智光电气(002169.SZ)

年报实现大幅增长

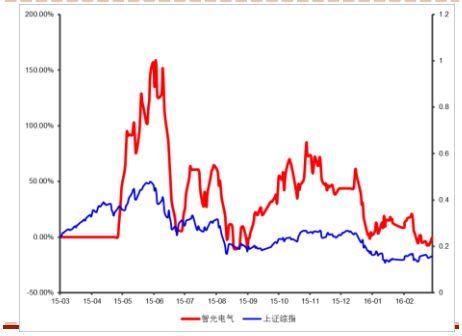
用电服务当年贡献利润

评级： 买入 前次： 买入
目标价（元）： 23
分析师 曾朵红 S0740514080001 021-20315167 zengdh@r.qlzq.com.cn
联系人 汪林森 wangls@r.qlzq.com.cn
2016 年 3 月 14 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)	14.72
市值(百万元)	4653.14
流通市值(百万元)	3671.46

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	607.41	1,307.93	1,793.05	2,258.59	2,497.6
营业收入增速	7.75%	115.70%	40.10%	25.96%	10.58%
净利润增长率	107.14%	158.19%	63.14%	53.29%	18.1%
摊 每股收益	0.16	0.35	0.56	0.87	1.02
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）	146.62	42.51	26.06	17.00	14.43
PEG	1.37	0.26	0.41	0.32	0.80
每股净资产（元）	2.24	2.35	2.87	3.69	5.30
每股现金流量	0.32	-1.06	0.05	0.64	1.36
净资产收益率	7.00%	14.74%	19.67%	23.44%	19.25%
市净率	10.27	6.27	5.13	3.98	2.78
总股本（百万股）	266.47	316.11	316.11	316.11	316.11

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **15 年公司营收和利润均实现翻倍增长。**智光电气公布了 15 年财报，2015 年全年实现营业收入 13.07 亿元，同比增长 115%，归属于母公司股东的净利润 1.08 亿元，同比增长 158%，实现每股收益 0.35 元。就 2015 年第四季度单季度而言，实现营业收入 8.02 亿元，同比增长 342%，与今年三季度相比，环比增长 270%，主要因为岭南电缆的并表和用电服务业务开始贡献业绩导致大幅增长。剔除岭南电缆的 5.82 亿营收和 0.31 亿利润，全年营收增长 19%，归母利润增长 83%。

- **节能服务保持扩张势头，用电服务当年贡献利润。**整体上来看，节能服务保持扩张势头，营收增速达 60%，毛利率上升 4.5 个百分点到 35%，主要依托子公司智光节能，继续在发电厂节能、工业电气节能、余热发电三大方向开拓新的项目；用电服务业务落地迅速，开展新业务的当年即贡献利润，已经在广州市、肇庆市、汕头市、江门市、东莞市及南宁市开展线下服务网络部分布局，并成立负责电力销售业务的子公司开展售电业务，公司明确了三年计划，即覆盖 3.7 万工商业专变用户，获取 2300 万 kVA 以上的专变容量，15 年已有容量 50 万 kVA；另外传统电气设备略有下滑，电缆业务在并入上市公司后经营管理水平有较大提升，仍保持一定增速。

- **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%。

图表 1：智光电气 15 年业务拆分

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
电气控制设备	453,201,495.52	312,960,201.91	30.94%	-5.87%	-0.73%	-3.58%
电力电缆	582,359,228.44	480,121,975.87	17.56%	29.54%	26.26%	2.15%
综合节能服务	202,633,560.94	131,565,786.26	35.07%	60.86%	50.38%	4.52%
用电服务	68,738,746.64	50,304,519.30	26.82%			
分产品						
电气控制设备	453,201,495.52	312,960,201.91	30.94%	-5.87%	-0.73%	-3.58%
其中：电机控制与节能	276,218,174.57	189,203,769.02	31.50%	-8.68%	-5.16%	-2.54%
电网安全与控制	126,506,589.73	102,688,388.93	18.83%	2.50%	14.86%	-8.73%
供用电控制与自动化	10,316,936.26	5,604,343.07	45.68%	22.35%	47.06%	-9.13%
电力信息化及其他	40,159,794.96	15,463,700.89	61.49%	-14.75%	-31.43%	9.36%
电力电缆	582,359,228.44	480,121,975.87	17.56%	29.54%	26.26%	2.15%
综合节能服务	202,633,560.94	131,565,786.26	35.07%	60.86%	50.38%	4.52%
用电服务	68,738,746.64	50,304,519.30	26.82%			
分地区						
华南地区	719,222,894.82	536,050,821.46	25.47%	40.17%	30.68%	5.41%
华东地区	211,462,040.95	163,992,530.27	22.45%	-5.07%	0.89%	-4.58%
北方地区	292,396,939.87	221,101,679.37	24.38%	20.65%	42.65%	-11.66%
其他地区	83,851,155.90	53,807,452.24	35.83%	6.50%	-2.65%	6.03%

