

智光电气 (002169.SZ)
迎接电力体制改革浪潮,
构建用户侧管理网络平台
评级: 买入
前次:
目标价(元):
55

首席分析师

高级分析师

曾朵红

沈成

S0740514080001

021-20315167

021-20315203

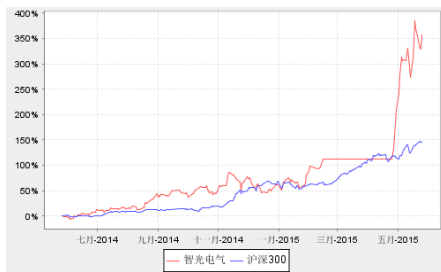
zengdh@r.qlzq.com.cn

shencheng@r.qlzq.com.cn

2015年6月15日

基本状况

总股本(百万股)	266.47
流通股本(百万股)	183.39
市价(元)	36.58
市值(百万元)	9747.47
流通市值(百万元)	6708.34

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	563.73	607.41	863.63	1,260.17	1,611.07
营业收入增速	42.52%	7.75%	42.18%	45.92%	27.85%
净利润增长率	140.68%	107.14%	120.80%	73.03%	45.04%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.16	0.35	0.60	0.87
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	79.99	65.74	86.38	53.78	37.08
PEG	0.57	0.61	0.72	0.74	0.82
每股净资产(元)	2.11	2.24	2.54	3.10	3.92
每股现金流	0.09	0.32	-0.18	0.15	0.73
净资产收益率	3.58%	7.00%	13.60%	19.31%	22.13%
市净率	2.87	4.60	11.75	10.38	8.20
总股本(百万股)	266.47	266.47	266.47	266.47	266.47

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 电改逐步放开电力用户侧市场, 用电服务领域创新空间极大, 电力需求侧管理也将是能源互联网的关键环节。**电改为用户侧的用电服务市场化创造前提, 电改的第二个配套文件《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理的通知》强调了机制创新, 要求以市场化的方式保障电力供需平衡; 加强电力需求侧管理平台的建设, 引导用户实现用电的在线监测。电改的根本目的就是实现电力用户侧的市场化和用电的民主化, 从而使得为用户侧接入分布式电源、储能电池、电动汽车等成为可能, 实现用户自主购电, 电价通过市场化机制形成, 打破原有电网公司到用户的单向一体化用电模式, 为能源互联网信息流和能量流的互动提供可能, 所以, 我们认为电改后电力用户侧将产生很多新需求, 用电服务领域创新空间很大, 比如用户运检服务、用电节能服务、用户需求侧管理等, 因此, 在电改浪潮中拥有创新思维搭建用户需求侧管理平台、积累足够用户数量、能够获取售电牌照等的公司, 将在能源互联网中拥有重要卡位, 迎来重大发展机遇。
- 互联网+思维构建需求侧管理平台, 智光坐拥广东区域、集团支持和节能用户三大优势, 打造需求侧和用电服务第一平台。**目前工业用户的用电模式落后, 供电公司只负责配网设备的监控和运维, 用户侧的管理由各用户自行负责, 缺乏规模性和经济性。智光紧抓用户侧管理的市场前景和当前工业用户的这一痛点, 以互联网+创新商业模式打造线上线下互动来搭建工业用户运检服务平台, 通过集中托管, 有效降低用户电力维护成本。智光所在地广州属于南网管辖范围, 公司领导很多电力系统出身, 在广东省电网内拥有深厚的资源, 通过用电服务合资公司的创新模式引入关键人才, 去年底已经成立了一个用电服务公司, 广东有 20 个区, 预计很多区域都具备成立类似用电服务公司的潜力。当前公司已经托管的变电容量达到 15 万千伏安, 按照目前的扩张速度, 预计年底达到 50 万千伏安, 2014 年广东省用电超过 5000 亿千瓦时, 未来仍具有广阔的增长空间。公司将率先在广东省打造全覆盖的用电服务, 走前全国的前列。下一步我们认

请务必阅读正文之后的重要声明部分

为公司因为集团的发电背景和积累的用户资源，在获取第一批售电牌照中拥有独特的优势，未来用户需求侧管理的创新模式或许也将持续带来惊喜。

- **节能服务积累多年开始进入高速增长期，将持续保持高速增长，未来与用电服务存在很好的协同效应。**
目前我国处于能源消费革命的黄金时期，能源消费中工业消费占 70% 的份额，所以智光电气 2011 年开始就从单纯的变频等节能产品往节能项目和服务转型，积极布局工业节能业务，开展三大核心业务：发电厂节能增效、工业电气节能增效和余热余压发电利用。经过过去几年的积淀和开发，公司 2011-2014 年分别实现节能服务营业收入 700 万、1800 万、7200 万和 12500 万元，平均实现 170% 的增长率，15 年目前公司仍有阿拉善左旗瀛海建材、广东韶钢松山、红河州红铅有色化工、天津冶金轧三钢铁等节能服务项目预计会完工回款。随着工业能源消费总量的提升和节能服务的普及率上升，我们预计智光的节能服务业务收入将持续保持高速高增长，成为公司的收入和盈利来源的支柱之一。同时我们也看到，随着公司积累的电力用户增多，公司在节能方面的经验将来也可以给电力用户提供节能服务的可能，形成良好的协同效应。
- **管理层不断整合资源，实现由产品到服务的转型，大股东认购增发和员工持股计划。**管理层拥有电气行业深厚背景，经过数年的整合资源，智光已经实现了历史转型，由原有以消弧线圈及高压变频器为主营业务的单纯产品制造模式发展为产品、节能、投资业务协同发展的模式转变，近年开始加强用电服务布局。5 月并购与员工持股同时进行，优化股权结构推动公司发展。所并购的岭南电缆在超高压和特种电缆领域处于国内领先地位，并购后公司控股股东及其一致行动人持有比例从 24.42% 增加到 30.55%，控制权得以增强。此外，公司实施员工持股计划，锁定期为三年，绑定公司关键人员与公司利益，显示公司长期发展信心。
- **投资建议：**预计公司 2015 年-2017 年 EPS 分别为 0.35 元、0.60 元和 0.87 元，业绩增速分别为 119%、71% 和 45%。对应 PE 分别为 104 倍、61 倍、42 倍。预计随着下半年电改政策的落地，用电托管行业和节能服务行业等用户侧管理产业的发展将进入提速阶段，首次给予公司“买入”的投资评级，目标价为 55 元，对应于 2016 年 90 倍 PE。
- **风险提示：**电改政策落地不达预期；用电平台推广不达预期；节能项目进度不达预期。

