

# 智光电气 (002169)

2015年3月11日

## 产品与服务共赢，投资拓展新空间 推荐（首次）

分析师 高人元

执业资格证书号码：S0600512070007

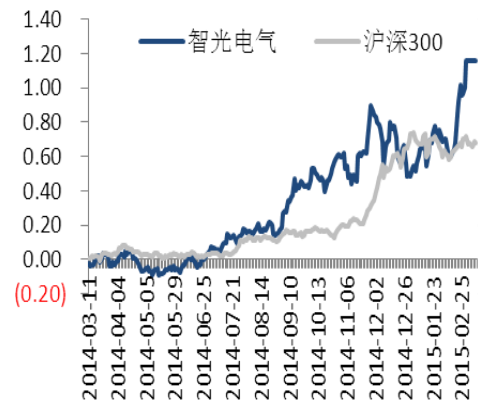
021-33661474

gaory@gsjq.com.cn

### 盈利预测与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	564	607	676	746
同比（%）	42.5%	7.7%	11.4%	10.4%
净利润（百万元）	20	44	63	73
同比（%）	-140.7%	117.8%	42.7%	17.2%
毛利率（%）	0.08	0.16	0.24	0.28
ROE（%）	37.0%	35.5%	36.7%	37.4%
每股收益（元）	3.6%	7.2%	9.4%	9.9%
P/E	195.82	89.92	63.02	53.76
EV/EBITDA	42.86	47.43	36.45	30.65
P/B	7.02	6.51	5.90	5.32

### 股价走势



### 投资要点

- **设备企业向产品+服务+投资转型：**公司原有主营业务为消弧线圈及高压变频器两大类产品的生产与销售，上市以来公司积极转型，大力改变单纯产品制造的模式，经过几年的努力，逐步搭建起以客户、技术和品牌为基础的“产品+服务+投资”的经营平台。
- **电网设备需求持续旺盛：**2015年电网投资持续快速增长，自2011年以来一直维持在3500亿元以上，2013年全国电网完成基建投资3894亿元，2014年完成基建投资首次突破4000亿元，达到4118亿元。2015年初国家电网工作会议提出投资计划4202亿元，继续大幅增长。
- **工业节能及控制需求日益提高：**工业是最主要的耗能主体，近年来我国工业能耗占比维持在70%左右的高位。我国面临越来越严重的资源和环境约束，改变粗放的增长方式，狠抓资源的高效、节约利用是当下面临的重要任务。工信部发布的《工业节能十二五规划》提出，到2015年，规模以上工业增加值能耗比2010年下降21%左右，“十二五”期间预计实现节能量6.7亿吨标煤，推动9大重点节能工程。2014年和2015年节能减排任务非常艰巨。
- **设备与服务相互促进：**公司产品线齐全，具备较强的项目整合能力，能为客户提供完整的节能改造解决方案，节能服务业务成为有效的市场竞争手段，避免单纯的产品竞争，产品和服务相互促进，共同成长。
- **投资培养新增长点：**公司积极发挥品牌和平台优势，投资优质节能项目，并通过投资，加大对外合作力度，参与的南方电网MW级电池储能站863课题示范工程、与南方电网综合能源有限公司对贵州南能智光综合能源有限公司进行同比例增资，并积极开拓南方电网区域内多个高能耗企业的余热发电项目。

### 市场数据

收盘价（元）	14.81
一年最低价/最高价	6.18 / 15.08
市净率	6.84
流通A股市值（百万元）	3641.6

### 基础数据

每股净资产（元）	2.16
资本负债率（%）	57.10
总股本（百万股）	266.47
流通A股（百万股）	245.89

## 1. 设备企业向产品+服务+投资转型

公司原有主营业务为消弧线圈及高压变频器两大类产品的生产与销售，上市以来公司积极转型，大力改变单纯产品制造的模式，经过几年的努力，逐步搭建起以客户、技术和品牌为基础的“产品+服务+投资”的经营平台。

