

智光电气 (002169.SZ)

输配电及控制行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

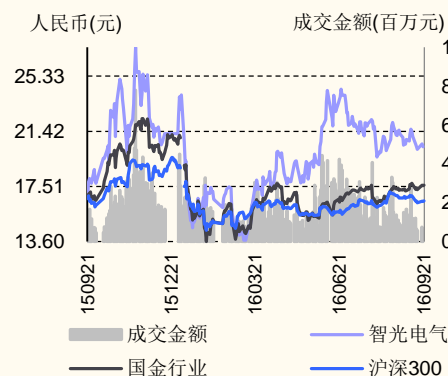
市场价格 (人民币): 20.28 元

目标价格 (人民币): 23.60 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	188.58
总市值(百万元)	6,417.06
年内股价最高最低(元)	27.37/13.69
沪深 300 指数	3266.64
深证成指	10583.40



## 布局闭环，用电服务引领高速成长

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.157	0.342	0.449	0.655	0.879
每股净资产(元)	2.24	3.64	7.08	7.67	8.50
每股经营性现金流(元)	0.32	0.51	1.32	0.94	1.18
市盈率(倍)	65.74	67.22	45.13	30.94	23.06
行业优化市盈率(倍)	56.84	109.50	98.66	98.66	98.66
净利润增长率(%)	107.14%	158.74%	63.88%	45.84%	34.19%
净资产收益率(%)	7.00%	9.40%	6.35%	8.54%	10.35%
总股本(百万股)	266.47	316.11	393.90	393.90	393.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **坐拥广东地利，电改龙头：**广东用电量占比全国近 10%。广东电改进度全国领先，从今年 3 月开始已组织多次竞价（公司 8 月份已获得竞价交易电量 **2520 万 kWh**），未来必将成为国内电改红利释放最快、最多的省份；
- **定增及时扩大用电服务范围，支撑业绩成长：**公司将募资 11 亿元建设电力需求侧线下用电服务及智能用电云平台项目（已批准）。公司是目前市场上需求侧管理业务布局最完善明确的企业，2015 年已取得净利润超 **1000 万**；本次定增后，公司将进一步大幅扩大相关业务的盈利能力，并为节能、售电等业务做好铺垫。盈利测算假设一个新建网点前 3 年收入分别为 **2500 万、3250 万及 4225 万（第 3 年达产，30% 复合增长），净利率 10%**；
- **节能先锋，布局综合能源系统：**公司是国内布局节能业务最早的企业之一，获得全国节能服务公司综合能力 AAAAA 最高等级评价，2015 年净利润达 8593 万元，YOY 132%；2016H 净利润 3215.80 元，YOY 60.39%。未来在用电服务布局的带领下，需求侧节能业务将进一步提升用户粘性。此外，公司本次募投 2 亿元建设综合能源系统技术研究实验室。该实验室是公司布局综合能源领域的战略性项目，有利于公司把握技术方向，长期分享电改和能源互联网带来的红利释放；
- **开拓细分市场，电控设备业务稳中有升：**公司传统电控板块已拓展港口岸电、储能、光伏发电、轨道交通等细分市场的产品解决方案，形成新的利润增长点，2016H 毛利率大幅增长 8.33%。
- **并购岭南电缆，同时完成股权激励：**2015 年，公司完成岭南电缆并购，由于新生产基地的建成，当年净利润达到 4354 万元，YOY 183%；2016H 收入增长 11%，净利润增长 17.9%；我们预期未来可保持 10% 左右平稳增长。并购配套融资中嵌入员工持股计划，金额达 **8600 万元**，激励强度大。

## 估值

- 我们预期 2016-2018 年，公司归母净利润分别为 1.77、2.58、3.46 亿元，EPS 为 0.45、0.66、0.88。考虑公司业绩高速增长，以及能源互联网的龙头地位，给予 2017 年 36x PE，对应目标价 23.6 元，给予“买入”评级。

## 风险

- 用电服务进度低于预期。

苏广宁 分析师 SAC 执业编号: S1130516080001  
(8621)61620766  
suguangning@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)60230214  
yaoy@gjzq.com.cn

## 内容目录

能源互联网先行者 .....	4
主营业务与股权结构 .....	4
公司业绩稳定高速增长 .....	5
募投项目 .....	6
天时+地利，电改+广东奠定龙头基础 .....	7
电改9号文确定方向，6大配套文件深化推进 .....	7
广东国内引领电改市场，智光有望最先受益 .....	8
定增助力，线上线下及时布局 .....	9
线下用电服务：跑马圈地，卡位能源互联网 .....	9
线上搭建智能云平台，布局电力大数据 .....	12
综合节能：利润持续增长，布局综合能源系统 .....	13
布局售电，已取得实质性进展 .....	15
传统业务持续增长，与节能用电业务形成闭环 .....	16
开拓细分市场，电控设备业务稳中有升 .....	16
并购岭南电缆，持续快速增长 .....	17
盈利预测与估值 .....	18

## 图表目录

图表 1：主营业务 .....	4
图表 2：公司募投项目与产业布局 .....	4
图表 3：股权结构 .....	5
图表 4：分产品毛利占比 .....	6
图表 5：募投项目 .....	6
图表 6：电力需求侧项目明细 .....	7
图表 7：9号文六大配套文件 .....	7
图表 8：电改推进计划 .....	8
图表 9：广东售电竞价机制 .....	8
图表 10：广东省3-8月竞价结果 .....	9
图表 11：用电服务业务主要类别 .....	9
图表 12：37个网点规划布局 .....	11
图表 13：未来五年收入情况测算 .....	11
图表 14：未来五年盈利情况测算 .....	11
图表 15：线上线下服务关系 .....	12
图表 16：用电云平台结构 .....	13
图表 17：区域综合能源系统示意图 .....	14
图表 18：线下用电服务+线上大数据互联互通模式 .....	15
图表 19：主要上市公司近两个月成交电量 .....	15

图表 20: 青岛港高压岸电系统.....	16
图表 21: 直接高压 PCS 系统.....	16
图表 22: 岭南电缆高压、超高压电力电缆基本结构 .....	17
图表 23: 岭南电缆股权结构.....	18
图表 24: 历史估值情况 .....	18
图表 25: 盈利预测假设.....	19