内容目录

电改打开用户侧市场，电力需求侧管理成为首个焦点	- 5 -
电改释放红利，用户侧管理迎来前所未有的机遇	- 5 -
政策逐步落地，配套文件明确各细分市场方向	- 5 -
做好电力需求侧管理，节能服务行业发展提速	- 6 -
“互联网+”思维线上线下配合，创新商业模式拓展用电托管	- 6 -
电力信息化业务将有本质提升，创新商业模式拓展用电托管服务	- 6 -
管理层拥有电气行业深厚背景，广东省内区域优势凸显	- 7 -
数据采集占领节能服务产业链制高点，公司行业优势显著	- 9 -
依据广东省地域优势，抢占全省用电托管服务市场	- 9 -
背靠集团获取售电牌照有先天优势，平台建设助力开展售电业务	- 10 -
受益于能源消费革命，公司节能服务收入将保持高速增长	- 11 -
15 年节能服务产业总值 3000 亿元，未来十年增速 30%	- 11 -
智光把握节能服务黄金发展时期，分享能源消费革命盛宴	- 12 -
智光节能全面整合优势资源，以领先技术发展电厂节能板块	- 14 -
打造工业电气节能增效整体解决方案，协助用户实现节能降耗	- 14 -
管理层不断整合资源，并购与员工持股帮助实现历史转型	- 16 -
从单纯产品制造商向“产品+服务+投资”模式转型	- 16 -
大股东参与定增并锁定三年，发行股份注资电缆公司	- 17 -
员工持股计划，增强公司凝聚力	- 18 -
盈利预测与估值	- 19 -
盈利预测	- 19 -
相对估值	- 19 -
投资建议	- 19 -
风险提示	- 20 -

图表目录

图表 1: 新电改方案	- 5 -
图表 2: 电改配套文件汇总	- 6 -
图表 3: 智光电气营业收入拆分(百万).....	- 7 -
图表 4: 广州市金誉实业投资集团旗下公司	- 8 -
图表 5: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系	- 8 -
图表 6: 广东电网示意图	- 10 -
图表 7 : 节能政策.....	- 11 -
图表 8: 节能服务产业产值情况	- 11 -
图表 9 : 工业能源消费情况.....	- 12 -
图表 10 : 公司收入分布情况.....	- 12 -
图表 11 : 公司毛利润分布情况	- 13 -
图表 12: 公司节能服务项目现状	- 13 -
图表 13: 工业电气节能增效	- 15 -
图表 14: 工业电气节能增效整体解决方案.....	- 15 -
图表 15: 余热余压发电利用解决方案——新钢石灰窑烟气系统图	- 16 -
图表 16: 智光电气转型沿革	- 17 -
图表 17: 交易前后股本结构变化	- 17 -
图表 18: 员工增持比例.....	- 18 -
图表 19: 可比上市公司估值比较	- 19 -
图表 20: 智光电气财务三张表.....	- 21 -

电改打开用户侧市场，电力需求侧管理成为首个焦点

电改释放红利，用户侧管理迎来前所未有的机遇

- “三个放开”为用户侧电力销售和电力服务的市场化创造大前提。2015年3月中共中央和国务院联合下发了“电改9号文”作为本轮电力体制改革的纲领性文件。此次电改方案的核心是“三个放开、一独立、三个强化”，即有序放开竞争环节电价、配售电业务和发用电计划，并独立交易机构。文中明确提出，深化电力体制改革的重点和路径是：在进一步完善政企分开、厂网分开、主辅分开的基础上，按照管住中间、放开两头的体制。“厂网分开”已经实现了发电端的竞价上网，而此次用户侧的市场开放，真正的实现了用电侧销售和用电侧服务的市场化，使得用户侧管理迎来了新的机遇。

图表 1: 新电改方案

三放开	放开输配以外的竞争性环节电价
	向社会资本开放配售电业务
	放开公益性和调节性以外的发用电计划
一独立	推进交易机构相对独立
三强化	强化政府监管
	强化电力统筹规划
	强化电力安全高效运行和可靠供应

来源：发改委网站、齐鲁证券研究所

政策逐步落地，配套文件明确各细分市场方向

- 电改有序开展，进程环环紧扣，试点地区发展符合预期。此次联合发布的“电改9号文”仅是一个开始，就像意见中强调的后续将制定切实可行的专项改革工作方案及相关配套措施，例如售电侧改革、组建相对独立运行的电力交易机构等重大事项，都会先进行试点，然后再逐步的推开。电改目前的任务是核定输配电价，明确电网的收费模式，目前有蒙西和深圳已经实行新的电网收入模式，分别为省级和市级的试点地区，电网的收入按照“准许成本加合理收益”原则确定。
- 多途径培育市场主体，鼓励售电主体创新服务。电改九号文中提到，允许符合条件的高新产业园区或经济技术开发区，组建售电主体直接购电；鼓励社会资本投资成立售电主体，允许其从发电企业购买电量向用户销售，允许拥有分布式电源的用户或微网系统参与电力交易；鼓励供水、供气、供热等公共服务行业和节能服务公司从事售电业务；允许符合条件的发电企业投资和组建售电主体进入售电市场，从事售电业务。此外，文中鼓励售电主体创新服务，向用户提供包括合同能源管理、综合节能和用能咨询等增值服务。这也是我们前期一直强调的，电改后的焦点一个是售电牌照、另外一个是用电节能服务新市场，具有相关行业经验的民营企业将直接受益。

做好电力需求侧管理，节能服务行业发展提速

- 第二个电改配套文件，明确电力需求侧管理的前进方向。**2015年4月，国家发改委、财政部下发了《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理的通知》。通知要求充分认识电力需求侧管理的重要意义：有利于削减或转移高峰用电负荷，节约电源投资，提升应急保障能力，推动智能电网的发展。同时通知强调了机制创新，要求以市场化的方式保障电力供需平衡；加强电力需求侧管理平台的建设，引导用户实现用电的在线监测；试点地区加强经验交流，相互支持配合；创新资金应用，建立长效机制，支持PPP方式的融资、建设和运维。

图表 2：电改配套文件汇总

配套文件名称	下发日期	主要内容	针对电网环节
国家发展改革委、国家能源局关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见	2015年3月	积极促进清洁能源消纳，开拓清洁能源市场空间，为清洁能源多发满发创造有利条件。	清洁能源发电并网
国家发展改革委、财政部关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点工作的通知	2015年4月	推广上海试点的经验，以市场化的方式保障电力供需平衡，加强电力需求侧管理平台建设，发展电能服务业。	电力需求侧管理
国家发展改革委关于贯彻中发[2015]9号文件精神，加快推进输配电价改革的通知	2015年4月	推广深圳、蒙西试点的经验，按“准许成本加合理收益”单独核定输配电价，推进发电侧和售电侧电价市场化	输配电价改革
国家发展改革委关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知	2015年5月	跨省跨区送电，由双方协商或通过市场化交易方式确定电量和电价，鼓励采取招标等竞争方式确定新建项目的送电方和电价。	输电价格改革

