



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 高压变频器稳步增长，节能服务业务开始贡献业绩

2012年5月28日

推荐/首次

智光电气

调研快报

## ——智光电气（002169）调研快报

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：李根 弓永峰 陈鹏 侯建峰

[ligen@dxzq.net.cn](mailto:ligen@dxzq.net.cn)

010-66554021

### 事件：

近日到智光电气进行了调研，并就公司的未来发展经营情况与公司进行了沟通交流，现将主要观点汇总如下：

#### 1. 高压变频器市场规模稳步增长，进口替代空间依旧显著

下游以高耗能企业为主，受国家政策影响大。高压变频器下游主要包括电力、冶金、煤炭、石油化工、水泥、造纸、市政、交通等行业，其中电力、冶金、水泥是应用规模最大的三个领域，2011年这三个领域的市场占比达到53.9%。这些行业是“十二五”期间节能减排的重点，担负着完成国家“十二五”节能目标的重任，因此，高压变频器的市场空间受经济周期的影响较小，而受到国家相关政策的影响较大。“十二五”期间，国家下大决心开展节能减排工作，并实行节能目标责任制，为高压变频器市场的发展起到了积极的推动作用。

近年来，我国高压变频器行业呈现稳步增长态势，市场规模从2005年的11亿元增至2011年的63亿元，年复合增长率达到35.4%；在变频器中的比重也从2006年的12.9%增至2011年的22.8%。2012年随着下游行业变频化率的提升，高压变频器市场增长速度有望达到34.92%。

价格战基本结束，盈利能力趋于稳定。经过近几年的价格战，高压变频器产品的价格已经基本稳定，目前价格维持在620元/千瓦左右的水平，行业内毛利率保持在30%左右。在这样的价格水平上，行业内规模较小的公司的盈利能力将受到很大挑战，目前行业内销售额在5000万-8000万之间的公司约30-40家，预计这些公司将很难生存。同时，在目前价格下，新进入者的动力不强，行业格局将保持稳定。

外资品牌优势明显，进口替代空间巨大。在高压变频器领域，外资品牌由于技术先进、进入时间早等优势，拥有80%左右的市场份额。2011年排名市场前三的分别是德国西门子，瑞士ABB和法国科孚德机电（converteam），三家公司合计市场占有率达到60.5%，行业集中度较高。利德华福以7.2%的市场占有率排名第四。

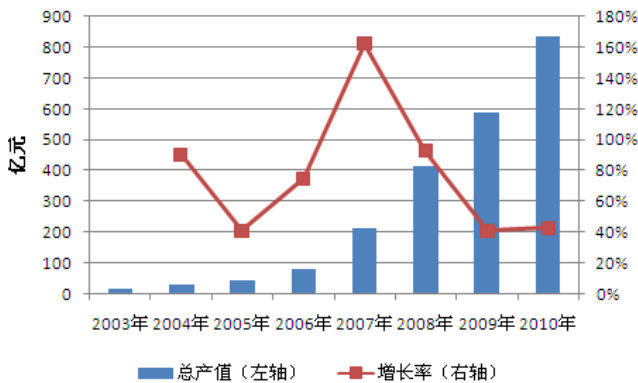
高压变频器分为通用型和高性能两类。在通用型市场上，内资品牌约占据80%以上的市场份额，竞争十分激烈。而在高性能高压变频器领域，外资品牌占据主导地位，产品毛利率达到63.4%。通过多年的积累，国内高压变频器领域企业技术实力不断加强，未来将逐步参与高性能变频器的蓝海竞争，进口替代空间十分广阔。

公司国内排名第二，超大功率变频器已实现销售。利德华福被施耐德收购后，公司的高压变频器产品在内资品牌中已跃升为国内第二。2011年，公司新签产品销售订单6.65亿元，其中高压变频器订单接近5亿元，仅次于合康变频。同时，公司超大容量变频器产品功率已达到12500kva，主要应用于大型钢铁企业。公司“3000KVA及以上容量智能高压大功率变频调速系统产业化项目”已经有200-300台产能，未来建成后产能将达到400台。

#### 2. 节能服务合同量快速增长，将成为公司未来最大看点

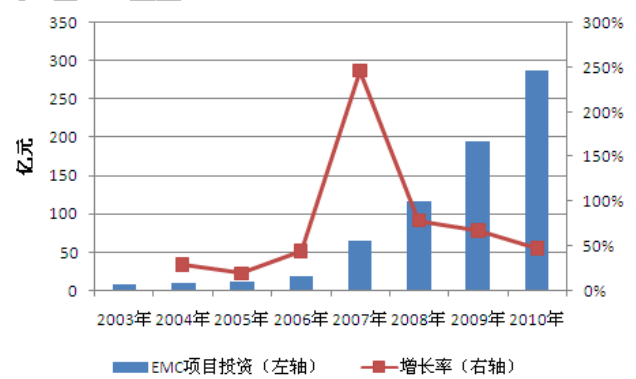
**政策助力节能减排，合同能源管理有望迎来高速发展。** 节能减排作为调整经济结构、转变发展方式、应对气候变化、推动科学发展的重要工作，在“十一五”期间得到了国家的高度重视，并实现了显著的成果。近期，财政部对外宣布，2012年中央财政安排979亿元节能减排和可再生能源专项资金，比上年增加251亿元，加上可再生能源电价附加、战略性新兴产业、循环经济、服务业发展资金和中央基建投资中安排的资金，合计将达到1700亿元。节能减排相关资金的落实体现出国家对于调整产业结构，实现经济健康良性发展的决心，合同能源管理作为节能减排项目的主要承载方式，“十二五”期间有望实现快速发展。

