

智光电气 (002169)

强烈推荐

行业：工控自动化

## 用电服务商业模式成熟，称雄南网区域

公司以线下运维为突破口，在用电服务领域已经探索出成熟的商业模式，2015年度，公司控股的第一家用电服务公司—广州智光用电服务有限公司实现营业收入6891万元，净利润1006万元，已积累了50万千伏安专变容量的客户。2016年，肇庆、东莞等七家子公司将相继开展业务，用电服务用户将进入爆发期。同时，智能用电服务平台已经上线运行，线上信息+线下服务模式将形成完整闭环，南网区域用电服务领跑者角色不断强化。

### 投资要点：

◇ **用电服务：线下率先突破，线上加速布局，称雄南网区域。**公司注重解决专变用户用电设备运维集约化、系统化与智能化等现实需求，在线下服务方面率先突破，通过提供一揽子服务，增强用户粘性。2015年底，公司完成800余家用户的线下运维布局（50万KVA），用户平均年服务收费在5万元左右。

**公司目前已在肇庆、东莞成立七家子公司，预计这些子公司的资质以及人员等问题于今年年中取得突破，今年下半年公司用电服务用户将进入爆发期，2016年底有望获得5000-6000家用电服务用户。**另外，初期各子公司电力只具备电力承装五级资质，我们认为后续公司将加速申请更高资质，拓宽电压等级服务范围，增强盈利能力。线下服务是公司的强项，智能用电服务平台的上线运行可以弥补公司线上信息的短板，创建“互联网+专变运维”的新的生态模式。公司立足南网，以广州市为发力点，加速在广东省其他各市和南网其他四个省份复制，有望成为南网区域用电服务领头羊。根据最新的统计数据，**仅广东省10千伏以上专变用户数量就达47.4975万户，估计南网区域专变用户数量在65万以上，公司服务品质和附加值较之三产公司等有着巨大优势，未来三年，公司在南网领域市场渗透率达到5.5%以上即可获取3.7万用户。**

◇ **售电业务：以用户为基。**目前，广东省内参与直购电的用户只有150余家，均是用电大户。而对于中小工商企业而言，直接参与直购电市场的成本较高，这为第三方售电公司留下巨大市场空间。广东省经信委和能源局南方监管局明确售电公司可参与电力直接交易。公司成立广东智光电力销售有限公司，预计年内将拿到售电牌照，假定2018年末公司为3.7万用户提供用电服务业务，其可获取的用电量数据在313亿度左右，成为公司提供售电业务的庞大用户入口和基础。

◇ **合同能源管理：扩展新项目，业绩增长确定。**公司于2010年进入工业综合节能领域，目前形成发电厂节能增效、传统工业余热余压发电利用、工业电气节能增效三大核心板块。2015年，公司在给水泵节能改造方面形成突破，成为业绩新的增长点。据我们统计，2016年，公司已有在手执行中的重大综合节能合同即可产生2.1亿元以上收入，加上其他较小额的合同和新签合同，2016年综合节能业务有望实现2.6亿元以上收入。

### 作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

参与人：阮巧燕

S0960115080018

0755-88323284

ruanqiaoyan@china-invs.cn

6-12个月目标价：25

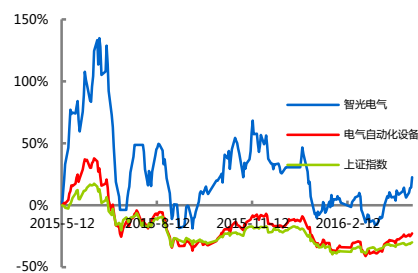
当前股价：20.00

评级调整：首次

### 基本资料

总股本(百万股)	316
流通股本(百万股)	186
总市值(亿元)	63
流通市值(亿元)	37
成交量(百万股)	11.15
成交额(百万元)	223.64

### 股价表现



### 相关报告

◇ **给予“强烈推荐”评级。**公司用电服务商业模式成熟，2016 年有望步入业绩爆发期，我们预测公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.53、0.69、0.87 元，给予公司未来 6 - 12 个月目标价为 25 元，对应 2016-2018 年 PE 为 47,36,29 倍。