来源：发改委网站，齐鲁证券研究所

“互联网+”思维线上线下配合，创新商业模式拓展用电托管

电力信息化业务将有本质提升，创新商业模式拓展用电托管服务

- 目前工业用户的传统模式比较落后，在用电的安全性和经济性上存在很多缺陷。**供电公司只对电表外侧的配电网进行监控和检修，电表内侧的用户端用电情况只有用户自己负责监控和检修，所以传统的用户侧维护水平非常落后，大用户通常会有专门的班组，每班组有5-6个检修工人，实行每两人一组的值班巡视，以保证出现用电问题时能够及时解决。这种模式存在检修工人工作量不饱满，人为判断准确度较差和成本过高等问题。
- 智光电气看中用户侧管理的市场前景，以线上线下互动的创新商业模式开展用户用电信息的网络平台建设。**智光电气一方面给客户的用电端添加监控设备，通过网络进行后台实时监控，网络监控只有一次性投入，节省了大量的人力物力，类似变电站“无人值守”的工作状态，同时也

提升了监控的准确性，此外大量的监控数据为后续开展更多的节能服务创造了条件，例如向客户提供工业设备健康状况，用电分配合理与否等增值服务。另一方面当用户出现故障，需要抢修的时候，监控平台会排出当地的专业施工维护队伍，智光电气本身已经具有施工检修的资质，拥有丰富的用电专业知识，专业的施工队伍要比用户自己的施工队伍在效率和专业性上有更大优势。

图表 3: 智光电气营业收入拆分(百万)

业务名称	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
电机控制与节能类产品	114.30	158.54	200.06	287.53	350.99	211.54	305.21	302.48
综合节能服务	/	/	/	/	7.14	18.04	72.68	125.97
电力信息化及其他	9.56	13.27	15.94	10.75	29.48	78.90	49.89	47.11
电网安全与控制类产品	133.92	187.04	197.68	140.44	117.58	76.45	130.05	123.42
供用控制与自动化类产品	23.76	13.96	25.40	22.49	8.80	10.62	5.91	8.43
合计	281.54	372.81	439.09	461.22	513.99	395.54	563.73	607.41

来源：公司年报，齐鲁证券研究所

管理层拥有电气行业深厚背景，广东省内区域优势凸显

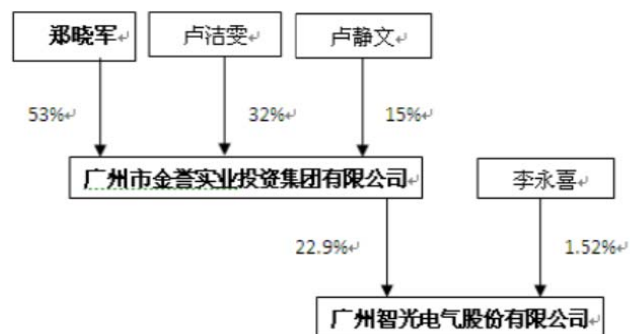
- 公司**董事长具有专业背景，背靠金誉集团庞大资源。2014年4月22日，公司第三届董事会第十四次会议决议审议通过了《关于选举李永喜先生为董事长、选举芮冬阳先生为副董事长的议案》，公司董事长李永喜直接管理公司。李永喜 1964 年出生，中国国籍，华南理工大学电机专业学士，中山大学经济管理专业硕士，高级工程师。李永喜先生为公司第一、二、三、四届董事会董事，现任公司董事长，兼任：广州市金誉实业投资集团有限公司董事长、总裁，广州岭南电缆股份有限公司董事长，广州瑞明电力有限公司董事长，广州发展南沙电力有限公司副董事长。现持有公司 1.52% 的股权，岭南电缆并购成功后股权占比将增长至 1.77%。金誉实业投资集团涉猎发电运营、设备制造业、金融业、房地产开发，在广东省内拥有庞大产业资源优势。

图表 4: 广州市金誉实业投资集团旗下公司

公司名称	业务涵盖	与集团公司关系
广州智光电气股份有限公司	用电综合服务、电力信息化服务、电气智能化产品	第一股东
广州岭南电缆股份有限公司	高压、超高压交联电缆产品	控股, 正划入智光电气
广州瑞明电力有限公司	电力发电商业运营, 拥有两台 12.5 万千瓦燃煤发电机组, 总投资 12 亿元	第一股东
广州发展南沙电力有限公司	从事电力、热力生产和供应, 是南方电网主要骨干支撑电源之一	第二股东
上海毅源实业有限公司	输变电设备、电子产品、通信设备、智能化专业技术服务和技术咨询等	全资子公司
广东华兴银行有限公司	截至 2014 年 12 月 31 日, 本行资产总额 682.39 亿元, 各股东实力雄厚、股权主体多元	参股
广州毅源房地产开发	房地产开发有, 广州中海誉城项目和中海原山别墅项目	参股

来源: 公司网站, 齐鲁证券研究所

- 公司** 总经理出自南方电网, 行业背景带来潜在优势。公司目前董事会由九名董事组成, 其中包括三位独立董事, 占全体董事的三分之一, 形成以李永喜、芮冬阳为核心的管理架构。公司董事会设立了审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和战略委员会四个专业委员会, 为董事会决策提供专业意见。公司监事会由三名监事组成, 其中包括一名职工代表监事, 占监事会人数的三分之一。

图表 5: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系


来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

- 公司** 高管中多人具有电气行业背景, 副董事长、总经理芮冬阳曾任广东省电力工业局试验研究所系统室、新技术研究室主任, 从事电力系统运行控制、电力电子与电机控制等领域的研究开发工作 10 余年, 具有丰

富的电力、电气行业工作与管理经验；副总经理孙胜旺曾先后任顺特电气设备有限公司市场营销部部长、宁波奥克斯高科技有限公司常务副总经理，在电力设备行业有 18 年从业经验。对于电气行业的深入了解将有助于公司的可持续性、专业性发展。

