

打造用电服务+售电闭环，布局大能源服务

公司动态

◆设备制造向制造+服务转型

公司上市之初主营业务仅为消弧线圈和高压变频器，现已发展成为能源设备+服务的综合提供商，业务覆盖电气设备、综合节能服务和用电服务三大板块，服务毛利占比已达到25%以上，后续将继续快速提升。

◆节能业务业务开花结果

由设备提供向下游延伸，公司节能服务业务迅速发展，目前合同能源管理项目陆续进入节能收益分享阶段，近三年收入均保持60%以上的增长，已成为行业龙头之一。与南网合作、管理层股权激励、深耕发电企业客户等举措将保障公司节能服务业务的持续增长，预计增速在30%以上。

◆进军用电服务市场，先发优势和共享模式保障快速发展

用电服务市场空间达到3000亿元以上。公司通过集约化运维与用户实现双赢的盈利途径清晰，仅广州的用电服务公司2015年就已拓展800户用户，净利润达到1000万元。未来以电力设施运维为基础的“1+N”模式将在深度挖掘用户潜在价值的同时，进一步增强用户粘性。公司最早开展用电服务布局，通过切实可行的商业模式和有竞争力的股权激励机制吸引电网内人才及专业队伍加入共同开拓用电服务业务，凭借双方的资源互补，能够实现快速异地复制。

◆售电业务将取得突破

公司已向广东省经信委提交售电席位申请，有望在近期获得批复，立足广东开展售电业务具有显著的地理优势。由于用户的相同属性，现有的800户和未来规划的3.7万户用电服务客户将是公司开展售电业务的核心竞争力，同时大股东的实力将有助于尽快打开售电局面。

◆投资建议

预计公司2016年-2018年EPS分别为0.58元、0.77元、1.09元，对应PE分别为31、23、16倍。目标价23元，对应2016年PE为40倍，维持买入评价。

◆风险提示

公司用电服务业务客户拓展不达预期；合同能源管理客户出现经营风险导致节能收益分享减少；电改进度低于预期导致售电业务拓展缓慢。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	607	1,307	1,798	2,334	3,069
营业收入增长率	7.75%	115.16%	37.57%	29.79%	31.53%
净利润(百万元)	42	108	185	242	345
净利润增长率	107.14%	158.74%	70.93%	31.27%	42.53%
EPS(元)	0.13	0.34	0.58	0.77	1.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.00%	9.40%	14.18%	16.17%	19.43%
P/E	136	53	31	23	16

买入(维持)

当前价/目标价: 17.97/23.00元

目标期限: 6个月

分析师

王海山 (执业证书编号: S0930514070004)

联系人

刘锐

021-22169116

liur@ebcn.com

市场数据

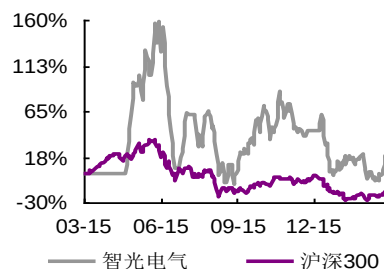
总股本(亿股): 3.16

总市值(亿元): 56.81

一年最低/最高(元): 12.70/40.50

近3月换手率: 168.02%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.24	0.88	40.07
绝对	0.51	-15.43	21.54

相关研报

投资要件

关键假设

1、公司用电服务业务有序推进，16、17 和 18 年用电服务用户分别达到 6000、1.3 万和 2.2 万户，15 年由于电力工程项目较多拉低了毛利率，随着电力设施运维服务的比重提高，毛利率将会提升。

2、节能服务业务毛利率保持稳定，合同能源管理项目节能收益分享的回款稳定；

3、售电业务 16 年打开局面，初期处于微利状态，后续随着用电服务+售电闭环的打造形成综合竞争力，毛利率逐步提升。

我们区别于市场的观点

1、我们认为，全社会用电量增速的下降将会给单纯电力设备制造的企业发展带来压力，电改的推进则为企业从设备制造向用电服务转型提供了契机，用电服务市场空间巨大。

2、我们认为，公司在多年的电力设备经营中已与南方电网公司建立密切的联系并获得南网认可，公司通过切实可行的商业模式和有竞争力的股权激励机制吸引电网内人才及专业队伍加入共同开拓用电服务业务，凭借双方的资源互补，能够实现快速异地复制。

3、我们认为，公司 15 年用电服务毛利率受到其中较多的电力工程项目拖累，随着电力设施运维服务的比重提高，毛利率将会有显著提升。

4、我们认为，由于相同的客户属性，公司现有的 800 户以及未来规划的 3.7 万户用电服务客户将是公司开展售电业务的核心竞争力，同时售电+用电服务闭环的打造能有效增强用户粘性，提升毛利率。

股价上涨的催化因素

1、公司取得售电交易席位，售电业务打开局面；

2、公司用电服务业务快速推进，用户数量迅速增长。

估值和目标价格

预计公司 2016 年-2018 年净利润分别为 1.85 亿元、2.42 亿元、3.45 亿元，EPS 分别为 0.58 元、0.77 元、1.09 元，对应 PE 分别为 31、23、16 倍。目标价 23 元，对应 2016 年 PE 为 40 倍，维持买入评价。

投资风险

1、公司用电服务业务的推进不达预期，客户拓展进度慢或外部竞争环境恶劣导致盈利能力减弱；

2、节能服务客户出现经营风险，开工率降低导致合同能源管理项目收益分享减少；

3、电改进度低于预期导致售电业务拓展缓慢。

目 录

1、 公司基本情况.....	6
1.1、 设备制造向设备+服务综合提供商成功转型	6
1.2、 开展员工持股计划实施有效激励	8
2、 节能服务业务开花结果	9
2.1、 由设备提供转向综合解决方案	9
2.2、 联手南网开拓节能服务市场	12
2.3、 聚焦发电厂节能，市场空间巨大	12
3、 借力电改开拓用电服务市场	13
3.1、 电改重塑产业链，供需关系决定用户市场主体地位.....	13
3.2、 1+N 模式深度挖掘用电服务市场	15
4、 售电业务或将取得突破	17
4.1、 电改打开售电市场空间	17
4.2、 服务侧切入售电更有优势.....	18
4.3、 立足广东布局售电，优势显著	19
5、 打造闭环，布局大能源服务	20
6、 估值水平与投资评级	21
6.1、 盈利预测	21
6.2、 相对估值	23
6.3、 绝对估值	23
6.4、 估值结论与投资评级	25
7、 风险分析	25

图表目录

表 1：电力设备板块不断完善	6
表 2：公司电缆产品南网中标情况	6
表 3：服务板块业务布局	7
图 1：服务业务占比迅速提升	7
图 2：公司组织架构	7
图 3：公司股权结构	8
表 4：上市初期高管持股	8
表 5：新一轮员工持股计划全面激励	9
图 4：节能服务市场空间巨大（单位：亿元）	9
表 6：员工持股激励经营团队	10
表 7：公司节能服务主要类型	10
表 8：公司主要合同能源管理项目	11
图 5：节能业务收入和利润快速增长	11
表 9：公司已成为节能服务领域的龙头企业	12
表 10：联手南网布局节能服务	12
表 11：2015 年公司大力拓展发电厂节能改造项目	13
表 12：给水泵节能改造收益测算	13
图 6：电改重塑电力产业链	14
图 7：全社会用电量增速放缓	15
图 8：装机容量高速增长	15
图 9：发电设备利用小时数持续下降	15
图 10：集约化运维优势显著	16
表 13：用电服务 1+N 模式	16
表 14：联合地方资源开拓用电服务市场	17
表 15：用电服务客户拓展进度预测	17
图 11：售电量市场空间（单位：亿度电）	18
图 12：售电主体类型	18
图 13：售电利润空间	19
表 16：金誉集团旗下发电资产	20
图 14：售电与用电服务相互促进	20
图 15：公司大能源服务布局	21
表 17：进一步拓展用电服务领域	21
表 18：公司收入结构预测（百万元）	22
表 19：盈利预测与关键指标（百万元）	23
表 20：可比公司估值水平	23

敏感性分析	24
估值结果汇总	24

1、公司基本情况

1.1、设备制造向设备+服务综合提供商成功转型

智光电气成立于 1999 年 4 月，是一家在电气控制与自动化领域里具有自主创新能力和高成长性的高新技术企业。公司于 2007 年 9 月在深圳交易所上市。上市初期的主营业务为消弧线圈、高压变频器和电气监控系统，随着持续的研发投入和市场拓展，公司电力设备产品线不断完善。

表 1：电力设备板块不断完善

业务板块	产品/服务	客户类型
电力设备	电缆	电网公司
	消弧线圈	电网公司
	变电站监测系统	电网公司
	无功补偿设备	电网公司、工业用户
	特种变压器、电抗器	电网公司、工业用户
	高压变频器	工业用户、发电厂

资料来源：光大证券研究所

公司电力设备板块中大部分产品客户对象均为电网公司。地处广州，通过多年的持续经营，已与南方电网公司建立密切的业务联系，技术实力和经营能力获得南方电网公司认可，相关产品在招标中获得较大份额，并且在设备采购之外开展了多项合作，包括和南网综合能源成立合资公司开展节能服务业务等。

