



Research and
Development Center

乘电改东风，用电侧服务业务扬帆起航

—— 智光电气（002169.sz）深度报告

2016年07月29日

郭荆璞	首席分析师
刘强	分析师
葛韶峰	研究助理

证券研究报告

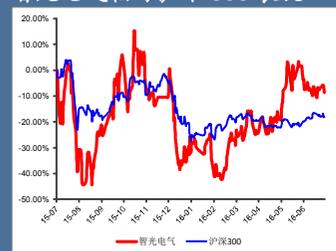
公司研究——首次覆盖

智光电气 (002169.sz)



首次评级

智光电气相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2016.7.28)

收盘价(元)	21.56
52周内股价波动区间(元)	12.63-28.12
最近一月涨跌幅(%)	-10.09%
总股本(亿股)	3.16
流通 A 股比例(%)	58.95
总市值(亿元)	68.15

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

郭荆璞 首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

刘强 分析师

执业编号：S1500514070005

联系电话：+86 10 83326707

邮箱：liuqiang1@cindasc.com

葛韶峰 研究助理

联系电话：+86 10 83326705

邮箱：geshaofeng@cindasc.com

乘电改东风，用电侧服务业务扬帆起航

深度报告

2016 年 07 月 29 日

本期内容提要：

- ◆ **电改为用电服务公司带来巨大发展空间，盈利空间可达千亿。**电改放开了售电市场，同时鼓励售电主体向用户提供合同能源管理、综合节能和用能咨询等增值业务。未来，随着售电市场之间的竞争逐渐激烈，售电公司“低买高卖”的盈利模式终将终结，电力服务将成为售电公司未来争夺客户的主战场，能够提供用电服务的售电公司将迎来巨大发展空间。
- ◆ **公司为综合能源技术与服务提供商，具有一体化优势和赢得客户的核心竞争力（人才与服务）。**公司可同时为客户提供节能减排、用电服务等一体化的服务，将大大增加用户粘性。同时，智光节能利用服务能力、人才优势等核心竞争力积累了庞大的用户群体，为公司未来用电服务的推广奠定了用户基础。
- ◆ **公司立足广州，具有地域先发和拓展优势。**目前，南网电改的推动速度快于国网，而广东省又为南网电改的排头兵。公司总部位于广东省广州市，在开展用电服务业务方面享有较大区位优势。目前，公司用电服务区域仍在加速扩展，我们预计公司 2018 年将建成覆盖南网五省的用电服务网络。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**按照公司现有股本（不考虑增发项目），我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.55、0.80、1.06 元，对应 2016 年 7 月 28 日收盘价（21.56 元）的 PE 分别为 40、27、20 倍。考虑到公司用电服务领域的加速拓展，以及在云平台、能源互联网等方面的不断创新，我们给予公司 2016 年 50 倍市盈率，对应目标价为 27.50 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**电改推进速度超预期；公司用电服务布局速度超预期；公司在能源互联网等领域取得重大成果。
- ◆ **风险因素：**电改推进速度不及预期；公司用电服务布局速度不及预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,056.95	1,306.93	1,921.86	2,619.25	3,334.68
增长率 YoY %	87.49%	23.65%	47.05%	36.29%	27.31%
归属母公司净利润(百万元)	50.21	108.02	172.40	252.89	333.64
增长率 YoY%	149.14%	115.12%	59.61%	46.69%	31.93%
毛利率%	25.92%	25.40%	27.15%	28.48%	29.39%
净资产收益率 ROE%	7.49%	11.21%	13.95%	17.46%	19.16%

每股收益 EPS(元)	0.19	0.34	0.55	0.80	1.06
市盈率 P/E(倍)	136	63	40	27	20
市净率 P/B(倍)	8.8	5.9	5.2	4.3	3.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2016 年 07 月 28 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
智光电气：国内领先的综合能源技术与服务提供商	3
电力改革释放万亿市场	7
9号文拉开新一轮电改序幕	7
配套文件接踵而至，推动电改具体实施	8
电改试点扩围速度超过市场预期	9
售电市场空间巨大	10
需求侧管理迎来巨大发展空间	12
广东——电改排头兵	14
乘电改东风，用电侧服务扬帆起航	17
以电改为契机，切入用电服务领域	17
近水楼台先得月，区位优势明显	19
高薪吸纳电网三产公司人才，打造专业团队	20
综合节能服务发展迅速	20
定增助推新业务发展	21
传统业务稳健增长	23
电力电缆解决产能瓶颈	23
电气控制设备国内领先	24
盈利预测、估值与投资评级	25
盈利预测及假设	25
估值与投资评级	26
风险因素	27

表 目 录

表 1: 电改相关配套文件	8
表 2: 广东省竞价交易结果	15
表 3: 公司用电服务业务的盈利模式	17
表 4: 公司非公开发行募投项目	21
表 5: 综合能源系统技术研究实验室建设内容与目标	22
表 6: 公司各项业务收入和毛利率预测	26
表 7: A股可比上市公司估值	27

图 目 录

图 1: 公司营业收入结构 (2015 年)	3
图 2: 公司营业利润结构 (2015 年)	3
图 3: 公司战略布局	4
图 4: 公司近年来营业收入情况	5
图 5: 公司近年来归母净利润情况	5
图 6: 通过波特五力模型分析, 公司具有较强的市场地位	6
图 7: 公司股权结构	7
图 8: 电力改革示意图	8
图 9: 截止目前我国输配电价核算试点地区	9
图 10: 截止目前成立省级电力交易中心的省份	9
图 11: 中国全社会用电规模预测 (亿元)	11
图 12: 售电市场将逐渐呈现多元化	12
图 13: 需求侧管理	13
图 14: 广东直接交易规模 (亿千瓦时)	14
图 15: 3-7 月广东电力直接交易结算平均价差 (左轴)、需方平均申报价差 (左轴) 和售电公司盈利 (右轴) (单位: 厘/千瓦时)	16
图 16: 公司用电服务业务	17
图 17: 公司客户专变容量预测 (kVA)	19
图 18: 公司综合节能服务业务近年来营收及毛利润情况	20
图 19: 公司综合节能服务业务毛利率	20
图 20: 大数据云平台技术为需求侧业务提供强有力的系统支持	22
图 21: 岭南电缆业绩情况	23
图 22: 电力电缆业务毛利率	23
图 23: 公司电气控制设备业务近年来营收及毛利润情况	24
图 24: 公司电气控制设备业务毛利率	24

投资聚焦

主要内容

公司是国内领先的综合能源技术与服务提供商，产品包括电气控制设备、电力电缆、综合节能服务及用电服务。近年来，公司凭借电改东风，积极布局用户侧服务和售电业务，可为客户提供“一体化”、专业性的能源服务，为电改核心受益标的。

投资逻辑

1、用电服务市场空间巨大。售电市场空间巨大，我们预计到 2020 年市场规模将达到 3.34 万亿，即便售电企业每度电只有 1 分钱的盈利空间，也将衍生出 550 亿元的新兴市场。随着未来售电市场之间的竞争逐渐激烈，售电公司“低买高卖”的盈利模式终将终结，电力服务将成为售电公司未来争夺客户的主战场。有测算显示，专业化的能源服务公司通过用户电力需求侧管理可带来 1 度电 2 分钱的利润空间，按此计算，用电服务市场盈利空间达千亿元。

2、公司用电服务具有核心竞争力：一体化的服务、专业化的队伍增加用户粘性。公司可同时为客户提供节能减排、用电服务等一体化的服务，具有一体化竞争优势。此外，故障处理、设备改造等用电服务对从业人员的专业素质具有较高要求，公司从地方和电网三产公司高薪聘请专业化人才加盟，具有一定的人才优势。一体化服务、专业化队伍将大大增加用户的粘性。

3、公司立足广州，用电服务领域不断拓展。目前，南网电改的推动速度快于国网，广东省又为南网电改的排头兵且用电量巨大。公司立足于广东，不断加速扩展用电服务覆盖区域，我们预计公司 2018 年将设立 37 个用电服务网点，覆盖 37000 个专变用户，建成覆盖南网五省的用电服务网络。

有别于大众的认识

我们认为，其一，**用电服务是重头戏**：虽售电市场空间巨大，但随着未来售电市场之间的竞争逐渐激烈和用户的觉醒，电力服务将成为售电公司未来争夺客户的主战场和盈利的主要来源，用电服务市场盈利空间达千亿元。其二，**公司人才储备和吸纳能力是核心竞争力**：用电服务核心在人，公司能从地方和电网三产公司吸纳人才，充分体现了公司的机制、团队优势，这是公司最强的壁垒，这是公司未来持续成长的根基。其三，**公司的盈利模式、区域拓展具有优势和超预期点**：公司利用服务能力和人才优势绑定用户，切实与用户共赢发展，盈利模式具有持续推进优势；公司是改革先锋广东的排头兵，未来在区域拓展上有望超预期。

关键假设、盈利预测及投资评级

按照公司现有股本（不考虑增发项目），我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.55、0.80、1.06 元，对应 2016 年 7 月 28 日收盘价（21.56 元）的 PE 分别为 40、27、20 倍。考虑到公司用电服务领域的加速拓展，以及在云平台、能源互联网等方面的不断创新，我们给予公司 2016 年 50 倍市盈率，对应目标价为 27.50 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

股价催化剂:

电改推进速度超过预期; 公司用电服务布局速度超过预期; 公司在能源互联网等领域取得重大成果。

主要风险:

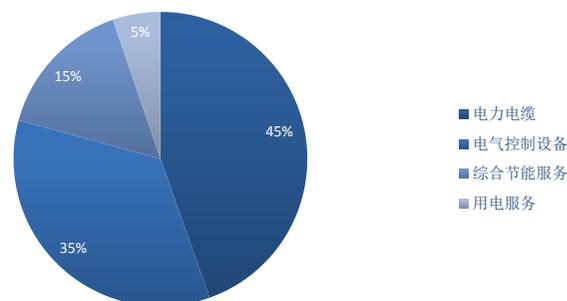
电改推进速度不及预期; 公司用电服务布局速度不及预期。

智光电气：国内领先的综合能源技术与服务提供商

智光电气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，主要专注于电气智能化控制技术的研究以及产品开发、产业化和应用，致力于能源动力领域节能增效技术研究以及解决方案设计、工程应用和服务提供，同时全方位开展清洁能源、可再生能源等新能源、分布式能源与传统能源相结合的技术研究和综合利用。公司近年来凭借电改东风，积极布局用户侧服务和售电业务，为电改核心受益标的。

