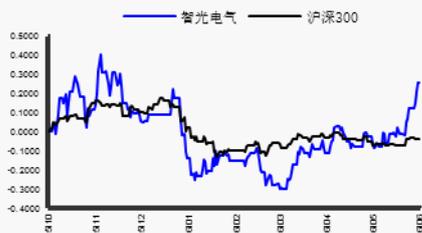


研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
13751190552 tang@ghzq.com.cn
联系人：李恩国 S0350114090006
010-88576878-812 lieg@ghzq.com.cn

紧抓用户服务、售电两大电改关键点，打造闭环商业模式——智光电气（002169）点评报告

近 12 个月走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
智光电气	13.0	55.9	-26.5
沪深300	-0.6	-1.0	-40.0

市场数据

2016/6/9

当前价格（元）	24.32
52周价格区间（元）	12.7-40.5
总市值（百万）	7687.83
流通市值（百万）	4532.30
总股本（万股）	31611.14
流通股（万股）	18636.08
日均成交额（百万）	188.26
近一月换手（%）	112.03

事件：

2016年6月7日，广东省经信委集中公示拟列入售电公司目录企业名单，广东省区域的售电公司新增54家。广东智光电力销售有限公司在列。

观点：

1、打造电力设备、企业用户、节能服务、售电闭环，龙头地位明显

公司已积累众多的企业客户，取得售电牌照，持续拓展节能服务。

我们认为，公司以企业客户为核心，形成了电力设备、大量的企业用户、节能服务、售电的闭环，并已逐步实现利润的兑现。公司龙头地位明显，我们看好公司后期的持续拓展。

2、紧抓用户，电力销售业务有望突飞猛进

当前，广东已完成三个批次电力竞价交易，每月一次约14亿度电。智光售电公司在2015年年底成立。

媒体报道，广东经信委公布54家符合条件的企业进入广东省售电目录，广东智光电力销售有限公司在列。我们认为，公司有望参与广东电力竞价交易，进军售电。

2016年广东竞价电量预计140亿度，预计18年工业电量全放开，交易电量将达到3200亿度。而公司通过需求侧服务，已经在广东肇庆、昆明、南宁等七个地方设立了用电服务中心，客户数量约1200-1500家，如未来几年公司能取得南网10%的专变用户，数百亿的电力销售额，即使每度电1分钱的差价，利润也可能达到数亿。

3、持续拓展用户电气设备托管和运维业务，需求侧电力服务龙头；增发募资，客户数量有望爆发

2015年下半年，公司加快实现广东省重点地级城市的业务网络的拓展和覆盖，当前已在肇庆、广西南宁等七个地方设立用电服务中心。

2015年底，智能用电服务平台上线运行。该系统以专变配电房服务场景为核心，为专变配电房运维业务提供全方位的信息采集管理和业务流程信息化呈现，提高运维效率和管理水平。

2015 年度，智光用电服务实现营业收入 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。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。而 15 年底公司仅占据了广东市场 0.2% 的市场，后期发展空间巨大。

公司正在推进非公开发行，拟不低于 14.42 元/股价格，募集资金总额不超过 15.168 亿元（包括发行费用），扣除发行费用后的募集资金净额将用于电力需求侧线下用电服务及智能用电云平台项目、综合能源系统技术研究实验室项目、偿还银行贷款及补充流动资金。其中，电力需求侧线下用电服务及智能用电云平台项目将投资 11 亿元，公司将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，为其提供从能源接入、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。

根据增发预案，电力需求侧线下用电服务及智能用电云平台项目建设期为 3 年，完全达产后，预计每年新增营业收入 156,325.00 万元，税后财务内部收益率 17.81%。

我们预计，16 年底公司将积累约 5000 家客户；项目完全建成后公司将设立 37 家子公司，覆盖超过 3 万个用户，年利润有望达到 2 亿。

4、传统业务稳健；节能服务快速增长，成为重要利润增长点；岭南电缆利润稳定增长。

公司传统业务为电网安全与控制设备、电机控制与节能设备、供用电控制与自动化设备及电力信息化系统的生产与销售，预计此部分业务保持稳定。

在综合节能服务业务方面，公司重点聚焦工业节能，围绕三大核心优势业务—发电厂节能增效、工业电气节能增效和工业余热余压发电利用，开展全面的服务业务，广州智光节能有限公司荣获“2015 年度全国节能服务公司百强榜第四名”。

