

评级：审慎推荐（首次评级）**电力设备****公司跟踪报告**

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

联系人 罗佳华 S1080111080059

电话：0755-25832903

邮件：luojiahua@fcsc.cn

智光电气(002169)**业绩增速走过低谷，给予“审慎推荐”评级****核心观点：**

1、高压变频占其营收的80%，将充分享受行业景气的好处。公司在09年之前电网类产品占比还在50%以上，此后由于电网产品增速下降，目前高压变频占据80%，公司未来增速将取决于高压变频业务增速。

2、高压变频行业洗牌已结束，产品价格趋稳，且公司占据较优势地位。行业洗牌在2011年结束，高压变频的价格也已稳定，主要公司的毛利率也较稳定，而且公司在通用高压变频市场上已经占据行业前三。

3、为扭转电网产品单一的劣势，公司布局无功补偿业务前景广阔。无功补偿市场广大，但目前主要无功补偿产品还是非常低端的投切电容器，其占市场份额的90%，随着SVC产品性能提高，其未来的市场占比将极快地增加，对公司研发的SVC、SVG产品提供巨大市场。

4、两个子公司分别布局合同能源管理以及智能变电站行业，是公司未来重要增长点。合同能源管理市场空间广，在国内还处于刚刚开始阶段，公司具备综合技术实力以及资金实力。智能变电站是电网建设的重点之一，而公司前期电网产品具备一定品牌优势，增强公司对客户的影响力。

主要内容：**一、高压变频目前占营收的80%，将充分享受行业高景气****高压变频占比逐渐提高**

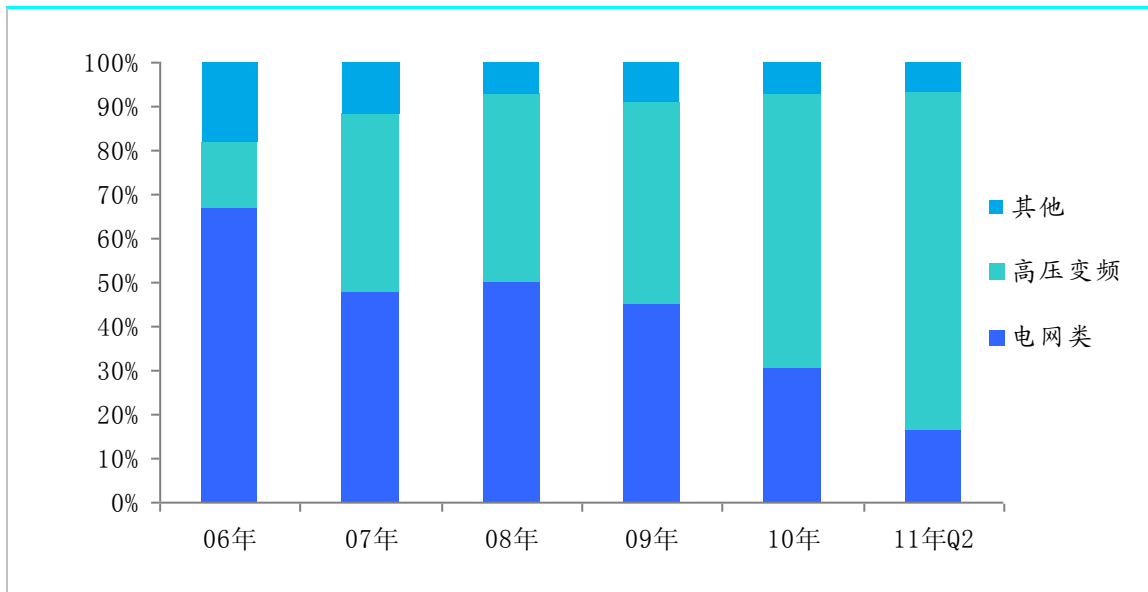
公司主要创业人员来自广州电力工业局试验研究所，公司在创业初期以电网产品为主，包括2000年研发的KD-XH配电网智能化快速消弧系统，以及2001年研发的ME700变电站综合自动化系统。因此，公司消弧产品一度占到公司营业收入的95%，直到上市前的2006年依然占据67%。

公司在2002年左右进行了高压变频器的试研发，在2005年8月研发成功后，2006年迅速取得3318万的销售收入。公司在高压变频领域的布局充分体现了公司管理层的市场判断能力，以及公司强大研发实力。