## 能源互联网先行者

### 主营业务与股权结构

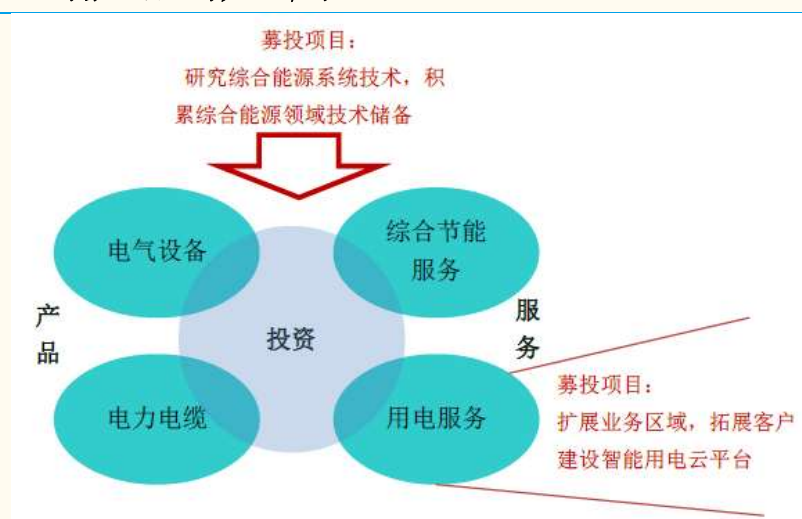
- 公司专注于电气智能化控制技术的研究以及产品开发、产业化和应用；致力于能源动力领域节能增效技术研究以及解决方案设计、工程应用和服务提供；同时全方位开展清洁能源、可再生能源等新能源、分布式能源与传统能源相结合的技术研究和综合利用。
- 公司主营业务为：电气控制设备、电力电缆、综合节能服务、用电服务，各业务之间具有高度相关性和联动性。公司抓住电力改革机会，已形成“产品+服务+投资”的业务结构，在综合能源技术与服务的各细分方向及市场中进行了深层次布局：
  - 2015 年度，公司荣获“高压变频器十大品牌”；智光节能荣登 2015 年度全国节能服务公司百强榜第四位、荣获全国节能服务公司综合能力 5A 最高等级、入选最高级“全国工业领域电力需求侧管理一级服务机构”资质；公司承担的“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，入选“2015 中国智慧能源产业十大优秀案例”。
  - 目前，公司正在增发募资 15.168 亿元，投资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。本次非公开发行已过会。

图表 1：主营业务

主营业务		现有产品和服务
产品	电气控制设备	电网安全与控制、电机控制与节能、供用电控制与自动化、电力信息化产品、能量利用与能量转换
	电力电缆	高端电力电缆及特种电缆系列产品
	综合节能服务	合同能源管理、发电厂节能增效、工业电气节能增效、余热余压发电利用、区域能源综合优化与利用
服务	用电服务	基础服务：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：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

来源：国金证券研究所

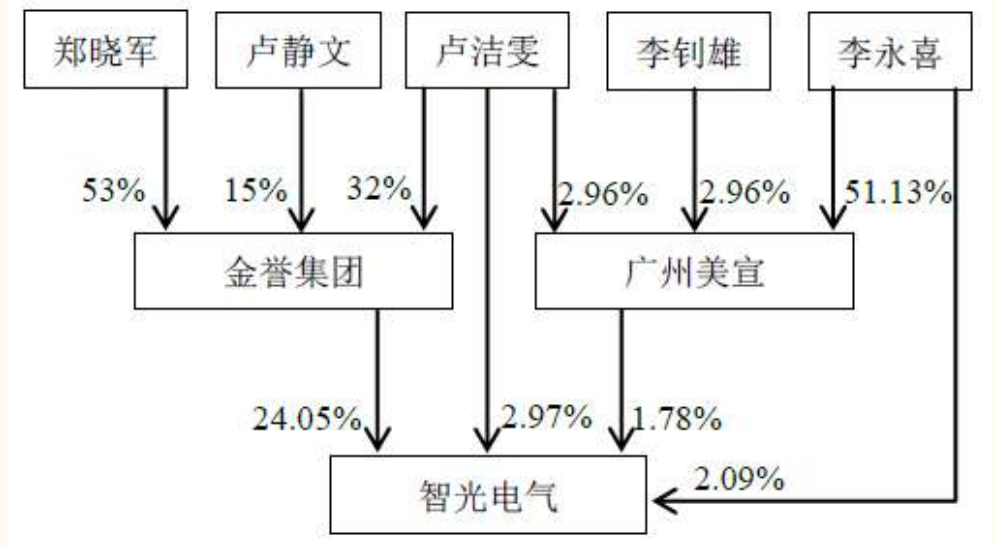
图表 2：公司募投项目与产业布局



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司的实际控制人为郑晓军先生，金誉集团及其一致行动人李永喜、卢洁雯、广州美宣合计持有上市公司 97,662,109 股股份，占本次发行前上市公司总股本的 30.89%。
- 按照本次非公开发行数量上限 105,187,239 股计算，本次非公开发行完成后，金誉集团持股比例为 18.05%，仍为公司控股股东，郑晓军仍为公司实际控制人，金誉集团及其一致行动人李永喜、卢洁雯、广州美宣合计持有上市公司股份的比例变更为 23.18%。

图表 3：股权结构

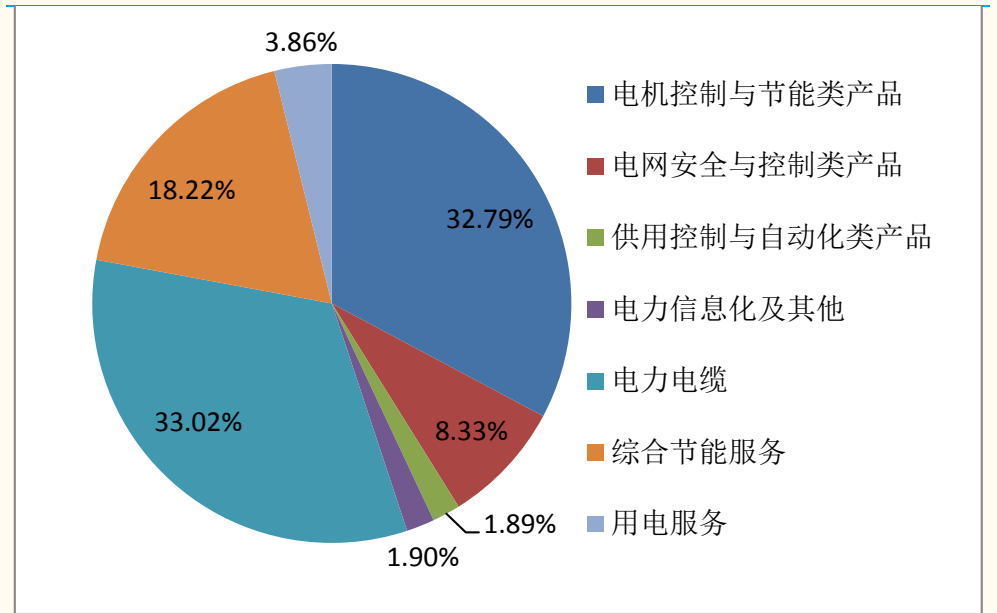


来源：国金证券研究所

### 公司业绩稳定高速增长

- 2015 年，实现营业收入 13.07 亿元，同比增长 23.65%；归属于上市公司股东的净利润 1.08 亿元，同比增长 115.12%。**2015 年度，公司业绩快速增长主要源于岭南电缆和节能业务分别同比增长 183.37%和 131.59%。**
- 2016H，公司实现营业收入 5.93 亿元，同比增长 3.06%，实现归属于上市公司股东的净利润 6,522.54 万元，同比增长 82.24%。其中节能业务净利润 3374.15 万元，同比增长 68.4%；电机控制与节能类产品毛利率提升 8.33%
  - 2015 年 10 月，公司发行股份完成对岭南电缆股权的并购，公司及控股子公司智光用电投资合计持有其 100%的股权。重大资产重组后，根据同一控制下企业合并相关准则对 **2013、2014 财务数据进行追溯调整或重述。**
  - 2015 年度，公司在发行股份并支付现金购买岭南电缆资产的同时，**嵌入 2015 年智光电气员工持股计划：配套融资 14116 万元，发行价格 11.33 元/股，广发资管智光 1 号认购 4102 万元，智光 2 号认购 4498 万元，股权激励强度大。**
- 从 2016H 业务构成毛利贡献来看，电气控制设备占比约为 45%，电力电缆占比 33%，节能和用电服务合计占比 22%。未来预期到 2018 年，节能和用电服务的利润贡献将达到 50%，成为公司未来 3 年业绩增长最主要的驱动力。