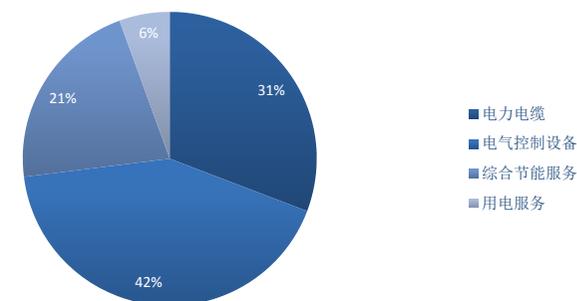
公司现有主营业务分为产品和服务两大类，包括电气控制设备、电力电缆、综合节能服务及用电服务。目前，电力电缆和电气控制设备是公司营业收入和营业利润的主要来源，2015年，分别占营业收入的45%和35%，占营业利润的31%和42%。过去5年，公司综合节能服务业务板块成长迅速，毛利润自2011年的319.46万元增长至2015年的7106.78万元，年复合增长率高达117.18%。与此同时，公司于2014年12月成立广东智光用电服务有限公司，切入用电服务板块，2015年贡献营业收入6891.1万元、净利润1,006.26万元，未来随着覆盖区域及用户的持续拓展，我们预计公司盈利会继续提升。

图 1：公司营业收入结构（2015 年）



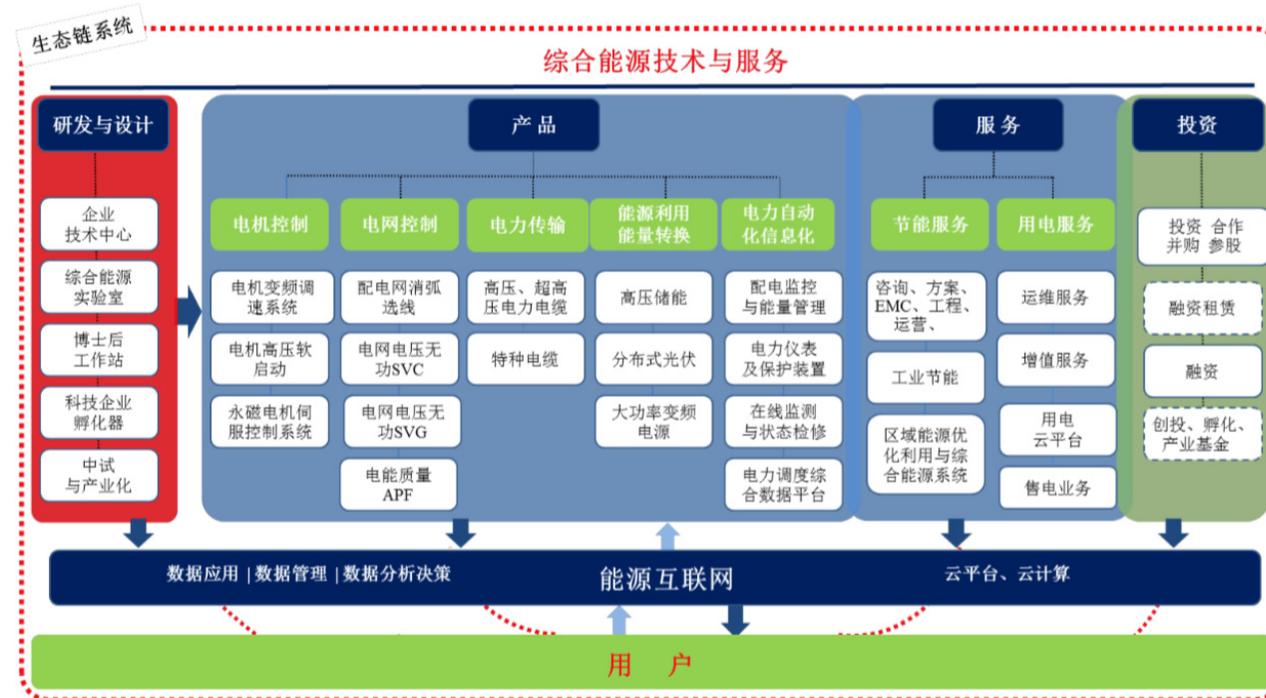
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：公司营业利润结构（2015 年）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3: 公司战略布局

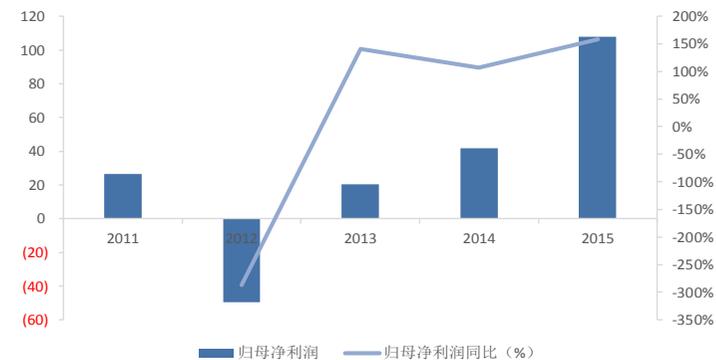


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

近年来, 公司业绩稳步增长。2015 年, 公司业绩大幅增长, 实现营业收入 13.07 亿元, 相比上年同期增加 23.65% (按照追溯调整后的 2014 年年报数据计算), 实现归母净利润 1.08 亿元, 相比上年同期增加 115.12% (按照追溯调整后的 2014 年年报数据计算)。2011 年至 2015 年, 公司营业收入年复合增长率为 26.28%, 归母净利润年复合增长率为 42.00%。

图 4：公司近年来营业收入情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：公司近年来归母净利润情况


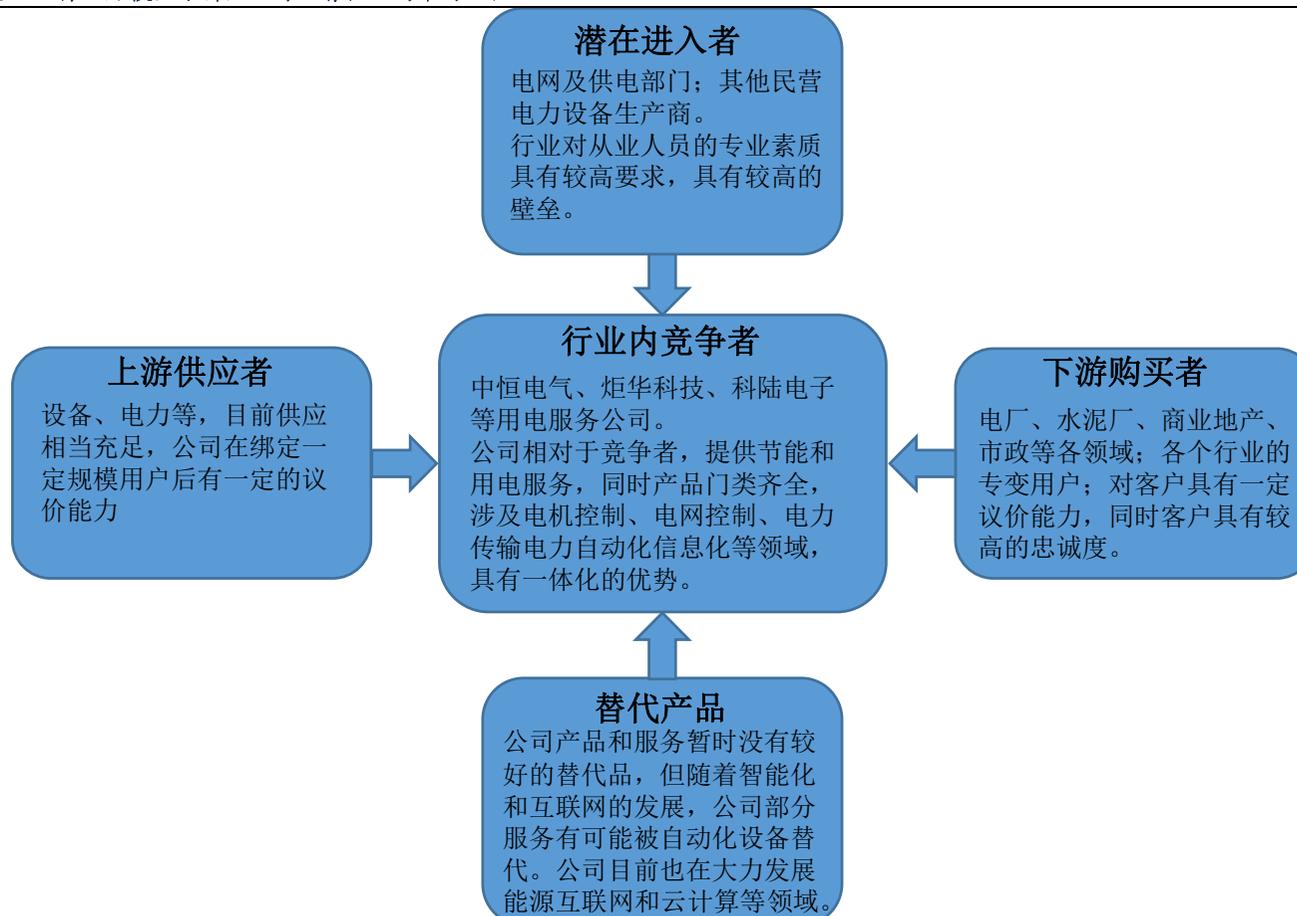
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