◇ **风险提示：**用电服务拓展不达预期，定增方案不能顺利实施

#### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1307	1594	1993	2491
收入同比(%)	24%	22%	25%	25%
归属母公司净利润	108	168	217	276
净利润同比(%)	115%	56%	29%	28%
毛利率(%)	25.4%	27.8%	29.0%	29.0%
ROE(%)	9.4%	12.8%	14.2%	15.5%
每股收益(元)	0.34	0.53	0.69	0.87
P/E	43.34	27.85	21.60	16.93
P/B	4.07	3.55	3.08	2.62
EV/EBITDA	15	14	11	9

资料来源：中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1769	3067	3337	3698
现金	360	1395	1304	1820
应收账款	979	1194	1493	1244
其它应收款	31	38	48	60
预付账款	19	22	27	34
存货	229	253	283	336
其他	152	164	182	204
<b>非流动资产</b>	1292	1321	1390	1434
长期投资	62	0	0	0
固定资产	846	1014	1119	1181
无形资产	97	97	97	97
其他	287	210	174	156
<b>资产总计</b>	3061	4389	4726	5132
<b>流动负债</b>	1277	2097	1861	2219
短期借款	570	1300	935	1118
应付账款	297	351	431	539
其他	409	446	495	563
<b>非流动负债</b>	501	790	1095	795
长期借款	168	468	768	468
其他	333	321	326	327
<b>负债合计</b>	1778	2887	2956	3015
少数股东权益	134	185	249	332
股本	316	316	316	316
资本公积	522	522	522	522
留存收益	311	480	684	947
归属母公司股东权益	1149	1317	1521	1785
<b>负债和股东权益</b>	3061	4389	4726	5132

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	160	182	238	891
净利润	139	219	281	359
折旧摊销	142	105	132	156
财务费用	63	42	52	43
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-178	-195	-263	355
其它	-5	11	37	-23
<b>投资活动现金流</b>	-259	-134	-200	-200
资本支出	137	200	200	200
长期投资	-38	-62	0	0
其他	-160	4	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	278	987	-129	-174
短期借款	57	730	-365	182
长期借款	-81	300	300	-300
普通股增加	50	0	0	0
资本公积增加	225	0	0	0
其他	27	-42	-64	-56
<b>现金净增加额</b>	179	1035	-91	517

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1307	1594	1993	2491
营业成本	975	1152	1415	1769
营业税金及附加	9	10	13	16
营业费用	67	82	110	137
管理费用	90	110	138	172
财务费用	63	42	52	43
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	108	198	266	354
营业外收入	47	47	47	47
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	155	244	313	400
所得税	16	25	32	41
<b>净利润</b>	139	219	281	359
少数股东损益	31	51	64	83
<b>归属母公司净利润</b>	108	168	217	276
EBITDA	312	345	449	553
EPS (元)	0.34	0.53	0.69	0.87

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23.7%	22.0%	25.0%	25.0%
营业利润	161.9%	83.0%	34.5%	33.0%
归属于母公司净利润	115.1%	55.6%	28.9%	27.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.4%	27.8%	29.0%	29.0%
净利率	8.3%	10.5%	10.9%	11.1%
ROE	9.4%	12.8%	14.2%	15.5%
ROIC	7.8%	9.6%	11.2%	15.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.1%	65.8%	62.5%	58.7%
净负债比率	50.51%	66.78%	63.02%	57.89%
流动比率	1.39	1.46	1.79	1.67
速动比率	1.21	1.34	1.64	1.51
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.43	0.44	0.51
应收账款周转率	1	1	1	2
应付账款周转率	3.48	3.56	3.62	3.65
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.53	0.69	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.58	0.75	2.82
每股净资产(最新摊薄)	3.64	4.17	4.81	5.65
<b>估值比率</b>				
P/E	43.34	27.85	21.60	16.93
P/B	4.07	3.55	3.08	2.62
EV/EBITDA	15	14	11	9

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张轶,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。

阮巧燕,中国中投证券研究所电力设备与新能源行业分析师,中国人民大学经济学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434