图表 4：分产品毛利占比



来源：国金证券研究所

#### 募投项目

- 2016 年 6 月 22 日，公司非公开发行股票申请获得中国证监会发审委通过。项目主要分为电力需求侧、综合能源系统实验室两部分。其中电力需求侧项目又可分为线上和线下两部分。
  - 电力需求侧线下用电服务及智能用电云平台项目总投资为 110,000.00 万元，计划使用募集资金投入 106,000.00 万元。项目建设期为 3 年，完全达产后，预计每年新增营业收入 15.6 亿元，税后财务内部收益率 17.81%，税后投资回收期 6.53 年。
  - 线下用电服务主要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，未来拟打造用电侧的能源传输、能源配置、能源交易、信息交互和智能服务于一体的基础性服务网络，形成用户粘性。项目预算 9.9 亿元。
  - 线上智能用电云平台将引入安全可靠、高性能的 IaaS 基础架构，高灵活性和可靠性的 PaaS 服务架构，以及大数据挖掘、分析、预测和决策支撑算法，实现“实时监测+云计算”的数据组合，切入分布式发电、能源互联网以及大数据服务领域，建立以用能用户为核心的基于“互联网+”的智能用电服务管理平台。利用“能源+大数据”，为用户、售电商、新能源开发商等主体提供创新服务。
  - 募投综合能源系统实验室，探索多能源开放互联，在现有节能服务、用电服务、电气设备、电力电缆等业务基础上，向综合能源技术与服务提供商转型升级。

图表 5：募投项目

序号	项目名称	项目总投资金额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
1	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
2	综合能源系统技术研究实验室项目	20,000.00	15,680.00
3	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

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：电力需求侧项目明细

序号	项目	金额 (万元)
<b>1</b>	<b>电力需求侧线下用电服务</b>	<b>99,000.00</b>
1.1	承装及承修设备	19,425.00
1.2	承试设备	26,233.00
1.3	办公设备	1,110.00
1.4	装修费用	5,550.00
1.5	电力信息采集设备	37,000.00
1.6	铺底流动资金	9,682.00
<b>2</b>	<b>智能用电云平台</b>	<b>7,000.00</b>
2.1	办公和机房装修工程	1,000.00
2.2	计算机及网络硬件购置、安装和服务	4,500.00
2.3	软件购置、调试和服务	1,000.00
2.4	VPN 专用网络通信设备和套餐采购	500.00
	<b>合计</b>	<b>106,000.00</b>

来源：公司公告，国金证券研究所

### 天时+地利，电改+广东奠定龙头基础

#### 电改 9 号文确定方向，6 大配套文件深化推进

- 2015 年 3 月国务院发布电改 9 号文，按照“管住中间、放开两头”的体制架构，有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本开放配售电业务，有序放开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。
- 9 号文提出了电力改革的 7 大重点任务，共 28 小条，概括为“三放开、一独立、三加强”，即放开新增配售电市场，放开输配以外的经营性电价，公益性调节性以外的发电计划放开，交易机构相对独立，加强政府监管，强化电力统筹规划，强化和提升电力安全高效运行和可靠性供应水平。
- 2015 年 11 月，国家发改委与能源局联合下发了电改 6 大配套文件，深化推进电改进程。

图表 7：9 号文六大配套文件



来源：国金证券研究所

图表 8: 电改推进计划

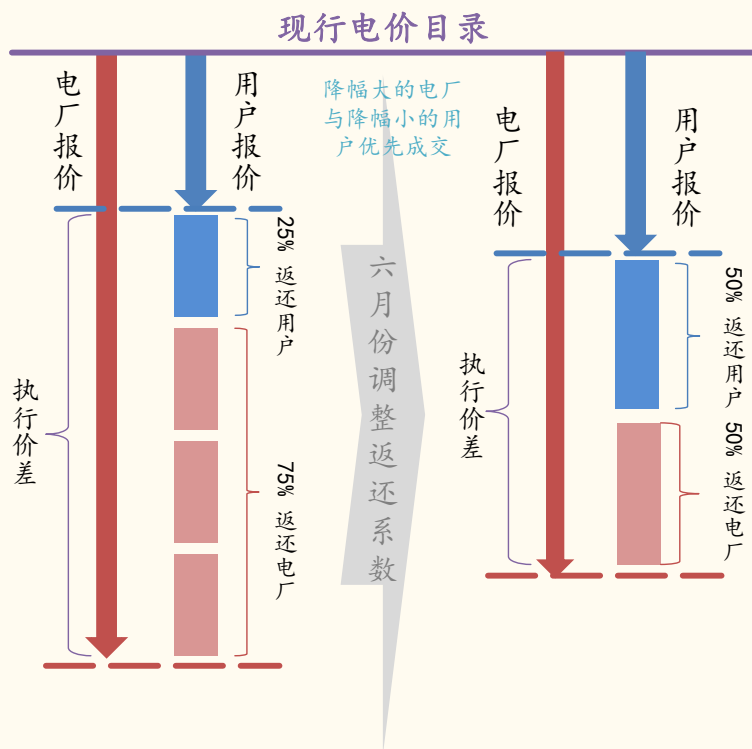
阶段	时间跨度	改革措施
起步试点	2015-2017 年	选择几个有代表性的省份, 全面开展售电侧市场放开试点, 在电网公司继续从事输配售电业务的同时, 逐步培育独立售电主体。探索建立市场运行机制, 逐步放开符合条件的大工业用户选择权。
全面推进	2018-2020 年	在试点基础上, 建立健全售电侧放开运行机制、监管体系和技术支撑平台, 逐步放开中小用户选择权, 形成多家独立售电主体, 构建“多买方-多卖方”的电力市场格局。
成熟完备	2020 年以后	建立健全售电侧市场运行机制和监管体系, 形成合理的价格机制, 构建包括电网企业在内的多家售电主体的竞争格局。随着各方面条件成熟, 考虑放开居民用户选择权, 逐步实现所有用户选择权的放开。

来源: 国金证券研究所

### 广东国内引领电改市场, 智光有望最先受益

- 在电力改革大潮中, 广东走在最前端。2015 年 11 月, 发改委与能源局发布了《关于同意重庆市广东省开展售电侧改革试点的复函》, 在 9 号文与《关于推进售电侧改革的实施意见》基础上, 推进在重庆与广东的售电改革试点。
- 广东是国内用电大省, 全国一年社会用电量 55500 亿千瓦时, 广东一年社会用电量超 5200 亿千瓦时, 占比全国近 10%。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, 市场空间巨大。本次募投项目实施后, 公司将加大在广东省内地级市及南方电网其他辖区中心城市进行拓展, 在各城市布局需求侧用电服务业务, 提供覆盖配网建设、分布式能源和微网、电力销售、节能服务、电力设施运维、电力工程等全方位的用电服务业务体系, 成为未来几年公司业绩增长的主要动力。
- 广东省电力交易中心率先开展了电力的竞争交易和集中撮合, 实行高低匹配原则和 75% 电价返还原则 (6 月调整为 50%)