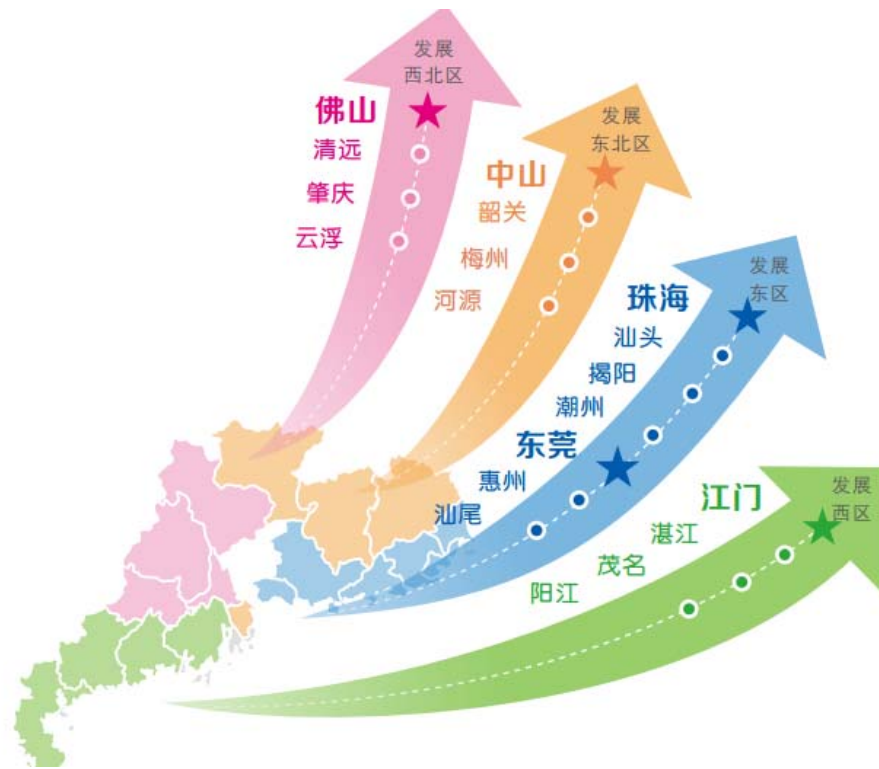
数据采集占领节能服务产业链制高点，公司行业优势显著

- **用电托管服务是节能服务的一个细分市场，也是一个产业链向上游的延伸。**从电流的走向来说，用电托管服务控制了用户侧的电流源头，掌握了用户大量的用电数据，配合大数据处理的应用，未来用电数据中有大量可以挖掘的创新空间，互联网模式使公司的平台连接了各用户的终端，帮助公司抢占节能服务行业的制高点。
- **用户用电信息平台是切入点和依托，延伸服务前景广阔。**电改将供电局的网络彻底的提出了市场，一方面强调引导用户对用电的实时监控，另一方面强调采用市场化的手段开展用电侧管理。原有的供电局网络平台是以售电为接入，开展各项延伸；目前售电放开，供电局不再参与售电业务，就没有动力再跳过售电环节，进入节能服务市场。这为节能服务的市场化带来机会，建立用户用电信息平台以取代原供电局的平台是最好的用户切入方式，用户接入后开展的户用电咨询、节能规划设计、技术改造、智能化管理、用电设备融资托管等增值服务才会成为可能。

依据广东省地域优势，抢占全省用电托管服务市场

- **公司已经在广东省内开展这种商业模式下的试点工程，签约设备容量达十几万伏安。**智光电气目标今年达到 50 万千伏安，即一个小时 50 万度电，工业企业一天运行 10 小时，一天就是 500 万度电，一年就是 18 亿度电，可实现公司托管服务收入 1 亿，盈利 1 千万。2014 年广东省全年用电超过 5000 亿千瓦时，**全省用电托管服务市场空间达 270 亿元，盈利空间达 27 亿元。**目前的用电服务网络平台尚处于圈地的时期，随着电改政策的推进，未来的市场推广速度会不断加速。
- **广东省除广州供电局以外还有佛山市、东莞市、珠海市等 19 个地区供电局，线上建立平台线下服务覆盖，进入跑马圈地时代。**2012 年广东省开展五星四区规划布局，以五个重点城市带动其他梯队发展，这五个城市将成为首先开放的地区。未来这个市场应该像互联网公司一样属于寡头垄断局势，预计各地区只会有一两家这种模式的公司存活下来，目前智光电气已经走在前列，从架构的设置、技术的储备、人员的储备和布点的选择上，智光电气已经具有相对优势。

图表 6: 广东电网示意图



来源：广东电网社会责任报告，齐鲁证券研究所

背靠集团获取售电牌照有先天优势，平台建设助力开展售电业务

- 发电厂获取售电牌照已成为市场的一致预期，智光背靠集团优势在售电牌照的获取上有独特的优势。智光电气第一大股东为广州金誉集团，集团旗下除智光电气外，还包括岭南电缆、瑞明电力、广州发展南沙电力、上海毅源实业等公司，其中瑞明电力、广州发展南沙电力作为发电企业，将为公司获取售电牌照提供支持作用。公司通过用电服务及其高级应用可以积累大量优质客户，同时借助集团下属的发电企业，将为公司获取售电牌照进行售电侧交易打下良好基础，公司目前的产业布局契合未来电力体制改革的发展方向。
- 地处广州属南方电网，电改方面推进更快，便于获取更多资源。作为本轮电改中的先锋军，南方电网在推进电改方面更加积极，2014年11月4日，隶属南方电网管辖的深圳率先启动输配电价改革试点，2015年下半年，广东新电改方案下发，售电业务市场将放开。新电改将激活万亿售电市场，2014年全国电力消费总量为5.5万亿度，即便一度电有一分钱的盈利空间，也将衍生550亿元的新生市场，同时，还将拉动电力自动化设备投资，带动节能服务和用电服务产业的兴起。公司地处广州，所属南方电网，与南方电网关系密切，公司抢先布局综合用电服务，在广东当地积累了大量的客户资源，将极大地受益于电改进程。

受益于能源消费革命，公司节能服务收入将保持高速增长

15 年节能服务产业总值 3000 亿元，未来十年增速 30%

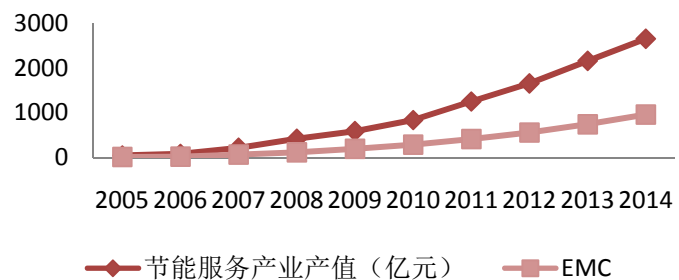
- 在“十二五”规划中，节能环保产业被列为战略性新兴产业之首，将成为中国经济中支柱型产业。国家相继出台多项政策鼓励推进节能产业发展。在这种节能环保的政策性驱动下，近年来节能服务产业步入了发展快车道。2014 年中国节能服务产业总产值从 2013 年的 2155.62 亿元增长到 2650.37 亿元，增幅为 22.95%；合同能源管理投资从 2013 年 742.32 亿元增长到 958.76 亿元，增幅为 29.16%，形成年节能能力 2996.15 万吨标准煤，减排二氧化碳 7490.38 万吨。根据节能产业协会的估计，今后十年行业仍能保持 30% 的年增速，《节能减排“十二五”规划》提出“到 2015 年，建立比较完善的节能服务体系，节能服务产业总产值达到 3000 亿元”。节能服务市场未来发展空间依旧广阔。