公司目前形成了电机系统控制与能效提升、智能配电网、电力自动化与信息化三大产品线。拓展了电厂大型水泵风机节能、钢铁烧结工艺大型风机节能、风力发电接入电网无功补偿、陶瓷工业机电系统节能等多个行业细分邻域的应用解决方案，围绕工业电气节能增效、发电厂节能增效和工业余热余压发电利用三大核心开展节能服务业务。在技术、资产、合作、项目等广泛的领域开展投资业务，投资效益好的节能服务项目、与南方电网合资设立了南能智光开展节能服务业务、开展永磁同步电机及伺服控制系统技术联合开发和系统集成，进入工业传动智能控制领域、积极推进综合能源产业园建设和工业电气节能增效综合技术研究实验室建设，投资业务初具雏形。

图表 1 公司主要产品

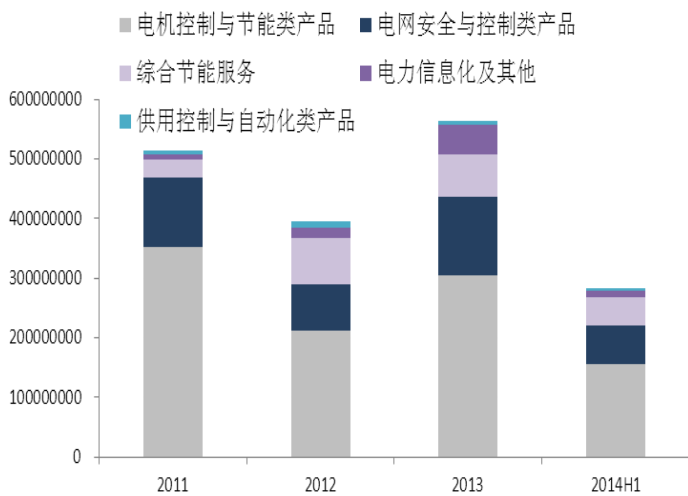
产品线类别	领域	产品名称
电机系统控制与能效提升	电机控制与节能	全系列大功率高压变频调速系统、高压变频软启动器、高压固态软启动器、永磁电机及伺服控制系统；
	传动系统	皮带机专用主从高压变频传动控制系统
智能配电网	电网安全与控制	全系列消弧线圈成套装置、无功补偿与电能质量控制系统（SVC、SVG 等）
	新能源接入；分布式能源	高压储能系统
电力自动化和信息化	供用电控制与自动化	保护控制仪表，电气监控与能量管理系统
	电力信息化及其他	高压设备在线监测与诊断系统，电力企业调度实时数据平台

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 电网设备需求持续旺盛

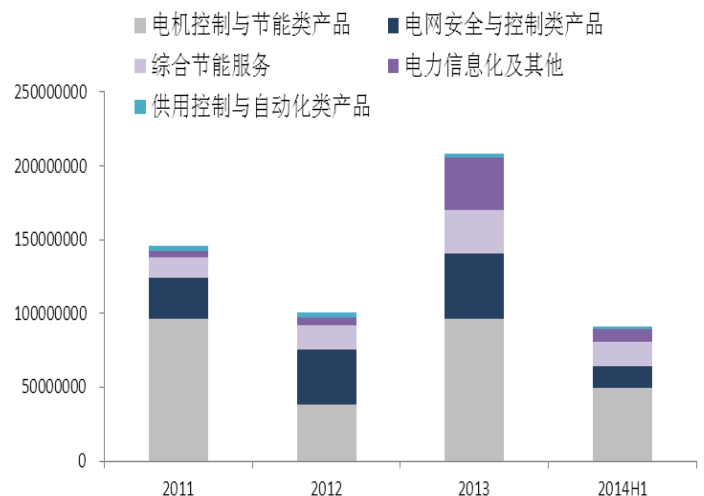
近三年及一期，公司收入和利润的最主要来源是电机控制与节能类产品，其次是电网安全与控制类产品。综合节能服务项目收入及利润 2012~2013 年取得显著增长，电力信息化收入及利润 2013 年快速增长。