图表 9: 广东售电竞价机制



来源: 国金证券研究所



- 截止 9 月 19 日，广东省已发放四批售电牌照，进入目录的售电公司已经达到 151 家，其中第一批 13 家，第二批 54 家，第三批 47 家，第四批 37 家。智光电力销售有限公司列入广东省第二批售电公司目录。

图表 10：广东省 3-8 月竞价结果

	市场规模 (万千瓦时)	结算平均价差 (厘/千瓦时)	电厂让利规模 (亿元)	需方平均价 (厘/千瓦时)	供方平均价 (厘/千瓦时)
3 月	105000	-125.5	1.32	-24.397	-429.023
4 月	145000	-147.9	2.14	-51.587	-436.944
5 月	140000	-133.28	1.87	-13.004	-494.12
6 月	187000	-93.89	1.76	-25.663	-162.137
7 月	266000	-58.8	1.57	-19.436	-98.308
8 月	355000	-43.38	1.53	-15.439	-71.320

来源：国金证券研究所

### 定增助力，线上线下及时布局

#### 线下用电服务：跑马圈地，卡位能源互联网

- 公司于 2014 年 10 月超前布局用电市场，设立广东智光用电服务投资有限公司。智光用电主营业务包括电力工程设计、咨询，电气设备检测、修理，节能技术开发、咨询等一系列服务。
  - 用电服务聚焦供用电领域，以用户电力工程、电气设备托管和维护服务业务为切入点和依托，逐步开展配网建设、分布式能源、微网、售电、节能服务等需求侧高端应用服务业务。
  - 公司用电业务目前主要来源于基础用电服务，未来随着用户粘性的提升、合作的深入以及相关政策的放开，增值用电服务有望成长为用电业务板块利润的主要来源。

图表 11：用电服务业务主要类别

服务类别	具体服务	业务概述及盈利模式
基础用电服务	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。
	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。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2015年智光用电实现营业收入6,891.1万元，净利润1,006.26万元，毛利率26.61%，净利率14.60%。2016H，用电服务实现营业收入2,778万元，同比增长47.61%，净利润251.73万元，同比增长87.85%。未来随着对用户群体的不断拓展，其经营业绩预计将持续增长。
- 截止目前，公司已在广州、肇庆、汕头、江门、东莞、南宁、昆明和佛山8个城市开展线下服务网络布局，进行电力设备运维、微网、分布式能源服务，并成立负责电力销售业务的子公司开展售电业务。
- 肇庆、汕头、东莞用电服务公司相继获得承装（修、试）五级资格（注：另南宁公司、昆明公司、江门公司资质正在申请中），预计下半年，用电服务业务营业规模将会实现快速增长。
- 随着近3个月，江门、肇庆、汕头、东莞用电服务公司相继获得承装（修、试）五级资格（注：另南宁公司、昆明公司正在申请中），预计2016年下半年，用电服务业务营业规模将会实现快速增长，全年收入有望达到3亿元，用户接入数达到5000户。
- 同时，“智能用电服务平台”上线运行效果良好，2016年上半年进一步完善平台功能，并完成APP开发，使线上信息与线下服务紧密结合的同时更具智能化和移动化，为专变客户打造更贴身的运维服务体验，提高运维效率，增强服务粘性。
- 公司计划三年时间在南网范围设立37个线下服务网点，其中广东省内33个，其余南网4省的每个省会城市各设立一个服务网点，将覆盖3.7万工商业专变用户，2300万KVA以上的专变容量，提供综合用电基础性服务和增值服务，并结合用电数据云平台及需求挖掘，打造线下服务与线上数据联通的大型用电服务平台，专注于解决用户在用电服务需求方面的痛点。
- 该项目建成后，公司用电服务业务将通过37个线下服务网点覆盖广东省内地级城市及南方电网其他辖区中心城市共37,000户工商业专变用户，提供各类基础用电服务及增值用电服务，并通过分布式电力信息采集设备及智能用电云平台提升用电数据采集、分析能力，提高用电服务业务能力，优化用户体验。对应专变容量为2,331万千伏安（按平均每个线下用电服务中心覆盖1,000个专变用户，每户专变容量约为630千伏安估算）。
- 截至目前，根据统计，广东省工业、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，为全国的10%；南网辖区其他四个省会城市工业、商业专变数量约为8.7万户，对应的专变容量约为5,000万千伏安。公司本项目计划获得3.7万个专变用户数，其中在广东省内获得专变用户数量为3.3万户（计划占比10%左右），南网辖区其他四个省会城市获得专变用户数量为4000户，占比5%，具备可行性。
- 公司计划37个电力需求侧线下用电服务网点，分三年建设，第一年建设15个，第二年建设12个，第三年建设10个。
- 预计每个服务网点平均需投入2,676万元。
- 承装、修、试设备投入：1,234万元/个，按照37个线下网点估算，总计需要约45,658万元
- 电力信息采集设备投入：1,000万元/个，37个线下网点共计3.7亿元。

- 流动资金 262 万元，装修及其他投入 180 万元，总计 99,000 万元。
- 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%，税后投资回收期 6.53 年

图表 12：37 个网点规划布局

序号	地级市	拟设立线下网点	序号	地级市	拟设立线下网点			
1	广州市	3	12	河源市	1	22	南宁市	1
2	深圳市	3	13	惠州市	2	23	昆明市	1
3	佛山市	3	14	潮州市	1	24	贵阳市	1
4	云浮市	1	15	汕尾市	1	25	海口市	1
5	韶关市	1	16	江门市	2	其他地区小计		4
6	清远市	2	17	汕头市	1	合计		37
7	肇庆市	1	18	揭阳市	1	时间		数量
8	阳江市	1	19	东莞市	3	2016 年		15
9	茂名市	1	20	中山市	2	2017 年		12
10	湛江市	1	21	珠海市	1	2018 年		10
11	梅州市	1	广东省内小计		33	合计		37

来源：公司公告，国金证券研究所

- 考虑到公司实际的开设线下网点未必都能够达到广州智光用电服务有限公司的盈利水平，且不同地区的市场特征不同，因此，保守预测一个新建立的线下网点一般在前 3 年的收入分别为 2,500 万、3,250 万及 4,225 万（对应年增长率 30%），并假设第 3 年后收入维持不变；并按照 22% 毛利率、5% 期间费用率、固定资产折旧年限 10 年及约 10% 净利率谨慎测算每个线下网点的盈利水平。
- 我们认为，在实际操作中，用电服务分为基础用电服务和增值用电服务，对不同的客户，会采用定制化的服务合同进行约定，而不应该局限于固定收费。如果可开展多种增值用电服务，可以考虑减免基础费用。

图表 13：未来五年收入情况测算

时间	线下网点构成	线下网点数量	单点收入 (万元)	分批次营业收入 (万元)	项目营业收入 (万元)
T+1	第一批线下网点	15	2,500	37,500	37,500
T+2	第一批线下网点	15	3,250	48,750	78,750
	第二批线下网点	12	2,500	30,000	
T+3	第一批线下网点	15	4,225	63,375	127,375
	第二批线下网点	12	3,250	39,000	
	第三批线下网点	10	2,500	25,000	
T+4	第一批线下网点	15	4,225	63,375	146,575
	第二批线下网点	12	4,225	50,700	
	第三批线下网点	10	3,250	32,500	
T+5	第一批线下网点	15	4,225	63,375	156,325
	第二批线下网点	12	4,225	50,700	
	第三批线下网点	10	4,225	42,250	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：未来五年盈利情况测算