表 2：公司电缆产品南网中标情况

批次	产品	标包	中标比例
2015 年第一批	110kV 电力电缆	广东	30%
	220kV 电力电缆	深圳	60%
2015 年第二批	10kV 交联电缆普通型	广东	9.50%
		贵州	40%
	10kV 交联电缆防蚁型	广东	15%
		云南	40%
	10kV 交联电缆阻燃型	广东	12%
		贵州	40%
	110kV 电力电缆	广东	40%
	220kV 电力电缆	深圳	40%

资料来源：南网阳光电子商务平台

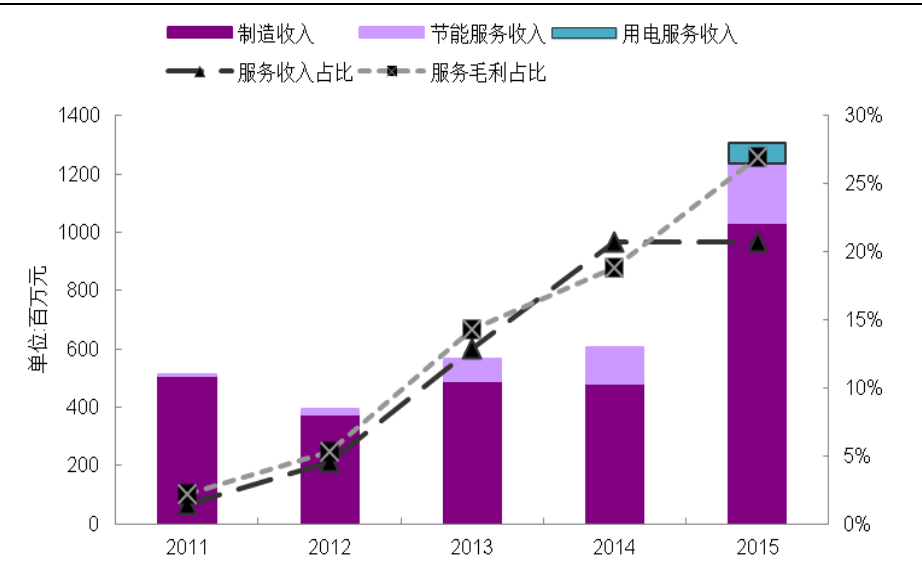
近年来，全社会用电量增速持续下降，2015 年增速仅为 0.5%。电力设备产品销量与全社会用电量增速直接挂钩，增速的停滞会给单纯电力设备制造业企业的发展带来压力。公司从 2010 年开始布局综合节能服务业务，2014 年开始布局用电服务业务，已取得显著成效。目前，公司已由单纯的设备制造商发展成为能源设备+服务的综合提供商，业务覆盖电力设备、综合节能服务和用电服务三大板块，客户对象包括电网公司、发电厂、钢铁企业、水泥企业以及其他工业用户。

表 3：服务板块业务布局

业务板块	产品/服务	客户类型
综合节能服务	电厂节能增效	电厂
	余热余压余汽发电	电厂、钢铁企业、水泥企业
	电气系统节能增效	电厂、钢铁企业、水泥企业
用电服务	运维、承装、承修、承试	工商业用户

资料来源：光大证券研究所

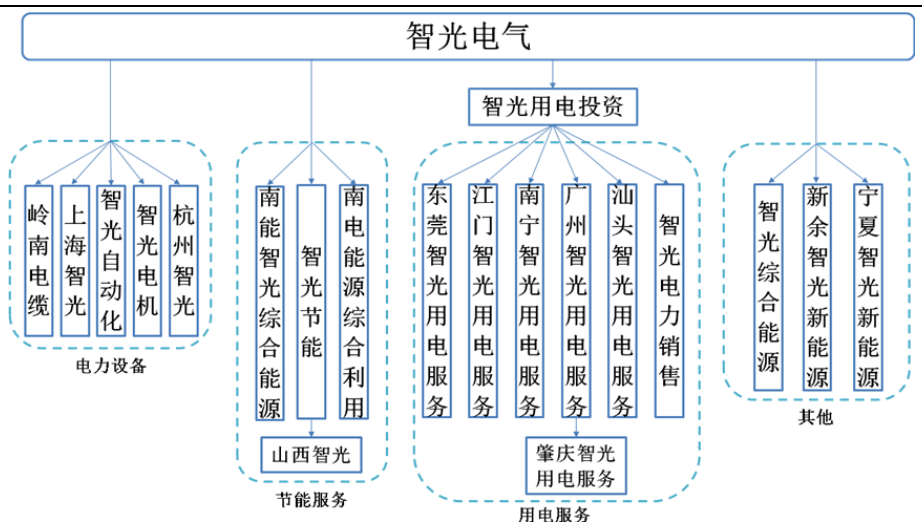
图 1：服务业务占比迅速提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司目前下设 10 家子公司、7 家孙公司，2 家联营企业。电力设备板块业务主要由母公司、智光电机、岭南电缆等开展，综合节能服务以智光节能为主要平台，用电服务业务由 7 家子（孙）公司开展。

图 2：公司组织架构

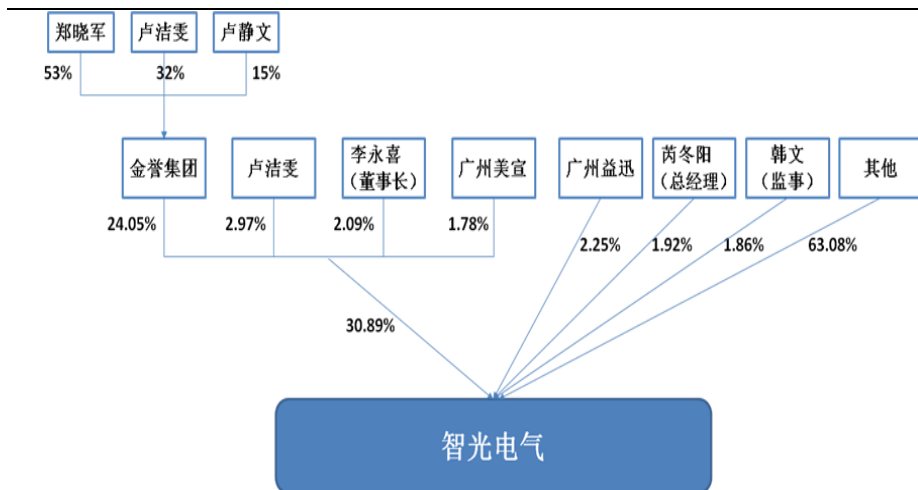


资料来源：光大证券研究所

1.2、开展员工持股计划实施有效激励

公司控股股东为金誉集团，持有公司 24.05%的股权，郑晓军为公司实际控制人。金誉集团及其一致行动人李永喜、卢洁雯、广州美宣合计持有公司 30.89%股权，公司股权结构稳定。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告、光大证券研究所

公司上市初期主要管理层均持有公司股权。2015 年再次实施员工持股计划，对现任董事、监事、高管、中层管理人员及子公司管理层进行股权激励，实现股东和管理层经营目标和利益的有效统一，保障公司的持续稳定发展。

表 4：上市初期高管持股

序号	股东名称	持有股份数（万股）	持股比例	时任公司职务
1	芮冬阳	231.4200	4.53%	副董事长、总经理
2	李永喜	200.000	3.92%	董事长
3	刘勇	185.1360	3.62%	副总经理
4	韩文	185.1360	3.62%	董事、副总经理
5	杨旭	138.8520	2.72%	监事、电网事业部总经理
6	姜新宇	138.8520	2.72%	副总经理兼智光电机总经理
7	王卫宏	138.8520	2.72%	总工程师兼智光电机总工程师
8	周良才	109.7592	2.15%	——
9	许建桥	106.2328	2.08%	企业管理部经理
10	张东进	67.4424	1.32%	自动化事业部副总经理

资料来源：公司公告

表 5：新一轮员工持股计划全面激励

资管计划	认购人	认购金额（万元）
智光 1 号	芮冬阳（董事、总经理）	1,102
	姜新宇（董事、副总经理）	600
	曹承锋（董事、董事会秘书）	600
	吴文忠（董事、财务总监）	600
	孙胜旺（副总经理）	300
	韩文（监事）	500
	邱华（监事）	400
智光 2 号	公司中层	1,753
	子公司高管	2,745