波特五力分析：行业内具有一体化竞争优势的综合能源技术与服务提供商

通过波特五力模型分析，公司具有较强的市场地位。

首先，公司以电改为契机切入售电领域，并可同时为客户提供节能减排、用电服务等一体化的服务，具有一体化竞争优势；公司从南网三产公司吸纳一批高素质的人才，拥有一批专业化的电工队伍，具有人才优势；此外，公司立足广东，逐渐向南网覆盖区域扩展，目前南网电改进程远超国网，其下辖区域几乎做到了电改全覆盖，公司具备一定的地理优势。其次，公司在上下游产业链中优势较明显：对上游，主要是设备、电力等，目前供应相当充足，公司在绑定一定规模用户后有一定的议价能力；对下游，公司一体化的服务和专业的电工队伍使用户具有较高的忠诚度；最后，公司目前从事的节能和用电服务难以被其他技术替代。报告的后续部分将对这些内容展开分析。

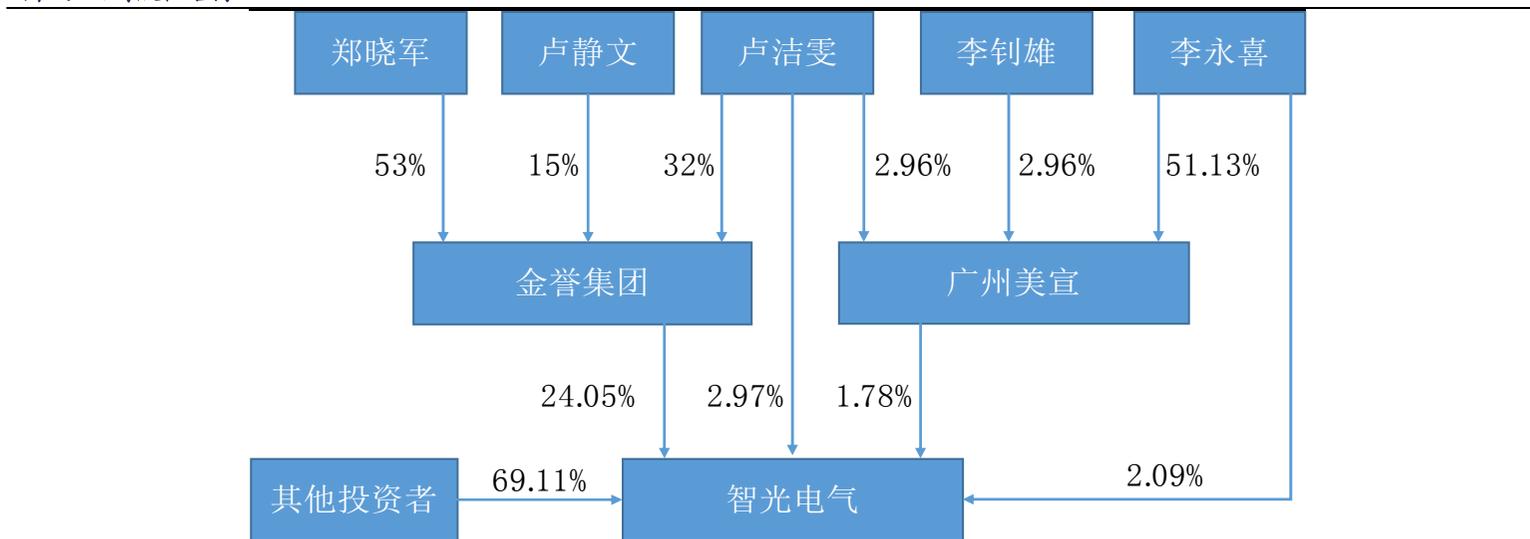
图 6: 通过波特五力模型分析, 公司具有较强的市场地位



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司控股股东为广州市金誉实业投资集团，实际控制人为郑晓军。

图 7: 公司股权结构



资料来源: 2015 年年报, 信达证券研发中心

电力改革释放万亿市场

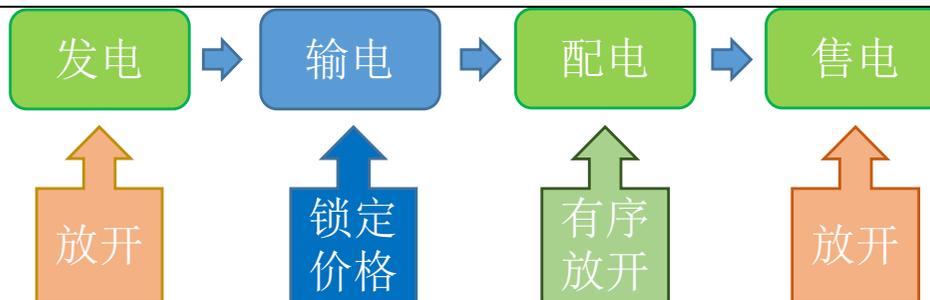
9 号文拉开新一轮电改序幕

2015 年 3 月 15 日, 中央办公厅印发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》(中发〔2015〕9 号, 简称 9 号文), 正式开启了新一轮的电力改革。为解决我国电力市场交易机制缺失、售电侧有效竞争未建立、市场化定价未形成、规划执行度低等一系列深层次问题, 深化电力体制改革的重点和路径被确定为: 在进一步完善政企分开、厂网分开、主辅分开的基础上, 按照管住中间的输电, 放开两头的发电和售电的体制结构, 有序放开输配电以外的竞争性环节电价、配售电业务、公益性和调节性以外的发用电计划, 推进交易机构相对独立, 规范运行。为此提出了 7 个具体任务, 分别是: (1) 有序推进电价改革, 理顺电价形成机制; (2) 推进电力交易体制改革, 完善市场化交易机制; (3) 建立相对独立的电力交易机构, 形成公平规范的市场交易平台; (4) 推进发用电计划改革, 更多发挥市场机制的作用; (5) 稳步推进售电侧改革, 有序向社会资本放开配售电业务; (6) 开放电网公平接入, 建立分布式电源发展新机制; (7) 加强电力统筹规划和科学监管, 提高电力安全可靠水平。

9 号文共分为四大项, 其中第一、二、四项主要是介绍电改工作的重要性、总体思路、以及相关的督促要求等, 第三项则提出了改革的具体任务, 共计 7 大条, 28 小条, 可大致概括为“三放开, 一独立”, 即放开输配以外的经营性电价; 放开公益性调

节以外的发电计划；放开新增配售电市场；交易机构相对独立。其中，文件第三大项第五条明确指出要有序向社会资本放开配售电业务，鼓励社会资本投资成立售电主体，允许其从发电企业购买电量向用户销售，并鼓励售电主体创新服务，向用户提供包括合同能源管理、综合节能和用能咨询等增值服务。

图 8：电力改革示意图



资料来源：信达证券研发中心

配套文件接踵而至，推动电改具体实施

9号文发布之后，一系列文件接踵而至密集出台，将文件中的要求一一细化，使其能够具体落实。

表 1：电改相关配套文件

序号	发布日期	文件名称	主要内容
纲领性文件(中发【2015】9号)	2015.3.15	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	主要分4个大项，其中第一、二、四项主要是介绍电改工作的重要性、总体思路、以及相关的督促要求等，而第三项则提出了改革的具体任务，共计7大条，28小条，可大致概括为“三放开，一独立”。
配套文件 1	2015.3.23	《关于改善电力运行，调节促进清洁能源多发满发的指导意见》	积极促进清洁能源消纳，促进清洁能源多发满发。
配套文件 2	2015.4.9	《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点工作的通知》	组织实施需求响应，完善电力应急机制，以更加市场化的方式保障电力供需平衡。
配套文件 3	2015.4.16	《关于贯彻中发【2015】9号文件精神加快推进输配电价改革的通知》	扩大输配电改革试点范围，将安徽、湖北、宁夏、云南省列入先期输配电价改革试点范围，改革对电网企业的监管模式，由购销差价的间接监管改变为以电网资产为基础，对输配电收入、成本 and 价格全方位直接监管。
配套文件 4	2015.5.8	《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	按照“风险共担、利益共享”原则协商，或通过市场化交易方式确定送受电量、价格，并建立相应的价格调整机制。

配套文件 5	2015.11.30	《关于推进输配电价改革的实施意见》	还原电力商品属性，按照“准许成本加合理收益”原则，核定电网企业准许总收入和分电压等级输配电价。
配套文件 6	2015.11.30	《关于推进电力市场建设的实施意见》	该文件旨在建立成熟稳定的电力市场。
配套文件 7	2015.11.30	《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》	该文件提出了组建相对独立的交易机构，完善技术支持系统，建立中长期和现货交易机制等。
配套文件 8	2015.11.30	《关于有序放开发用电计划的实施意见》	该文件进一步明确了发用电计划改革的总体思路：通过建立优先购电制度保障无议价能力的用户用电。通过建立优先发电制度保障清洁能源发电、调节性电源发电优先上网。通过直接交易、电力市场等市场化交易方式逐步放开其他的发用电计划。
配套文件 9	2015.11.30	《关于推进售电侧改革的实施意见》	该文件对售电侧市场的准入和退出机制做了创新性安排，这是新一轮电力体制改革中的亮点。
配套文件 10	2015.11.30	《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》	该文件从规划建设、运营管理、责任义务、节能减排、市场交易、监督管理等方面对燃煤自备电厂的规范发展提出了明确要求。