序号	项目	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
1	营业收入	37,500.00	78,750.00	127,375.00	146,575.00	156,325.00
2	营业税金及附加	1,260.00	2,646.00	4,279.80	4,924.92	5,252.52
3	营业成本	29,250.00	61,425.00	99,352.50	114,328.50	121,933.50

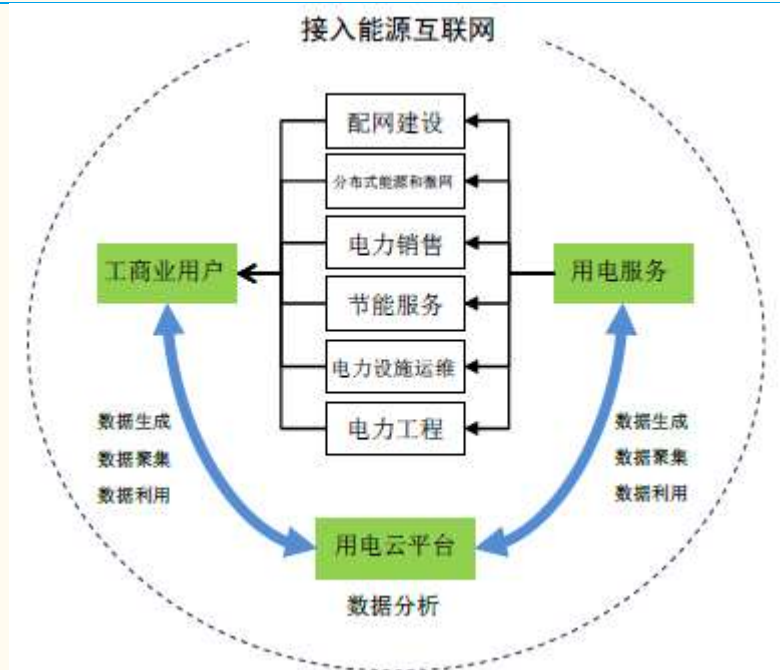
序号	项目	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
4	管理费用和销售费用	1,875.00	3,937.50	6,368.75	7,328.75	7,816.25
5	利润总额	5,115.00	10,741.50	17,373.95	19,992.83	21,322.73
6	所得税	1,278.75	2,685.38	4,343.49	4,998.21	5,330.68
7	净利润	3,836.25	8,056.13	13,030.46	14,994.62	15,992.05

来源：公司公告，国金证券研究所

### 线上搭建智能云平台，布局电力大数据

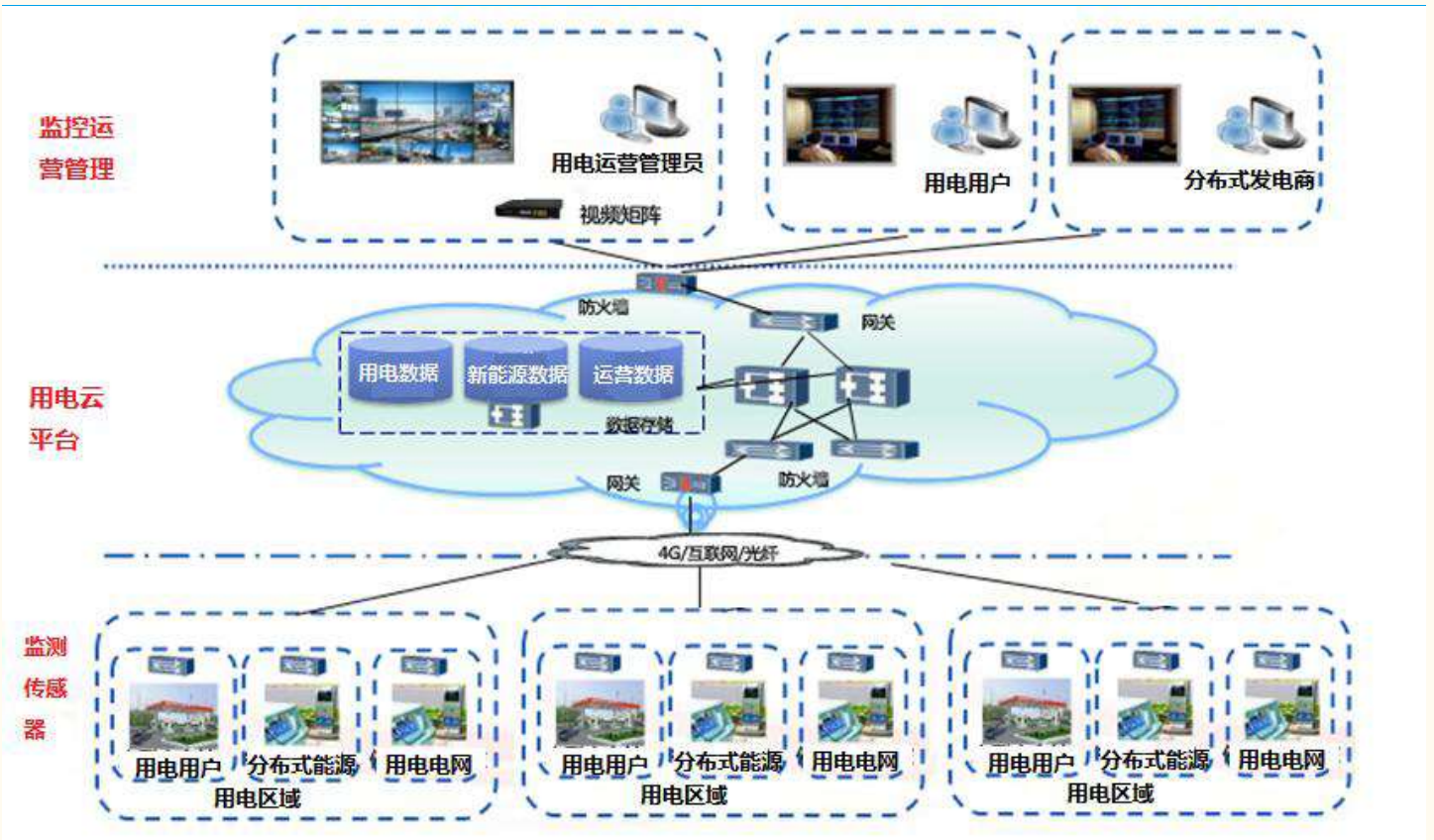
- 需求侧管理包括线下用电服务和线上用电云平台两部分，作为一个有机的整体，一方面可以实现能源配置、提高运维效率，另一方面可以通过能源大数据分析提供增值服务增强服务粘性。
- 本次募投项目中有 7000 万元用于智能用电云平台搭建，公司自筹 4000 万元用于系统开发和运维人员费用，总计投入达 1.1 亿元。
- 智能用电云平台将引入 IaaS 基础架构、PaaS 服务架构，以及大数据挖掘、分析、预测和决策支撑算法，实现“实时监测+云计算”的数据组合，切合分布式发电、能源互联网以及大数据服务领域，建立智能用电服务管理平台。
  - 平台使用在线信息采集设备采集用电侧信息，使用分布式电源监控设备智能监控分布式电源运行情况，数据经广域网存储到智能用电云服务器，通过云存储保存用户用电信息、电能质量信息、电能供求信息 and 用电设备本体信息，为需求侧能源调度和智能用电服务数据支撑。
  - 智能云服务实时检测用电设备关键位置运行情况、电能使用情况、分布式电源出力情况，利用云计算能力进一步分析用电、售电状态并给出辅助决策，优化能源配置管理，提高供电经济型和可靠性，实现用电设备运行维护信息化、智能化；同时，优化售电服务流程，极大减少人力维护成本，减少电能损耗，简化用电和售电环节，提高用户的用电、购电体验，做到以用户为核心的新型能源管理体系。