图表 2 近三年及一期收入构成



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

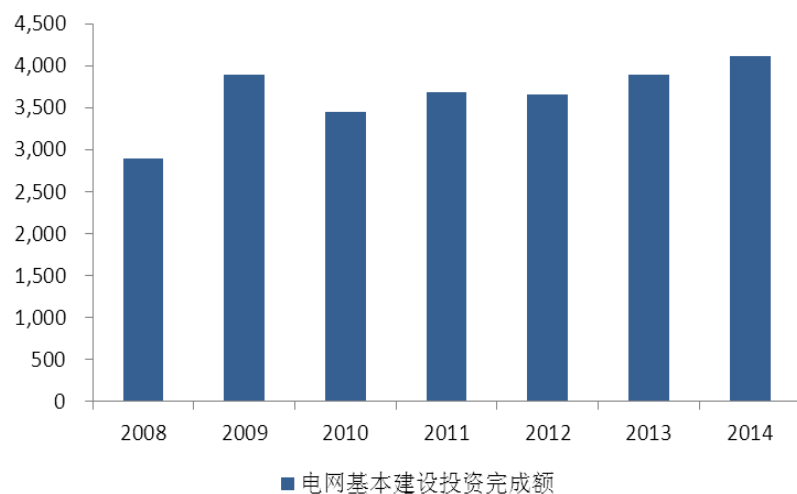
图表 3 近三年及一期利润构成



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2015 年电网投资持续快速增长, 自 2011 年以来一直维持在 3500 亿元以上, 2013 年全国电网完成基建投资 3894 亿元, 2014 年完成基建投资首次突破 4000 亿元, 达到 4118 亿元。2015 年初国家电网工作会议提出投资计划 4202 亿元, 继续大幅增长。根据电网的投资规划, 未来电网投资的重点是特高压和配电网。《南方电网发展规划(2013~2020 年)》指出, 将加强城乡配电网建设, 推广建设智能电网, 到 2020 年城市配电网自动化覆盖率达到 80%。国家电网公司也提出, 2015 年将完成 30 个重点城市市区、30 个非重点城市核心区配电网建设改造, 重点城市市区配电网自动化覆盖率超过 50%。公司供用电控制与自动化类产品、电网安全与控制类产品、电力信息化产品都广泛的应用于配电网领域, 需求旺盛。

图表 4 电网完成基建投资



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 3. 工业控制及节能需求日益提高

工业是最主要的耗能主体,近年来我国工业能耗占比维持在 70%左右的高位。工业快速发展带来了我国经济的腾飞,但过度追求速度的工业发展却形成了难以摆脱的高能耗、高污染顽疾。2013 年我国单位 GDP 能耗是世界平均水平的 1.8 倍,是美国的 2.3 倍,日本的 3.8 倍,面临越来越严重的资源和环境约束,改变粗放的增长方式,狠抓资源的高效、节约利用是当下面临的重要任务。

工信部发布的《工业节能十二五规划》提出,到 2015 年,规模以上工业增加值能耗比 2010 年下降 21%左右,“十二五”期间预计实现节能量 6.7 亿吨标煤,推动 9 大重点节能工程。