2015 年，智光节能实现营业收入 2.34 亿元，同比增长 75.39%；净利润总额 0.86 亿，同比增长 131.59%。由于智光节能前期已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，公司营业收入和净利润实现快速增长。

2015 年 11 月，公司收购完成岭南电缆，岭南电缆承诺 15-17 年扣非净利润之和不低于 1.2 亿，预计岭南电缆利润保持稳定增长。

5、盈利预测与评级

公司持续拓展用户电气设备托管和维护服务业务，客户数量有望爆发；增发募资，加速建设用电服务网络；紧抓用户，电力销售业务有望突飞猛进；节能服务快速增长，成为重要利润增长点；岭南电缆利润稳定增长。我们暂不考虑公司售电收入，暂不考虑公司定增，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.53 元、0.72 元、0.89 元，对应估值分别为 46 倍、34 倍、27 倍，给予“买入”评级。

6、风险提示 电力服务拓展低于预期、售电进展低于预期、节能服务收入低于预期

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	1307	1602	1964	2411
增长率(%)	115%	23%	23%	23%
净利润（百万元）	108	167	226	282
增长率(%)	159%	54%	36%	25%
摊薄每股收益（元）	0.34	0.53	0.72	0.89
ROE(%)	8.42%	11.16%	12.74%	13.22%

资料来源：国海证券研究所

2016-2018 年盈利预测

证券代码:		002169.sz		股票价格:		24.32		投资评级:		买入		日期:		2016/6/9	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E						
盈利能力					每股指标										
ROE	8%	11%	13%	13%	EPS	0.34	0.53	0.72	0.89						
毛利率	25%	28%	29%	29%	BVPS	3.64	4.15	4.84	5.71						
期间费率	18%	16%	15%	15%	估值										
销售净利率	8%	10%	12%	12%	P/E	71.17	46.15	33.96	27.27						
成长能力					P/B	6.69	5.86	5.02	4.26						
收入增长率	115%	23%	23%	23%	P/S	5.88	4.80	3.91	3.19						
利润增长率	159%	54%	36%	25%											
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E						
总资产周转率	0.43	0.48	0.53	0.57	营业收入	1307	1602	1964	2411						
应收账款周转率	1.22	1.27	1.31	1.31	营业成本	975	1159	1397	1710						
存货周转率	4.26	4.26	4.26	4.26	营业税金及附加	9	11	13	16						
偿债能力					销售费用	67	82	101	124						
资产负债率	58%	56%	52%	50%	管理费用	90	111	128	157						
流动比	1.39	1.50	1.59	1.75	财务费用	63	52	53	53						
速动比	1.21	1.30	1.36	1.50	其他费用/(-收入)	5	5	5	5						
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	108	192	278	357						
现金及现金等价物	360	382	311	354	营业外净收支	47	47	47	47						
应收款项	1068	1265	1497	1839	利润总额	155	238	324	404						
存货净额	229	274	331	405	所得税费用	16	24	33	41						
其他流动资产	113	138	169	208	净利润	139	214	291	362						
流动资产合计	1769	2059	2308	2805	少数股东损益	31	48	65	81						
固定资产	846	861	975	978	归属于母公司净利润	108	167	226	282						
在建工程	246	246	246	246	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E						
无形资产及其他	97	97	99	102	经营活动现金流	160	184	212	244						
长期股权投资	62	62	62	62	净利润	139	214	291	362						
资产总计	3061	3367	3732	4234	少数股东权益	31	48	65	81						
短期借款	570	570	570	570	折旧摊销	141	94	96	107						
应付款项	454	545	619	757	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	25	30	37	46	营运资金变动	(151)	(364)	(400)	(601)						
其他流动负债	227	227	227	227	投资活动现金流	(259)	(15)	(114)	(2)						
流动负债合计	1277	1373	1453	1601	资本支出	(470)	(15)	(114)	(2)						
长期借款及应付债券	358	358	358	358	长期投资	(33)	0	0	0						
其他长期负债	144	144	144	144	其他	245	0	0	0						
长期负债合计	501	501	501	501	筹资活动现金流	121	(5)	(6)	(8)						
负债合计	1778	1874	1955	2102	债务融资	394	0	0	0						
股本	316	316	316	316	权益融资	147	0	0	0						
股东权益	1283	1492	1777	2132	其它	(420)	(5)	(6)	(8)						
负债和股东权益总计	3061	3367	3732	4234	现金净增加额	22	164	92	233						

资料来源: 国海证券研究所

【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

石金漫：香港理工大学工商管理硕士，电气工程及其自动化学士，2015年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

- 买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
- 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
- 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。