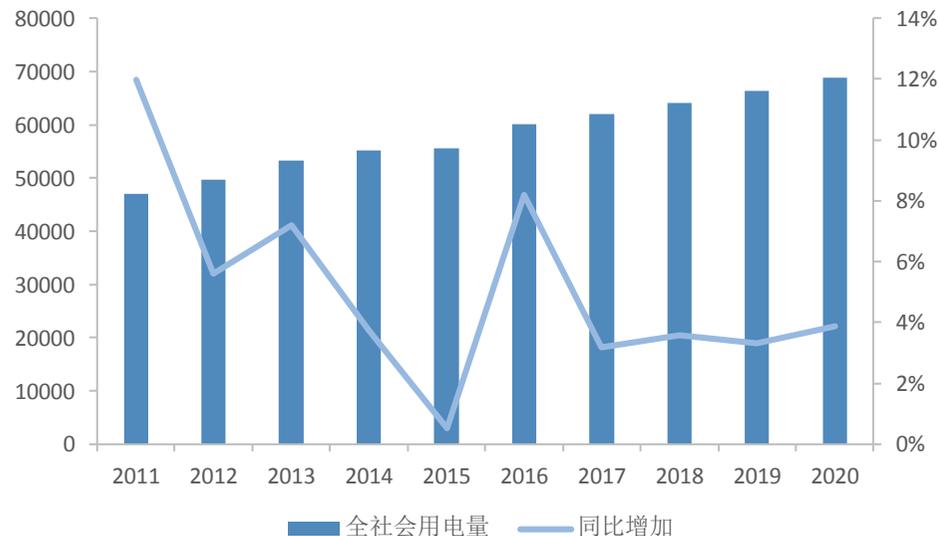
资料来源：易节能，信达证券研发中心调整

电改试点扩围速度超过市场预期

2016年5月26日，继云南、贵州和山西之后，广西省成为我国第四个电改综合试点。截止目前，全国已划定输配电价核算试点19处、售电侧试点2处、电改综合试点4处。与此同时，截止2016年6月底，全国已有北京和广州2个国家级电力交易中心，多个省级电力交易中心成立（见下图黄色区域），目前全国供电区域只剩下云南、重庆、湖北以及海南尚未成立电力交易中心。省级电力交易中心的集中建成，电力进一步市场化，标志着新电改已进入实际操作阶段，进度超出市场预期。

图 9：截止目前我国输配电价核算试点地区

图 10：截止目前成立省级电力交易中心的省份

图 11: 中国全社会用电规模预测 (亿元)


资料来源: 国家能源局, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

随着售电侧的放开, 电网主导的电力市场局面结束, 售电市场逐渐呈现多元化。未来的售电主体主要分为六大类:

第一类为不承担电力输配任务的市县供电局, 重组为独立的售电公司, 从发电企业直接购电, 缴纳输电费用, 自主向用户售电;

第二类为五大发电集团为主的发电企业, 可能在企业内部组建售电部, 直接与用户谈判, 在大用户直接交易的同时, 从事售电或配电业务;

第三类为与用户贴近的节能服务公司和与电网相关的工程建设公司;

第四类为大型工业园区组建的售电主体, 为园区或开发区内企业提供售电服务;

第五类是有条件的社会资本可以组建售电企业, 直接提供售电服务;

除上述五类外, 还有兜底售电服务的机构, 主要由原来的供电公司转型而来, 承担普遍服务责任, 具有公共事业特征。

图 12: 售电市场将逐渐呈现多元化



资料来源: 信达证券研发中心

需求侧管理迎来巨大发展空间

2015年4月，国家发展改革委、财政部发布了电改的第二个配套文件——《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点工作的通知》，鼓励售电主体通过向用户提供包括合同能源管理、综合节能和用能咨询等增值业务。明确将在15年夏季和冬季的用电高峰和供应紧张期实施需求侧响应，并首次明确将佛山、苏州、北京和唐山作为试点城市。

所谓电力需求侧管理（Demand side Management，简称DSM），是指在政府引导下，通过电网企业、能源服务企业、电力用户等共同协力，通过电能精细化管理，提高终端用电效率，改变用电方式，以达到提高供电可靠性，减少能源消耗及费用支出的目的。需求侧响应有利于实现削峰填谷、保障电网稳定运行，而且与之前的“错峰限电、拉闸限电”形成了鲜明对比。

图 13: 需求侧管理



资料来源：信达证券研发中心

售电侧电力市场设计的基本原则为：一是促进用户不断提高其用电效率，自觉优化用电模式；二是引入竞争机制促进售电机构为用户提高用电效率，而不是激励售电机构通过不利于节能减排、不利于提高用电效率的促销方式来增加售电量。未来，售电侧放开应选择有能力促进用户提高用电效率、优化用电模式的售电企业或机构，并且这些企业或机构能够在市场中通过公平竞争的方式来提高用户用电效率或者优化用户用电模式，在此基础上获取合理收益。长期看售电公司将逐步发展为用电需求侧的多元化能源服务商，通过为大用户提供运维、节能减排等服务获利。售电与用电服务融合将是未来售电公司的发展趋势。

在此之前，发电企业和电网企业在规划原则上，仍然把不断增加装机容量和扩大电网规模作为主要价值取向，而需求侧用电设备提升效率、降低能耗、减少温室气体排放则长期处于无规划、少激励、放任自流的落后状态。而随着国家建立对电网企业实施 DSM 的激励机制，如允许其在电价中回收 DSM 成本，或允许其对提高用电效率的效益进行分享以及必要的财政补贴和奖励机制，需求侧管理将迎来巨大的发展空间。目前，为了吸引用电企业参与其中，各个试点城市都加大了财政补贴的力度，佛山、苏州和北京的补贴标准分别为每千瓦 130 元、100 元和 80-120 元人民币（《中国经济信息》，2015（21）：38-40）。此外，有测算显示，专业化的能源服务公司通过用户电力需求侧管理可带来 1 度电 2 分钱的利润空间，按此计算，用电服务

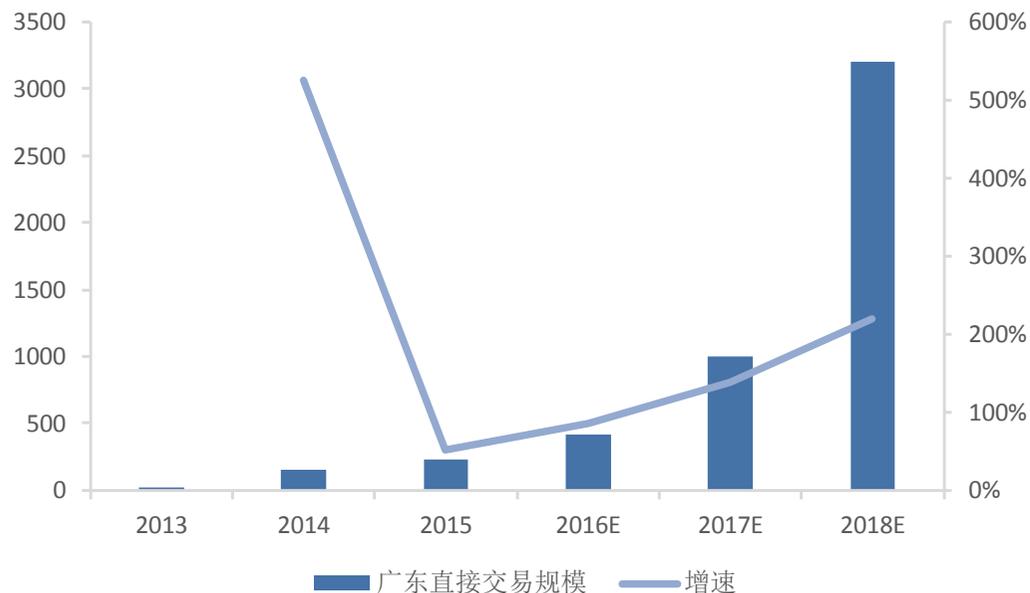
市场盈利空间达千亿元。

广东——电改排头兵

过去四年直接交易规模复合增长率高达 104%，2018 年工业电量将全部放开

广东自 2013 年开始扩大大用户直供的试点范围，并首次进行集中竞价交易，逐步降低参与直接交易的用户门槛，目前工业企业年用电量在 8000 万千瓦时以上、符合《主题功能区产业指导目录》的 800 万千瓦时以上的用户即可参与交易，并新增商业用户。广东直接交易规模从 2013 年的 24 亿千瓦时上升至 2016 年目标达到的 420 亿千瓦时，占全省统调发电量的 8.3%。其中，长协交易电量 280 亿千瓦时，集中竞价交易电量 140 亿千瓦时。我们预计 2018 年工业电量全放开，交易电量将达 3200 亿千瓦时。

图 14：广东直接交易规模（亿千瓦时）



资料来源：广东经信委网站，信达证券研发中心

当前用户参与售电积极性欠缺，售电企业短期内获利颇丰

2016 年广东直购电量计划总规模为 420 亿千瓦时，其中 280 亿千瓦时为年度长协，140 亿千瓦时为月度竞价。按此计算，3 至 12 月平均每月 14 亿千瓦时。

而今年 3-7 月的五次集中竞价成交电量分别是 10.5 亿千瓦时、14.5 亿千瓦时、14.0 亿千瓦时、18.7 亿千瓦时和 26.6 亿千瓦时，累计成交电量 84.25 亿千瓦时，实际月平均交易 16.85 亿千瓦时已超过计划每月交易量的平均水平 14 亿千瓦时，照此趋势，明年成交量会继续加大。

表 2: 广东省竞价交易结果

时间	成交电量 (亿千瓦时)	结算平均价差 (厘/千瓦时)	需方平均申报价差 (厘/千瓦时)	售电公司成交 (亿千瓦时)	售电公司盈利 (厘/千瓦时)
3 月	105000	-151.45	-29.40	68096	122.05
4 月	145000	-147.93	-51.59	99589	96.34
5 月	140000	-133.28	-13.00	116090	120.28
6 月	186500	-93.90	-25.66	120000	68.24
7 月	266000	-58.87	-19.44	200814	39.44

资料来源：广东电力交易中心网站、信达证券研发中心

从 7 月份广东集中竞争交易结果看，竞价规模为 266000 万千瓦时。供应方共有 37 家参与报价，总申报电量为 328707 万千瓦时，其中 35 家最终成交，成交的发电企业平均申报价差为 -98.308 厘/千瓦时，其中最高成交申报价为 -54 厘/千瓦时，最低成交申报价为 -300 厘/千瓦时。需求方共有 130 家参与报价，总申报电量为 325721 万千瓦时，其中 112 家最终成交，成交的需求方平均申报价差 -19.435 厘/千瓦时，其中最高成交申报价为 -2.5 厘/千瓦时，最低成交申报价为 -23 厘/千瓦时，最终结算的平均价差为 -58.87 厘/千瓦时。