图表 15：线上线下服务关系



来源：国金证券研究所

图表 16：用电云平台结构



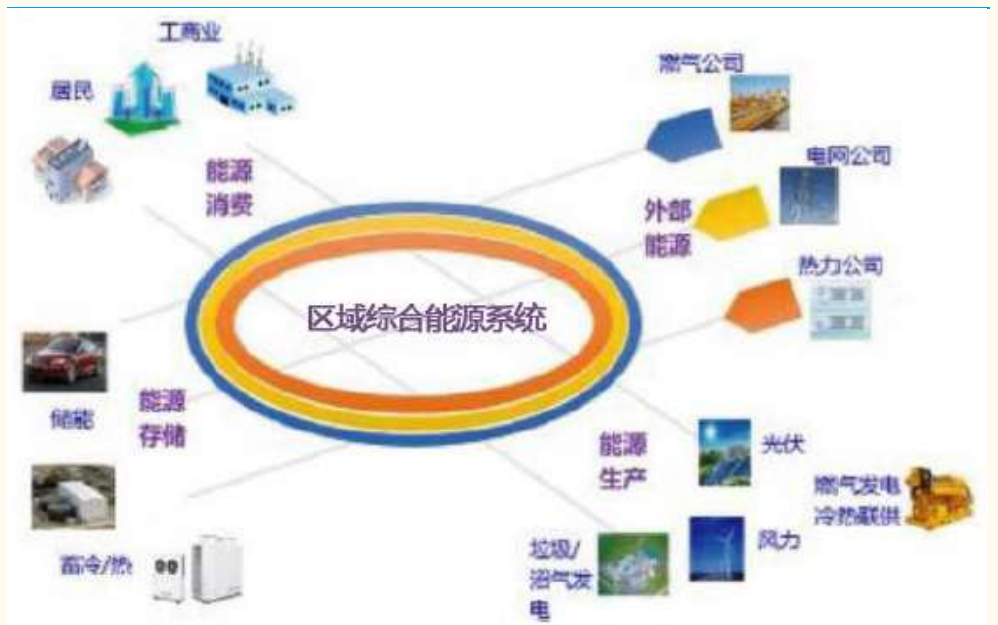
来源：智光电气，国金证券研究所

### 综合节能：利润持续增长，布局综合能源系统

- 在综合节能服务业务方面，公司早在 2010 年起就抓住加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的契机，成立子公司广州智光节能服务有限公司，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等，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 中国节能服务产业年度品牌企业、“十二五”节能服务产业突出贡献奖、全国节能服务公司综合能力 AAAAA 最高等级评价等；
  - 公司被认定为“全国工业领域电力需求侧管理一级服务机构”，公司已成为国内节能服务领域的标杆企业之一。
- 2015 年度，智光节能与南方电网综合能源有限公司深度合作，共同发起设立南电能源综合利用股份有限公司，将覆盖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；与中清源环保节能有限公司合资设立山西智光清源节能科技有限公司，拓展热电厂余热利用和区域高效集中供暖项目。
- 2016 上半年，智光节能中标山西漳泽电力塔山发电 600MW 机组电动给水泵节能改造 EMC 项目，该项目的成功实施将会为公司综合节能服务业务带来新的市场空间。根据智光节能的初步测算，分享期（12 年）内，智光节能从本项目分享的总节能收入约为 5,700 万元。
- 2016 年上半年，智光节能积累的项目开始逐步实现利润，虽然营收有小幅下滑，但净利润大幅上升。2016 年上半年，智光节能实现营业收入 9,592.87 万元，同比下降 4.97%；利润总额 3,215.80 元，同比增长 60.39%；净利润总额 3,374.15 万元，同比增长 68.40%。

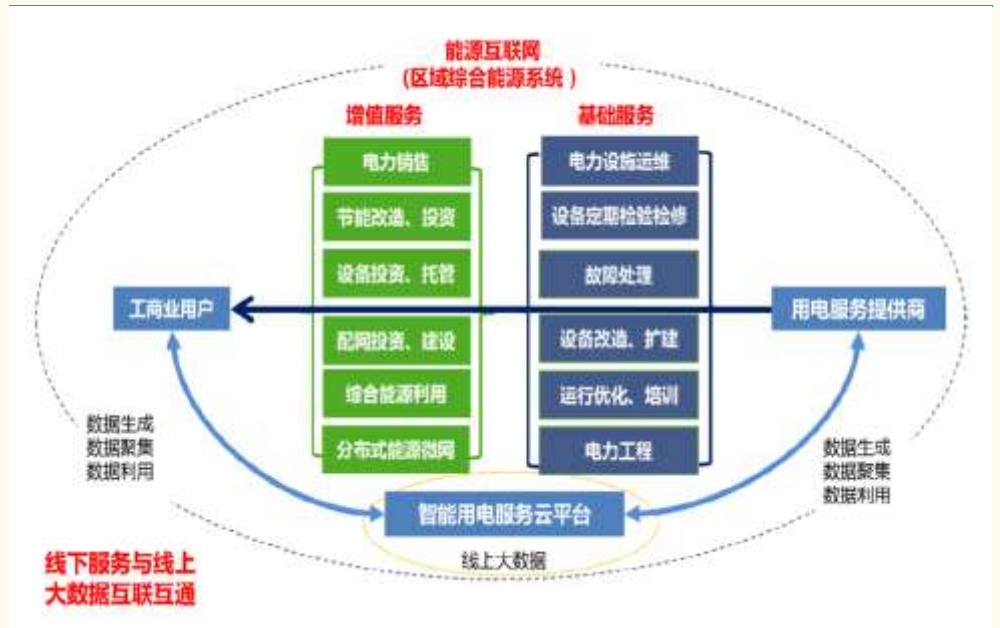
- 未来，随着能源互联网的逐步铺开，其他种类的能源如水、天然气、太阳能、风电、生物质、储能、电动汽车等都将纳入能源互联网中，**综合能源系统的形成是大势所趋**。公司以**电机能效、智能配电网、能源接入和传输、节能服务、用电服务**为重点发展方向，主营业务深入综合能源系统各个层面，是业内技术储备及人才储备比较雄厚的领先企业
- **综合能源系统**具有类互联网化特征，表现为包括**多能源开放互联**、能量自由传输和开放对等接入，打破现有电、热、冷、气、油、交通等能源子系统相对封闭的现状，实现多能源相互转化互补，提高能源使用效率和可再生能源消纳能力
- 本次募投项目公司将投资 2 亿元进行**综合能源系统技术研究实验室**项目建设。该实验室是公司布局综合能源领域的战略性项目，针对综合能源领域的各方向开展研发，形成具有一定深度的技术储备及研究实践经验。
  - 该实验室项目将针对综合能源系统的各层次、各方向开展研究。本项目将跟踪能源互联网的发展方向和发展路径，以安全、节约、清洁、高效、舒适、灵活取得能源和利用能源为目标，**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、分布式能源系统等开展全面的技术研究、技术跟踪、技术应用开发和产业化发展**。通过技术研究设施的投入和研究项目的开展，为公司未来的发展奠定技术基础，提升公司核心竞争力，促进当前主营业务的发展。项目建成后，公司将在综合能源领域形成具有一定深度的技术储备及研究实践经验。
  - 公司具备开展相关研究的基础：在技术上，公司承担并完成的多项国家和省市科技及产业化项目提供了扎实的研究基础，例如，在大功率储能研究方面，公司参与了“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；在新能源领域，作为主要起草单位组织起草《光伏智能变电站》协会标准；在城市供热及余热综合利用技术研究方面，公司投资了山西国锦煤电（2\*300MW）一期供热及热网工程合同能源管理项目。

