

智光电气(002169.SZ)

15年业绩预告实现翻番

16年用电服务继续保持高增长

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **28**

分析师

联系人

曾朵红

汪林森

S0740514080001

021-20315167

zengdh@r.qlzq.com.cn

wangls@r.qlzq.com.cn

2016年1月25日

基本状况

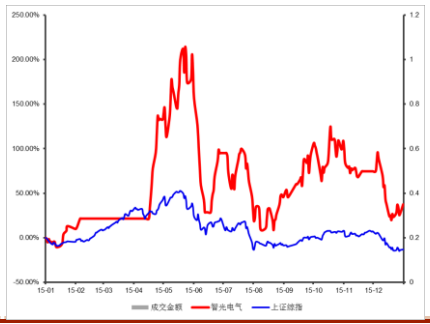
总股本(百万股)	316.11
流通股本(百万股)	249.42
市价(元)	16.73
市值(百万元)	5288.52
流通市值(百万元)	4172.80

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	563.73	607.41	1,279.80	1,793.05	2,258.59
营业收入增速	42.52%	7.75%	110.70%	40.10%	25.96%
净利润增长率	140.68%	107.14%	162.19%	63.14%	53.29%
摊 每股收益	0.08	0.16	0.35	0.56	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	61.37	37.62	24.54
PEG	0.57	0.61	0.38	0.60	0.46
每股净资产(元)	2.11	2.24	2.35	2.87	3.69
每股现金流量	0.09	0.32	-1.06	0.05	0.64
净资产收益率	3.58%	7.00%	14.74%	19.67%	23.44%
市净率	2.87	4.60	9.05	7.40	5.75
总股本(百万股)	266.47	266.47	316.11	316.11	316.11

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

15年业绩翻番符合市场预期，用电服务成为新增长点。公司预告15年实现归母净利润同比增长150%，盈利达到1.04元-1.25亿元。利润拆分中15年并表的岭南电缆贡献最多增量，业绩补偿款1.2亿元；传统电网设备销售基本保持平稳；节能业务同比仍然保持高速增长，但增速相对略有下滑；15年新开展的用电服务是最大亮点，目前公司的用电服务地面推广工作开展得有条不紊。15年主要利润来源广州番禺的首家用电服务公司，目前公司落地的用电服务公司已经达到6家，预计16年该板块业务将保持翻倍的增长速度，为公司贡献更大的利润。

- 公司非公开发行股票8712万股，募集资金拟投入电力需求侧线下用电服务及智能用电云平台建设项目。**公司本次非公开发行股票拟募集资金总额不超过18亿元(包括发行费用)募集资金将用于电力需求侧线下用电服务及智能用电云平台项目(11亿)、综合能源系统技术研究实验室项目(2亿)、偿还银行贷款及补充流动资金(5亿)。本次发行股票数量不超过8712万股，发行的底价为20.66元/股。本次发行前，公司的实际控制人为郑晓军，金誉集团及其一致行动人合计持有上市公司总股本的30.89%。按照本次非公开发行数量上限计算，本次非公开发行完成后，金誉集团持股比例为18.86%，仍为公司控股股东，郑晓军仍为公司实际控制人，金誉集团及其一致行动人合计持有上市公司股份的比例变更为24.22%。
- 广东是开展售电侧改革的试点，智光依托三大优势开展售电业务。**控股子公司广东智光用电投资有限公司拟以自有资金出资设立广东智光电力销售有限公司，注册资本人民币2.5亿元。在11月6个配套文件发布后，售电侧改革试点随即推开，12月发改委、能源局就批复同意重庆市、广东省开展售电侧改革试点。广东一直走在改革前沿，既是负荷大省也是资源大省，开展售电改革的外部环境优越。智光地处广东优势明显，首先智光本身致力于成为用电服务侧的综合服务商，开展的用电服务积累了大量的客户，

以存量为切入开展售电业务具有先发优势；其次智光在节能领域与南网合作密切，彰显深厚背景，在售电领域将可以与电网公司密切合作；最后能源平台的建设将提升用户的粘性，基于平台的售电业务是目前国外最基本的开展方式。

