

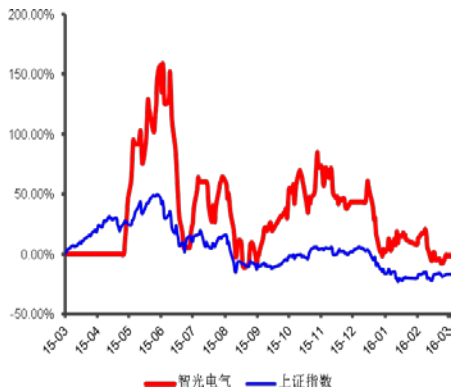
环保新能源

2016年6月22日

—智光电气（002169）公告点评

评级：推荐（维持）

最近52周走势：



相关研究报告：

《智光电气（002169）公告点评：拟加入第二批售电公司目录，布局售电大市场》

《智光电气（002169）公告点评：一季度净利翻番，综合节能和用电服务弹性大》

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: guguang@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：近日，公司公布了与浙江芯能光伏科技股份有限公司签署的《战略合作意向书》。

点评：

- **与浙江芯能合作，布局江浙售电市场。**根据合作意向书，在南网覆盖区域，双方协同推动“一站式光伏解决方案”在南网各区域的业务开拓和落实。双方在江、浙地区成立用电服务公司，联手开拓用电设施的运维服务，通过提供实时监控技术和平台软件，开发和建立用电客户大数据系统及相关分析应用，实现以网络为依托的用电增值服务功能及收益。借助芯能科技在江苏省和浙江省的工、商业企业影响力和客户群，借助公司在电力交易市场实践和用户侧合作中所积累的知识、技术及经验，双方在江、浙两省成立电力销售公司，共同开展购售电业务。芯能科技深耕光伏产业多年，拥有三大生产基地，主要生产：硅片、电池片、光伏组件。2015年，浙江省用电量3554亿千瓦时，其中，工业用电量2584亿千瓦时。假设1/4的用电量通过市场竞价交易，每度电售电利润约2分钱~5分钱，售电利润空间约17.77亿元~44.43亿元。2015年，江苏全省全社会用电量5114.70亿千瓦时，其中，工业用电量3903.61亿千瓦时。假设1/4的通过市场竞价交易，每度电售电利润约2分钱~5分钱，售电利润空间约25.57亿元~63.93亿元。随着电改在浙江省和江苏省的推进，售电市场存在较大利润空间。
- **加入第二批售电公司，参与7月份电力竞价交易，售电优势明显。**随着售电公司的不断增加，售电公司利润率将不断下滑，具有用户粘性和专业水平的售电公司将具有较大竞争优势。一方面，能够提供给用户附加值、节能和综合能源服务等粘性服务。另一方面，在对电力供给、负荷预测、煤炭价格和竞价策略等方面具有

专业实力。公司在用能服务和节能领域有用较强优势。公司智能用电服务平台已经实现上线运行，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。

公司控股的广州智光用电服务有限公司已积累了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。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。

- **维持“推荐”评级。**考虑到定增摊薄等因素，我们预计公司2016-2018年，EPS分别为0.57元、0.76元和1.05元，分别对应41.56倍、31.17倍、22.56倍PE。公司在综合节能和售用电服务领域积极布局，市值空间较大，维持“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。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	607.4	1,306.9	1,909.1	2,218.0	2,766.5
YOY(%)	7.7%	115.2%	46.1%	16.2%	24.7%
营业成本	402.8	975.0	1,413.4	1,623.7	1,998.1
营业税金及附加	4.1	8.9	14.7	17.1	21.3
销售费用	64.8	67.2	88.0	93.0	101.0
占营业收入比(%)	10.7%	5.1%	4.6%	4.2%	3.7%
管理费用	66.2	90.4	112.0	123.0	141.0
占营业收入比(%)	10.9%	6.9%	5.9%	5.5%	5.1%
EBIT	81.3	214.6	295.0	374.6	517.4
财务费用	31.1	62.6	35.7	28.6	40.1
占营业收入比(%)	5.1%	4.8%	1.9%	1.3%	1.4%
资产减值损失	12.5	-4.4	10.9	10.9	10.9
投资净收益	0.9	0.7	0.0	0.0	0.0
营业利润	26.8	108.0	234.4	321.7	454.1
营业外净收入	25.0	46.6	28.3	28.3	28.3
利润总额	51.8	154.6	262.8	350.0	482.5
所得税	1.8	15.8	39.4	52.5	72.4
所得税率(%)	3.5%	10.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	50.0	138.9	223.3	297.5	410.1
占营业收入比(%)	8.2%	10.6%	11.7%	13.4%	14.8%
少数股东损益	8.2	30.9	42.3	56.4	77.7
归属母公司净利润	41.7	108.0	181.0	241.2	332.4
YOY(%)	107.1%	158.7%	67.6%	33.2%	37.8%
EPS (元)	0.13	0.34	0.57	0.76	1.05