图表 17：区域综合能源系统示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18: 线下用电服务+线上大数据互联互通模式



来源：公司公告，国金证券研究所

布局售电，已取得实质性进展

- 2016 年 6 月，广东智光电力销售有限公司进入广东省售电公司第二批目录，并于 2016 年 7 月 5 日正式核准；
- 2016 年 8 月，公司售电业务取得重大突破，竞价成交电量 2520 万 kWh，占售电公司成交量的 0.94%。公司为电力大用户提供月度竞价策略（免费为电力用户提供交易辅导，是公司培育用户的方式之一）的总电量为 1.33 亿度。
- 未来，公司将依托综合节能服务、用电服务，以综合能源系统运营商的角色获取更多客户，扩大电量销售规模，享受电改带来的红利释放。

图表 19: 主要上市公司近两个月成交电量

公司编号	公司名称	股票代码	上市公司	7 月份成交电量		8 月份成交电量	
				万千瓦时	占比	万千瓦时	占比
SD01	广东粤电电力销售有限公司	000539.SZ	粤电力 A	39900	20.68%	53250	19.77%
SD02	华能广东能源销售有限责任公司	600011.SH	华能国际	4204	2.18%	0	0.00%
SD03	华润电力（广东）销售有限公司	0836.HK	华润电力	21500	11.14%	38000	14.11%
SD04	中电投（深圳）电力销售有限公司	600886.SH	国投电力	4238.8	2.20%	4700	1.75%
SD05	深圳能源售电有限公司	000027.SZ	深圳能源	27580.7	14.29%	36000	13.37%
SD06	广州发展电力销售有限公司	600098.SH	广州发展	3069.75	1.59%	5908	2.19%
SD07	广州恒运综合能源销售有限公司	000531.SZ	穗恒运 A	28000	14.51%	30000	11.14%
SD10	新奥（广东）能源销售有限公司	600803.SH	新奥股份	2500	1.30%	6750	2.51%
SD11	深圳市深电能售电有限公司	002594.SZ	比亚迪 40%	26610	13.79%	32400	12.03%
		002121.SZ	科陆电子 10%				
SD14	广东智光电力销售有限公司	002169.SZ	智光电气	100	0.05%	2520	0.94%

来源：国金证券研究所

## 传统业务持续增长，与节能用电业务形成闭环

### 开拓细分市场，电控设备业务稳中有升

- 公司的电气控制设备业务板块主要包括：电网安全与控制、电机控制与节能、供用电控制与自动化、电力信息化系列产品等。2016 年上半年，公司电气控制设备订单总量与去年同期相比保持 8.78% 的增长。公司积极推进产品技术的外延应用，拓展港口岸电、储能、光伏发电、轨道交通等细分市场的产品解决方案，打造公司未来新的利润增长点。受毛利率较高的新业务推进影响，2016H，电机控制与节能类产品毛利率同比大幅提升 8.33%。
- 2016 年上半年，公司完成了青岛港口岸电项目的研制、安装调试及连船接电等工作，并获得一次性接电成功。该岸电项目成功综合使用公司多种成熟产品技术，涉及大功率电力电子能量转换、配网中性点接地融合、高压电缆偏移控制等多方面，是国内第一个提供全套完整技术的高压岸电项目。
- 公司为南方电网承担的国家 863 科技项目“大容量锂离子电池储能电站关键技术研发与应用”提供的世界首台直接高压 PCS 系统，得到了海内外院士的高度评价，获得院士专家组给予的“国际领先”的鉴定意见，为公司储能技术的发展奠定了较好的技术基础；
- 公司研制的首台智能光伏预装式变电站投运成功，实现光伏发电与高压大电网的柔性无缝对接，相比传统光伏发电站的分散安装方式，更具成本、结构、安全等优势

图表 20：青岛港高压岸电系统



来源：国金证券研究所

图表 21：直接高压 PCS 系统



来源：国金证券研究所

- 在传统变频器等业务方面，公司仍保持市场领先地位。受实体经济下滑，以及调度信息化市场萎缩等影响，部分业务营收出现衰退。未来公司将依靠电力电子的核心技术，不断开拓细分市场，伴随需求侧管理的推进，寻求新的利润增长点。我们认为，未来整个电气控制设备板块将保持稳中有升的态势。
- 公司消弧选线成套装置已应用到全国 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；
- 高压变频调速系统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，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



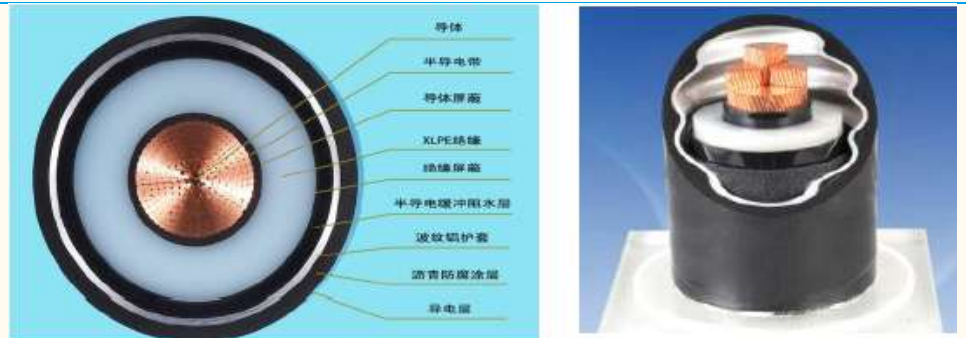
率同步电机烧结主抽变频控制节能改造、特大容量电机高压变频软起等高端应用，为国内同业中能与国际优秀品牌媲美的厂家之一。

- 公司研发成功的国内首台高压永磁电机用变频调速系统已完成交付，并已完成与高压永磁电机的联合调试。至此公司在高压异步电机调速、同步电机调速、永磁电机调速方面掌握了核心控制技术，为全方位开展电机传动控制、节能服务提供完整的产品和综合解决方案。