智光电气于 7 月份获得售电牌照，7 月份公司名下竞得电量 100 万千瓦时，占据 0.04% 的市场份额，代理用户总计中标 250 万千瓦时，共计 350 万千瓦时。公司目前正在积极推动客户取得大用户资格，目标在年内取得 2-3 亿千瓦时代理用电量。

电改将使需求侧管理将获实质性利好，服务公司未来将有巨大发展空间。

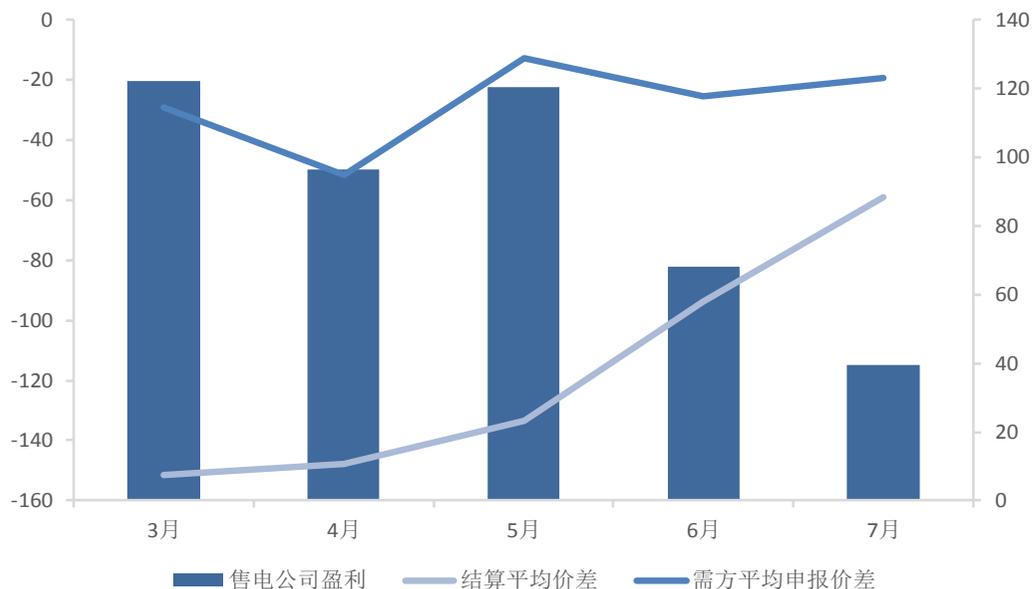
从 3-7 月的广东电力直接交易结果来看，由于价差返利规则的改变，发电企业改变了报价策略，让利逐渐减少，加上需求方的“觉醒”，售电公司的盈利受到挤压。未来随着售电企业的日益增多，售电市场竞争必然会逐渐加剧。未来新的售电企业要

想生存下去，需从两个方面寻求突破点，一是提供更加低廉的电价。二是提供更加高品质的多样化、个性化服务，如为客户提供信息查询服务、基于客户需求推广节能服务产品，开拓节能服务市场等。

尽管售电公司可以通过吃差价获得一定的盈利，但对用户而言，售电公司之间的产品差别并不会相差很大。即便售电公司可采取各种方式优化服务，例如缩短收款期、降低不合理网损等，但更大的业务空间，必然是通过业务增值来实现。这些业务包括需求侧管理与检测、合同能源管理、综合节能、以及用能咨询等增值服务，为用户减少能源消费实施管理或提出建议。

中国现今实行的是阶梯电价与分时电价制度，用电越多电价越贵，如果售电公司能够牵手能源服务公司，将可以通过专业化的管理，最终使用户实现用电越多越便宜。除此之外，还可以通过实行需求侧管理，使得用户避开尖峰电价期，减少在用电上的花费。不难想象，在电力同质性强的前提下，这类附加服务的出现，必将成为各售电公司的核心竞争力。技术允许者，还将以平日积累的大量用户数据（例如电力消耗曲线、用户用能习惯、用户能量消耗结构等），为用户提供高品质的信息挖掘服务。

图 15: 3-7 月广东电力直接交易结算平均价差（左轴）、需方平均申报价差（左轴）和售电公司盈利（右轴）（单位：厘/千瓦时）



资料来源：信达证券研发中心

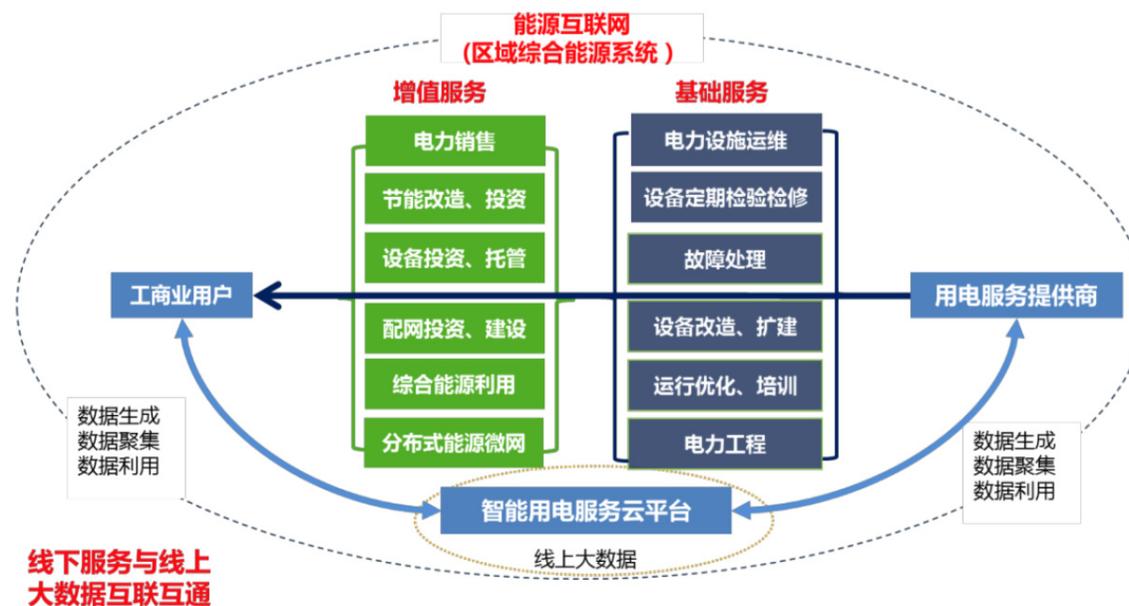
乘电改东风，用电侧服务扬帆起航

公司顺应电力体制改革所带来的发展机遇，对用电服务板块进行了持续拓展，加上公司在综合节能服务领域丰富的经验，使公司具备为用电企业提供一站式全方位用电服务的能力，从而使公司未来有望从激烈的竞争中脱颖而出。

以电改为契机，切入用电服务领域

公司的用电服务业务主要包括基础服务和增值服务两块，其中基础服务包括电力设施运维、设备定期检验检修、故障处理、设备改造与扩建、运行优化与培训、电力工程。增值服务包括电力销售、节能改造与投资、设备投资与托管、配网投资与建设、综合能源利用、分布式能源微网。

图 16: 公司用电服务业务



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3: 公司用电服务业务的盈利模式

服务类别	具体服务	业务概述及盈利模式
	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。根据合约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。

基础用电服 务	修	
	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、培训	在保证技术安全、经济合理的条件下, 充分利用现有的设备、元件不投资或有较少的投资, 通过相关技术论证, 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, 以达到减少系统损耗, 从而达到提高经济效益的目的, 同时对用户进行相应的专业培训和跟踪服务。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。
增值用电服 务	电力销售	根据国家电力体制改革步伐, 开展终端电力销售及服务, 以电力客户需求为中心, 通过供用关系, 使电力用户能够使用安全、可靠合格、经济的电力商品。按照电力交易价格标准, 销售电力。
	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, 根据协议回收投资、分享节能效益以及收取合理的增值服务费用。
	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, 根据协议回收成本及收取相应增值服务费用。
	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。按照国家政策收取增值服务费。
	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; 根据国家政策及收费标准、效益分享机制等收取服务费用。
	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。根据国家、地区政策及合理投资回收期, 通过供销协议收回投资成本及收取合理收益。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2014年11月, 公司子公司广东智光用电投资有限公司成立, 智光用电投资聚焦供用电领域, 以用户电气设备托管和维护服务业务为切入点和依托, 开展用户用电咨询、节能规划设计、技术改造、智能化管理、用电设备托管等供用电高端服务业务。2014年12月, 智光用电投资的控股公司广州智光用电服务有限公司成立, 重点拓展广州区域的用电服务市场。