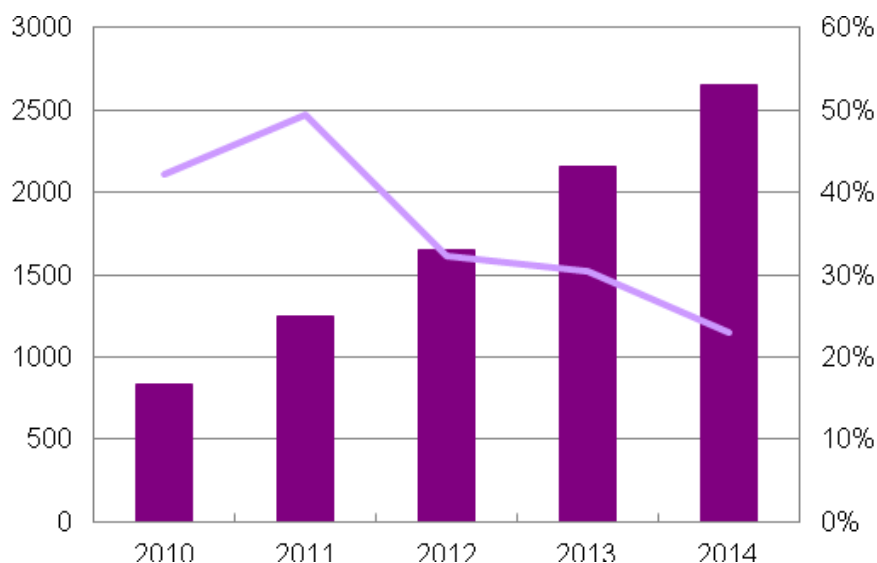
资料来源：公司公告

2、节能服务业务开花结果

2.1、由设备提供转向综合解决方案

节能服务产业规模快速发展，近 5 年间，节能服务产业产值复合增长率高达 35%，2015 年节能服务产业产值预计在 3000 亿元以上。国内已明确未来减排目标：二氧化碳排放 2030 年左右达到峰值并争取尽早达峰，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 60%-65%。预计未来两年节能服务产业仍能保持 30% 以上的增长。

图 4：节能服务市场空间巨大（单位：亿元）



资料来源：EMCA，光大证券研究所

公司以子公司智光节能为平台开展综合节能服务。2015 年 11 月，智光节能实施员工持股计划，核心经营团队及骨干员工出资 3125 万元，占智光节能 9.09% 股权。通过员工持股计划，将员工利益与公司经营绑定，将增强其核心经营团队以及骨干员工凝聚力、责任感和将业务做大做强的动力，推动公司综合节能服务业务快速发展。

表 6：员工持股激励经营团队

股东名称	增资前		增资后	
	认缴出资额	占比	认缴出资额	占比
智光电气	23750 万元	76%	23750 万元	69.09%
科泰电源	6250 万元	20%	6250 万元	18.18%
智光电机	1250 万元	4%	1250 万元	3.64%
深圳市美能汇投资合伙企业	/	/	3125 万元	9.09%
合计	31250 万元	100%	34375 万元	100%

资料来源：公司公告

我国工业年用电高达 39348 亿千瓦时，占全社会用电量的 71%。其中钢铁、有色、煤炭、电力、石油石化、化工、建材、纺织、造纸等九大重点耗能行业用电占整个工业用电的 60% 以上，且单位产值的能耗平均比国外先进水平高出 40%，节能增效的空间巨大。公司综合节能服务业务重点为工业节能，围绕发电厂节能增效、工业电气节能增效和工业余热余压余汽发电利用三大领域提供系统化的解决方案。

表 7：公司节能服务主要类型

业务类型	节能服务内容
发电厂节能增效	主要针对给水泵环节，应用效率更高的变频器直接调节给水泵电动机替代原来的液耦器滑差调节，可降低给水泵组的用电损耗 20% 以上
工业电气节能增效	主要从用电环节、供配电环节和运行管理三方面展开，用电环节包括电机系统采用变频器取代风门阀门调节、采用高效电机、泵等设备取代低效设备、照明系统采用高效光源取代低效光源等，供配电环节主要是合理采用无功补偿和谐波治理提高电能质量和功率因素，用电管理主要是建立完善、全面的用电监控和电能管理系统，提高节能管理水平，优化生产，提升单位能耗的生产效率
工业余热余压余汽发电利用	低温余热余压余汽发电技术是通过回收水泥、钢铁、冶金、石化等企业排放的温度低于 300-400 摄氏度的中低温气体进行发电及综合利用，典型应用如石灰生产回转窑的转炉饱和蒸汽通过烟气余热锅炉和汽轮发电机组实现发电利用等

资料来源：光大证券研究所

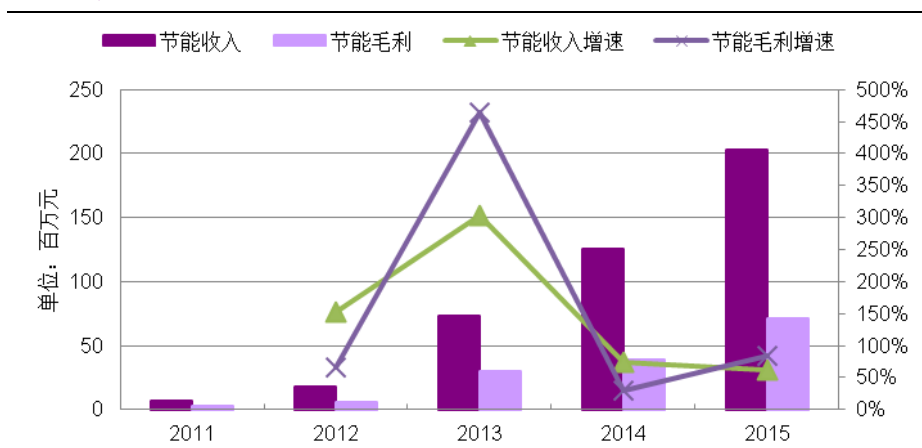
公司是节能改造中的主要设备高压变频器、无功补偿装置的设备提供商，由设备转向综合解决方案，公司节能服务业务迅速发展。公司节能服务开展的主要形式为合同能源管理（EMC），目前项目陆续进入节能收益分享阶段，带来收入和业绩的快速增长。

表 8：公司主要合同能源管理项目

客户	项目内容	合同签订日期	收益分享年限	预计节能收益分享总额（万元）
酒钢宏兴	酒钢集团节能改造项目	2011 年 1 月	7 年	2169
酒钢天风不锈钢	酒钢集团节能改造项目	2011 年 1 月	7 年	5040
酒钢宏兴	酒钢集团节能改造项目	2011 年 1 月	7 年	841
嘉峪关宏晟热电	酒钢集团节能改造项目	2011 年 1 月	7 年	507
徐州泰发特钢	泰发钢铁 2 号高炉高低压变频节能改造	2011 年 3 月	3 年	3900
嘉峪关宏晟热电	宏晟热电 2*300MW 发电机组通流改造	2011 年 8 月	9 年	22143
新余钢铁	新钢股份 余热余压发电利用	2012 年 3 月	15 年	20196
毕节江天水泥	江天水泥 厂余热发电	2013 年 1 月	7 年	9318
阿拉善左旗瀛海建材	水泥生产线低温余热利用项目	2013 年 4 月	5 年	8448
韶钢松山	韶钢能效电厂电机系统节电改造	2013 年 5 月	6 年	18029
红铅有色化工	红铅化工 6MW 余热发电 EMC 项目	2013 年 12 月	10 年	12476
天津冶金集团轧三钢铁	轧三钢铁发电工程 EMC 合同	2014 年 6 月	3 年	21080

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：节能业务收入和利润快速增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

凭借在能源动力领域节能增效技术方面的持续研发投入以及产品+方案的综合优势，公司从国家发改委备案的 3000 多家节能服务公司中脱颖而出，已成为节能服务领域的龙头企业之一。在以年度节能量客观指标为评价标准的全国节能服务公司百强榜上，公司名列第四位。

表 9：公司已成为节能服务领域的龙头企业

年份	事件
2013	全国节能服务公司百强榜第八名
2014	全国节能服务公司百强榜第五名
2015	全国节能服务公司百强榜第四名 全国节能服务公司综合能力 AAAAA 级评价 (AAAAA 级评价企业共计 11 家) 2015 中国节能服务公司十大顶级品牌

资料来源：光大证券研究所

2.2、联手南网开拓节能服务市场

联手南网开拓市场，奠定竞争优势。2013 年 3 月，智光节能与南方电网综合能源有限公司（南网旗下节能平台）合资成立南能智光，智光节能持股 49%。2014 年 4 月，双方按原比例增资，南能智光注册资本由 900 万元增至 5700 万元。通过设立合资公司将智光节能的技术优势与南网综合能源的客户资源优势结合，显著增强公司在节能服务市场的竞争力。目前已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。合作模式在贵州取得成功后，2015 年 6 月智光节能与南网综合能源再次合资成立南电能源，将业务范围拓展至广东、广西、云南、贵州和海南五省。和南网的两度联手，充分体现出公司节能服务领域技术优势得到市场认可，同时将为公司节能业务的长远发展奠定基础。

表 10：联手南网布局节能服务

公司名称	设立时间	注册资本	股权结构	经营定位
南能智光	2013 年设立，2014 年增资	900 万/5700 万（增资后）	智光节能 49%，南网综合能源 51%	以贵州省内余热余压综合利用项目为基础，开展经营活动，开发、投资、建设、运营能源服务项目
南电能源	2015 年 6 月	6800 万	智光节能 49%，南网综合能源 51%	以广东省、广西壮族自治区、云南省、贵州省和海南省五省（区）的余热利用项目、生物质发电项目等能源综合利用业务为基础，开发、投资、建设、运营能源服务项目