此后，随着高压变频行业的持续高景气发展，以及电网建设投资规模的降低，公司高压变频的营收占比持续提高，到目前已占据80%。

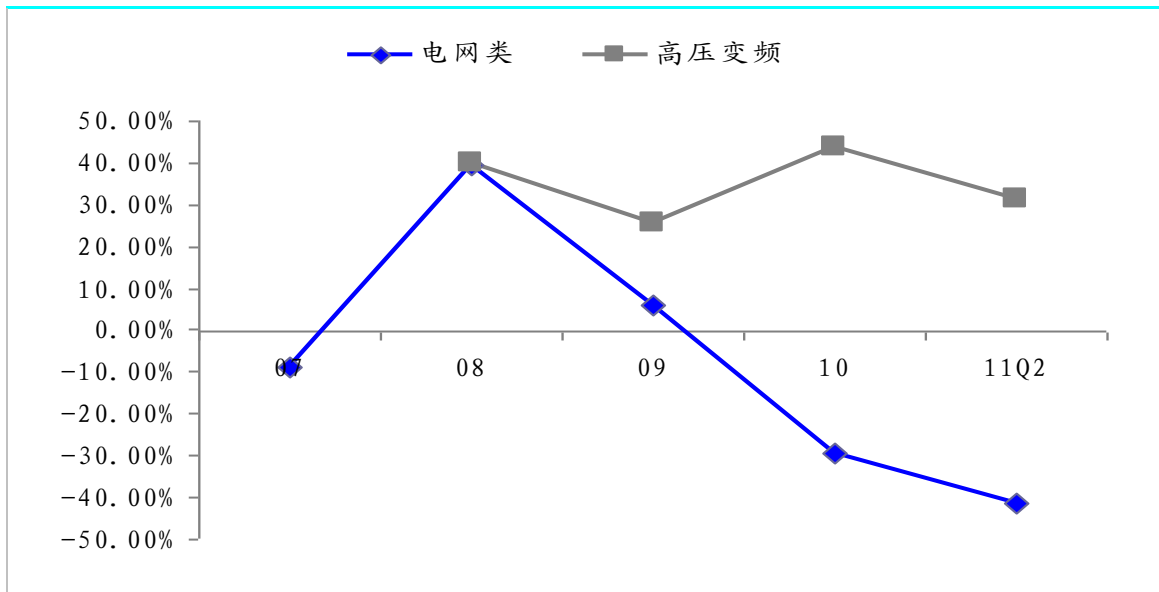


图表1 公司各产品营收占比



数据来源: wind 第一创业证券研究所

图表2 公司主要产品收入增速



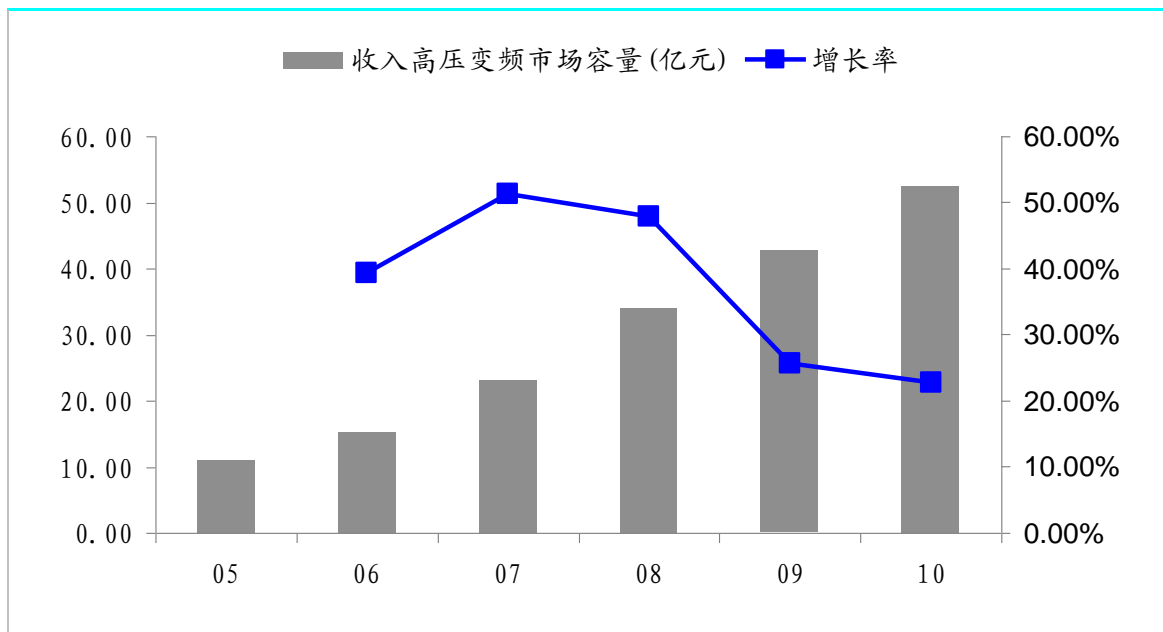
数据来源: wind 第一创业证券研究所

行业高景气依然持续

高压变频行业主要受国家节能减排政策驱动,以及合同能源管理项目对设备的改造带来的节电收益推动,因此行业增速未受到宏观经济形势影响,依然保持高增长,预计未来几年行业增速将保持 20%-30%增速。