

智光电气(002169.SZ)

成立肇庆用电服务，智光电气再下一城

评级：**买入**

前次：**买入**

目标价(元)：**33**

分析师

联系人

曾朵红

汪林森

S0740514080001

S0740115070024

021-20315167

zengdh@r.qlzq.com.cn

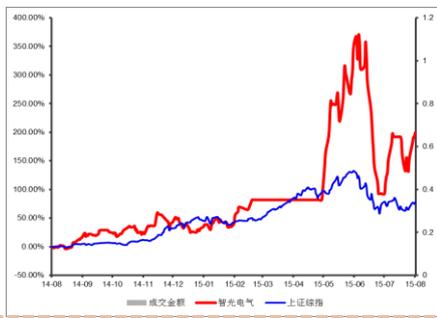
wangls@r.qlzq.com.cn

2015年8月13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)	24.33
市值(百万元)	6483.22
流通市值(百万元)	4461.88

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

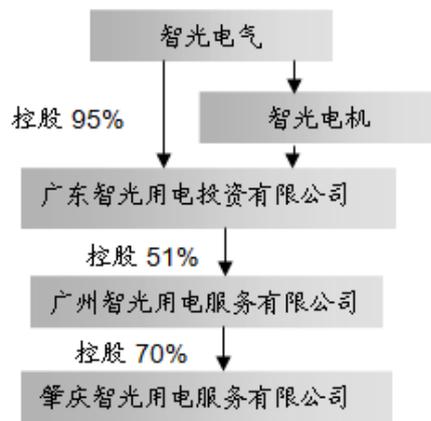
指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	563.73	607.41	863.63	1,260.17	1,611.07
营业收入增速	42.52%	7.75%	42.18%	45.92%	27.85%
净利润增长率	140.68%	107.14%	120.80%	73.03%	45.04%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.16	0.35	0.60	0.87
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	79.99	65.74	45.33	26.20	18.06
PEG	0.57	0.61	0.38	0.36	0.40
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	0.1	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	6.17	5.06	4.00
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

- **成立肇庆智光用电服务有限公司，智光电气再下一城。**用电服务是未来发展重点方向，开拓用电服务资源空间极大。公司2014年底成立第一家区域性用电服务公司—广州智光用电服务有限公司，累计签订约5000万元的合同及合作协议，实现营业收入1882万元，实现营业利润190万元，取得了良好的经营开局。目前成立的肇庆智光用电服务有限公司为第一家广州公司的控股子公司(控股70%)，经营项目包括电力工程设计服务，设备销售和运维，节能技术开发和技术咨询等，目的在于加快广东省肇庆市线下用电服务资源的开拓，为公司提供新的增长点。

图表 1：智光电气用电服务业务产业布局



来源：齐鲁证券研究所

- **以投资合作的方式，开拓用电服务资源。**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。地域方面广东省除广州市以外还有佛山市、东莞市、珠海市等 19 个地区供电局，很多区域都具备成立类似用电服务公司的潜力。用电量方面广东省是用电大省，2014 年广东省全年用电超过 5000 亿千瓦时，用电服务业务可拓展的空间极大。

图表 2：广东省各市电力消费量（亿 kwh）

城市名	2008	2009	2010	2011	2012	2013
广州	545.92	567.08	625.90	663.55	694.13	710.69
深圳	585.92	585.68	663.55	696.02	714.01	721.48
珠海	89.60	91.72	102.26	112.56	117.47	121.73
汕头	112.87	120.92	136.81	149.69	154.36	160.62
佛山	396.00	416.77	463.08	485.62	506.95	527.06
韶关	73.52	72.96	84.06	95.60	96.67	109.28
河源	38.96	43.94	51.52	58.91	58.38	65.60
梅州	52.03	56.00	60.88	66.20	66.33	69.78
惠州	153.57	165.83	192.46	209.66	227.36	248.44
汕尾	24.46	26.72	29.73	32.32	35.19	37.74
东莞	514.16	495.58	562.00	586.07	604.28	622.51
中山	156.60	161.58	186.65	198.55	206.49	217.10
江门	140.26	141.97	165.21	187.68	196.14	207.31
阳江	30.39	32.76	40.43	47.48	64.00	77.15
湛江	63.82	68.98	78.68	85.43	93.45	98.16
茂名	56.54	60.47	65.80	70.71	75.12	81.94
肇庆	78.08	87.92	105.08	122.09	131.03	142.50
清远	96.25	109.09	125.53	135.71	142.44	156.74
潮州	48.07	51.41	59.16	63.65	66.12	68.20
揭阳	75.47	85.57	98.68	112.67	120.87	138.50
云浮	29.08	30.58	34.89	39.06	42.43	48.93
全省总计	3506.78	3609.64	4060.13	4399.02	4619.42	4830.13

来源：广东省统计局网站，齐鲁证券研究所

- **电改逐步放开电力用户侧市场，用电服务领域有很大创新空间，电力需求侧管理将是能源互联网的关键环节。**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。
- **智光电气增资用电投资公司，加快完善能源互联网布局：**智光电气及其全资子公司广州智光电机有限公司向广东智光用电投资有限公司分期增资，增资金额合计 5000 万元；增资完成后，广东智光用电投资有限公司的注册资本将变更为 1 亿元。公司本次增资广东智光用电投资有限公司，有利于增加其资金实力，加快其线下用电服务资源开拓，打造线上电力需求侧管理“云平台”，进一步完善能源互联网布局。智光将以用户电气设备及数据托管服务为切入点，开展用户用电咨询、节能规划设计、技术改造、智能化管理、用电设备融

资托管等供用电高端服务业务。智光用电投资将加快区域性用电服务业务的拓展速度，顺应电力体制改革所带来的发展机遇，实现快速发展。

- **节能服务优势明显，与南网开展全面合作。**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。15 年 6 月双方再度合作，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。
- **用电托管服务积累客户资源，与节能服务形成协同效应。**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有一定的重合。此次加大用电服务投资力度，将与公司的节能服务形成强烈的协同效应，迅速带动两项业务的同步扩张，抢占互联网的客户资源。
- **投资建议：**预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.35 元、0.60 元和 0.87 元，业绩增速分别为 120.8%、73.0%、和 45.0%，对应 PE 分别为 45.3 倍、26.2 倍和 18.1 倍。预计 2015-2017 年公司将迎来用电服务托管业务扩张与节能服务新项目投产的高峰，考虑到公司的成长性，维持公司“买入”的投资评级，目标价为 33 元，对应于 2016 年 55 倍 PE。
- **风险提示：**用电托管服务推广不达预期；节能服务新项目投产进度不达预期。

图表 3: 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

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。