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.3、聚焦发电厂节能，市场空间巨大

合同能源管理项目最主要的风险来自于客户经营风险。一旦客户由于经营不善，盈利能力下降，在没有改善措施的情况下，很可能会压缩生产规模，节能改造后的设备就达不到预定负荷，预计的节能量及效益就会下降，从而导致合同能源管理的利润下降。公司节能业务重心逐步向发电行业倾斜，一方面发电厂多为国企背景，信用违约可能性较小，另一方面发电厂经营情况稳定，现金流好，经营风险小。

发电厂节能改造市场空间巨大。国家发改委于 2014 年印发《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020 年）》，明确提出要“重点对 30 万千瓦和 60 万千瓦等级亚临界、超临界机组实施综合性、系统性节能改造，改造后供电煤耗力争达到同类型机组先进水平”，“力争 2015 年前完成改造机组容量 1.5 亿千瓦，“十三五”期间完成 3.5 亿千瓦。按 300MW 机组考虑，“十三五”期间将实施节能改造的机组达到近 1200 台，市场空间巨大。

公司目前主攻发电厂锅炉给水泵节能改造，2015 年新增 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。公司在发电厂节能改造方面优势显著，2012 年在国内首次开展 300MW 级机组给水泵节能改造，实施的中铝六盘山热电厂节能改造项目获得 2014 年全国电力职工技术成果一等奖。近期公告中标漳泽电力 600MW 发电机组项目，为国内首个 600MW 机组给水泵节能改造项目。

表 11：2015 年公司大力拓展发电厂节能改造项目

项目	装机容量	状态
中电投分宜电厂 9 号机组	300MW	已完成
中国铝业兰州分公司自备电厂 2 号机组	300MW	已完成
同煤国电王坪电厂 2 号机组	200MW	已完成
台州电厂 7 号机组	300MW	实施中
华泽铝电自备电厂	300MW	实施中
清水川电厂	300MW	实施中
中电投通辽电厂	200MW	实施中
兰铝 3 号机组	300MW	实施中
清水川 2 号机组	300MW	实施中
中电投通辽 2 号机组	200MW	实施中
华泽铝电 4 号机组	300MW	实施中
石嘴山 1-4 号机组	300MW	实施中

资料来源：光大证券研究所

表 12：给水泵节能改造收益测算

项目	
机组容量	300MW
给水泵能耗占发电量比例	2.5%~4%
改造后节电率	25%
年节电量	1000 万度
年节能收益	300 万元
收益分享年限	8~10 年
收益分配方式（节能公司/业主）	80%/20%
节能公司年节能收益分享	240 万元

资料来源：光大证券研究所

公司 2015 年 8 月与山西国锦煤电签署了《山西国锦煤电一期供热热网工程合同能源管理（EMC）项目合同》，通过采用高背压等技术，利用汽轮机乏汽余热回收解决城市冬季集中供暖，在效益分享期十年内从该项目分享的总节能收入约为 2.8 亿元。该目标标志着公司在热电厂余热利用和区域高效集中供暖电厂领域取得突破，进一步打开新的市场。

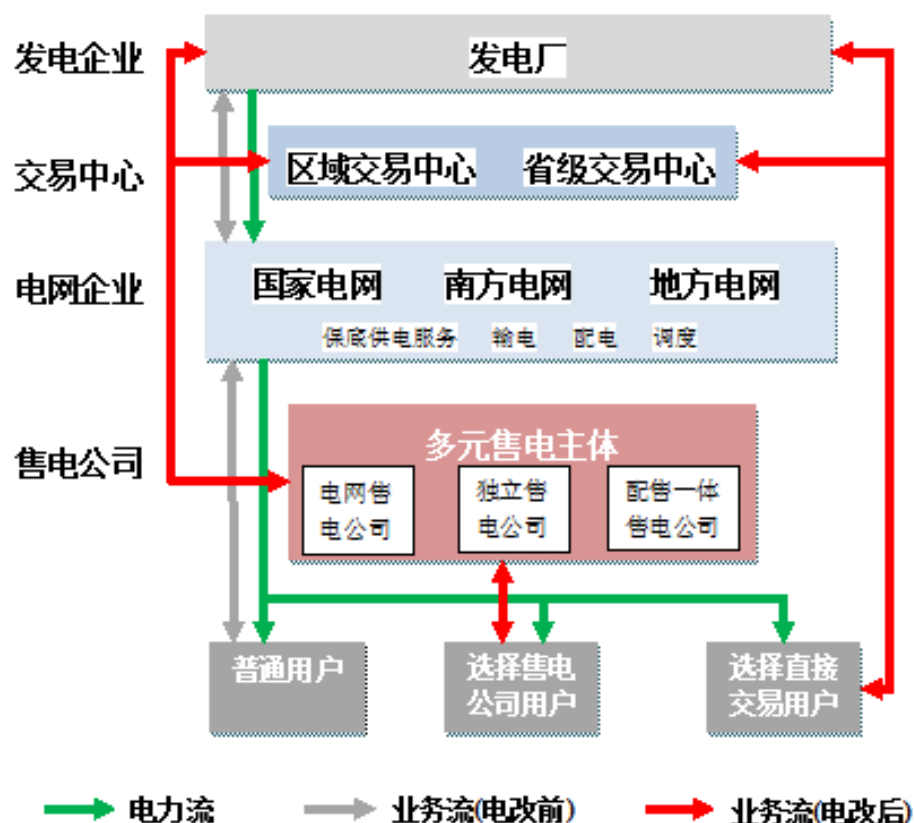
3、借力电改开拓用电服务市场

3.1、电改重塑产业链，供需关系决定用户市场主体地位

2014 年 6 月，习近平总书记在中央财经领导小组会议上提出，将推动能源生产和消费革命作为国家的长期战略，由此拉开新一轮电改的大幕。到去年 11 月的六个电改配套文件出台，此轮电改的方向和模式逐步清晰。

“放开两头、管住中间”将重塑电力产业链。电改的核心内容是“放开两头，管住中间”，即放开发电、售电等属于竞争性环节的价格，管住输电、配电等属于自然垄断环节的价格。尽管改革整体不达预期，但确实打破了电网“输、配、售”垂直一体化的垄断，将重塑电力产业链。传统的电力产业链中，电网公司从发电企业购电，卖给用户，赚取差价。电改后，电网公司角色变为电力输送通道提供商，而电力交易则直接在供方（发电企业）和需方（用户或作为用户代理的售电公司）间发生。

图 6：电改重塑电力产业链

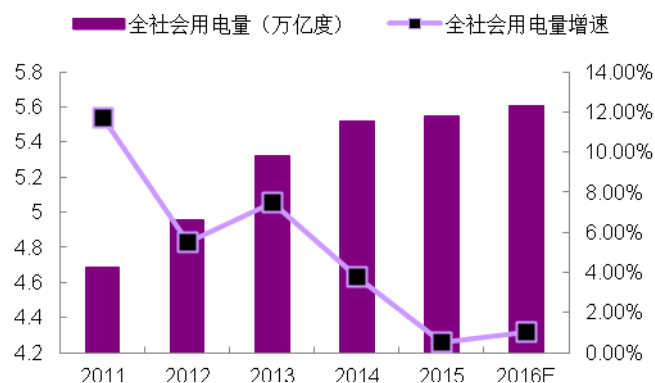


资料来源：光大证券研究所

供需关系的变化引发市场主体地位的改变，重塑行业形态。电改前，对于发电企业，电网公司是唯一的下游，对于用户，电网公司是唯一的上游，因此在电力市场中，电网公司处于绝对的强势地位。而电改后，发电企业直接与用户（或作为用户代理的售电公司）交易，形成多买多卖的格局。

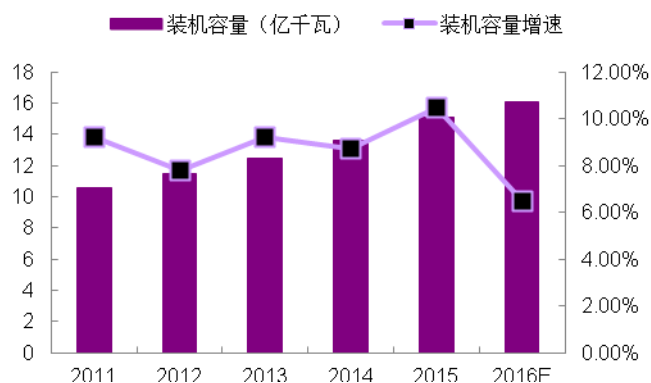
电力多买多卖格局将造就买方市场。全社会用电量在十一五期间保持高速增长，复合增长率高达 12%，进入十二五以来，增速显著放缓，到 2015 年已经基本停滞。而装机容量则继续保持 10% 以上的增速，导致电力供需宽松，其中东北和西北区域供应能力富余较多，华北电力供需总体平衡略宽松，华东、华中和南方区域电力供需总体宽松、部分省份富余。供需宽松带来的结果则是发电设备利用小时数的持续下降，在电改后多买多卖的格局中，将形成买方市场，电力用户在市场占据主导地位。