我们估计,2011 年高压变频市场规模按新增订单算已经超过 60 亿元。



图表3 合康与智光高压变频器毛利率变化



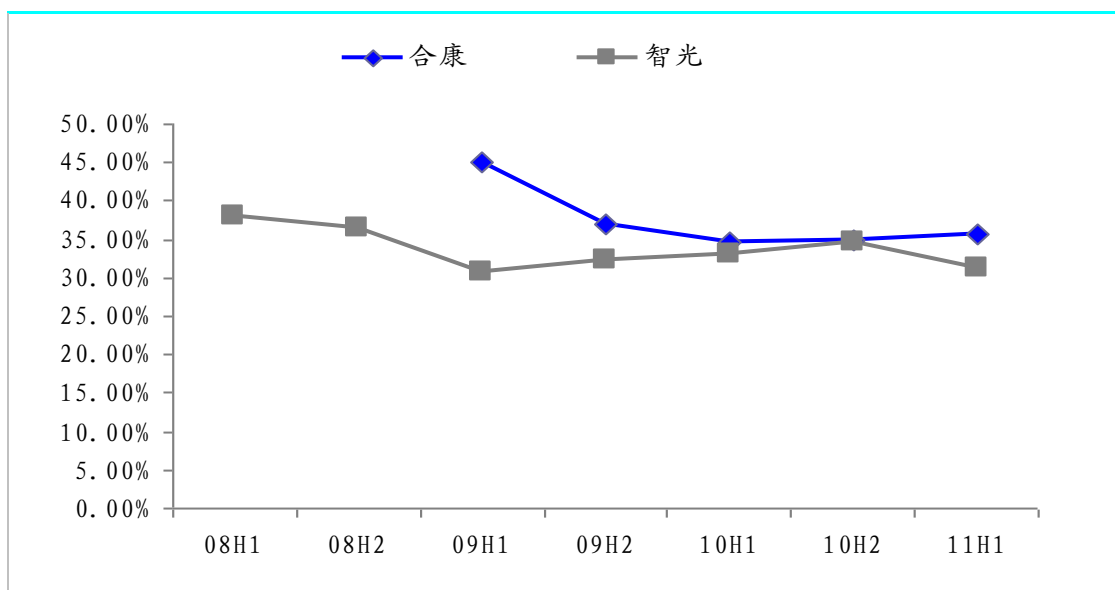
数据来源: wind 第一创业证券研究所

公司目前高压变频业务已经占据公司收入的大部分,未来将充分享受行业高景气带来的效益,使公司营收增速稳定在 25% 以上。

二、行业洗牌结束,公司占据较优势地位

2010 年是高压变频行业具有重要意义的一年,这一年九洲电气、合康变频相继上市,利德华福股权出让,各家公司为在资本市场上获得高收益,都尽力拓展市场份额而大打价格战。