图表 7: 节能政策

国家税务总局、国家发改委	《关于落实节能服务企业合同能源管理项目企业所得税优惠政策有关征收管理问题的公告》	对符合规定的能源管理合同项目企业所得税“三免三减半”
发改委	《2014-2015 年节能减排降碳行动计划》	实行能耗强度与能耗增量“双重”否决考核，制定发布重大节能、环保、资源循环利用等技术装备产业化工程实施方案，完善能评法规制度，从源头控制能耗增长
发改委、工信部	《重大节能技术与装备产业化工程实施方案》	实行能效领跑者制度，要在 15-17 年分别支持 10、20、30 个重大节能技术装备产业化与推广应用示范项目
国务院	《关于加强节能标准化工作的意见》	建立指标先进、符合国情的节能标准体系
国务院	《中共中央国务院关于加快推进生态文明建设的意见》	发挥节能与减排的协同促进作用，全面推动重点领域节能减排，开展重点用能单位节能低碳行动，实施重点产业能效提升计划

来源：齐鲁证券研究所

图表 8: 节能服务产业产值情况



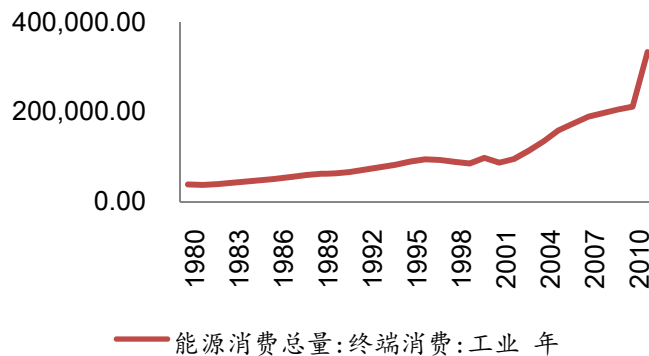
来源：中国行业研究网，齐鲁证券研究所

- **合同能源管理（EMC）是推动节能服务产业发展的重要商业模式，随着 EMC 模式在市场受宠，将带动节能服务产业迎来快速发展期。** EMC 组成部分包括节能服务公司、设备提供场所、工程施工公司、金融服务机构、担保保险和审计等第三方机构。由于 EMC 具备快速回笼资金等优势，能够快速撬动节能服务产业的发展，因此受到了政策的大力扶持，2014 年合同能源管理投资额达 958.76 亿元，未来 EMC 的模式将成为主要的节能服务模式。

智光把握节能服务黄金发展时期，分享能源消费革命盛宴

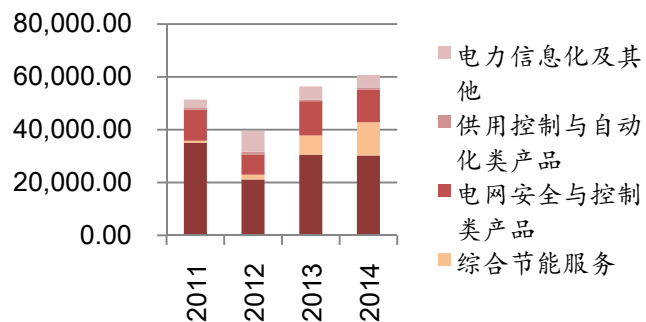
- **智光布局工业节能，开展三大核心业务：发电厂节能增效、工业电气节能增效和余热余压发电利用。** 工业能源消耗占社会总能耗的 70%左右，是能源消费革命的主战场。自上市以来，智光加快自身转型升级，由传统的单纯产品业务模式向节能服务行业拓展，协同效应逐步显现，2011 年开始布局节能服务市场，11 年~14 年分别实现营业收入 700 万、1800 万、7200 万和 12500 万元，平均实现 170%的增长率。随着工业能源消费总量的提升和节能服务的普及率上升，我们预计 2015 年智光的节能服务业务收入超过 2 亿元，实现 80%的增长，逐渐成为公司的主要收入和盈利来源。

图表 9：工业能源消费情况

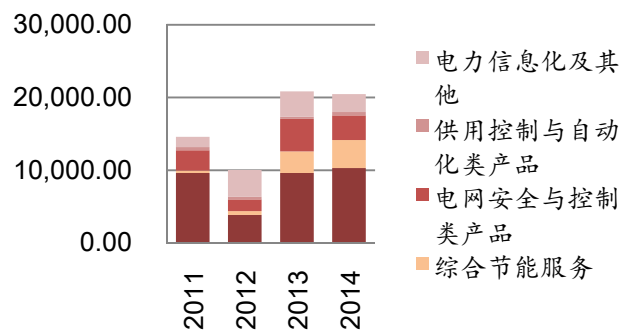


来源：wind，齐鲁证券研究所

图表 10：公司收入分布情况



来源：公司年报，齐鲁证券研究所

图表 11: 公司毛利润分布情况


来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

- **新项目不断开拓, 多项目进入业绩释放期。**凭借产业链优势和投资能力, 公司迅速成长为节能服务领域龙头企业, 专注工业节能大市场, 打造咨询、诊断、工程设计、建设、投资、运营的核心竞争力, 专业的项目评估、设计、实施和服务能力使得相关合同能源管理项目实现双赢。

2014 年, 智光节能加大新项目、新客户的开拓力度, 新签的部分典型项目包括: 天津冶金集团轧三钢铁有限公司发电工程项目, 中铝六盘山电厂 1 号机组、山西临汾热电厂 1 号、2 号机组 (300MW) 锅炉给水泵节能改造项目, 广州珠江电厂 1 号机组汽轮机通流改造项目, 广州石化节能改造第 1 批电机节能项目等。

截止 2014 年底, 部分在建重点项目的进展情况如下: 内蒙古阿左旗水泥余热项目建设完成并网试运行; 珠江电厂 1 号机 300MW 机组通流改造工程完成; 天津冶金集团轧三钢铁有限公司发电工程项目、广东韶钢松山股份有限公司能效电厂第 1 批节能项目、红河州红铅有色化工股份有限公司铅冶炼余热项目实施过程中, **2015 年上述项目将会陆续进入效益分享期。公司节能项目已逐渐进入业绩释放期, 业绩收入未来明晰。**