图 7：全社会用电量增速放缓



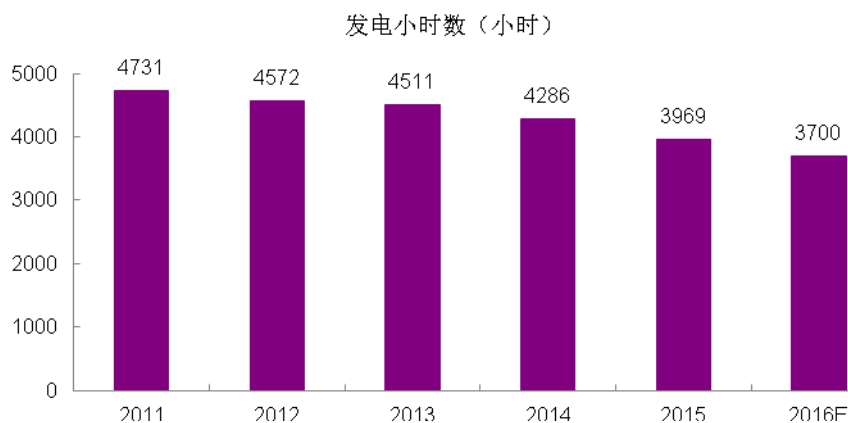
资料来源：中电联、光大证券研究所

图 8：装机容量高速增长



资料来源：中电联、光大证券研究所

图 9：发电设备利用小时数持续下降



资料来源：中电联、光大证券研究所

用户对用电服务的需求得以释放。在电改前，由于电网公司的绝对强势，用户处于被动接受的地位，无论是电力业务还是相关的电力服务，都受到电网公司的束缚，没有选择权。而电改则去除了电网公司对用户的束缚，用户成为电力市场的中心主体，用户对能源以及能源服务的各种需求得以释放，电力行业中的各种主体将会积极、自发的进行创新以满足用户需求。我们认为，还原电力的商品属性只是电改的手段，真正的目的是释放用户需求，激发市场活力，促进技术和商业模式创新，以改善能源结构、提升能源分配效率、缓解能源供给和环保压力。

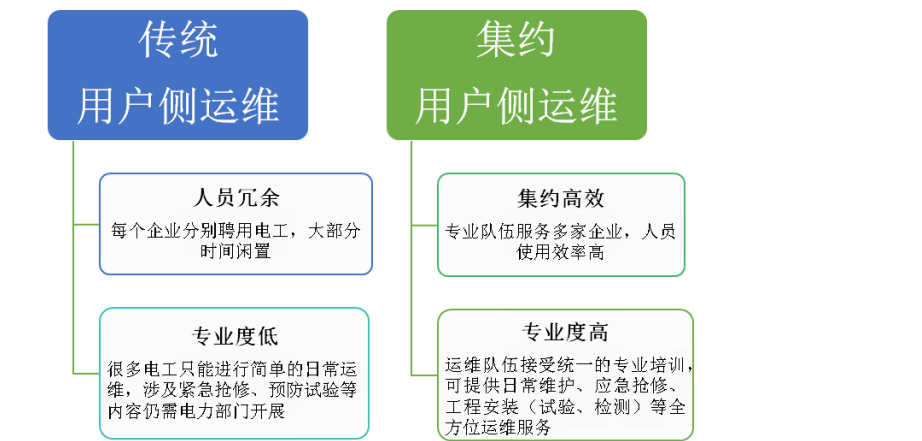
3.2、1+N 模式深度挖掘用电服务市场

目前全国工商业专变用户在 300 万户以上。对于专变用户，其企业内部的配电设施由企业自己负责运维。电改前，由于电网公司的束缚，用户并没有选择权，多为自己雇佣电工进行设备运维，按照电工安全规程，至少应配备两名电工，年投入在 10 万以上。测算用户侧运维市场空间高达 3000 亿。电改后，工商业用户将拥有自主选择权，电力用户用电将更加便利，工商业用户的用电运行维护管理将向市场开放。

公司通过集约化运维降本增效，盈利模式清晰。目前用户侧设备运维多采用企业聘用电工的模式，存在人员冗余、专业度不高等问题，效率低下。通过

社会运维主体提供集约化的运维服务，可以降低企业的人力成本，同时也提升运维水平和效率。对用户配电室进行无人值守改造，相关监测、检测信息连接到自动化平台，实现配电室智能化管理，可以进一步解放人力，提升效率。公司从设备提供向下游延伸，切入用户设备运维服务。目前基础运维根据用户的厂内电力设备规模以及厂外电缆长度考虑，平均每户每年为 4~5 万左右，可以完全替代用户聘用的电工。对于公司而言，平均每名人员可负责起 10 户用户设备的运维，集约化运作保证高盈利能力。对于用户而言，每年的基础运维费用由 10 万下降至 5 万，成本降低的同时获得的反而是更为专业的全方位“电力设备托管”服务。模式的创新和效率的提升实现了公司和用户的双赢。

图 10：集约化运维优势显著



资料来源：光大证券研究所

电力设施运维是所有用户的共性需求，除此之外，根据具体情况，用户还会有各种其它需求。公司将以电力设施运维为基础，从用户的实际需求出发，拓展设备定期检验检修、故障处理、设备改造扩建、电力工程等业务，提供“1+N”的全方位用电服务，深度挖掘用户潜在价值，同时进一步增强用户粘性。

表 13：用电服务 1+N 模式

服务项目	服务内容	收费模式
电力设施运维	对运行中的电力设施进行周期性的保养、检测试验，提出设备状态评价及设备检修方案。根据合同约定向客户收取年度运行维护费用	根据合同约定向客户收取年度运行维护费用
设备定期检验检修	根据用户要求开展周期性设备性能检验，出具检验报告	根据服务范围按次收取服务费
故障处理	响应用户故障处理请求，提供人力、技术、材料及设备支持，对出现故障的运行中的电力设备进行维修	根据工程量结算服务费
设备改造、扩建	根据用户设备改扩建方案，对无法满足当前的用电需求的设备容量，通过更换或增加设备、设施，对原电力设施开展施工、建设及调试	根据国家收费标准及工程量，结合工程复杂程度收取服务费
运行优化	选取最佳运行方式、调整负荷、提高功率因数、调整或更换变压器、电网改造等，在传输相同电量的基础上，达到减少系统损耗、提高经济效益的目的	根据协议收取专项服务费
电力工程	对新增输电、变电设施开展全过程技术服务，开展与电力的生产、输送、分配有关的工程建设	根据收费标准及工程量收取费用

资料来源：公司公告，光大证券研究所

开展售电业务公司具备协同效应和先发优势。在用电服务领域，用户具有充分的选择权，因而用户资源是核心竞争力所在。公司在高压变频设备与节能服务业务领域深耕多年，这些产品和服务主要面对的就是工业用户，和用电服务业务是同一客户群体，能够产生有效的协同效应。公司早在 2014 年就成立了广州用电服务公司，布局用电服务业务，已探索出较为成熟的业务开展及客户拓展模式，并在 2015 年度实现了显著盈利，具有显著的先发优势。

公司在多年的电力设备经营中已经同南方电网建立了密切的业务联系，通过切实可行的商业模式和有竞争力的股权激励机制，吸引电网内人才及专业队伍加入，共同开拓用电服务业务。出自电网的团队熟悉用电服务业务，同时有用户资源基础，能够迅速拓展市场。通过这种方式，公司能够实现商业模式的快速异地复制，目前已在广东的广州、肇庆、汕头、江门、东莞等五个城市、广西南宁及云南昆明成立用电服务公司，进行线下服务网络布局。

表 14：联合地方资源开拓用电服务市场

地区	公司名称	股权结构
广州	广州智光用电服务有限公司	智光用电投资持股 51%，朱传和持股 49%
肇庆	肇庆智光用电服务有限公司	广州智光用电服务持股 70%，杜建美持股 30%
汕头	汕头智光用电服务有限公司	智光用电投资持股 60%，黄浩持股 40%
东莞	东莞智光用电服务有限公司	智光用电投资持股 55%，张家成持股 23%，杨志钦持股 22%
江门	江门智光用电服务有限公司	智光用电投资持股 55%；易颂文持股 40%；吕建林持股 5%
南宁	南宁智光用电服务有限公司	智光用电投资持股 55%；农京禄持股 45%
昆明	昆明智光用电服务有限公司	智光用电投资持股 55%；范林持股 45%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2015 年度，广州智光用电服务公司实现营业收入近 7000 万元，净利润近 1000 万元，拓展用电服务客户近 800 户，累计达 50 万千伏安专变容量。我们预计公司将在三年内将用电服务公司数量拓展到 37 家。根据广州用电服务公司用户拓展情况，我们判断每家用电服务公司覆盖客户数在 1000 户左右，通过一年到一年半的时间客户拓展可实现覆盖目标。

表 15：用电服务客户拓展进度预测

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
用电服务公司数量	6	15	25	32	37	37
用户数量	800	6000	13000	22000	30000	37000