- **用电服务业务初步建立起了行之有效的业务模式，能源互联打造全方位服务体系。**智光于 2014 年末设立的广州智光用电服务有限公司在 2015 年初至今贡献了约 1,000 万元净利润，后陆续在肇庆、汕头、东莞、江门、南宁成立子公司，未来随着对用户群体的不断拓展，其经营业绩预计将持续增长。为继续发展用电服务业务和开拓综合能源服务业务，充分利用公司多年的业务积累和技术、人才储备，公司拟通过本项目布局广东省内地级市及南方电网其他辖区中心城市，建立密集的用电服务网络，以用电量较大的工商业用户为入口，用电服务业务可拓展的空间极大。据统计，全国工商业专变用户约在 300 万户以上，其中广东省全范围内工商业专变用户数量约为 32.75 万户，对应的专变容量为 2.29 亿千伏安，市场空间巨大，本次募投项目实施后，公司将加大在广东省内地级市及南方电网其他辖区中心城市进行拓展，在各城市布局需求侧用电服务业务，提供覆盖配网建设、分布式能源和微网、电力销售、节能服务、电力设施运维、电力工程等全方位的用电服务业务体系，将会对公司的规模及盈利带来新的成长动力。
- **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。子公司智光节能同时也在北方地区积极开展节能服务项目，其中山西作为能源大省是公司开展业务的重点区域。
- **投资建议：**合并报表后预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.35 元、0.57 元和 0.87 元，对应 PE 分别为 46.8 倍、29.4 倍和 18.8 倍。预计 2016-2017 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 28 元，对应于 2016 年 50 倍 PE。
- **风险提示：**用电服务推广不达预期；节能服务新项目投产进度不达预期。

图表 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	1,280	1,793	2,259
增长率	42.5%	7.7%	110.7%	40.1%	26.0%
营业成本	-355	-403	-861	-1,191	-1,464
% 销售收入	63.0%	66.3%	67.3%	66.4%	64.8%
毛利	208	205	419	602	795
% 销售收入	37.0%	33.7%	32.7%	33.6%	35.2%
营业税金及附加	-5	-4	-11	-16	-19
% 销售收入	1.0%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-66	-65	-130	-175	-214
% 销售收入	11.8%	10.7%	10.2%	9.8%	9.5%
管理费用	-67	-66	-132	-176	-210
% 销售收入	11.8%	10.9%	10.3%	9.8%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	70	70	145	236	351
% 销售收入	12.4%	11.5%	11.4%	13.2%	15.5%
财务费用	-26	-31	-13	-18	-17
% 销售收入	4.6%	5.1%	1.0%	1.0%	0.7%
资产减值损失	-25	-13	-17	-14	-15
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	115	204	319
营业利润率	3.4%	4.4%	9.0%	11.4%	14.1%
营业外收支	13	25	24	21	23
税前利润	32	52	139	225	342
利润率	5.8%	8.5%	10.8%	12.5%	15.1%
所得税	-8	-2	-14	-22	-34
所得税率	24.0%	3.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	25	50	125	202	308
少数股东损益	4	8	15	24	34
归属于母公司的净利润	20	42	109	179	274
净利率	3.6%	6.9%	8.6%	10.0%	12.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	25	50	125	202	308
少数股东损益	0	0	15	24	34
非现金支出	65	69	76	82	92
非经营收益	30	33	-8	-2	-5
营运资金变动	-95	-66	-529	-267	-191
经营活动现金净流	24	86	-321	39	238
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	-31	-31
筹资活动现金净流	-2	77	17	69	-147
现金净流量	-91	-36	-234	66	63

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	147	95	-155	-113	-83
应收款项	591	594	1,185	1,552	1,817
存货	141	145	283	375	441
其他流动资产	10	21	25	27	28
流动资产	890	855	1,338	1,841	2,203
% 总资产	63.1%	53.8%	68.1%	74.9%	78.9%
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%	26.0%	20.5%	17.0%
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%	31.9%	25.1%	21.1%
资产总计	1,411	1,590	1,964	2,459	2,791
短期借款	152	314	345	445	329
应付款项	273	286	480	638	753
其他流动负债	29	23	60	108	147
流动负债	455	623	884	1,191	1,229
长期贷款	100	62	62	62	62
其他长期负债	211	221	221	221	221
负债	766	906	1,167	1,473	1,511
普通股股东权益	562	596	743	908	1,168
少数股东权益	82	88	104	127	161
负债股东权益合计	1,411	1,590	2,013	2,508	2,840

比率分析

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标					
每股收益 (元)	0.076	0.157	0.346	0.565	0.866
每股净资产 (元)	2.111	2.237	2.349	2.872	3.694
每股经营现金净流 (元)	0.091	0.323	-1.064	0.048	0.644
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%	14.74%	19.67%	23.44%
总资产收益率	1.43%	2.63%	5.44%	7.12%	9.64%
投入资本收益率	5.75%	5.96%	8.33%	11.69%	16.09%
增长率					
营业总收入增长率	42.52%	7.75%	110.70%	40.10%	25.96%
EBIT增长率	296.11%	-0.45%	108.87%	62.35%	48.88%
净利润增长率	140.68%	107.14%	162.19%	63.14%	53.29%
总资产增长率	5.70%	12.70%	23.49%	25.22%	13.50%
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	96.0	65.4	47.8
偿债能力					
净负债/股东权益	46.90%	69.88%	89.74%	78.96%	50.53%
EBIT利息保障倍数	2.7	2.2	11.5	13.4	21.1
资产负债率	54.29%	56.95%	57.97%	58.74%	53.21%

来源: 中泰证券研究所

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:

本报告仅供中泰证券有限公司（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“中泰证券有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。