图表 5 “十二五”重点节能工程投资需求

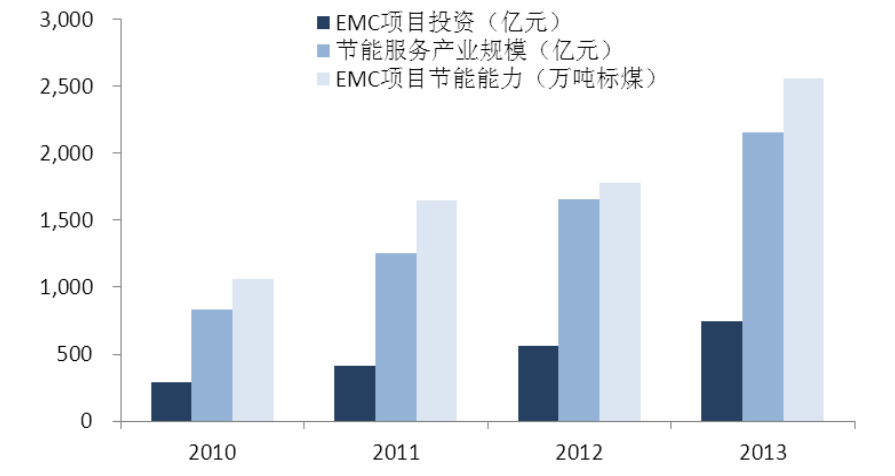
序号	工程名称	投资需求 (亿元)	节能量 (万吨标煤)
1	工业锅炉窑炉节能改造工程	900	4500
2	内燃机系统节能工程	600	3000
3	电机系统节能改造工程	700	3500
4	余热余压回收利用工程	600	3000
5	热电联产工程	700	3500
6	工业副产煤气回收利用工程	600	3000
7	企业能源管控中心建设工程	400	2000
8	两化融合促进节能减排工程	900	1000
9	节能产业培育工程	500	--

资料来源:工业节能“十二五”规划,东吴证券研究所

根据国家发展改革委主任徐绍史介绍,2013 年与 2010 年相比,全国单位 GDP 能耗下降 9.03%,二氧化碳排放强度下降 10.68%,”十二五”前三年累计节能约 3.5 亿吨标准煤。与《工业节能十二五规划》目标对照,2014 年和 2015 年任务非常艰巨。

工业节能改造需要大量资金投入,带动节能设备需求增长。节能改造虽然能节约能源成本却需要当下资金的投入,对于目前处于经济转型过程,利润水平受到影响的高耗能企业来说有些心有余而力不足。应对企业改造资金缺乏,合同能源管理模式应运而生,并呈现快速增长态势。

图表 6 近四年节能服务产业增长情况



资料来源：OFweek 节能网，东吴证券研究所

#### 4. 设备与服务相互促进

公司主营高低压变频器、消弧线圈成套系统、无功补偿装置、电气监控与能量管理系统等设备及节能服务业务。

高压变频器主要用于煤炭、钢铁、水泥等行业的大型电机节能，精度要求不高，国内品牌占据市场主要份额，市场竞争激烈，价格经历了较大调整。由于下游行业景气度较低，投资意愿不足，预计价格保持稳定，市场规模稳步增长。公司是国内主要高压变频器供应商，具备较强的自主研发能力，形成了完善的产品线。中低压变频器主要用于电机调速，应用的行业领域相对广泛，对精度的要求高，目前由外资品牌占据主要市场份额。行业整体增长稳健但进口替代的空间较大。经过几年的培育，公司永磁同步电机及伺服控制系统研发完成，并在陶瓷行业应用良好，正在继续完善产品系列化工作和推进在其他行业领域的应用。

消弧线圈成套装置安装于配电网中性点。在电网发生接地故障时，使接地点电弧快速熄灭，提高了电网供电可靠性和安全性。消弧线圈设备是公司的传统优势产品，市场份额稳定。无功补偿装置主要用于电网无功功率的补偿，可以平衡电力系统中的无功功率水平，降低电力传输中的损耗，是大型工业用户必不可少的设备，公司已经完成 1140V 和 690VSVG 的研发。