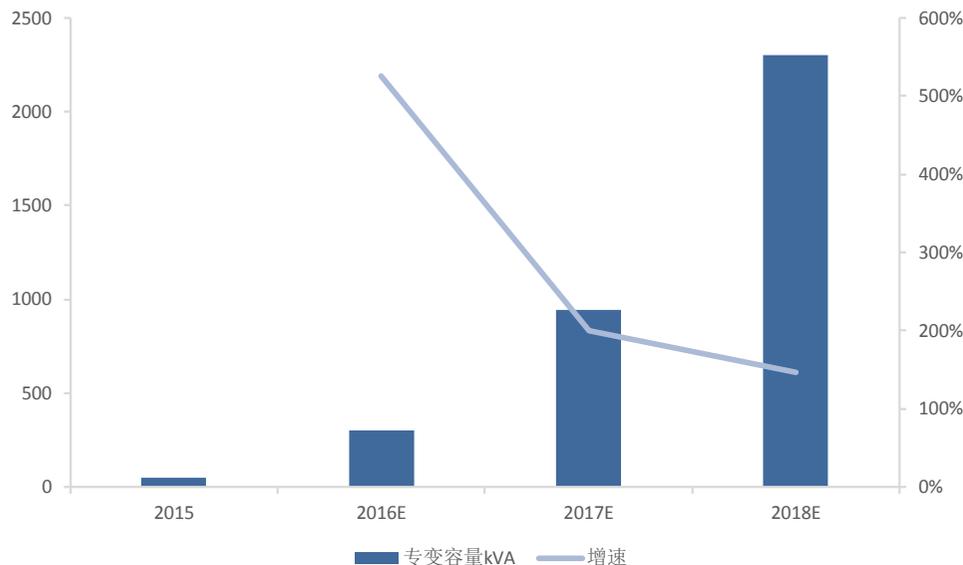
公司用电投资公司持续进行线下用电服务布局, 继2014年在广州设立第一家用电服务公司后, 2015年至2016年上半年先后在肇庆市、汕头市、东莞市、江门市、南宁市、昆明市分别设立区域用电服务公司; 2015年底新成立的广东智光电力销售有限公司已被列入售电企业名录。

智光用电服务于2015年上半年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, 目前已经签订约5000万元的合同及合作协议。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kVA专变容量的客户。肇庆智光、汕头智光及东莞智光亦于2016年上半年取得了《承

装（修、试）电力设施许可证》，区域用电服务业务拓展加速。

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 kVA，而 15 年公司积累了 50 万 kVA 专变容量的客户，仅占 0.22% 的市场，发展空间巨大。公司计划未来三年时间覆盖 3.7 万工商业专变用户，获取 2300 万 kVA 以上的专变容量，我们预计 2016 年底公司用电服务业务有望获得 5000-6000 家用电服务用户，累计接入电力负荷不低于 300 万 kVA。

图 17：公司客户专变容量预测（kVA）



资料来源：信达证券研发中心

近水楼台先得月，区位优势明显

公司总部位于广东省广州市，在开展用电服务业务方面享有较大区位优势。广东是我国的经济大省、用电大省，其用电量位居全国前列，2015 年超过 5200 亿千瓦时。随着产业结构调整和技术创新，广东省未来仍具有广阔的增长空间，我们预计用电量仍将稳步增长。此外，广东省作为开展售电侧改革的试点省份，改革步伐较快，用户对用电服务的各类需求将推动用电服务市场高速增长，公司战略升级及业务延伸恰逢其时，能够充分利用区位优势迅速积累用户资源，拓展用电服务业务。

在 7 月份的电力直接交易中，公司名下竞得电量 100 万千瓦时，仅占据 0.04% 的市场份额。我们预计 2018 年广东省工业电

量全放开后，全省交易电量将达 3200 亿千瓦时，假设公司届时占据 1% 的市场份额，一度电盈利 1 分，则将获利 3000 万元。

用电服务区域持续拓展

公司立足广东，服务范围持续向南网覆盖范围其他省市拓展。目前，公司非公开发行已获证监会审核通过，拟投资 9.9 亿元在南方电网辖区内设立 37 个用电服务网点，分三年每年建设 15、12、10 个，覆盖 37000 个专变用户，其中广东省内建设 33 个，贵州、云南、广西、海南 4 省省会各建一个。我们预计公司 2018 年将建成覆盖南网五省的用电服务网络。

高薪吸纳电网三产公司人才，打造专业团队

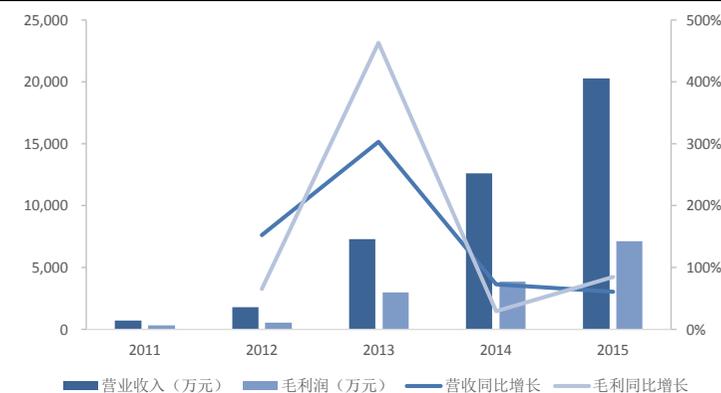
故障处理、设备改造等用电服务对从业人员的专业素质具有较高要求。近年来，体制内电力从业人员待遇下降，并且随着电改的进行，电网对人才的吸引力逐渐减弱。公司通过高薪吸引地方和电网三产公司的专业人才加盟，并通过股权激励等方式留住人才并提高其工作积极性，专业化团队提升了用户体验，提高了用户粘性。

综合节能服务发展迅速

公司紧紧抓住能源和消费革命的历史机遇，主攻工业节能，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等，进行精耕细作，并从战略高度有选择地发展新的业务方向，注重增长规模的同时更加强化增长质量。通过节能服务的开展，公司在能源动力领域积累了丰富的技术、人才、经验以及应用案例和客户，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”，为国内节能服务公司的标杆企业之一。

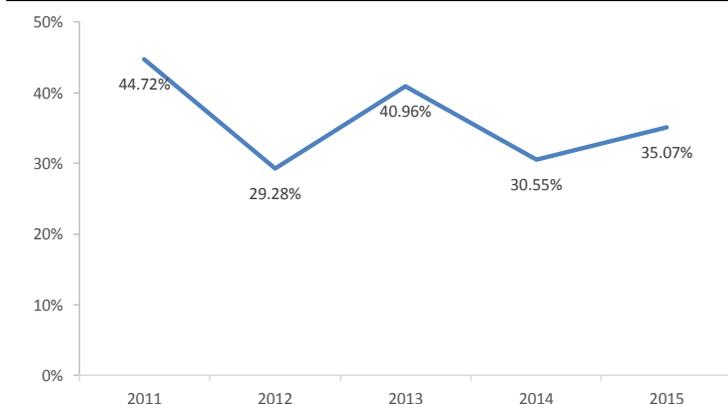
过去 5 年，公司综合节能服务业务板块营业收入和毛利润快速增长，营收自 2011 年的 714.29 万元增加到 2015 年的 2.03 亿元，年复合增长率高达 130.79%，毛利润自 2011 年的 319.46 万元增长至 2015 年的 7106.78 万元，年复合增长率高达 117.18%。

图 18: 公司综合节能服务业务近年来营收及毛利润情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 19: 公司综合节能服务业务毛利率



资料来源: wind, 信达证券研发中心

2015年，公司加速电动给水泵系统改造应用推广，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。并新拓展热电厂余热利用和区域高效集中供暖项目。2016年2月，公司中标漳泽电力“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”，在600MW级大型火电机组给水泵系统节能改造推广应用取得了突破。根据公司目前在手重大综合节能合同推算，公司2016年综合节能服务至少将产生2亿元收入。

定增助推新业务发展

公司拟非公开发行不超过（含）105,187,239股，募集资金总额不超过15.168亿元，扣除相关发行费用后的募集资金净额按照轻重缓急拟投资以下项目：

表4：公司非公开发行募投项目

项目名称	项目总投资金额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
电力需求侧线下用电服务及智能用电云平台项目	110,000.00	106,000.00
综合能源系统技术研究实验室项目	20,000.00	15,680.00
偿还银行贷款及补充流动资金	30,000.00	30,000.00
合计	160,000.00	151,680.00

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前该方案已经通过证监会审核。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，公司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%。

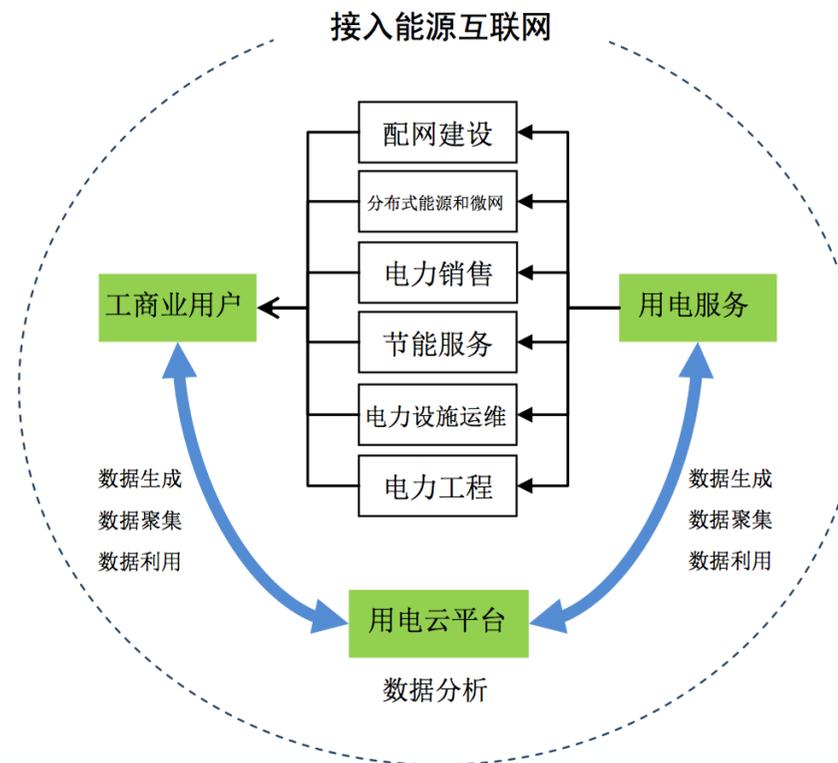
积极拓展电力需求侧线下用电服务领域

通过此次定增，公司将进一步进行线下服务网络的布局，拟投资9.9亿元在南方电网辖区内设立37个用电服务网点，分三年每年建设15、12、10个，覆盖37000个专变用户，其中广东省内建设33个，贵州、云南、广西、海南4省省会各建一个。我们预计公司2018年将建成覆盖南网五省的用电服务网络。

