2	-2	-1	-21	-10	市盈率	126.4	85.7	83.5	38.8	24.6	
投资活动现金流	-78	-56	-30	-31	-204	-293	市净率	11.0	10.0	6.1	5.3	4.4	
股权融资	156	-	-	178	-	-	股价/每股经营性现金流	-32.4	68.7	-46.5	98.4	-2,084.0	
借款变动	63	20	10	50	50	46	红利收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
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							

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/或机构投资者提供。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/或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