

# 业绩受累于高压变频器价格下滑 **增持（维持）**

## 投资要点:

- 收入与净利润分别增 11% 和降 35%，每股收益 0.10 元
- 高压变频器毛利率下滑是业绩较差原因，节能服务继续拓展
- 预计 12 年 EPS 为 0.16 元，公司基本面逐步改善，维持“增持”评级

- 高压变频器价格下降导致净利润大幅下滑。**报告期内公司实现营业收入 5.14 亿元，归属母公司净利润 2656.54 万元，分别增长 11.44% 和下降 35.46%，每股收益 0.10 元。收入增长受累于高压变频器在竞争加剧引起的价格下滑，而同时价格下降引起毛利率大幅下滑是业绩下降的主要原因，报告期内公司高压变频产品毛利率下降 6.65 个百分点至 27.41%，最终使公司综合毛利率下降了 3.70 个百分点至 28.39%。
- 期间费用率无改善，四季度单季度亏损。**报告期内公司薪酬增加、市场拓展以及资金较为紧张，导致销售与财务费用率分别上升了 0.44 和 0.57 个百分点。从单季度情况来看，管理费用的上升导致第四季度出现亏损。
- 订单中关注节能服务，基本面正在改善。**除高压变频产品外，电网安全与控制、自动化业务毛利率均保持稳定。而目前高压变频器价格已经企稳回升，加上公司产品结构性改善，今年的毛利率将有明显回升。2011 年公司新增订单 6.65 亿元，EMC 合同金额累计超过 4 亿元，而报告期内仅实现节能服务收入 714 万元，净利润 200 万元，净利率达到了 28%，预计今明两年将成为业绩支撑点。另外，无功补偿产品、高压设备在线监测装置等也将逐步贡献业绩；并通过建设综合能源产业园寻找新的增长点。
- 今年每股收益 0.16 元，维持“增持”评级。**预计公司 12/13/14 年的 EPS 分别为 0.16/0.23/0.31 元，目前股价对应市盈率分别为 38/26/20 倍，仍然偏高，但考虑到节能服务业务逐步进入收获期以及变频器价格回升带来的基本面改善，暂维持“增持”评级。

| 主要经营指标 | 2010A  | 2011A   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 461.22 | 513.99  | 626.23 | 752.36 | 899.28 |
| 增长率    | 5.04%  | 11.44%  | 21.84% | 20.14% | 19.53% |
| 母公司净利润 | 41.16  | 26.57   | 42.25  | 62.38  | 82.40  |
| 增长率    | 2.58%  | -35.46% | 59.05% | 47.64% | 32.09% |
| EPS    | 0.154  | 0.100   | 0.159  | 0.234  | 0.309  |
| 毛利率    | 32.85% | 28.39%  | 30.22% | 31.25% | 31.61% |
| ROE    | 7.34%  | 4.53%   | 6.75%  | 9.11%  | 10.81% |

## 分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

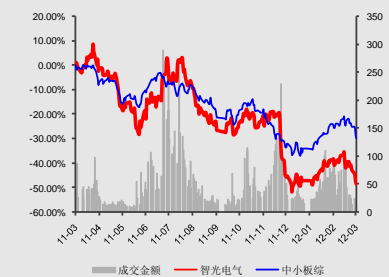
Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

## 市场表现



## 公司数据

|          |                 |
|----------|-----------------|
| 总股本 (万股) | 26,647.24       |
| 流通股 (万股) | 23,441.48       |
| 控股股东     | 广州市金誉实业投资集团有限公司 |
| 控股股东持股比例 | 22.90%          |

## 相关研究

- 智光电气: 单季度毛利率下滑明显  
2011.10
- 智光电气: 下半年业绩或将加速释放  
2011.8
- 智光电气业绩快报点评: 业绩略低于预期, 前景依然光明  
2011.2
- 智光电气点评: EMC 顺利启程, 业绩逐步体现  
2011.1

表 1: 主要控股子公司 2011 年经营情况

| 控股子公司          | 产品类别             | 持股比例   | 收入(元)          | 净利润(元)        |
|----------------|------------------|--------|----------------|---------------|
| 广州智光电机有限公司     | 高压变频类产品          | 100%   | 279,179,856.10 | 42,811,561.15 |
| 杭州智光一创科技有限公司   | 电力调度数据平台、实时互联系统等 | 76.39% | 42,871,565.98  | 5,999,785.26  |
| 上海智光电力技术有限公司   | 高压设备在线监测等        | 100%   | 27,751,275.39  | 4,310,587.89  |
| 广州智光节能有限公司     | 合同能源管理           | 80%    | 7,142,867.10   | 1,998,230.63  |
| 广州智光综合能源技术有限公司 | 综合能源应用技术研究及工程服务  | 70%    | 0.00           | -89,063.41    |
| 广州智光自动化有限公司    | 电力自动化            | 75%    | 531,824.79     | -366,389.04   |

