

## 智光电气(002169.SZ)

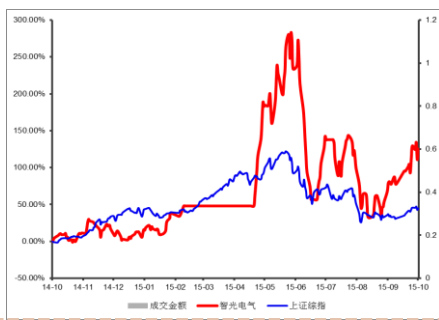
用电服务符合预期，  
后续发展潜力很大

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10月22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)	22.49
市值(百万元)	5992.91
流通市值(百万元)	4124.44

### 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 每股收益	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.	.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

- 2015年三季度营业收入和净利润均比年中大幅好转。**智光电气公布15年三季报，2015年前三季度实现营业收入5.05亿元，同比增长18.41%，实现归属于母公司股东的净利润0.36亿元，同比增长60.97%，EPS为0.134。就2015年第三季度单季而言，实现营业收入1.71亿元，同比上升19.1%，与今年二季度相比，环比下降25.98%；实现净利润0.12亿元，同比上升39.96%，环比下降44.77%。市场预期前三季度净利润同比上升60%-90%，三季报偏市场预期的下限。由于节能业务的行业特点，公司三季度收入环比会有一定下降趋势，但同比仍保持了一定的高增速。预计2015年全年归属于上市公司股东的净利润变动区间为6679万元-7931万元（不包含岭南电缆的净利润）。
- 业务结构有所变动导致三季度毛利率略有下降，预计四季度仍保持高增长态势。**公司今年三个季度毛利率与去年同期相比均略有下滑，今年1-3季度单季毛利率分别为30%、31%和30%，去年1-3季度单季毛利率为31%、33%和34%，公司以往在电网设备供应业务上会有较高毛利，节能服务和用电服务毛利率相对较低，目前处于服务业务增长，设备业务下降的阶段，故毛利率略有调整。目前公司用电服务业务处于爆发状态，已有广州、肇庆、汕头三地成立子公司，并开始贡献业绩，预计四季度和明年上半年仍有一系列类似子公司相继落地；节能业务也逐步进入业绩释放期，四季度继续保持高增速；传统制造业在目前的市场大环境下应该处于下滑阶段，同行业的其他公司相应业务均不景气，行业整体未见回暖迹象。去年1-3季度单季营业外收入为3、6、6（单位百万元），今年1-3季度单季营业外收入为5、4、10，三季度整体同比增加31%，主要原因是公司递延收益确认所致。四季度是公司收入和利润的高点，公司14年四季度单季度收入占全年总额的30%，净利润占全年总额的48%。

- **前三季度销售、管理费用率同比有所下降，对于利润增长也有一定贡献。**公司 2015 年前三季度销售费用为 0.41 亿元，同比减少 7.3%，销售费用率为 8.1%，去年同期费用率为 10.3%；第三季度发生销售费用为 0.16 亿元，同比下降 6.3%，销售费用率为 9.5%，去年同期费用率为 11.7%。前三季度管理费用为 0.51 亿元，同比增加 4.1%，管理费用率为 10%，去年同期费用率为 11.5%；第三季度发生管理费用 0.19 亿元，同比增加 18%，管理费用率为 11.2%，去年同期费用率为 11.4%。第三季度和前三季度费用率同比均有一定程度的降低，对于利润贡献也有一定程度。前三季度财务费用为 0.29 亿元，同比增加 26.1%，主要为公司前三季度短期借款增加所致。
- **回款增加、投资减少，前三季度现金流出有一定减少。**经营活动净现金流入 0.51 亿元，较去年同期增长 202%，主要由于公司销售回款所致。投资活动净现金流出 1.11 亿元，同比下降 45.5%，主要公司控股智光节能投资减少所致。筹资活动净现金流入 0.53 亿元，较去年同期减少 39%，主要由于公司本期分配股利、利润和偿付利息增加所致。应收账款 5.61 亿，比期初增加 4.8%；应收票据 0.34 亿元，比期初减少 5.9；存货 1.48 亿，比期初增长 2.3%；应付账款 2.53 亿，比期初减少 12%；预收款 0.1 亿，比期初减少 100%。
- **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。**报告期内，广东智光用电投资有限公司投资在广州智光用电服务有限公司之后，陆续在肇庆和汕头成立子公司，推进速度负荷预期。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。
- **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。
- **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：**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。