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	7.7%	115.2%	46.1%	16.2%	24.7%
营业利润	-57.3%	303.0%	117.0%	37.2%	41.2%
净利润	107.1%	158.7%	67.6%	33.2%	37.8%
获利能力					
毛利率(%)	33.7%	25.4%	26.0%	26.8%	27.8%
净利率(%)	8.2%	10.6%	11.7%	13.4%	14.8%
ROE(%)	7.0%	9.4%	6.2%	7.7%	9.7%
ROA(%)	5.3%	7.2%	6.2%	7.6%	8.4%
偿债能力					
流动比率	1.38	1.38	2.27	2.42	2.09
速动比率	1.11	1.12	1.71	1.98	1.57
资产负债率%	55.7%	57.0%	35.4%	32.0%	39.2%
营运能力					
总资产周转率	39.3%	43.8%	39.9%	44.8%	44.9%
应收账款周转天数	343.5	289.6	251.0	233.2	262.3
存货周转天数	131.2	85.6	154.0	79.0	148.9
每股指标 (元)					
每股收益	0.13	0.34	0.57	0.76	1.05
每股净资产	0.08	0.28	0.51	0.68	0.71
估值比率					
P/E	136.1	52.6	31.4	23.6	17.1
P/B	9.5	4.9	2.0	1.8	1.7

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	68.2	306.7	726.8	554.5	691.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	600.1	1,086.8	1,379.8	1,475.0	2,069.2
存货	144.8	228.7	596.4	351.5	814.9
其他流动资产	15.2	94.0	94.0	94.0	94.0
流动资产总额	828.3	1,716.2	2,797.0	2,475.0	3,669.8
固定资产净值	292.1	341.5	845.8	1,024.0	1,724.4
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	292.1	341.5	845.8	1,024.0	1,724.4
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	124.4	279.6	245.8	800.0	600.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	416.5	621.2	1,091.6	1,824.0	2,324.4
无形资产	56.7	103.2	89.0	74.8	60.5
长期股权投资	28.7	62.1	62.1	62.1	62.1
其他长期资产	8.8	12.3	12.1	11.9	11.7
资产总额	1,338.9	2,515.0	4,051.8	4,447.8	6,128.6
循环贷款	275.1	570.5	0.0	125.8	114.0
应付款项	285.9	512.1	1,075.5	739.5	1,480.2
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	38.5	159.1	159.1	159.1	159.1
流动负债	599.5	1,241.7	1,234.7	1,024.5	1,753.4
长期借款	259.6	357.9	357.9	457.9	557.9
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	859.2	1,702.6	1,695.5	1,585.4	2,414.2
少数股东权益	82.5	88.3	133.6	175.9	232.3
股东权益	684.5	1,282.9	3,088.7	3,362.9	3,740.8
负债和股东权益	1,543.6	2,985.4	4,784.2	4,948.3	6,155.1

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税后利润	50.0	138.9	223.3	297.5	410.1
加: 少数股东损益	8.2	30.9	42.3	56.4	77.7
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	56.4	141.8	297.8	397.4	542.9
营运资金的变动	(18.6)	(118.4)	(304.9)	(469.3)	(710.9)
经营活动现金流	87.7	162.3	216.2	225.7	242.0
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(199.4)	(258.7)	(775.9)	(575.9)	(125.9)
投资活动现金流	(199.4)	(258.7)	(775.9)	(575.9)	(125.9)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	8.0	10.7	17.5	23.3
计入循环贷款前融资活动	(25.7)	(37.5)	(70.6)	(49.7)	(47.9)
循环贷款的增加(减少)	103.1	315.2	1,050.5	227.7	68.9
融资活动现金流	77.4	277.7	979.8	178.0	21.0
现金净变动额	(34.3)	181.3	420.1	(172.3)	137.1

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。