打造云平台，为用电服务提供数据支持

此次定增公司还将打造智能用电云平台，在线信息采集设备实时采集用电侧信息，使用分布式电源监控设备智能监控分布式电源的运行情况，并将数据送入智能用电云服务器，利用大数据挖掘、分析、预测和决策支撑算法，实现“实时监测+云计算”，为需求侧能源调度和智能用电服务数据支撑，从而达到优化能源配置管理，提高供电经济型和可靠性，提高用户的用电、购电体验，极大减少人力维护成本和电能损耗的目的。

图 20: 大数据云平台技术为需求侧业务提供强有力的系统支持



资料来源: 信达证券研发中心

综合能源系统技术研究实验室为能源互联网提供技术储备

公司投资 2 亿元建设的综合能源系统技术研究实验室将致力于当前有可能首先实现的区域能源互联网、微网、综合能源系统、分布式能源系统等领域的研究，为能源互联网提供技术储备，推动公司成为综合能源技术与服务的领先提供商。

表 5: 综合能源系统技术研究实验室建设内容与目标

建设内容	建设目标
综合能源系统基础技术研究	建设区域能源互联网模型包括新能源微网的接入仿真、热力网的接入仿真、供需信息服务器等；建成后可以实现对多种分布式能源接口技术方案及互联策略研究、能源监测及能源潮流的仿真分析与计算，提出区域能源互联网优化控制方案及策略。
综合能源系统动模试验与应用研究	建设交流微网动模系统、直流微网动模系统及其柔性电力变换系统；供热、供冷热力网模型，相关监测控制系统；建设后可作为一个综合能源微网动态研究的实验室模型，为分布式能源并网、储存、应用及相关优化控制策略提供试验技术支持，实

	现实实验室状态下接近现场工况的模拟。
太阳能应用技术研究	建设光伏、光热系统及光环境关联监测分析系统；建成后可全方位研究光电、光热高效利用技术及与微网系统的统一协调。
储能技术研究	多种电池储能、飞轮储能、电储热、电蓄冷系统样机，建成后可实现电、热、冷的储存技术研究，并为综合能源的应用提供技术实现手段。
移动能源研究	固定式快/慢速充电桩、移动充电电源、APF、电池组充放电测试、非接触式充电系统样机；建成后可实现对电动车充电技术及与区域能源的协同研究
天然气分布式能源应用研究	小型及微型燃气轮机样机、余热锅炉、吸收式制冷机及压缩式热泵等冷热电三联供系统样机；建成后可实现对天然气电、热、冷分布式能源、热泵技术在区域能源网优化利用的应用技术研究。
综合能源系统新技术研究	能量路由器技术、燃料电池技术等；对综合能源系统中未来的新技术进行跟踪研究，培育在综合能源体系中新的发展方向。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

传统业务稳健增长

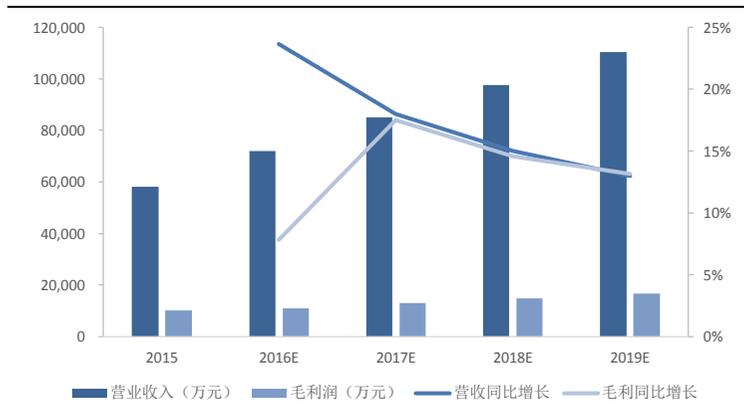
电力电缆解决产能瓶颈

公司于 2015 年 10 月完成对岭南电缆的收购。岭南电缆是专业从事高端电力电缆产品研发、生产、销售于一体的高新技术企业，产品主要应用于电力系统和大型工业企业，是专注于电缆系统综合解决方案的专家，为南方电网和国家电网优秀供应商，产品广泛应用于广州新白云机场、广州亚运城、广州琶洲会展中心、广州地铁、深圳地铁、成都地铁、天津奥体中心、博鳌论坛会议中心、深圳大运会中心和广州超算中心等重点工程。在超高压和特种电缆领域，岭南电缆是国内第一批引进和拥有世界先进制造技术的厂家之一，技术水平处于国内领先地位。岭南电缆投资新建的生产基地，对生产设备进行了全面更新和升级换代，引进了当前世界一流的芬兰 Maillefer（麦拉菲尔）立式生产线，提高了生产效率和产品质量，高压、超高压电缆年生产能力由原来的 365 公里提升到 1000 公里，产能提升 2.74 倍，解决了因产能瓶颈对公司发展的制约。

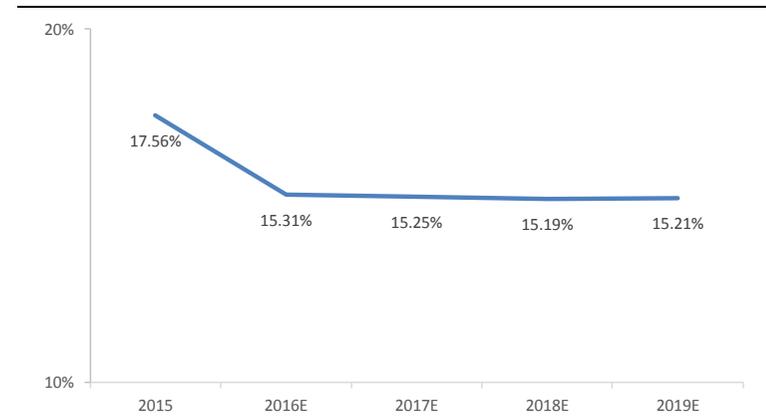
岭南电缆全新生产基地于 2015 年搬迁后全面投产。报告期内，岭南电缆实现营业收入 6.03 亿元，同比增长 33.31%，利润总额 4962.37 万元，同比增长 192.44%，净利润总额 4353.55 万元，同比增长 183.37%。

图 21：岭南电缆业绩情况

图 22：电力电缆业务毛利率



资料来源: wind, 信达证券研发中心



资料来源: wind, 信达证券研发中心

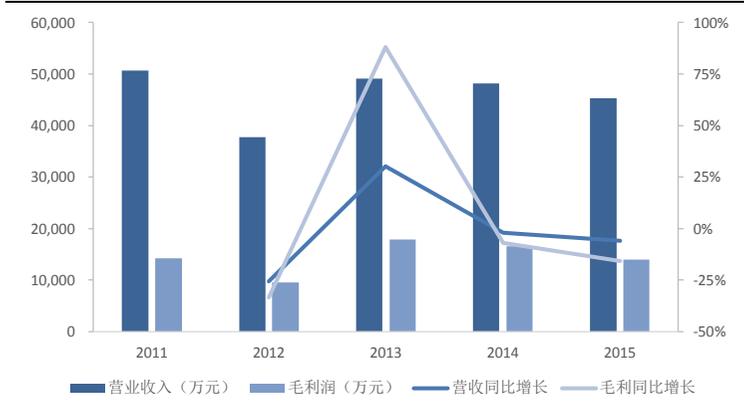
电气控制设备国内领先

目前公司在电气设备业务有丰富的产品结构, 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, 具体为消弧选线成套装置、高压变频调速系统、电压无功补偿与电能质量控制系统、高压设备状态监测与诊断系统、电力企业调度信息整合平台及应用软件等。作为公司一直以来的市场领先业务板块, 公司在充分的市场竞争及长时间的研发沉淀中积累了较丰富独特的经营、管理、技术、营销经验, 打造了美誉度极高的智光电气品牌。

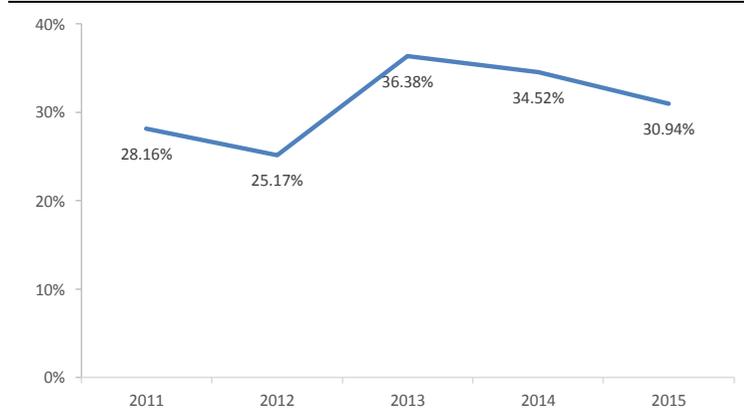
公司电气控制设备业务主营产品之一消弧选线成套装置, 产品已应用到全国 260 个地级市供电局, 应用渗透率达到 78%, 市场占有率持续位居国内同类产品前列; 公司电气控制设备业务主营产品之一高压变频调速系统经过多年的发展, 已成为国内知名的专业厂家, 连续多年被评选为“中国高压变频器十大品牌”。在超大功率高压变频系统应用方面, 公司不断进行技术创新和产品升级, 突破新的应用领域, 并形成 300MW-600MW 火电机组电动给水泵变频控制节能改造、600MW 及以上火电机组联合引风机变频控制节能改造、钢铁行业大功率同步电机烧结主抽变频控制节能改造、特大容量电机高压变频软起等高端应用, 为国内同业中能与国际优秀品牌媲美的厂家之一。基于公司电力电子技术方面深厚的技术积累, 公司高压静止无功发生器(SVG)在电网安全稳定控制和新能源接入网领域得到广泛应用; 在大功率储能业务发展方面, 公司承担了“南方电网 MW 级电池储能 863 课题示范工程”能量转换系统的研制, 该项目入选“2015 中国智慧能源产业十大优秀案例”; 在新能源领域, 公司对新能源接入进行了深入系统研究, 并作为主要单位组织起草《光伏智能变电站》标准, 并投入大量资源研制出新一代分布式光伏系统智能一体化箱变。

