智光电气(002169.SZ)

二度携手南方电网，彰显深厚行业底蕴

评级：买入 前次：买入

目标价（元）：55

分析师 曾朵红 S0740514080001 021-20315167 zengdh@r.qlzq.com.cn

分析师 沈成 S0740514080003 021-20315203 shencheng@r.qlzq.com.cn

2015 年 6 月 23 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)	33.90
市值(百万元)	9033.33
流通市值(百万元)	6216.92

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	96.86	56.50	38.97
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
每股现金流量	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

- **智光电气与南方电网在能源综合利用领域开展二度合作：**广州智光电气股份有限公司的控股子公司广州智光节能有限公司及南方电网综合能源有限公司于 2015 年 6 月 23 日在广州签署了《发起人协议书》，双方拟以自有资金共同出资 6800 万元，设立**南电能源综合利用股份有限公司**。其中，广州智光节能有限公司以现金 3332 万元出资，认购 3332 万股，占南电能源股份总数的 49%；南方电网综合能源有限公司以现金 3468 万元出资，认购 3468 万股，占南电能源股份总数的 51%。此次合作是双方继 2013 年投资成立**贵州南能智光综合能源有限公司**后的第二次携手，目的在于以广东、广西、云南、贵州和海南五省的余热利用项目、生物质发电项目等能源综合利用业务为基础，开展能源服务项目的经营活动，增加清洁能源供应，减少环境污染。

- **南方电网综合能源有限公司实力雄厚，背靠南网享有营销、客户、技术和品牌四大优势。**南方电网综合能源有限公司是南方电网的控股子公司，成立于 2010 年，主营节能服务、能源综合利用、新能源开发、分布式能源、电动车充换电等五大业务，依托南网的各种资源优势，在项目的投资、建设、运营各方面具有强大的市场竞争力；下设云南、贵州、广西、广州、佛山、珠海、深圳等综合能源业务子公司，覆盖面积十分广阔；商业模式涵盖 BT 分期支付模式、EMC 合同能源管理模式和节能改造工程模式等。2014 年南方电网综合能源有限公司以 55 万吨标准煤的节能能量排名中国第二名(智光节能以 42 万吨排名第五)。

- **智光节能在综合节能服务领域中持续提升品牌影响力。**广州智光节能有限公司为智光电气的控股子公司，成立于 2010 年，并于同年被授予我国首个“节能服务产业示范基地”。智光节能抓住节能服务的黄金发展时期，在发电厂节能增效、工业电气节能增效和工业余热余压发电利用三大核心优势业务中优势明显。14 年营业收入 1.34 亿元，实现利润 0.37 亿元，分别增长 73.4%和 85.4%。

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

- **强强联合成立南电能源，优势互补合作全面升级。**13 年智光节能和南方综合能源以 49%和 51%的出资比例投资 900 万元成立贵州南能智光综合能源有限公司，主要从事余热发电、合同能源管理服务和新能源开发，14 年双方进行同比例增资，贵州南能智光注册资本增至 5700 万元，显示了双方对于合作的满意态度，目前贵州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，另有黎平华新建材余热发电和永富贵余热发电项目将于本年度投入建设并实现运营。本次成立的南电能源综合利用股份有限公司无论是从地域覆盖上，还是从业务开展范围上都要比贵州南能智光更全面，南方电网看中智光节能在余热发电和新能源领域的行业优势，依托自身的客户资源，强强联合开展更广泛的合作。

- **节能服务积累客户资源，与用电托管服务形成协同效应。**智光电气拥有深厚的电力行业背景，副董事长、总经理芮冬阳曾任南方电网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，公司很多其他骨干员工也有电网的从业经验。公司深耕节能服务领域，打造了有影响力的品牌，常年的资源积累为公司拓展用电托管服务和新能源开发业务带来巨大的优势，尤其是用电托管服务，客户资源与节能服务业务基本重合，此次成立南方能源推广节能业务，将与公司的用电托管服务形成强烈的协同效应，迅速带动用电托管服务的扩张，抢占互联网的客户资源。

- **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。

- **投资建议：**预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.35 元、0.60 元和 0.87，业绩增速分别为 120.8%、73.0%、和 45.0%，对应 PE 分别为 96.9 倍、56.5 倍和 39.0 倍。预计 2015-2017 年公司将迎来节能服务新项目投产与用电服务托管业务扩张的高峰，考虑到公司的成长性，维持公司“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：**节能服务新项目投产进度不达预期；用电托管服务推广不达预期。

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

图表1：智光电气三张报表

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%*

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**

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%

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

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

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

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。

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读