图 1：节能服务产业总产值变化情况



资料来源：“十一五”中国节能服务产业发展报告，东兴证券整理

图 2：合同能源管理项目投资情况



资料来源：“十一五”中国节能服务产业发展报告，东兴证券整理

**拥有资金和渠道优势，公司 EMC 业务迅速发展。** 合同能源管理虽然在“十一五”期间迎来了快速发展，但是，不可否认，行业发展还面临很多问题，其中资金和客户资源就是限制行业发展的主要因素。智光电气作为一家上市公司，拥有一般企业难以企及的融资平台。2011年6月，科泰电源以7500万增资智光节能，目前智光节能在手现金约3亿元，解决了开展EMC项目的资金问题。另外，公司高压变频器产品的下游集中在煤炭、有色、钢铁等高耗能行业，这些行业恰好是EMC项目的主要应用领域，公司拥有显著的客户资源优势。

综合资金和客户资源优势，公司节能服务业务发展迅速，2011年在手合同已超6亿元，包括十几个项目。预计公司今年仍将大力拓展EMC业务，全年新签合同有望达到4亿元。合同能源管理项目的节能效益分享期较长，有利于保证公司未来长期稳定发展。

表 1：公司已公告的部分节能服务项目情况

合同甲方	项目名称	节能效益分享年限	预计年节能效益(万元)	公司分享比例
徐州泰发特钢科技有限公司	泰发钢铁2号高炉高低压变频节能改造	3年	1900	-
新余钢铁股份有限公司	建立余热电站	15年	1980	首年分75%，逐年减1%
嘉峪关市宏晟电热有限责任公司	对宏晟电热2×300MW发电机组(3号、4号机组)进行汽轮机通流降耗改造	9年	1800	80%
酒钢集团宏兴钢铁股份	选烧厂、炼轧场高压变频节能改造	7年	75.14	-
酒钢集团天风不锈钢有限公	高压变频节能改造	7年	642.43	-

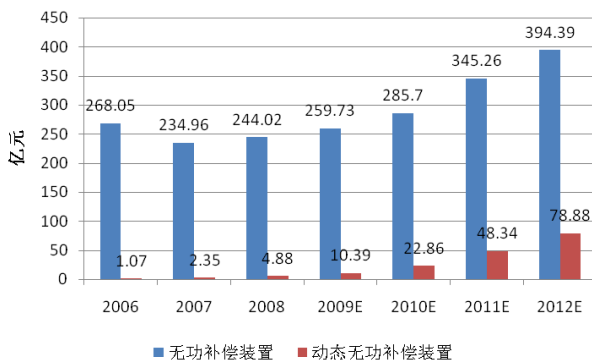
公司	项目	期限	金额	备注
酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司	新型节能光源和灯具更换	7年	295.57	-
酒钢集团天风不锈钢有限公司	新型节能光源和灯具更换	7年	114.14	-
嘉峪关宏晟电热有限责任公司	新型节能光源和灯具更换	7年	72.86	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. SVC 及 SVG 产品实现突破，2012 年有望放量

动态无功补偿装置市场规模呈现高速增长态势，2012年市场规模近80亿元。2006年-2008年，我国无功补偿装置市场规模稳定在250亿元左右，而动态无功补偿装置市场规模从2006年的1.07亿元上升到2008年的4.88亿元，增长超过4.5倍，占无功补偿装置市场规模的比例也从2006年的0.4%上升到2008年的2.0%。根据中国电力电气网的预测数据，到2012年，动态无功补偿装置市场规模将接近80亿元，比2008年增长16.2倍，占无功补偿装置市场规模的20%。

图 3：2006-2012 年无功补偿装置市场需求情况



资料来源：中国电力电气网，东兴证券研究所

图 4：无功补偿装置发展历程



资料来源：东兴证券整理

公司无功补偿产品已实现销售，未来有望快速发展。公司已经完成的SVC和SVG产品的研发，其中在SVC产品领域，公司主要生产TCR型SVC，技术等级较高。2011年，公司已经实现无功补偿产品的销售，并签订了部分销售合同。在节能减排的大背景下，预计下游电力、钢铁、轨道交通等领域的节能需求将更为强烈，SVC及SVG的市场需求有望稳步增长，公司作为该领域的新进入者，预计将实现高于行业的增速水平。

### 4. 盈利预测与投资建议

公司在高压变频器领域拥有较强的竞争力，在内资品牌中排名第二，随着我国节能减排力度的逐步加大，预计公司高压变频器业务将保持稳步增长。节能服务领域，公司拥有资金和客户资源优势，2011年新签订单充裕，2012年合同金额仍有望大幅增长。无功补偿领域，公司SVC、SVG产品已实现销售，考虑到公司为无功补偿领域的新进入者，2012年增速将超过行业增长水平。

综合考虑以上因素，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.13 元、0.16 元和 0.20 元，目前股价对应 PE 分别为 49 倍、39 倍和 32 倍，考虑到公司在高压变频器行业竞争实力较强，节能服务业务发展潜力巨大，首次给予“推荐”评级。

### 投资风险

1、高压变频器行业竞争激烈导致毛利率持续下降；2、节能服务业务节能款回收进度低于预期。

表 2：公司财务预测

指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	513.99	579.62	658.47	743.54
增长率（%）	11.44%	12.77%	13.60%	12.92%
净利润（百万元）	26.57	35.01	43.36	53.18
增长率（%）	-35.46%	31.78%	23.87%	22.63%
每股收益(元)	0.100	0.131	0.163	0.200
净资产收益率（%）	4.53%	5.91%	7.21%	8.69%
PE	64.00	48.56	39.21	31.97
PB	2.90	2.87	2.83	2.78

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎，曾在三大报及《证券市场周刊》等主要刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

## 新能源与电力设备小组简介

弓永峰资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。