图表 12: 公司节能服务项目现状

合同主体	合同对方	签订时间	累计分红 (万元)	执行情况
智光节能	酒钢宏兴	2011-01-23	2069	正常回款
智光节能	酒钢天风不锈钢	2011-01-23	5040	正常回款
智光节能	酒钢宏兴	2011-01-23	841	正常回款
智光节能	嘉峪关宏晟热电	2011-01-23	507	正常回款
智光节能	徐州泰发特钢科技	2011-03-30	3990	正常回款
智光节能	嘉峪关宏晟热电	2011-08-12	22143	正常回款
智光节能	新余钢铁	2012-03-07	20196	正常回款
南能智光	毕节江天水泥	2013-01-08	9318	正常回款
宁夏智光	阿拉善左旗瀛海建材	2013-04-20	8848	建设完成, 并网试运行
智光节能	广东韶钢松山	2013-05-15	18029	正常施工, 部分进入回款期, 未完工部分 15 年上半年投运
智光节能	红河州红铅有色化工	2013-12-27	12476	正常施工, 15 年上半年

				投运
智光节能	天津冶金轧三钢铁	2014-06-29	21080	正常施工中

来源：公司年报，齐鲁证券研究所

- 节能服务业务强强联手南方电网。**智光节能与南方电网合作设立南能智光，智光节能持股 49%，目前实施的项目贵州毕节江天水泥余热发电项目、中电投绥阳化工余热发电项目已进入效益分享期。同时，南能智光也积极开拓南方区域余热发电市场，新增黎平华新建材余热发电、永福贵余热发电等合同能源管理项目，预计在 2015 年度投入建设并实现运行。此次合作，公司将充分享受电网节能服务的优势。

智光节能全面整合优势资源，以领先技术发展电厂节能板块

- 大型火电厂燃煤节能收入更加具有可持续性，市场存在巨大开发空间。**燃煤电厂节能是工业节能的重点。相对于其他领域的节能，燃煤电厂节能尤其是大型火电厂燃煤节能收入更加具有可持续性，较少的受到企业不景气开工不足因而导致节能分享收入的减少。目前全国火电装机容量 9.2 亿千瓦，2014 年发电量 4.17 万亿千瓦时，占全国总发电量 75.5%，虽然火电发电量在逐步下降，但是由于基数过大，煤电的节能增效减排仍然是现阶段的重中之重，其市场存在巨大开发空间。
- 《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020）》为电厂节能带来前景。**14 年为加快推动能源生产和消费革命，进一步提升煤电高效清洁发展水平，发改委能源下发了《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020）》，以实现更低的平均供电煤耗。智光节能全面整合优势资源，发挥行业背景和经验优势，瞄准《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020）》，以领先技术发展电厂节能板块。公司开展的“大型火电机组的液耦调速电动给水泵的变频节能改造”项目通过中国电力企业联合会组织的科技成果鉴定，鉴定意见为：国产大功率变频器首次应用于 300MW 等级火电机组锅炉液耦调速电动给水泵组，总体集成优化技术达到国际先进水平。公司实施的中铝六盘山热电厂“电动给水泵节能改造项目”经过评审，荣获“2014 年第六届全国电力职工技术成果一等奖”。公司在大型火电机组电动给水泵节能技术的突破，将会进一步提升公司在行业的竞争力。

打造工业电气节能增效整体解决方案，协助用户实现节能降耗

- 作为工业用户的能效管理专家，智光通过自主创新、系统集成、以最先进的技术和产品、最完美的系统和工程设计、打造工业电气节能增效整体解决方案，协助用户实现节能降耗和产业升级。**技术与产品从降低能源消耗到加强能源使用管理水平，主要包括运行管理节能、供电系统节能、用电设备节能三个层面。公司加大对智光节能工业电气节能增效综合技术研究实验室项目的资金投入，截止到 14 年底，该项目投入进度达 92.75%。

图表 13: 工业电气节能增效



公司网站，齐鲁证券研究所

图表 14: 工业电气节能增效整体解决方案

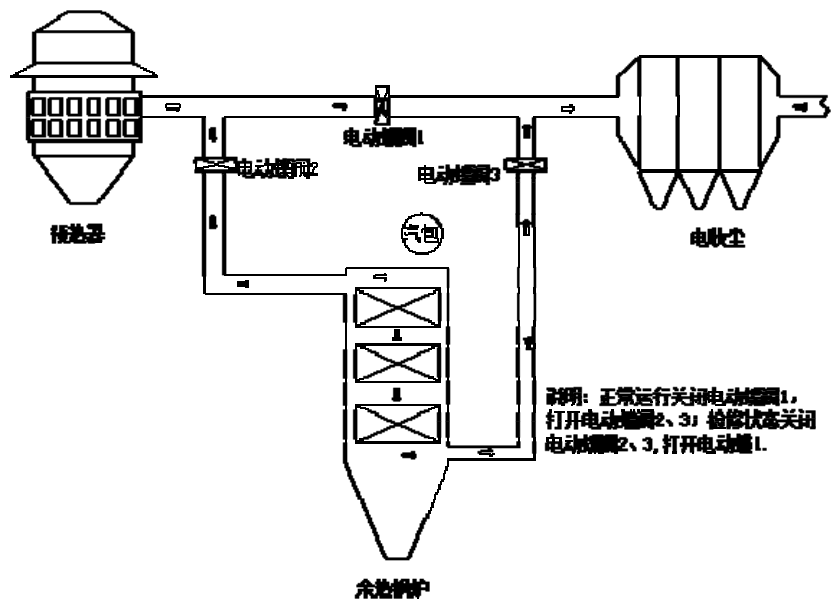
运行管理的节能增效	供电系统的节能增效	用电设备的节能增效
进行安全性评估 提高用电可靠性 提高节能的管理水平 优化排产，提升单位能耗的生产效益	提高功率因数 减少电力输送损耗 提高电能质量 提高供电设备的利用率 提高供电安全性	直接降低电耗 提高设备使用率 提升设备的工艺水平 延长设备使用寿命 减少设备维护量

来源：公司网站，齐鲁证券研究所

- 公司大力推进余热余压发电利用项目。**国务院办公厅 2014 年 6 月发布的“2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案”中，指明大力实施节能技术改造工程，运用余热余压利用、能量系统优化、电机系统节能等成熟技术改造工程设备，形成节能能力 3200 万吨标准煤。

公司大力推进余热余压发电利用项目，建立江西新余新钢股份石灰厂内余热电站项目，内蒙古阿左旗水泥余热项目建设完成并网试运行，红河州红铅有色化工股份有限公司铅冶炼余热项目实施中，南能智光实施的贵州毕节江天水泥余热发电项目，中电投绥阳化工余热发电项目已进入效益分享期，此外，南能智光也在积极开拓南方区域余热发电市场，新增黎平华新建材余热发电、永福贵余热发电等合同能源管理项目，预计在 2015 年度投入建设并实现运行。