来源：公司年报、中泰证券研究所

- **新增 12 个省网和华北区域电网为输配电价改革试点，电改加速推进售电市场迎来曙光。**公司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。

- **管理费率和营业费率均大幅下降，现金流大幅改善。**经营层面上公司销售费用率为 5.15%，去年同期为 10.67%，同比大幅下降;管理费用率 6.91%，去年同期为 10.89%，两项指标均有大幅下降，显示出公司的管理经营水平在不断提升。经营活动净现金流入 1.60 亿元，较三季度同期净入出 0.51 亿元大幅改善。存货 2.28 亿，比年初的 1.44 亿上升了 58%，应收账款 9.79 亿，比年初的 5.36 亿增长了 82%，预收款项 0.25 亿，比年初的 0.20 亿增长了 24%，主要是岭南电缆并表导致资产规模大幅提升。

- **投资建议：**合并报表后预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.57 元、0.87 元和 1.02 元，增速分别为 63%、52%和 17%，对应 PE 分别为 25.8 倍、16.9 倍和 14.3 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 23 元，对应于 2016 年 40 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2：智光电气单季度分析

单季度分析	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014	4Q2014	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015
营业收入	148.4	188.5	100.4	181.9	143.9	181.3	101.6	231.6	171.4	802.3
营业成本	90.4	119.2	69.7	121.6	95.4	116.0	70.8	159.8	119.3	625.1
营业税金及附加	1.6	2.0	0.2	1.7	1.0	1.2	0.7	1.5	1.5	5.3
销售费用	15.4	25.5	10.2	16.6	16.8	21.2	10.2	14.6	16.2	26.3
管理费用	17.4	18.2	14.6	18.1	16.4	17.1	15.2	16.7	19.2	39.3
财务费用	7.1	6.3	7.3	8.2	7.3	8.3	8.5	9.9	9.5	34.6
资产减值损失	7.3	12.8	0.3	6.5	-1.1	6.9	-1.8	3.8	-2.1	-4.2
营业利润	9.1	4.4	-2.0	9.1	8.4	11.3	-3.0	24.8	8.2	78.1
营业外收入	4.1	3.5	3.4	5.8	5.8	10.4	5.1	4.4	10.2	27.4
营业外支出	0.3	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1
利润总额	12.9	7.8	1.4	14.9	13.9	21.7	2.1	28.9	18.4	105.3
所得税	3.8	-0.9	0.4	0.7	2.7	-2.1	0.2	2.9	0.9	11.8
净利润	9.2	8.7	1.0	14.2	11.1	23.7	1.9	26.0	17.5	93.5
少数股东损益	0.8	1.1	-0.2	1.8	2.4	4.2	0.4	4.0	5.3	21.2
归属于母公司所有者的净利	8.4	7.6	1.2	12.3	8.7	19.6	1.5	22.1	12.2	72.3
每股收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.2
营业收入YoY	63.4	23.9	21.4	26.2	-3.0	-3.8	1.2	27.3	19.1	27.2
营业收入QoQ	3.0	27.0	-46.8	81.2	-20.9	25.9	-44.0	128.0	-26.0	368.1
营业成本YoY	16.1	1.3	21.2	38.0	5.5	-2.7	1.5	31.4	25.0	438.7
销售费用YoY	70.4	-23.0	-25.2	39.0	9.2	-16.9	-0.3	-12.2	-3.5	23.9
管理费用YoY	256.3	-54.0	-8.0	19.5	-5.9	-6.2	4.2	-7.8	17.0	129.9
营业利润YoY	185.1	106.2	82.0	-45.2	-8.4	160.3	-49.6	172.0	-2.1	202.9
净利润YoY	429.7	116.2	130.1	42.1	21.2	172.3	92.1	83.8	57.2	139.2
毛利率	0.39	0.37	0.31	0.33	0.34	0.36	0.30	0.31	0.30	0.22
销售费用率	0.10	0.14	0.10	0.09	0.12	0.12	0.10	0.06	0.09	0.03
管理费用率	0.12	0.10	0.15	0.10	0.11	0.09	0.15	0.07	0.11	0.05
净利润率	0.06	0.05	0.01	0.08	0.08	0.13	0.02	0.11	0.10	0.12

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股份有限公司（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。