设备领域单纯的产品竞争难以摆脱同质化价格竞争，公司一方面加大研发投入，追求产品的差异化，另一方面积极布局综合节能服务。公司 2011 年开始采用合同能源管理的方式开展节能服务业务，通过与客户分享节能收益获取项目回报，是国内较早实践合同能源管理模式的公司。该模式下无需客户进行项目投资，极大的提高了客户节能改造的积极性，成为一种有效的市场竞争手段。

公司产品线齐全，具备较强的项目整合能力，能为客户提供完整的节能改造解决方案，节能服务业务成为有效的市场竞争手段，避免单纯的产品竞争，产品和服务相互促进，共同增长。

图表 7 综合服务重大合同

合同主体	合同对象	合同时间	公司累计分红额 (万元)	执行情况
智光节能	酒钢宏兴	2011-1-23	2069	正常回款
智光节能	酒钢天风不锈钢	2011-1-23	5040	正常回款
智光节能	酒钢宏兴	2011-1-23	841	正常回款
智光节能	嘉峪关宏晟	2011-1-23	507	正常回款
智光节能	徐州泰发特钢	2011-3-30	3990	正常回款
智光节能	嘉峪关宏晟	2011-8-12	22143	正常回款
智光节能	新余钢铁	2012-3-7	20196	正常回款
南能智光	毕节江天水泥	2013-1-8	9318	正常回款
宁夏智光	阿拉善瀛海建材	2013-4-20	8448	正在施工
智光节能	韶钢松山	2013-5-15	18029	正在施工
智光节能	红河州红铅有色	2013-12-27	12476	正在施工
智光节能	天津冶金轧三钢铁	2014-6-29	21080	正在施工

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 投资培育新增长点

公司积极发挥品牌和平台优势，投资优质节能项目，并通过投资，加大对外合作力度，整合优势资源，实现快速发展。公司参与的南方电网 MW 级电池储能站 863 课题示范工程进展顺利，预计在今年三季度投入运行。高压储能技术的应用，将促进公司在智能配电网、新能源发展等领域的技术和产品的发展。智光节能与南方电网综合能源有限公司对贵州南能智光综合能源有限公司进行同比例增资，南能智光的注册资本由 900 万元增至 5700 万元（智光节能持股 49%），其区域竞争力得到明显提升，双方合作的优势逐步显现。由南能智光实施的贵州毕节江天水泥余热项目已并网发电；南能智光实施的中电投绥阳化工余热发电项目在建设，同时，南能智光也正在积极开拓南方电网区域内多个高能耗企业的余热发电项目。智光综合能源产业园一期预计今年下半年竣工，公司正向政府主管部门申请为“节能环保领域专业孵化器”（专业方向：节能、环保、清洁能源、可再生能源等新能源、分布式能源与传统能源方面的综合能源技术研究、开发和产业化）。公司将以此为孵化平台，通过引进、合作、合资等灵活方式整合相关领域的新产品、新技术和新应用，进一步扩大公司的经营面。

## 6、风险提示：

- 1、下游煤炭、钢铁、水泥等行业持续调整，盈利情况不佳导致节能改造投资意愿下降，影响节能设备需求；
- 2、电网对配网的投资不达预期，导致需求不足；
- 3、节能环保政策执行力度不够，影响节能设备需求；
- 4、合同能源管理项目出现违约风险；