图表 15: 余热余压发电利用解决方案——新钢石灰窑烟气系统图



来源: 公司网站, 齐鲁证券研究所

管理层不断整合资源，并购与员工持股彰显信心

从单纯产品制造商向“产品+服务+投资”模式转型

- 智光电气在节能技术领域起步早，2010 年被授予国内首个“节能服务产业示范基地”。智光电气具有自主研发及创新能力的高新技术企业和软件企业，成立于 1999 年，总部位于广州，2005 年完成股份制改造，变更为广州智光电气股份有限公司，2007 年在深圳交易所上市，股票代码：002169；2010 年广州智光节能有限公司正式成立，被授予我国首个“节能服务产业示范基地”；2013 年智光节能与南方电网综合能源有限公司投资设立贵州南能智光综合能源有限公司，2014 年成立广东智光用电投资有限公司，同年以智光用电投资为平台，设立了控股公司广州智光用电服务有限公司。
- 公司实现从产品制造转向“产品+服务+投资”。自上市以来，公司积极转型，由原有以消弧线圈及高压变频器为主营业务的单纯产品制造模式发展为产品业务、节能服务业务、投资业务协同发展的模式转变，近年来加强用电服务布局，逐步搭建起以客户、技术、品牌为基础的能源动力技术领域“产品+服务+投资”的综合经营平台。

图表 16: 智光电气转型沿革

时间	业务拓展	成立的专业子公司	备注
1999年~2006年	致力于快速消弧系统、变频调速系统、电气监控与能量管理等产品	成立杭州智光一创科技有限公司(变频器)	
2007年~2010年	与中国节能协会节能服务产业委员会签署战略合作框架协议,进军节能服务领域	成立广州智光节能有限公司,被授予我国首个“节能服务产业示范基地”	2007年智光电气上市
2011年~2012年	推广工业电气节能增效整体解决方案和发电厂及节能整体解决方案	杭州智光一创科技有限公司与上海龙源智光电力技术有限公司合并,专注于智能电网信息化。成立新余和宁夏新能源公司	推广合同能源管理和需求侧管理节能新机制
2013年~2014年	首批入选工业领域电力需求侧管理服务机构。开展合同能源管理业务和用电服务业务	与南方电网综合能源有限公司投资设立贵州南能智光综合能源有限公司;成立广东智光用电投资有限公司,同年以智光用电投资为平台,设立了控股公司广州智光用电服务有限公司	实现从产品制造转向“产品+服务+投资”

来源: 公司网站, 齐鲁证券研究所

大股东参与定增并锁定三年, 发行股份注资电缆公司

- **发行股份收购岭南电缆, 与现有业务形成良好协同效应。**智光电气拟通过发行股份的方式、智光电气控股子公司智光用电投资拟通过支付现金的方式购买岭南电缆 100% 股权。智光电气发行的 3700 万股份中, 金誉集团占 40%, 金誉集团股东卢洁雯占 25%。
- 本次交易完成后, 上市公司将直接持有岭南电缆 99% 股权, 智光用电投资将直接持有岭南电缆 1% 股权。本次交易后, 公司控股股东及其一致行动人持有智光电气的股权比例将从 24.42% 增加到 30.55%, 对智光电气的控制权将得到增强, 这对于增强上市公司股权结构的稳定性、实施公司长期战略更加有利。

图表 17: 交易前后股本结构变化

股东	发行前		发行后	
	持股数	比例	持股数	比例
金誉集团	6103.2391	22.90%	7598.4018	24.05%
李永喜	405.0000	1.52%	560.3210	1.77%
卢洁雯	-	-	934.4766	2.96%
广州益迅	-	-	710.2022	2.25%
广州美益	-	-	560.6860	1.77%
广发资管	-	-	756.3763	2.39%
杜渝	-	-	43.9753	0.14%
陈钢	-	-	43.9753	0.14%
朱秦鹏	-	-	26.3852	0.08%
乾明投资	-	-	219.8768	0.70%

其他股东	20138.9984	75.58%	20138.9984	63.74%
总股本	26647.2375	100.00%	31593.6749	100.00%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

通过岭南电缆业务的加入，智光电气将进一步加强客户关系，扩大经营规模和合作深度，提升品牌的影响力。智光电气也将把其在节能服务和用电服务领域的商业运作模式迅速导入岭南电缆，摒弃单纯依赖产品销售获取利润的传统销售模式，促进其发展高端电缆产品和解决方案。公司还可以充分利用已经建立的电力电子技术、测控技术、通信技术、应用软件技术等领域研发水平，加速岭南电缆在超高压电缆和特种电缆新产品上开发，提升岭南电缆的盈利水平。

员工持股计划，增强公司凝聚力

- **绑定关键人员与公司利益，增强公司凝聚力。**上市公司拟向广发资管、李永喜、杜渝、陈钢、朱秦鹏、乾明投资非公开发行股份募集资金 14,166 万元，其中员工持股计划即通过广发资管设立的“广发原驰·智光电气 1 号”、“广发原驰·智光电气 2 号”定向资产管理计划完成，资产管理计划认购公司非公开发行股票金额不超过人民币 8,600 万元，认购股份不超过 756.3763 万股，锁定期为三年，认购价格 11.37 元/股。

此次员工持股计划的参加对象包含公司董事、监事、高级管理人员和其他员工，合计 29 人。其他人员包括：智光电气研发中心副主任、副总工程师、服务中心总经理、产品中心总经理、产品中心副总经理、产品中心总工程师、营销中心副总经理；智光电气职能管理部门副经理、经理；控股子公司总经理及智光节能公司总工程师、副总经理、财务负责人；经董事会认定有卓越贡献的其他员工。持股计划的设立进一步建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，为稳定优秀人才提供良好平台，平衡公司的短期目标与长期目标，促进公司持续、健康、长远的发展。

图表 18: 员工增持比例

序号	持有人	认购股份 (万份)	占本计划总 份额的比例 (%)	对应股份数 量(万股)	占总股本的 比例(%)
1	董事、监事、高级管理人员：芮冬阳、姜新宇、曹成锋、吴文忠、韩文、邱华、孙胜旺共 7 人	4102	47.70	360.7739	1.354
2	其他员工共 22 人	4498	52.3	395.6024	1.485
	合计	8600	100.00	756/3763	2.839

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- **电力信息化业务程井喷式增长。**13年、14年由于电改政策迟迟不到位，电力信息业务收入处于低位。15年随着平台的建立和用户的井喷式增长，我们预计，电力信息化业务会在12年的基础上有较大飞跃。
- **综合节能服务保持高速增长。**随着工业能源消费总量的提升和节能服务的普及率上升，我们预计2015年智光的节能服务业务收入超过2亿元，并逐渐成为公司的主要收入和盈利来源。
- 我们预计公司2015年-2017年的营业收入分别为8.64亿元、12.60亿元和16.11亿元，同比增速分别为42.18%、45.92%、27.85%；归属于上市公司股东的净利润分别为0.92亿元、1.59亿元、2.31亿元，同比增速分别为10.67%、12.66%、14.36%；EPS分别为0.35元、0.60元、0.87元。