资料来源：光大证券研究所

公司电力设施运维服务的收费方式为签订合同（通常是 3~5 年的合同）后用户即支付首年运维费，收到运维费后即全额确认为当年收入，安装、抢修、试验等服务的费用根据具体发生的情况再单独支付。随着用户的快速拓展，用电服务业务的收入和业绩都将迎来高速增长。

4、售电业务或将取得突破

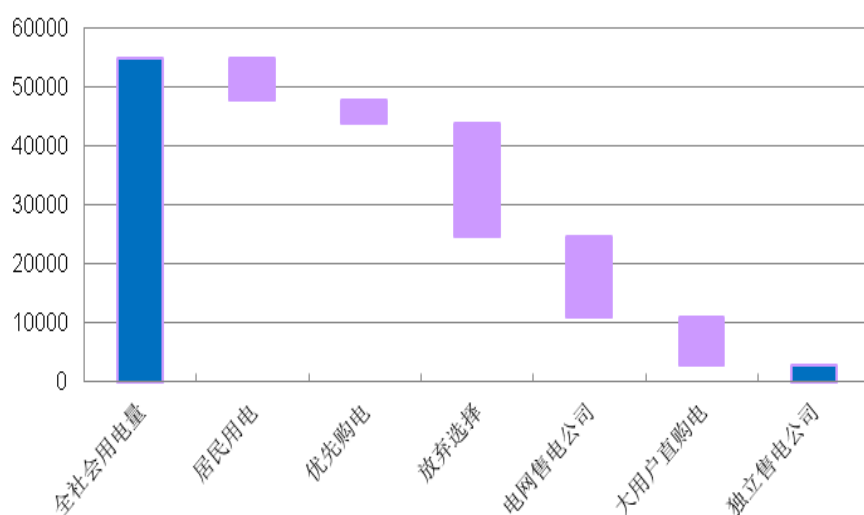
4.1、电改打开售电市场空间

传统的电力模式下，电网企业从发电企业购电，销售给电力用户，输配电业务和售电业务的利润都蕴含在购、售差价中，掌握在电网企业手里。而电改后，电网企业提供输配电通道业务，赚取输配电利润，售电利润则转移到售

电公司手中。根据中国电监会披露的《电价监管报告》显示，2014 年全年，我国社会用电总量约为 5.52 万亿千瓦时，按照全国平均销售电价 0.492 元/千瓦时计算，全国售电市场总容量为近 3 万亿元。

短期内，我们预计属于独立售电公司的售电市场空间为 3000 亿度左右。根据电改配套文件《关于推进售电侧改革的实施意见》，居民用电不参与市场竞争，一产用电和三产中的重要公用事业、公益性服务行业用电为优先购电，也不参与市场竞争，这两部分占总用电量的 20% 左右。现阶段仅 110 千伏（66 千伏）及以上电压等级工商业用户、部分 35 千伏电压等级工商业用户可以参与直接交易，无选择权的用户以及由于惯性放弃选择权的用户会占到相当大比例。然后，电网公司的售电公司有前期售电基础，短期内有竞争优势，在售电公司现阶段无法提供增值服务的情况下大用户直购电更具成本优势。最后剩下的属于独立售电公司的市场份额预计在 5% 左右，约 3000 亿度。

图 11：售电量市场空间（单位：亿度电）

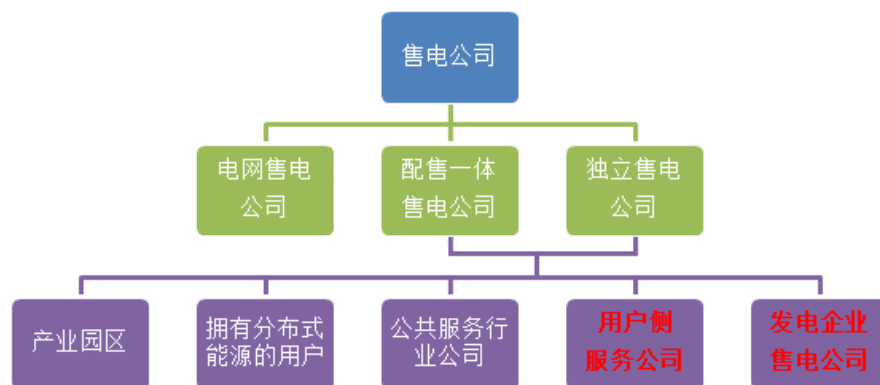


资料来源：光大证券研究所

4.2、服务侧切入售电更有优势

根据电改配套文件，售电公司包含电网售电公司、配售一体售电公司和独立售电公司三大类，具体参与的社会主体将呈现多元化格局。从售电业务产业链来看，我们看好更贴近产业链两端的售电主体，即发电企业成立的售电公司，因为其拥有购电成本方面的优势，以及从事用户侧服务的公司，因为其拥有客户资源优势。

图 12：售电主体类型

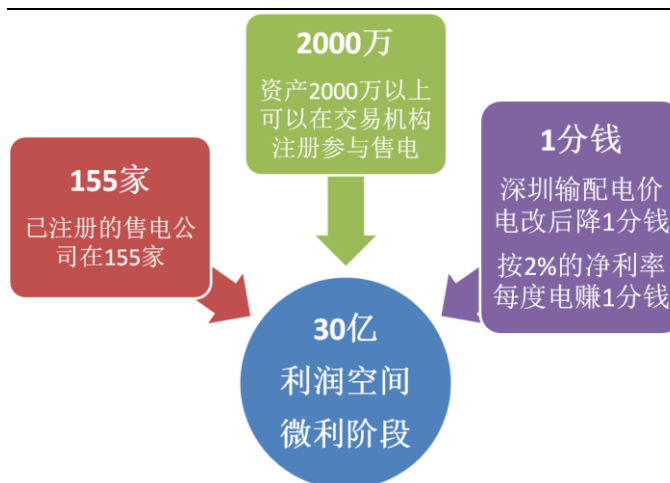


资料来源：光大证券研究所

比较从事用户侧服务的公司和发电企业的售电公司，我们认为从事用户侧服务的公司更有优势。一方面因为发电企业售电公司的低成本是建立发电企业让利的基础上的，对于发电企业整体而言只是利润的重新分配，并未创造新的价值；另一方面，我们认为用户并非只对价格敏感，对于服务体验的需求也将是影响选择的重要因素，而本身就是从事服务的公司无疑更具优势。

售电业务短期内将处于微利阶段。一方面，独立售电公司面临着电网售电公司挤压和大用户直购电的分流。另一方面，售电公司之间的竞争也会异常激烈。目前已有公开报道注册成立的售电公司就已达155家，而按照售电公司注册制的准入方式，可以预见之后还会不断有售电公司成立。现阶段售电公司之间产品完全同质化，将导致售电只能单纯靠价格竞争，处于微利阶段。考虑到深圳输配电价改革后输配电价每度电降1分钱，以及以印度市场为例，售电侧放开初期售电业务利润率仅在2%左右，我们预计短期内每度电净利润为1分钱左右，对应利润空间约30亿元。

图 13：售电利润空间



资料来源：光大证券研究所

4.3、立足广东布局售电，优势显著

去年12月底，公司出资2.5亿元成立广东智光电力销售有限公司，布局开展售电业务。根据电改配套文件《关于推进售电侧改革的实施意见》，“资产总额在2亿元人民币以上的，不限制其售电量”，公司取得售电交易席位后，售电

量将不受限制。公司已向广东省经信委提交售电席位申请，有望在近期获得批复。

广东省在全国售电侧改革中走在最前列。15年11月，发改委、能源局发布了《关于同意重庆市广东省开展售电侧改革试点的复函》，同意重庆市、广东省开展售电侧改革试点，为目前仅有的两个售电侧改革试点。近期广东省经信委将广州开发区纳入广东省第一批售电体制改革试点，同时广州电力交易中心于3月1日挂牌，广东省经信委已批复试点首批13家售电公司，我们预计广东境内的售电业务近期将迈出实质性脚步。

现有的800户和未来规划的3.7万户用电服务客户是公司开展售电业务的核心竞争力。根据电改配套文件《关于有序放开发用电计划的实施意见》，“现阶段可以放开110千伏（66千伏）及以上电压等级工商业用户、部分35千伏电压等级工商业用户参与直接交易”。广东经信委将广州开发区列入试点时也提出“年用电量1000度以上的规模以上工业企业可参与2016年直接交易市场”。公司的用电服务客户平均专变容量为630kVA左右，接入电压多为10kV，年用电量在500万度以下，本身有很强的降低电费成本的需求，但又不具备参与直接交易的资格，从售电公司购电将是唯一可行的选择。通过用电服务建立起的用户粘性将为公司拓展售电客户奠定坚实基础。

大股东实力有助于尽快打开售电局面。公司大股东金誉集团在广州即有两家发电企业资产，公司拿到售电交易席位后，既有上游的电厂资源，又有下游的客户资源，将能迅速打开售电局面，摸索和积累售电经验，在售电市场中掌握先机。