## 预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>890.0</b>	<b>845.5</b>	<b>897.1</b>	<b>992.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>563.7</b>	<b>607.1</b>	<b>676.2</b>	<b>746.5</b>
现金	147.3	100.0	115.0	132.3	营业成本	355.3	391.9	428.1	467.7
应收款项	591.3	582.2	611.3	674.9	营业税金及附加	5.4	4.9	5.4	6.0
存货	141.2	142.1	147.1	158.8	营业费用	66.5	68.0	74.4	82.1
其他	10.2	21.2	23.7	26.1	管理费用	66.7	71.7	76.2	80.2
<b>非流动资产</b>	<b>520.9</b>	<b>593.6</b>	<b>647.5</b>	<b>706.4</b>	财务费用	26.2	17.4	15.9	17.1
长期股权投资	4.3	9.3	14.3	19.3	投资净收益	-0.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	416.5	486.0	536.7	592.4	其他	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5
无形资产	55.0	53.2	51.3	49.5	<b>营业利润</b>	<b>19.0</b>	<b>28.9</b>	<b>51.7</b>	<b>69.0</b>
其他	45.1	45.1	45.1	45.1	营业外净收支	13.4	25.0	25.0	25.0
<b>资产总计</b>	<b>1410.9</b>	<b>1439.0</b>	<b>1544.6</b>	<b>1698.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>32.4</b>	<b>53.9</b>	<b>76.7</b>	<b>94.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>454.8</b>	<b>436.0</b>	<b>474.8</b>	<b>546.9</b>	所得税费用	7.8	7.0	10.0	12.2
短期借款	152.5	75.7	88.0	129.3	少数股东损益	4.5	3.0	4.1	8.3
应付账款	252.2	304.4	326.8	352.8	<b>归属母公司净利润</b>	<b>20.2</b>	<b>43.9</b>	<b>62.6</b>	<b>73.4</b>
其他	50.1	55.9	60.1	64.9	EBIT	69.9	70.7	92.1	110.5
<b>非流动负债</b>	<b>311.3</b>	<b>311.3</b>	<b>311.3</b>	<b>311.3</b>	EBITDA	109.9	99.0	129.8	156.8
长期借款	100.0	100.0	100.0	100.0					
其他	211.3	211.3	211.3	211.3	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>负债总计</b>	<b>766.1</b>	<b>747.3</b>	<b>786.1</b>	<b>858.2</b>	每股收益(元)	0.08	0.16	0.24	0.28
少数股东权益	82.5	85.4	89.5	97.8	每股净资产(元)	2.11	2.28	2.51	2.79
归属母公司股东权益	562.4	606.3	668.9	742.3	发行在外股份(百万股)	266.5	266.5	266.5	266.5
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1410.9</b>	<b>1439.0</b>	<b>1544.6</b>	<b>1698.4</b>	ROIC(%)	5.4%	5.7%	7.4%	8.2%
					ROE(%)	3.6%	7.2%	9.4%	9.9%
					毛利率(%)	37.0%	35.5%	36.7%	37.4%
					EBIT Margin(%)	12.4%	11.6%	13.6%	14.8%
					销售净利率(%)	3.6%	7.2%	9.3%	9.8%
					资产负债率(%)	54.3%	51.9%	50.9%	50.5%
					收入增长率(%)	42.5%	7.7%	11.4%	10.4%
					净利润增长率(%)	-140.7%	117.8%	42.7%	17.2%
					P/E	195.82	89.92	63.02	53.76
					P/B	7.02	6.51	5.90	5.32
					EV/EBITDA	42.86	47.43	36.45	30.65

现金流量表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	24.3	130.2	119.0	105.5
投资活动现金流	-112.9	-100.8	-116.2	-129.6
筹资活动现金流	-2.2	-76.7	12.2	41.3
现金净增加额	-90.8	-47.3	15.0	17.3
折旧和摊销	40.1	28.2	37.8	46.2
资本开支	-126.9	-95.8	-111.2	-124.6
营运资本变动	44.2	30.6	-10.0	-47.0
企业自由现金流	26.6	24.6	-3.4	-29.1



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,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,需征得东吴证券研究所同意,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

看好: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%~5%;

看淡: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

公司投资评级:

强烈推荐: 预期未来6个月内强于大盘指数20%以上;

推 荐: 预期未来6个月内强于大盘指数10%以上;

谨慎推荐: 预期未来6个月内强于大盘指数5%以上;

观 望: 预期未来6个月内相对大盘指数-10%~10%;

卖 出: 预期未来6个月内弱于大盘指数10%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>