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

**附表1 财务报表预测**

| 资产负债表           |       |       |       |       | 利润表            |         |        |        |        |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 单位：百万元          | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 单位：百万元         | 2011A   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
| <b>流动资产</b>     | 918   | 1,011 | 1,109 | 1,226 | 营业收入           | 514     | 626    | 752    | 899    |
| 货币资金            | 175   | 165   | 193   | 235   | 营业成本           | 368     | 437    | 517    | 615    |
| 应收与预付款项         | 594   | 693   | 759   | 824   | 营业税金及附加        | 5       | 6      | 7      | 8      |
| 存货              | 149   | 152   | 156   | 167   | 销售费用           | 55      | 63     | 71     | 81     |
| <b>非流动资产</b>    | 267   | 320   | 346   | 368   | 管理费用           | 50      | 59     | 68     | 79     |
| 固定资产在建工程        | 161   | 216   | 244   | 267   | 财务费用           | 13      | 16     | 17     | 19     |
| 无形资产待摊费用        | 67    | 65    | 64    | 63    | 资产减值损失         | 15      | 12     | 12     | 12     |
| <b>资产总计</b>     | 1,185 | 1,331 | 1,455 | 1,594 | 投资收益           | 0       | 0      | 0      | 0      |
| <b>流动负债</b>     | 523   | 626   | 686   | 740   | 利润总额           | 32      | 54     | 80     | 105    |
| 短期借款            | 285   | 345   | 355   | 365   | 所得税            | 4       | 8      | 12     | 16     |
| 应付与预收账款         | 239   | 281   | 331   | 375   | 净利润            | 29      | 46     | 68     | 90     |
| 长期借款            | 13    | 13    | 13    | 13    | 少数股东损益         | 2       | 3      | 5      | 7      |
| <b>非流动负债</b>    | 40    | 40    | 40    | 40    | 归属母公司净利        | 27      | 42     | 62     | 82     |
| <b>负债合计</b>     | 563   | 666   | 726   | 780   | <b>EPS (元)</b> | 0.100   | 0.159  | 0.234  | 0.309  |
| 股本              | 266   | 266   | 266   | 266   |                |         |        |        |        |
| 资本公积            | 155   | 155   | 155   | 155   | <b>主要财务比率</b>  |         |        |        |        |
| 留存收益            | 165   | 205   | 264   | 341   | <b>成长能力</b>    |         |        |        |        |
| 少数股东权益          | 36    | 40    | 45    | 52    | 营业收入           | 11.44%  | 21.84% | 20.14% | 19.53% |
| 归属于母公司权益        | 586   | 626   | 685   | 763   | 净利润            | -30.39% | 59.91% | 47.96% | 32.52% |
| <b>负债股东权益合计</b> | 1,185 | 1,331 | 1,455 | 1,594 | <b>获利能力</b>    |         |        |        |        |
|                 |       |       |       |       | 毛利率            | 28.39%  | 30.22% | 31.25% | 31.61% |
|                 |       |       |       |       | 净利率            | 5.56%   | 7.29%  | 8.98%  | 9.96%  |
| <b>现金流量表</b>    |       |       |       |       | ROE            | 4.53%   | 6.75%  | 9.11%  | 10.81% |
| 单位：百万元          | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | <b>偿债能力</b>    |         |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b>  | -73   | 4     | 74    | 89    | 资产负债率          | 47.52%  | 50.01% | 49.87% | 48.91% |
| 净利润             | 29    | 29    | 51    | 73    | 流动比率           | 1.70    | 1.57   | 1.58   | 1.62   |
| 折旧摊销            | 13    | 5     | 12    | 16    | 速动比率           | 1.42    | 1.34   | 1.36   | 1.40   |
| 资产减值损失          | 15    | 12    | 12    | 12    | <b>营运能力</b>    |         |        |        |        |
| 利息费用            | 15    | 18    | 20    | 20    | 总资产周转率         | 0.43    | 0.47   | 0.52   | 0.56   |
| <b>投资活动现金流</b>  | -65   | -53   | -33   | -33   | 应收账款周转率        | 0.98    | 1.02   | 1.13   | 1.25   |
| <b>融资活动现金流</b>  | 144   | 40    | -13   | -14   | 存货周转率          | 2.47    | 2.87   | 3.31   | 3.68   |
| <b>现金流量净额</b>   | 7     | -9    | 28    | 41    |                |         |        |        |        |

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

**分析师简介:**

**王静:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

**赵曦:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

**机构销售团队**

|      | 郭振举                                        | 牟晓凤                                         | 孙利群                                          | 王艺                                     |
|------|--------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------|
| 华北区域 | 010-88085798<br>guozhenju@hysec.com        | 010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com        | 010-88085756<br>sunliqun@hysec.com           | 010-88085172<br>wangyil@hysec.com      |
| 华东区域 | 张珺<br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com  | 王俊伟<br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | 赵佳<br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com      | 奚曦<br>021-51782067<br>xixi@hysec.com   |
| 华南区域 | 曾利洁<br>010-88085991<br>zenglijie@hysec.com | 贾浩森<br>010-88085279<br>jiahaosen@hysec.com  | 雷增明<br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com | 罗云<br>010-88085760<br>luoyun@hysec.com |
| QFII | 方芳<br>010-88085842<br>fangfang@hysec.com   | 胡玉峰<br>010-88085843<br>huyufeng@hysec.com   |                                              |                                        |

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                             |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上     |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%   |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上      |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。