图表4 合康与智光高压变频器毛利率变化

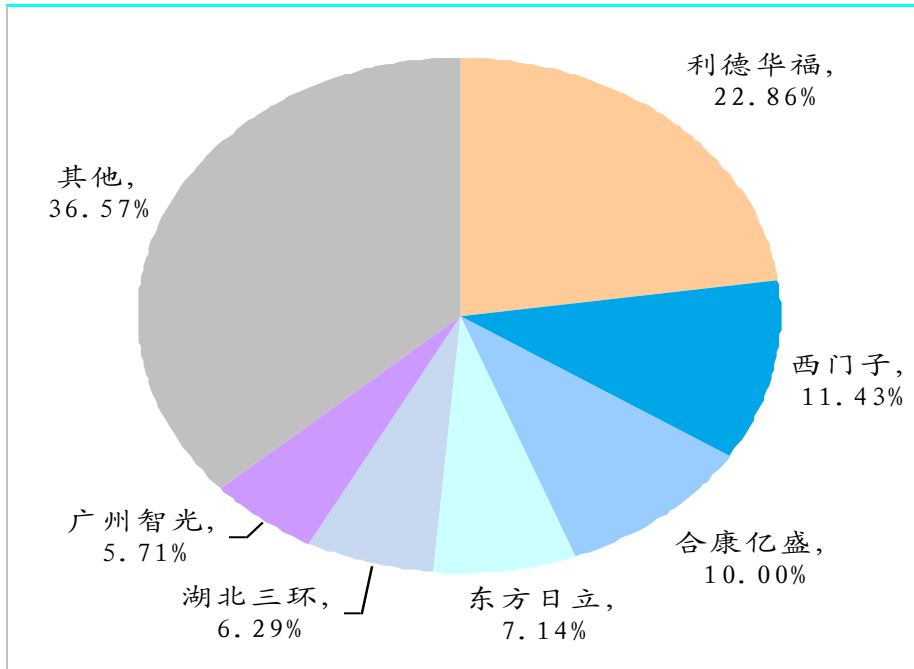




数据来源: wind 第一创业证券研究所

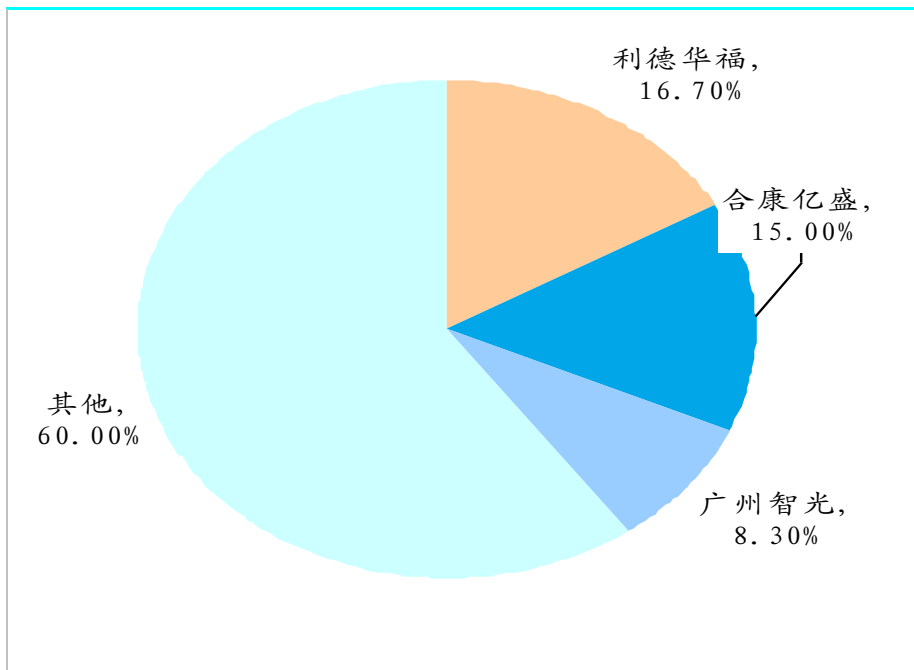
智光电气在国内高压变频行业市场份额一直稳定在前三, 经过行业洗牌洗礼后, 行业地位将越加稳固。

图表 5 2008 年高压变频器市场份额分布



数据来源: 高压变频行业报告 第一创业证券研究所

图表 6 2011 年高压变频市场份额 (按新增订单估算)



数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所



三、公司布局无功补偿业务市场广阔

电网类产品是公司创业初期的主打产品，前期一直依靠消弧线圈，为避免单一产品风险，公司从 2009 年开始研发无功补偿类产品，包括电网级 35kV，企业级 11kV 产品，目前已取得销售业绩。

电动机、变压器等感性负载，由于工作过程中需要建立交变磁场，在一个周期中从电网吸收的功率和释放的功率相等，这种功率就是无功功率。对于用户来说，无功功率虽然并不计入电费，但其不利影响体现在：1、功率因素低于一定值带来的处罚；2、无功功率在工厂内部传输带来的有功功率损耗，增加的电费。对于整个电力系统来说，无功功率需要供电端增大设计容量，增加初始投资；另外，其在电网的传输带来大量损耗。