相对估值

- 根据2015年6月12日收盘价，2015-2017年对应PE为104.5倍、61倍和42倍。我们选取用电信息网络平台建设的同行业公司积成电子、中恒电气、北京科锐、四方股份、新联电子作为可比公司。结果显示，目前同样走在用电信息网络平台建设前端的积成电子和中恒电气，2016年的动态市盈率接近80倍。

图表 19: 可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价(元)	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	EPS			PE		
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
002339.SZ	积成电子	54.41	206.16	154.60	0.34	0.50	0.69	35.44	108.45	79.29
002364.SZ	中恒电气	38.90	203.54	91.15	0.49	0.36	0.53	38.35	108.06	73.40
002350.SZ	北京科锐	32.34	70.59	31.74	0.34	0.45	0.60	39.32	71.16	53.91
601126.SH	四方股份	38.96	158.41	67.04	0.84	1.22	1.54	19.34	31.98	25.23
002546.SZ	新联电子	39.05	98.41	39.18	0.61	0.75	0.90	20.57	52.18	43.30
002169.SZ	智光电气	36.58	97.48	67.08	0.16	0.35	0.60	92.24	104.51	60.97

来源：齐鲁证券研究所

投资建议

- 随着下半年电改政策的落地，用电托管行业和节能服务行业等用户侧管理产业的发展将进入井喷阶段，首次给予公司“买入”的投资评级，目标价为50-55元，对应于2016年90倍PE。

风险提示

- **电改政策不达预期：**目前电改已进入实质性阶段，各方都在关注配套文件的下发进度，预计在输配电价核定起步较早的各省会下发第一批售电牌照，全面打开用户侧市场，若电改进程缓慢可能会对用户侧节能产业的发展 and 公司的盈利带来负面影响。
- **用电信息平台推广不达预期：**网络平台建设前期，客户的切入可能慢于预期，推广的速度过慢不利于占领市场份额。
- **节能服务项目进度不达预期：**新项目投产进度和效益回收慢于预期。

图表 20: 智光电气财务三张表

损益表 (人民币百万元)					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	564	607	864	1,260	1,611
增长率	42.5%	7.7%	42.2%	45.9%	27.8%
营业成本	-355	-403	-560	-796	-1,003
%销售收入	63.0%	66.3%	64.9%	63.2%	62.2%
毛利	208	205	303	464	608
%销售收入	37.0%	33.7%	35.1%	36.8%	37.8%
营业税金及附加	-5	-4	-8	-11	-14
%销售收入	1.0%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-66	-65	-88	-123	-153
%销售收入	11.8%	10.7%	10.2%	9.8%	9.5%
管理费用	-67	-66	-89	-123	-150
%销售收入	11.8%	10.9%	10.3%	9.8%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	70	70	119	206	292
%销售收入	12.4%	11.5%	13.8%	16.4%	18.1%
财务费用	-26	-31	-13	-15	-14
%销售收入	4.6%	5.1%	1.5%	1.2%	0.9%
资产减值损失	-25	-13	-12	-11	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	-1	0	0
%税前利润	—	1.8%	—	—	—
营业利润	19	27	93	180	266
营业利润率	3.4%	4.4%	10.8%	14.3%	16.5%
营业外收支	13	25	24	21	23
税前利润	32	52	117	201	289
利润率	5.8%	8.5%	13.5%	15.9%	17.9%
所得税	-8	-2	-12	-20	-29
所得税率	24.0%	3.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	25	50	105	181	260
少数股东损益	4	8	13	21	29
归属于母公司的净利润	20	42	92	159	231
净利率	3.6%	6.9%	10.7%	12.7%	14.4%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	147	95	134	202	224
应收款项	591	594	800	1,091	1,296
存货	141	145	184	251	302
其他流动资产	10	21	23	24	25
流动资产	890	855	1,140	1,568	1,848
%总资产	63.1%	53.8%	64.6%	71.8%	75.9%
长期投资	24	37	37	37	37
固定资产	416	621	511	503	473
%总资产	29.5%	39.1%	29.0%	23.0%	19.4%
无形资产	59	57	57	57	57
非流动资产	521	735	626	617	588
%总资产	36.9%	46.2%	35.4%	28.2%	24.1%
资产总计	1,411	1,590	1,766	2,186	2,436
短期借款	152	314	345	445	329
应付款项	273	286	313	429	518
其他流动负债	29	23	47	81	110
流动负债	455	623	705	955	957
长期贷款	100	62	62	62	62
其他长期负债	211	221	221	221	221
负债	766	906	987	1,237	1,239
普通股股东权益	562	596	678	826	1,046
少数股东权益	82	88	101	122	151
负债股东权益合计	1,411	1,590	1,766	2,186	2,436

比率分析					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标					
每股收益 (元)	0.076	0.157	0.346	0.599	0.868
每股净资产 (元)	2.111	2.237	2.543	3.100	3.924
每股经营现金净流 (元)	0.091	0.323	-0.178	0.147	0.729
每股股利 (元)	0.000	0.040	0.040	0.042	0.044
回报率					
净资产收益率	3.58%	7.00%	13.60%	19.31%	22.13%
总资产收益率	1.43%	2.63%	5.22%	7.30%	9.50%
投入资本收益率	5.75%	5.96%	8.82%	13.13%	17.24%
增长率					
营业总收入增长率	42.52%	7.75%	42.18%	45.92%	27.85%
EBIT增长率	296.11%	-0.45%	70.94%	73.46%	41.55%
净利润增长率	140.68%	107.14%	120.80%	73.03%	45.04%
总资产增长率	5.70%	12.70%	11.07%	23.76%	11.45%
资产管理能力					
应收账款周转天数	318.3	322.8	304.4	284.4	264.4
存货周转天数	162.9	129.6	120.0	115.0	110.0
应付账款周转天数	210.8	197.7	155.0	150.0	145.0
固定资产周转天数	146.3	190.4	142.3	93.0	67.0
偿债能力					
净负债/股东权益	46.90%	69.88%	60.41%	52.98%	30.40%
EBIT利息保障倍数	2.7	2.2	9.4	13.8	21.3
资产负债率	54.29%	56.95%	55.90%	56.62%	50.87%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	25	50	105	181	260
少数股东损益	0	0	13	21	29
非现金支出	65	69	72	79	89
非经营收益	30	33	-8	-2	-5
营运资金变动	-95	-66	-216	-218	-149
经营活动现金净流	24	86	-35	60	223
资本开支	108	176	-71	42	27
投资	-4	-24	0	0	0
其他	0	0	-1	0	0
投资活动现金净流	-113	-199	70	-42	-27
股权募资	0	0	0	0	0
债权募资	25	123	31	100	-116
其他	-27	-45	-15	-29	-29
筹资活动现金净流	-2	77	17	71	-145
现金净流量	-91	-36	52	89	51

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。