

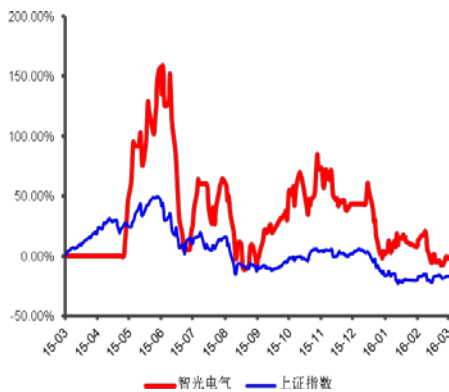
环保新能源

2016年3月16日

—智光电气（002169）年报点评

评级：推荐（首次覆盖）

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：马宝德

执业证书编号：S0590513090001

联系人：

顾泉 虞栋

电话：0510-82833217

Email: guquan@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：3月16日，公司公布了《2015年年度报告》。报告期内，公司实现营业收入13.07亿元，同比增长23.65%；利润总额1.55亿元，同比增长124.89%；归属于上市公司股东的净利润1.08亿元，同比增长115.12%；经营活动产生的现金流量净额1.6亿元，同比增长197.43%。

点评：

- **收购岭南电缆，收入利润双丰收。**2015年，公司通过定增4.25亿元收购岭南电缆100%股权，增强电网产品线。岭南电缆对公司的收入和净利贡献较大。岭南电缆在广东地区的认可度高，在南网的招标中位列前三。2015年度，岭南电缆全新生产基地搬迁后全面投产产能扩大约1倍，通过开拓市场、降低成本和加强管理，收入和利润都大幅提升。岭南电缆实现营业收入6.03亿元，同比增长33.31%，占公司主营收入46.14%；净利总额4,353.55万元，同比增长183.37%，占公司净利总额的40.3%；毛利率实现17.56%，同比增长2.15个百分点。根据承诺，岭南电缆2015年度、2016年度和2017年度实现的扣非后净利润合计数不低于12,000万元。
- **电气控制设备，收入和毛利率有所下滑。**2015年，电气控制设备业务实现营业收入4.53亿元，同比下降5.87%，毛利率30.94%，同比下降3.58%。公司的电气设备产品较多，包括：电网安全与控制产品、电机控制与节能产品、供用电控制与自动化产品、电力信息化产品等。海外市场业务实现突破，高压变频调速系统首次应用于在塔吉克斯坦、蒙古、哈萨克斯坦等多个海外项目。在新技术和新产品研发方面，完成MW级电池储能能量转换系统(PCS)装置研制项目（通过国家科技部验收）、双变频器并联运行研究项目、分布式光伏系统智能一体化箱变的研制与运行。为公司2016年拓展轨道交通、港口岸电、光伏发电、储能等细分市场做好了产品与解决方案方面的储备。另外，公司产品更为完善，客户群

也拓展较快。目前，公司形成了包括电力自动化产品及低压电能质量产品、漏电火灾监控装置与系统等较为完备产品线；客户群业务也由传统的电厂、水泥等工业客户，成功开拓到商业地产、市政领域。

- **综合节能服务，业绩陆续释放。**得益于于智光节能前期签订的多个合同能源管理项目完成建设进入节能效益分享期，智光节能实现营业收入 2.34 亿元，同比增长 75.39%；净利润 8,593.45 万元，同比增长 131.59%；实现毛利率 35.07%，同比增长 4.52%。2015 年，公司全面整合电厂节能业务，并逐步发展电力行业多种节能技术和节能业务，加速电动给水泵系统改造应用推广，全年完成新增 21 台机组 35 套电动给水泵节能业务，市场占有率居国内第一。另外，公司在热电厂余热利用和区域高效集中供暖项目都有新突破。2016 年 2 月，公司还中标“塔山发电公司 2×600MW 机组电动给水泵节能改造合同能源（节能服务）管理项目”。
- **用电服务前景广阔，当年贡献利润。**2015 年度，公司控股的广州智光用电服务有限公司实现营业收入 6,891.1 万元，净利润 1,006.26 万元，已积累了 50 万千伏安专变容量的客户。智光节能与南方电网综合能源有限公司共同发起设立南电能源综合利用股份有限公司，将在南网五省开展分布式能源、余热利用、生物质发电等能源综合利用业务；与中清源环保节能有限公司合资设立山西智光清源节能科技有限公司，拓展热电厂余热利用和区域高效集中供暖项目；智光用电投资分别在肇庆市、汕头市、东莞市、江门市、南宁市以合资方设立区域用电服务公司，并成立广东电力销售有限公司快速切入电力销售市场。智光用电服务获得国家能源局南方监管局颁发的《承装（修、试）电力设施许可证》，获准从事承装（修、试）电力设施业务。2015 年底，智能用电服务平台上线运行，以线上信息与线下服务相结合，改变传统服务模式，创建“互联网+专变运维”的新的生态模式。
- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**我们预计公司 2016-2018 年，EPS 分别为 0.61 元、0.77 元和 1.05 元，分别对应 24.01 倍、19.09 倍、13.96 倍 PE。考虑到公司在综合节能和用电服务领域积极布局，市值空间较大，另外公司完成了员工持股计划，员工积极性较强，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**竞争激烈带来毛利率下降的风险；电改不达预期风险；综合节能服务不达预期风险。