无功补偿目前主要应用的行业包括电网、风电等新能源、电气化铁路、以及钢铁冶金等企业。

无功补偿市场广大，但目前主要无功补偿产品还是非常低端的投切电容器，其占市场份额的 90%，随着 SVC 产品性能提高，其未来的市场占比将极快地增加，对公司研发的 SVC、SVG 产品提供巨大市场。

图表 7 无功补偿市场规模

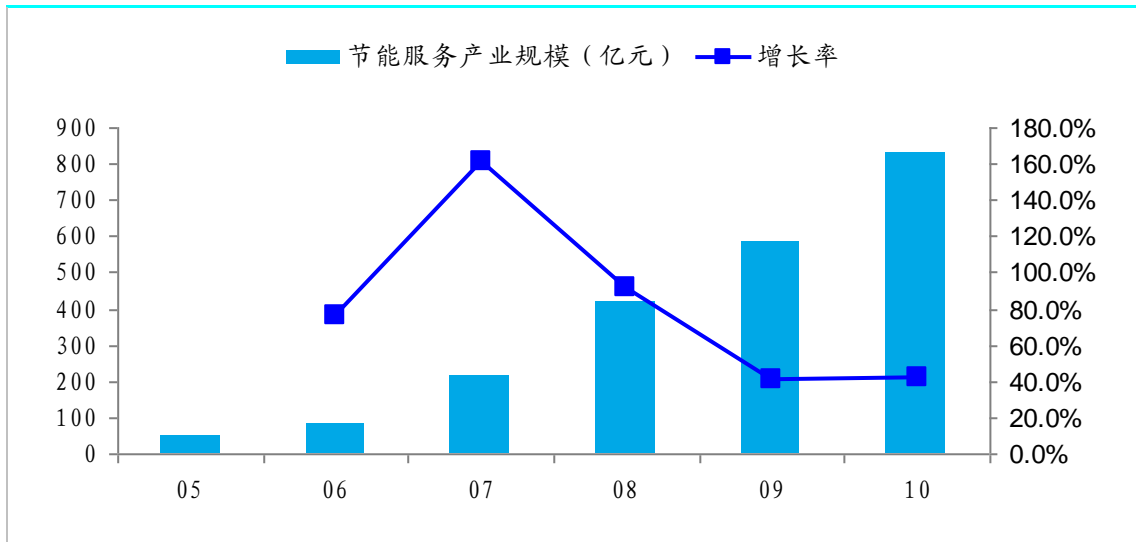
	2006	2007	2008	2009	2010E
全国用电负荷（亿 KW）	3.24	3.71	3.93	4.16	4.49
新增发电机组容量（亿 kW）	1.01	1	0.91	0.9	0.85
无功补偿规模（亿 kVar）	0.41	0.37	0.39	0.42	0.45
无功补偿市场（亿元）	268.1	235	244	259.7	285.7
动态无功补偿市场（亿元）	4.1	5.9	8.5	9.6	17.1
动态无功补偿占比	1.5%	2.5%	3.5%	3.7%	6%