图 23: 公司电气控制设备业务近年来营收及毛利润情况

图 24: 公司电气控制设备业务毛利率



资料来源: wind, 信达证券研发中心



资料来源: wind, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

公司借助电改切入用电服务领域，并加速布局用电服务网络，同时节能服务业务为公司提供了用户基础，“一体化”的服务优势提高了公司的用户粘性，在未来市场空间不断扩大的同时，我们预计公司市场份额也将逐步提高。因此，在不考虑公司增发的前提下，我们对公司经营的主要假设和预测为：

1、收入：节能服务板块，由于公司在不断寻找此板块新的盈利增长点，根据截止到目前公司节能业务签订大合同情况，我们预计 2016~2018 年节能服务营业收入增速分别为 72.73%、40%、20%；用电服务板块，根据公司未来三年时间覆盖 3.7 万工商业专变用户的目标，保守起见我们假设 2018 年公司实际覆盖 2.5 万个用户（对应目标完成度 67.6%），由此我们预计 2016~2018 年用电服务营业收入增速分别为 447.00%、107.45%、60.26%。综合以上分析，我们预计 2016~2018 年公司营业收入增速分别为 47.05%、36.29%、27.31%。

2、毛利率：我们预计公司电力电缆等业务毛利率将回归正常水平，而用电服务等新业务毛利率将提升，原因有二，其一，业务结构的变化，比如用电服务业务中前期工程项目较多，后面运维等高毛利业务占比提升；其二，公司用电服务业务目前正在扩张期，为了争夺用户将部分利润让利给用户，公司相对于行业其他公司具有一定竞争优势，我们预计未来随着市场格局趋于稳定，公司在取得较大市场份额，在市场中具有一定话语权和规模效应后，毛利率会逐步提高。保守起见，我们预计公司 2016~2018 年毛利率分别为 27.15%、28.48%、29.39%。

表 6: 公司各项业务收入和毛利率预测

(单位: 万元)		2014	2015	2016E	2017E	2018E
电力电缆	营业收入	0.00	58,235.92	72,000.00	84,960.00	97,704.00
	营业收入 YOY	0.00%	0.00%	23.64%	18.00%	15.00%
	毛利率	0.00%	17.56%	15.31%	15.25%	15.19%
电气控制设备	营业收入	48,143.87	45,320.15	47,586.16	49,965.47	51,964.08
	营业收入 YOY	-1.96%	-5.87%	5.00%	5.00%	4.00%
	毛利率	34.52%	30.94%	34.00%	34.00%	34.00%
综合节能服务	营业收入	12,597.17	20,263.36	35,000.00	49,000.00	58,800.00
	营业收入 YOY	73.33%	60.86%	72.73%	40.00%	20.00%
	毛利率	30.55%	35.07%	37.00%	37.00%	37.00%
用电服务	营业收入	0	6873.87	37600	78000	125000
	营业收入 YOY	0.00%	0.00%	447.00%	107.45%	60.26%
	毛利率	0.00%	26.82%	32.00%	34.00%	35.00%
合计	营业收入	60,741.04	130,693.30	192,186.16	261,925.47	333,468.08
	营业收入 YOY	7.75%	115.16%	47.05%	36.29%	27.31%
	毛利率	33.69%	25.40%	27.15%	28.48%	29.39%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

估值与投资评级

按照公司现有股本(不考虑增发项目), 我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.55、0.80、1.06 元, 对应 2016 年 7 月 28 日收盘价(21.56 元)的 PE 分别为 40、27、20 倍。

我们选择上市公司中积极拓展用电侧服务的炬华科技、科陆电子、积成电子、中恒电气、恒华科技进行对比分析, 以上企业对应 2016 年的万德一致预测市盈率的平均值为 41.22 倍。所以, 考虑到公司用电服务领域的加速拓展, 以及在云平台、能源互联网等方面的不断创新, 我们给予公司 2016 年 50 倍市盈率, 对应目标价为 27.50 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 7: A 股可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价(元)	市值	PE (倍)			EPS (元)			PB (倍)	PS (倍)
			(亿元)	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E		
300360	炬华科技	21.31	77.29	21.53	27.21	22.97	0.99	0.78	0.93	7.32	7.11
002121	科陆电子	10.28	122.52	23.45	37.25	26.42	0.44	0.28	0.39	5.75	5.42
002339	积成电子	16.20	61.38	42.63	33.82	26.57	0.38	0.48	0.61	4.33	4.77
002364	中恒电气	25.12	131.44	93.04	51.58	36.05	0.27	0.49	0.70	10.87	15.61
300365	恒华科技	38.85	68.35	84.46	56.23	42.05	0.46	0.69	0.92	10.90	17.45
平均	-	-	-	53.02	41.22	30.81	—	—	—	7.84	10.07
002169	智光电气	21.56	68.15	63.10	39.53	26.95	0.34	0.55	0.80	5.16	3.55

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 除智光电气(其PB、PS按2016年数据计算)为信达证券预测外,其余为wind一致预期;股价、市值等为2016年07月28日收盘数据

风险因素

电改推进速度不及预期; 公司用电服务扩展速度不及预期。

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,418.53	1,769.24	2,585.18	3,323.40	4,158.81
货币资金	141.26	359.75	566.89	626.98	767.84
应收票据	54.30	57.72	97.99	133.55	170.03
应收账款	846.77	979.10	1,439.78	1,962.23	2,498.20
预付账款	37.88	18.73	26.90	36.00	45.24
存货	234.69	228.67	328.36	439.37	552.23
其他	103.63	125.27	125.27	125.27	125.27
非流动资产	1,098.17	1,291.78	1,612.97	1,925.85	2,230.60
长期投资	28.74	62.14	62.14	62.14	62.14
固定资产	475.28	845.80	1,068.64	1,361.75	1,654.38
无形资产	94.98	97.16	93.75	91.45	89.49
其他	499.17	286.68	388.43	410.50	424.59
资产总计	2,516.70	3,061.02	4,198.15	5,249.24	6,389.40
流动负债	1,022.71	1,276.76	2,238.82	3,032.45	3,832.55
短期借款	513.06	570.45	1,170.45	1,670.45	2,170.45
应付账款	262.75	296.84	575.02	769.42	967.05
其他	246.90	409.46	493.35	592.58	695.05
非流动负债	479.67	501.39	501.39	501.39	501.39
长期借款	249.57	168.49	168.49	168.49	168.49
其他	230.10	332.90	332.90	332.90	332.90
负债合计	1,502.38	1,778.15	2,740.21	3,533.85	4,333.94
少数股东权益	236.72	133.58	136.26	140.82	147.24
归属母公司股东权益	777.60	1,149.29	1,321.69	1,574.58	1,908.22
负债和股东权益	2516.70	3061.02	4198.15	5249.24	6389.40

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,056.95	1,306.93	1,921.86	2,619.25	3,334.68
同比(%)	87.49%	23.65%	47.05%	36.29%	27.31%
归属母公司净利润	50.21	108.02	172.40	252.89	333.64
同比(%)	149.14%	115.12%	59.61%	46.69%	31.93%
毛利率(%)	25.92%	25.40%	27.15%	28.48%	29.39%
ROE(%)	7.49%	11.21%	13.95%	17.46%	19.16%
每股收益(元)	0.19	0.34	0.55	0.80	1.06
P/E	136	63	40	27	20
P/B	8.8	5.9	5.2	4.3	3.6
EV/EBITDA	36.27	22.00	21.56	16.19	13.12

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,056.95	1,306.93	1,921.86	2,619.25	3,334.68
营业成本	783.02	974.95	1,400.00	1,873.32	2,354.50
营业税金及附加	6.20	8.91	13.11	17.87	22.75
营业费用	73.70	67.25	98.89	134.78	171.59
管理费用	80.79	90.36	132.87	181.09	230.55
财务费用	52.66	62.58	80.37	115.20	151.83
资产减值损失	20.26	-4.43	31.17	42.48	54.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.92	0.75	0.34	0.34	0.34
营业利润	41.25	108.05	165.77	254.85	349.71
营业外收入	27.97	46.95	29.55	34.82	37.11
营业外支出	0.46	0.37	0.38	0.40	0.38
利润总额	68.76	154.63	194.94	289.28	386.44
所得税	3.42	15.76	19.86	31.82	46.37
净利润	65.34	138.88	175.08	257.45	340.06
少数股东损益	15.13	30.86	2.68	4.57	6.42
归属母公司净利润	50.21	108.02	172.40	252.89	333.64
EBITDA	185.96	359.16	394.41	556.03	724.34
EPS (摊薄)	0.16	0.34	0.55	0.80	1.06

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	53.68	159.67	124.18	134.59	276.54
净利润	65.34	138.88	175.08	257.45	340.06
折旧摊销	63.43	141.77	114.71	144.05	178.43
财务费用	53.76	62.75	84.76	122.71	159.48
投资损失	-0.92	-0.75	-0.34	-0.34	-0.34
营运资金变动	-148.72	-178.22	-277.92	-426.97	-448.54
其它	20.79	-4.77	27.90	37.68	47.45
投资活动现金流	-298.38	-258.69	-432.29	-451.79	-476.20
资本支出	-274.86	-135.79	-432.63	-452.13	-476.53
长期投资	0.00	0.67	0.34	0.34	0.34
其他	-23.52	-123.57	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	180.34	277.68	515.24	377.29	340.52
吸收投资	40.00	146.98	0.00	0.00	0.00
借款	218.10	40.06	600.00	500.00	500.00
支付利息或股息	77.76	86.43	84.76	122.71	159.48
现金净增加额	-64.35	178.67	207.14	60.09	140.86

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下的信达证券，任研究开发中心副总经理、首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

刘强，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验；实业时的团队在国内最早从事动力电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事能源化工研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。