财务报表及指标预测

单位:百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表									
							2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E				
营业收入	563.73	607.41	1306.93	1898.12	2173.92	2649.75	经营性现金净流量	24.77	87.68	162.28	70.86	302.57	329.15			
增长率(%)	42.52%	7.75%	115.16%	45.23%	14.53%	21.89%	投资性现金净流量	-112.85	-199.40	-258.69	-88.04	-85.21	-83.85			
归属母公司股东净利润	20.15	41.75	108.02	193.02	242.76	331.95	筹资性现金净流量	-2.25	77.41	277.68	90.12	-162.20	-150.14			
增长率(%)	140.68%	107.14%	158.74%	78.70%	25.77%	36.74%	现金流量净额	-90.33	-34.31	181.27	72.94	55.16	95.17			
每股收益(EPS)	0.064	0.132	0.342	0.611	0.768	1.050	财务分析和估值指标汇总									
每股股利(DPS)	0.000	0.025	0.034	0.059	0.074	0.102										
每股经营现金流	0.078	0.277	0.513	0.224	0.957	1.041										
销售毛利率	36.97%	33.69%	25.40%	25.99%	26.83%	27.90%										
销售净利率	4.37%	8.23%	10.63%	12.55%	13.78%	15.46%	收益率									
净资产收益率(ROE)	3.58%	7.00%	9.40%	14.58%	15.73%	18.01%	毛利率	36.97%	33.69%	25.40%	25.99%	26.83%	27.90%			
投入资本回报率(ROIC)	3.72%	5.17%	12.32%	11.57%	12.09%	15.13%	三费/销售收入	28.27%	26.69%	16.85%	12.18%	11.36%	10.19%			
市盈率(P/E)	229.94	111.01	42.90	24.01	19.09	13.96	EBIT/销售收入	10.32%	13.38%	16.42%	17.03%	18.20%	19.64%			
市净率(P/B)	8.24	7.77	4.03	3.50	3.00	2.51	EBITDA/销售收入	17.55%	22.66%	27.27%	21.53%	22.39%	23.28%			
股息率(分红/股价)	0.000	0.002	0.002	0.004	0.005	0.007	销售净利率	4.37%	8.23%	10.63%	12.55%	13.78%	15.46%			
							资产获利率									
							ROE	3.58%	7.00%	9.40%	14.58%	15.73%	18.01%			
							ROA	4.21%	5.27%	7.19%	9.27%	10.75%	12.35%			
							ROIC	3.72%	5.17%	12.32%	11.57%	12.09%	15.13%			
							增长率									
							销售收入增长率	42.52%	7.75%	115.16%	45.23%	14.53%	21.89%			
							EBIT 增长率	334.06%	39.78%	164.03%	50.62%	22.41%	31.50%			
							EBITDA 增长率	2659.11%	39.14%	158.92%	14.68%	19.12%	26.73%			
							净利润增长率	152.80%	102.85%	177.96%	71.48%	25.77%	36.74%			
							总资产增长率	5.70%	11.69%	93.40%	16.78%	5.61%	14.45%			
							股东权益增长率	3.72%	6.00%	92.78%	15.17%	16.57%	19.43%			
							经营营运资本增长率	-1.20%	0.34%	79.44%	38.57%	11.41%	18.29%			
							资本结构									
							资产负债率	53.34%	55.66%	57.03%	56.91%	51.70%	48.85%			
							投资资本总资产	75.30%	78.98%	72.55%	74.07%	75.04%	72.64%			
							带息债务/总负债	57.38%	62.24%	54.53%	54.44%	51.73%	43.98%			
							流动比率	2.07	1.38	1.38	1.44	1.64	1.80			
							速动比率	1.74	1.11	1.12	0.99	1.34	1.25			
							股利支付率	0.00%	19.15%	9.87%	9.67%	9.67%	9.67%			
							权益留存率	100.00%	80.85%	90.13%	90.33%	90.33%	90.33%			
							资产管理效率									
							总资产周转率	0.41	0.39	0.44	0.54	0.59	0.63			
							固定资产周转率	1.93	1.78	1.55	1.85	2.04	2.42			
							应收账款周转率	0.99	1.06	1.26	1.88	1.53	2.00			
							存货周转率	2.52	2.78	4.26	2.38	4.72	2.46			
							业绩和估值指标									
							EBIT	58.15	81.28	214.61	323.25	395.67	520.30			
							EBITDA	98.92	137.64	356.38	408.69	486.83	616.98			
							NOPLAT	35.09	53.82	150.26	250.68	312.25	418.18			
							净利润	20.15	41.75	108.02	193.02	242.76	331.95			
							EPS	0.064	0.132	0.342	0.611	0.768	1.050			
							BPS	1.779	1.886	3.636	4.187	4.881	5.829			
							PE	229.94	111.01	42.90	24.01	19.09	13.96			
							PEG	2.05	1.39	0.95	N/A	N/A	N/A			
							PB	8.24	7.77	4.03	3.50	3.00	2.51			
							PS	8.22	7.63	3.55	2.44	2.13	1.75			
							PCF	187.11	52.85	28.56	65.40	15.32	14.08			
							EV/EBIT	75.41	55.73	26.33	18.23	14.80	11.25			
							EV/EBITDA	44.33	32.91	15.86	14.42	12.03	9.49			
							EV/NOPLAT	124.95	84.16	37.61	23.51	18.75	14.00			
							EVIC	4.21	3.72	2.61	2.28	2.12	1.91			
							ROIC-WACC	3.72%	5.17%	12.32%	9.58%	10.38%	13.70%			
							股息率	0.000	0.002	0.002	0.004	0.005	0.007			