数据来源：电器工业 第一创业证券研究所

四、智光节能与智光一创是公司大力培育的增长点

EMC 市场在国内才刚刚开始启动，其运作方式有点类似于融资租赁。目前市场参与者非常繁杂，未来将会提高门槛，如节能资格认证、节能工程师数量等。

图表 8 我国节能产业规模



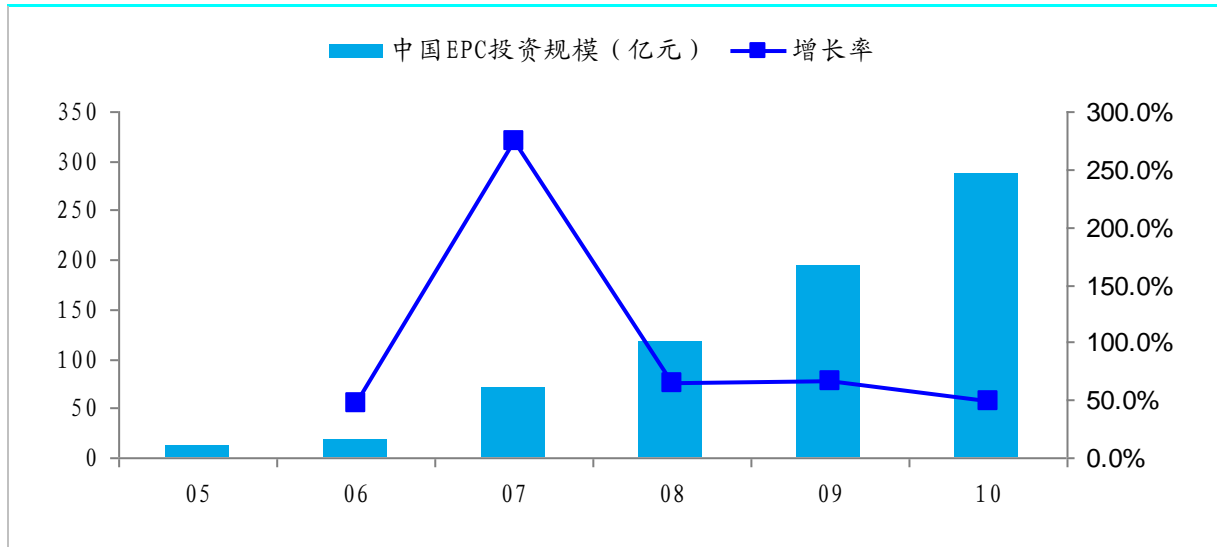


数据来源：EMCA 第一创业证券研究所

要建立 EMC 市场的竞争优势，参与者需要具备：1、节能方案的设计，这是 EMC 项目能否取得收益的关键，这需要公司对下游行业的深刻理解；2、资金瓶颈，EMC 需要大量的项目启动资金。EMC 项目的主要内容在于工业用电的管理。

相对于传统的设备制造商，合同能源管理公司需要具备变流改造、变频器、余压余热利用、照明系统等一系列技术储备，而不仅仅是变频器技术。因此合同能源管理公司与设备制造公司相比，相当于综合医院与专科医院之间的类比。

图表 9 节能产业投资规模



数据来源：EMCA 第一创业证券研究所

智光一创将目标市场集中于智能电网高端技术，在智能化变电站状态监测和设备管理、电网实时信息化技术方面。随着农网改造计划的实施，以及智能电网的推进，市场启动的迹象越来越明显。

智能变电站是电网建设的重点之一，而公司前期电网产品具备一定品牌优势，增强公司对客户的影响力。

五、盈利预测及投资建议

我们预计 2011 年、2012 年、2013 年每股收益分别为 0.15 元、0.19 元和 0.26 元。

目前的股价对应的 2011 年、2012 年及 2013 年的 PE 分别为 43.9 倍、34.6 倍以及 25.3 倍。相对于行业其它公司的股价，其价值处于合理区间，给予“审慎推荐”评级。

图表 10 公司主营收入和毛利率预测一览表

万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、电网控制				



收入	14044	8145	9775	11729
增长率	-29.0%	-42.0%	20.0%	20.0%
毛利率	23.4%	23.0%	25.0%	30.0%
毛利	3286	1873	2444	3519
二、电机控制				
收入	28753	37954	49340	64142
增长率	43.7%	32.0%	30.0%	30.0%
毛利率	34.1%	32.0%	32.0%	32.0%
毛利	9796	12145	15789	20526
三、供用电				
收入	2249	2294	2409	2529
增长率	-11.4%	2.0%	5.0%	5.0%
毛利率	51.0%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利	1147	1147	1204	1265
四、其他				
收入	1075	1097	1151	1209
增长率	-32.6%	2.0%	5.0%	5.0%
毛利率	85.8%	80.0%	80.0%	80.0%
毛利	922	877	921	967
五、合计				
收入	46121	49490	62675	79610
增长率	-	7.3%	26.6%	27.0%
毛利	15151	16043	20358	26276
毛利率	32.9%	32.4%	32.5%	33.0%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 11 盈利预测表

万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	46122	49490	62675	79610
减：营业成本	30971	33447	42317	53334
减：营业税金及附加	376	404	512	650
减：营业费用	4741	5087	6443	8184
减：管理费用	4496	4824	6109	7760
减：财务费用	870	957	1053	1158
减：资产减值损失	1301	1431	1574	1732
加：投资收益				
营业利润	3367	3339	4667	6793
二、利润总额				
加：营业外收支	1151	1200	1200	1200
利润总额	4518	4539	5867	7993
三、净利润				



减：所得税	414	522	675	919
净利润	4103	4017	5193	7074
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	-13	50	70	98
归属母公司净利润	4116	3967	5123	6976
总股本（万）				26647
EPS(元)	0.15	0.15	0.19	0.26

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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,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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135