表 16：金誉集团旗下发电资产

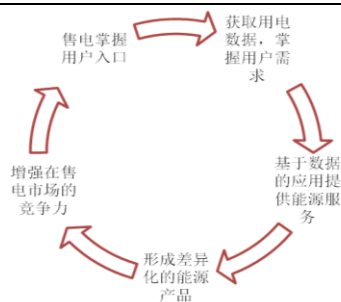
公司名称	主营业务
广州瑞明电力股份有限公司	火力发电；电力供应；热力生产和供应；煤炭及制品批发；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；信息技术咨询服务
广州发展南沙电力有限公司	电力、热力生产和供应业

资料来源：光大证券研究所

5、打造闭环，布局大能源服务

售电业务短期内的状态将是量小、利微，核心原因是售电公司提供的是同质化的产品。售电业务是未来整个能源交易体系中的数据中心，参与售电的意义在于掌握用户入口，在数据为王的互联网时代占据制高点。数据的应用将增值服务的价值，而增值服务的提供又将产品形成差异化，提升售电业务的竞争力，进一步加强对用户入口的掌握。

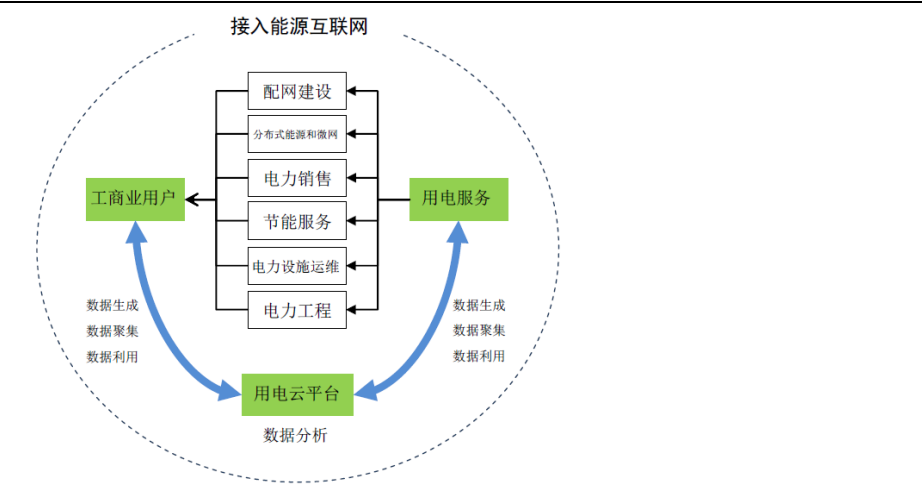
图 14：售电与用电服务相互促进



资料来源：光大证券研究所

公司以用电量较大的工商业用户为入口，打造售电+服务的闭环，形成业务的有效协同和相互促进，并以此为基础，基于大数据的应用进一步拓展业务领域，为用户提供能源接入、能源调度、节能服务以及智能用电服务一体化的综合能源供应和应用解决方案，打造大能源服务。随着用电服务和售电业务的稳步推进，公司将逐步实现从设备制造商向综合能源服务商的转型。

图 15：公司大能源服务布局



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 17：进一步拓展用电服务领域

服务项目	服务内容
节能改造、投资	由用户或自主出资对用户原来的电力设备进行节能减排升级改造，来实现减少能源消耗量，为用户提供人力、技术、设备及资金等综合服务
设备投资、托管	出资自主完成工商业用户专用电力设备建设，并提供设备的后续运行维护服务
配网投资、建设	根据国家电力体制改革方向，参与区域或用户增量配网工程建设及运营
综合能源利用	热、电、冷、气相关的咨询诊断、检测评估、技术改造和信息服务、技术研发、设备研制；新能源开发、节能减排、用户侧储能项目的投资、建设、运营
分布式能源微网	开展区域电网、热电冷联供以及清洁能源综合利用项目的投资建设及运营

资料来源：光大证券研究所

6、估值水平与投资评级

6.1、盈利预测

核心假设：

- 1、公司用电服务业务有序推进，16、17 和 18 年用电服务用户分别达到 6000、1.3 万和 2.2 万户；15 年由于电力工程项目较多拉低了毛利率，随着电力设施运维服务的比重提高，毛利率将会提升。
- 2、节能服务业务毛利率保持稳定，合同能源管理项目节能收益分享的回款稳定；

3、售电业务 16 年打开局面，初期处于微利状态，后续随着用电服务+售电闭环的打造形成综合竞争力，毛利率逐步提升。

表 18：公司收入结构预测（百万元）

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	607	1,307	1,798	2,334	3,069
营业总成本	403	975	1,316	1,688	2,184
毛利率	34%	25%	27%	28%	29%
营业收入增长率	8%	115%	38%	30%	32%
电力电缆					
营业总收入	/	582	611	642	674
营业总成本	/	480	501	526	553
毛利率	/	18%	18%	18%	18%
营业收入增长率	/	/	10%	10%	10%
电气控制设备					
营业总收入	481	453	489	529	571
营业总成本	315	313	333	359	388
毛利率	35%	31%	32%	32%	32%
营业收入增长率	-2%	-6%	8%	8%	8%
综合节能服务					
营业总收入	126	203	304	410	533
营业总成本	87	132	198	267	347
毛利率	30.55	35.07	35%	35%	35%
营业收入增长率	73%	61%	50%	35%	30%
用电服务					
营业总收入	/	69	330	585	990
营业总成本	/	50	231	398	653
毛利率	/	27%	30%	32%	34%
营业收入增长率	/	/	380%	77%	69%
售电服务					
营业总收入	/	/	34	105	200
营业总成本	/	/	29	86	160
毛利率	/	/	15%	18%	20%
营业收入增长率	/	/	/	209%	90%

资料来源：光大证券研究所

表 19：盈利预测与关键指标（百万元）

利润表（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	607	1,307	1,798	2,334	3,069
营业成本	403	975	1,316	1,688	2,184
折旧和摊销	56	142	111	122	132
营业税费	4	9	12	16	21
销售费用	65	67	90	105	138
管理费用	66	90	117	140	184
财务费用	31	63	27	30	32
资产减值损失	13	(4)	1	4	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
营业利润	27	108	235	350	508
利润总额	52	155	255	370	528
少数股东损益	8	31	45	91	130
归属母公司净利润	42	108	185	242	345
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.13	0.34	0.58	0.77	1.09
NOPLAT	55	153	236	342	486
EBIT	57	170	262	380	540
EBITDA	113	312	374	502	672

资料来源：光大证券研究所

6.2、相对估值

选取和公司主营业务接近的上市公司新联电子、中恒电气和双良节能，根据 PE 指标进行相对估值。

表 20：可比公司估值水平

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			15	16E	17E	15	16E	17E
002546	新联电子	41.86	0.62	0.78	1.04	68	54	40
002364	中恒电气	23.98	0.27	0.47	0.67	89	51	36
600481	双良节能	6.39	0.18	0.21	0.25	36	30	26

资料来源：Wind 一致预期

预计公司 2016 年-2018 年净利润分别为 1.85 亿元、2.42 亿元、3.46 亿元，EPS 分别为 0.58 元、0.77 元、1.09 元，对应 PE 分别为 31、23、16 倍。目标价 23 元，对应 2016 年 PE 为 40 倍。

6.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：经过第二阶段后，公司将成为节能服务和用电服务行业的龙头，进入稳定增长阶段，故假设长期增长率为 2%；
- 2、β 值选取：采用申万二级行业分类-电力设备的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 10%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta(\beta_{levered})$	0.93
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	10.34%
税率	10.00%
Kd	6.07%
Ve	4,087.8
Vd	928.3
目标资本结构	18.51%
WACC	9.55%
资料来源：光大证券研究所	

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	304.98	3.95%
第二阶段	2,723.86	35.32%
第三阶段 (终值)	4,683.40	60.73%
企业价值 AEV	7,712.24	100.00%
加：非经营性净资产价值	291.20	3.78%
减：少数股东权益 (市值)	267.16	-3.46%
减：债务价值	928.34	-12.04%
总股本价值	6,807.95	88.27%
股本 (百万股)	316.11	-
每股价值 (元)	21.54	-
PE (隐含)	36.87	-
PE (动态)	30.77	-
资料来源：光大证券研究所		

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.55%	24.04	25.30	26.75	28.44	30.43
9.05%	21.71	22.75	23.95	25.32	26.92
9.55%	19.68	20.55	21.54	22.66	23.96
10.05%	17.88	18.62	19.45	20.38	21.45
10.55%	16.30	16.92	17.62	18.40	19.29

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值 区 间	敏感度分析区间
FCFF	22	16 — 30	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
APV	23	17 — 33	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$