报表预测

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	563.73	607.41	1306.93	1898.12	2173.92	2649.75
减: 营业成本	355.34	402.76	974.95	1404.85	1590.56	1910.42
营业税金及附加	5.37	4.09	8.91	14.60	16.72	20.38
营业费用	66.49	64.82	67.25	87.68	93.71	103.52
管理费用	66.66	66.18	90.36	97.00	106.00	123.00
财务费用	26.21	31.13	62.58	46.58	47.33	43.36
资产减值损失	24.54	12.55	-4.43	-4.43	-4.43	-4.43
加: 投资收益	-0.11	0.92	0.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	19.01	26.81	108.05	251.84	324.03	453.50
加: 其他非经营损益	13.41	24.97	46.58	28.32	28.32	28.32
利润总额	32.43	51.78	154.63	280.16	352.35	481.82
减: 所得税	7.80	1.82	15.76	42.02	52.85	72.27
净利润	24.63	49.96	138.88	238.14	299.50	409.55
减: 少数股东损益	4.48	8.22	30.86	45.12	56.74	77.59
归属母公司股东净利润	20.15	41.75	108.02	193.02	242.76	331.95

资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	140.00	68.24	306.68	379.62	434.78	529.95
应收和预付款项	601.15	600.05	1086.78	1120.97	1493.34	1473.56
存货	141.17	144.81	228.67	591.41	337.07	778.13
其他流动资产	0.35	15.15	94.04	94.04	94.04	94.04
长期股权投资	4.30	28.74	62.14	62.14	62.14	62.14
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	416.49	621.16	1091.56	1135.15	1171.23	1199.92
无形资产和开发支出	58.51	56.69	103.24	91.12	77.96	65.31
其他非流动资产	20.15	8.77	12.32	11.95	11.59	11.22
资产总计	1382.11	1543.63	2985.45	3486.41	3682.16	4214.26
短期借款	125.70	275.10	570.45	722.32	626.92	547.36
应付和预收款项	273.48	285.92	512.14	641.76	656.89	891.12
长期借款	297.35	259.65	357.89	357.89	357.89	357.89
其他负债	40.71	38.50	262.10	262.10	262.10	262.10
负债合计	737.24	859.17	1702.58	1984.07	1903.80	2058.47
股本	266.47	266.47	316.11	316.11	316.11	316.11
资本公积	160.56	160.56	521.75	521.75	521.75	521.75
留存收益	135.38	169.13	311.42	485.78	705.05	1004.90
归属母公司股东权益	562.42	596.17	1149.29	1323.64	1542.91	1842.76
少数股东权益	82.45	88.29	133.58	178.70	235.44	313.03
股东权益合计	644.87	684.46	1282.87	1502.34	1778.35	2155.79
负债和股东权益合计	1382.11	1543.63	2985.45	3486.41	3682.16	4214.26

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。