**图表 1: 智光电气单季度分析表 (单位: 百万元)**

单季度分析	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014	4Q2014	1Q2015	2Q2015	3Q2015
营业收入	144	148	189	100	182	144	181	102	232	171
营业成本	88	90	119	70	122	95	116	71	160	119
营业税金及附加	2	2	2	0	2	1	1	1	1	1
销售费用	12	15	26	10	17	17	21	10	15	16
管理费用	15	17	18	15	18	16	17	15	17	19
财务费用	7	7	6	7	8	7	8	9	10	10
资产减值损失	4	7	13	0	6	-1	7	-2	4	-2
营业利润	17	9	4	-2	9	8	11	-3	25	8
营业外收入	-2	4	4	3	6	6	10	5	4	10
营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
利润总额	15	13	8	1	15	14	22	2	29	18
所得税	5	4	-1	0	1	3	-2	0	3	1
净利润	10	9	9	1	14	11	24	2	26	17
少数股东损益	1	1	1	0	2	2	4	0	4	5
归属于母公司所有者的净利润	8	8	8	1	12	9	20	1	22	12
每股收益	0.03	0.03	0.03	0.00	0.05	0.03	0.07	0.01	0.08	0.05
营业收入 YoY	86.81	63.41	23.89	21.37	26.20	-3.03	-3.84	1.22	27.34	19.09
营业收入 QoQ	74.29	3.01	26.99	-46.77	81.23	-20.85	25.93	-43.96	127.99	-25.98
营业成本 YoY	73.76	16.14	1.29	21.21	37.96	5.49	-2.68	1.52	31.41	25.02
销售费用 YoY	4.97	70.43	-23.00	-25.19	39.03	9.21	-16.88	-0.32	-12.21	-3.50
管理费用 YoY	73.04	256.33	-53.98	-7.96	19.47	-5.91	-6.21	4.16	-7.78	17.03
营业利润 YoY	6620.53	185.08	106.15	82.00	-45.20	-8.36	160.34	-49.59	172.04	-2.07
净利润 YoY	56.72	429.66	116.23	130.11	42.12	21.21	172.28	92.08	83.81	57.19
毛利率	38.84%	39.07%	36.74%	30.53%	33.14%	33.71%	35.98%	30.32%	31.00%	30.42%
销售费用率	8.28%	10.37%	13.54%	10.16%	9.13%	11.68%	11.71%	10.00%	6.29%	9.46%
管理费用率	10.49%	11.75%	9.66%	14.57%	9.93%	11.40%	9.42%	15.00%	7.19%	11.20%
净利润率	6.91%	6.18%	4.62%	0.96%	7.78%	7.72%	13.09%	1.83%	11.23%	10.20%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 2：智光电气三张报表**
**损益表（人民币百万元）**

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

**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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>24</b>	<b>86</b>	<b>-35</b>	<b>60</b>	<b>223</b>
资本开支	108	176	-71	42	27
投资	-4	-24	0	0	0
其他	0	0	-1	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-113</b>	<b>-199</b>	<b>70</b>	<b>-42</b>	<b>-27</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2</b>	<b>77</b>	<b>17</b>	<b>71</b>	<b>-145</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-91</b>	<b>-36</b>	<b>52</b>	<b>89</b>	<b>51</b>

**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
<b>%总资产</b>	<b>63.1%</b>	<b>53.8%</b>	<b>64.6%</b>	<b>71.8%</b>	<b>75.9%</b>
长期投资	24	37	37	37	37
固定资产	416	621	511	503	473
<b>%总资产</b>	<b>29.5%</b>	<b>39.1%</b>	<b>29.0%</b>	<b>23.0%</b>	<b>19.4%</b>
无形资产	59	57	57	57	57
非流动资产	521	735	626	617	588
<b>%总资产</b>	<b>36.9%</b>	<b>46.2%</b>	<b>35.4%</b>	<b>28.2%</b>	<b>24.1%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,411</b>	<b>1,590</b>	<b>1,766</b>	<b>2,186</b>	<b>2,436</b>
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
<b>负债</b>	<b>766</b>	<b>906</b>	<b>987</b>	<b>1,237</b>	<b>1,239</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>562</b>	<b>596</b>	<b>678</b>	<b>826</b>	<b>1,046</b>
少数股东权益	82	88	101	122	151
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,411</b>	<b>1,590</b>	<b>1,766</b>	<b>2,186</b>	<b>2,436</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>					
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
<b>回报率</b>					
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%
<b>增长率</b>					
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%
<b>资产管理能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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。