资料来源：光大证券研究所

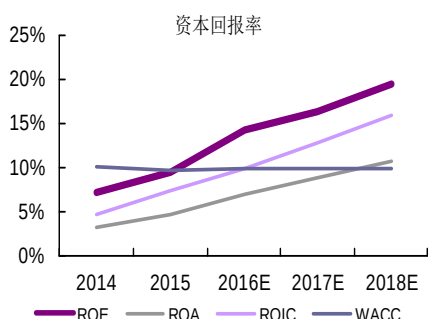
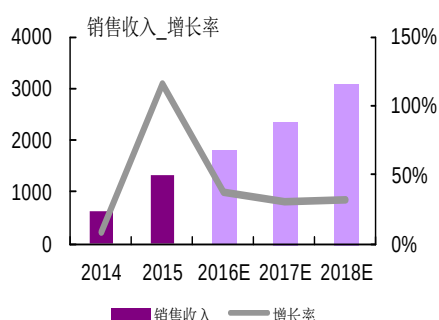
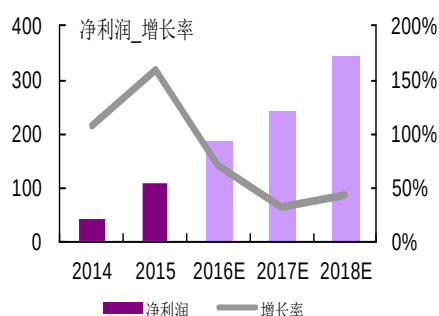
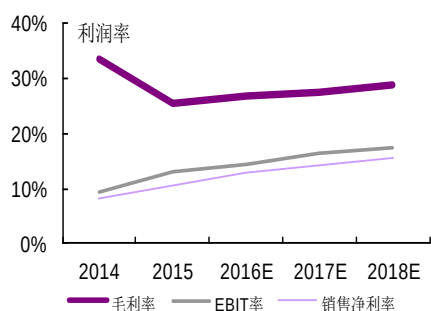
根据以上几种绝对估值方法，得到公司每股价值区间为 16-33 元。

6.4、估值结论与投资评级

公司节能服务稳步推进，用电服务+售电的闭环的打造将有效锁定工商业客户，由设备制造向大能源服务转型的布局清晰。结合相对估值和绝对估值结果，给予 23 元的目标价，维持买入评级。

7、风险分析

- （1）公司用电服务业务的推进不达预期，客户拓展进度慢或外部竞争环境恶劣导致盈利能力减弱；
- （2）节能服务客户出现经营风险，开工率降低导致合同能源管理项目收益分享减少；
- （3）电改进度低于预期导致售电业务拓展缓慢。



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	607	1,307	1,798	2,334	3,069
营业成本	403	975	1,316	1,688	2,184
折旧和摊销	56	142	111	122	132
营业税费	4	9	12	16	21
销售费用	65	67	90	105	138
管理费用	66	90	117	140	184
财务费用	31	63	27	30	32
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
营业利润	27	108	235	350	508
利润总额	52	155	255	370	528
少数股东损益	8	31	45	91	130
归属母公司净利润	41.75	108.02	184.63	242.37	345.44

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	1,590	3,061	3,305	3,806	4,443
流动资产	855	1,769	2,000	2,472	3,091
货币资金	95	360	180	233	307
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	536	979	1,338	1,645	2,041
应收票据	36	58	63	82	107
其他应收款	22	31	36	47	61
存货	145	229	263	338	437
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	29	62	62	62	62
固定资产	342	846	921	975	1,012
无形资产	53	97	92	88	83
总负债	906	1,778	1,824	2,037	2,266
无息负债	332	691	846	1,038	1,294
有息负债	573	1,087	979	999	972
股东权益	684	1,283	1,481	1,768	2,177
股本	266	316	316	316	316
公积金	182	545	564	588	622
未分配利润	147	288	423	595	839
少数股东权益	88	134	179	270	400

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	86	160	135	259	349
净利润	42	108	185	242	345
折旧摊销	56	142	111	122	132
净营运资金增加	15	482	305	280	363
其他	-27	-572	-466	-385	-491
投资活动产生现金流	-199	-259	-147	-150	-150
净资本支出	-176	-136	-147	-150	-150
长期投资变化	29	62	0	0	0
其他资产变化	-52	-185	0	0	0
融资活动现金流	77	278	-167	-55	-126
股本变化	0	50	0	0	0
债务净变化	123	514	-109	21	-27
无息负债变化	16	358	155	193	256
净现金流	-36	179	-180	54	74

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.75%	115.16%	37.57%	29.79%	31.53%
净利润增长率	107.14%	158.74%	70.93%	31.27%	42.53%
EBITDA/EBITDA 增长率	31.67%	174.90%	19.85%	34.48%	33.70%
EBIT/EBIT 增长率	25.76%	197.97%	54.26%	45.19%	41.90%
估值指标					
PE	136	53	31	23	16
PB	10	5	4	4	3
EV/EBITDA	48	22	19	14	11
EV/EBIT	96	40	27	19	14
EV/NOPLAT	100	44	29	21	15
EV/Sales	9	5	4	3	2
EV/IC	5	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	33.69%	25.40%	26.83%	27.67%	28.85%
EBITDA 率	18.66%	23.85%	20.77%	21.52%	21.88%
EBIT 率	9.39%	13.00%	14.58%	16.30%	17.59%
税前净利润率	8.52%	11.83%	14.19%	15.87%	17.21%
税后净利润率 (归属母公司)	6.87%	8.26%	10.27%	10.39%	11.25%
ROA	3.14%	4.54%	6.95%	8.76%	10.70%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.00%	9.40%	14.18%	16.17%	19.43%
经营性 ROIC	4.60%	7.34%	9.84%	12.66%	15.74%
偿债能力					
流动比率	1.37	1.39	1.51	1.61	1.75
速动比率	1.14	1.21	1.31	1.39	1.50
归属母公司权益/有息债务	1.04	1.06	1.33	1.50	1.83
有形资产/有息债务	2.64	2.70	3.28	3.72	4.48
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.13	0.34	0.58	0.77	1.09
每股红利	0.03	0.10	0.15	0.21	0.30
每股经营现金流	0.27	0.51	0.43	0.82	1.10
每股自由现金流(FCFF)	-0.21	-1.04	-0.33	0.12	0.34
每股净资产	1.89	3.64	4.12	4.74	5.62
每股销售收入	1.92	4.13	5.69	7.38	9.71

资料来源：光大证券、上市公司

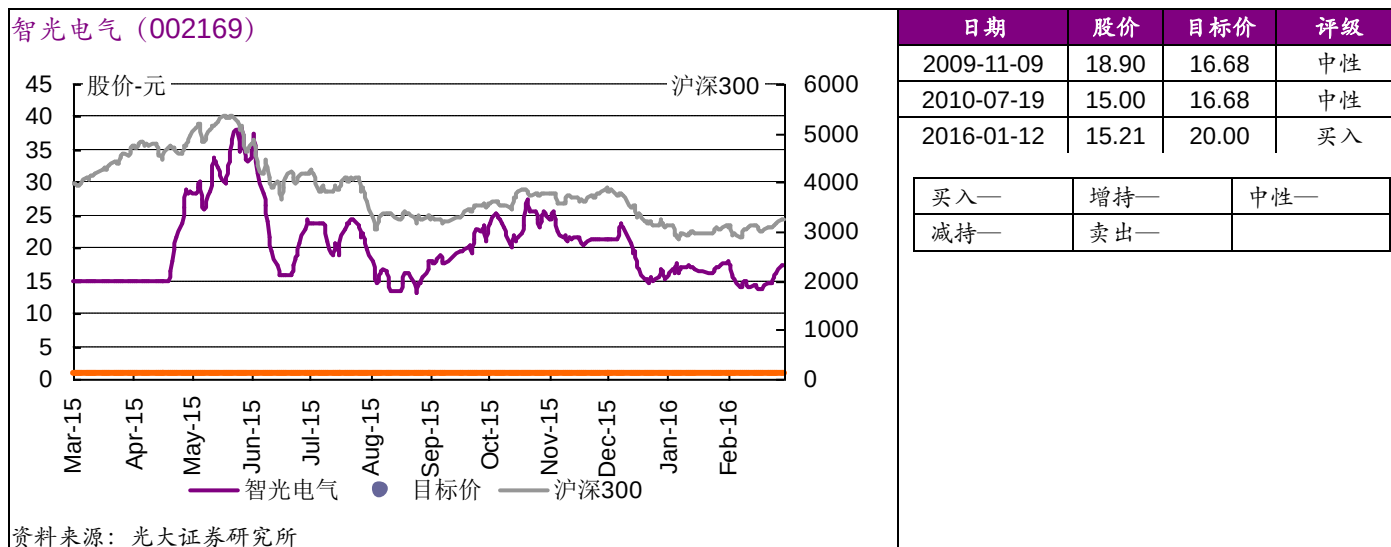
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王海山，CPA，CFA 持证获选人，厦门大学机电工程系工学硕士、工学与经济学双学士。2012 年起从事机械行业研究，2014 年加入光大证券研究所负责机械行业研究。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949	luodj@ebsecn.com
	叶群	021-22167056	18202166041	yequn@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebsecn.com
	丁梅	021-22167321	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	吕程	021-22169152	18500502917	lvch@ebsecn.com
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	18610082695	liugongzhi@ebsecn.com
	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	杜婧瑶	010-58452038	13910115588	dujy@ebsecn.com
深圳	张玮琦	-	18500177850	zhangwq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com

	戚德文	021-22169152	18101889111	qidw@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com