### 并购岭南电缆，持续快速增长

- 2015年，公司完成了对岭南电缆的整体并购。岭南电缆的主营产品为特种电缆，其超高压、分布式光纤测温电缆、光电复合智能电缆、新型光纤传感智能系统属于高技术壁垒产品。经过多年的发展与积累，岭南电缆在高端线缆产品研发、生产上具有明显的区位优势、品牌优势和技术优势，新投资兴建的超高压特种电缆生产线，瞄准未来的新技术和新工艺，打造高端产能，具有很强的发展空间。
- 岭南电缆产品主要应用于电力系统和大型工业企业，是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。

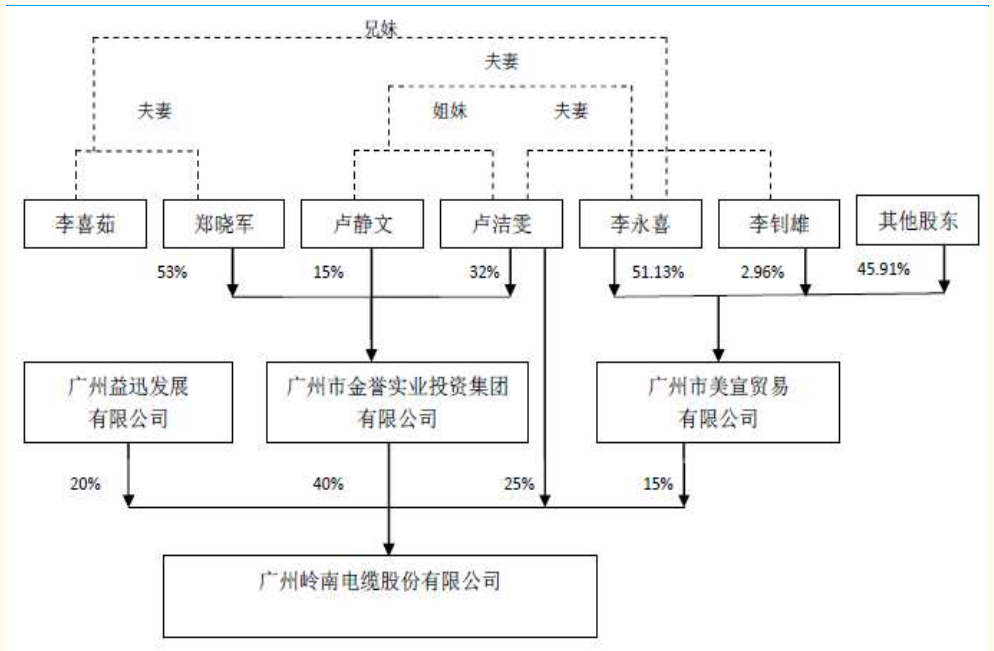
图表 22：岭南电缆高压、超高压电力电缆基本结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016H，岭南电缆实现营业收入 2.68 亿元，同比增长 10.97%；净利润总额 2,022.50 万元，同比增长 17.87%；新增合同同比增长 60.85%。
- 报告期内公司完成矿物绝缘柔性防火电缆的开发、10kV 抗水树交联电缆的样品试制，积极开展光伏电缆的试制及产品认证工作，为公司开展用电服务业务提供产品和解决方案。
- 2015 年岭南电缆实现营业收入 6.03 亿元，同比增长 33.31%；利润总额 4,962.37 万元，同比增长 192.44%；净利润总额 4,353.55 万元，同比增长 183.37%。
- 2015 年是岭南电缆全新生产基地搬迁后全面投产的第一年。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，提高生产效率，解决了因产能瓶颈对公司发展的制约（高压、超高压电缆年生产能力由原来的 365 公里提升到 1,000 公里，产能提升 2.74 倍），同时带来生产效率、产品质量的提升。
- 并购岭南电缆属于关联交易，对公司历史财报进行了追溯调整。金誉集团持有智光电气 22.90% 股权，是智光电气的控股股东。卢洁雯持有金誉集团 32% 股权，为智光电气的关联方。李永喜持有智光电气 1.90% 股权，是智光电气的董事长，其控制的企业广州美宣为公司的关联方。

图表 23: 岭南电缆股权结构

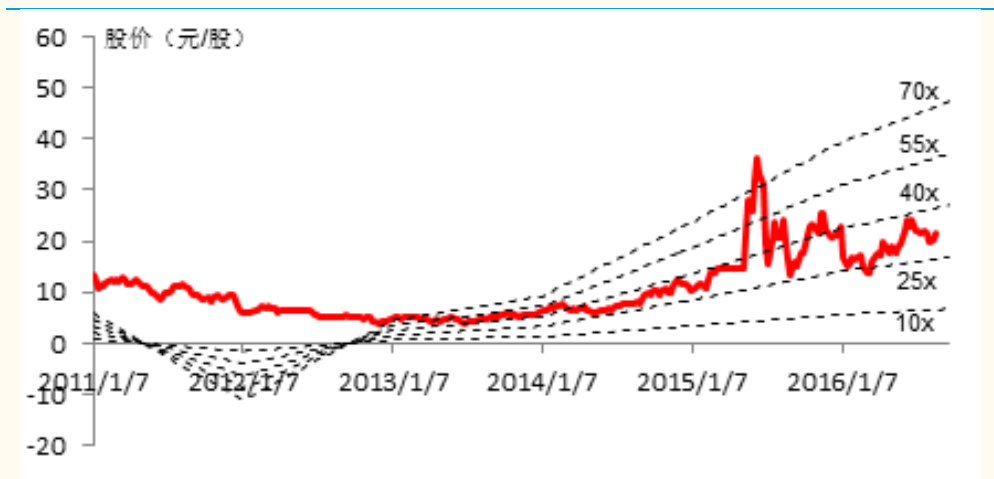


来源：国金证券研究所

### 盈利预测与估值

- 我们预期 2016-2018 年，公司归母净利润分别为 1.77、2.58、3.46 亿元，EPS 为 0.45、0.66、0.88，对应当前股价为 45x、31x、23x PE。考虑公司业绩高速增长，以及能源互联网的龙头地位，给予 2017 年 36x PE，对应目标价 23.6 元，给予“买入”评级。

图表 24: 历史估值情况



来源：国金证券研究所

**图表 25: 盈利预测假设**

	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
<b>电机控制与节能类产品</b>											
收入 (百万元)	211.54	133.01	305.21	155.70	302.48	149.98	276.22	127.62	262.41	275.53	289.31
YOY			44%	17%	-1%	-4%	-9%	-15%	-5%	5%	5%
成本 (百万元)	172.97	93.80	208.97	106.16	199.51	98.17	189.20	72.91	150.89	159.26	167.80
毛利率	18.23%	29.48%	31.53%	31.82%	34.04%	34.54%	31.50%	42.87%	42.50%	42.20%	42.00%
毛利 (百万元)	38.57	39.21	96.24	49.54	102.97	51.81	87.02	54.71	111.52	116.27	121.51
毛利占比	38.46%	48.32%	34.14%	54.50%	37.63%	36.11%	26.21%	32.79%	24.76%	20.71%	16.37%
<b>电网安全与控制类产品</b>											
收入 (百万元)	76.45	45.61	130.05	48.07	123.42	48.97	126.51	62.57	164.46	197.36	226.96
YOY			70%	5%	-5%	2%	3%	28%	30%	20%	15%
成本 (百万元)	60.36	35.10	85.53	31.75	89.40	36.92	102.69	48.68	128.28	154.53	178.16
毛利率	21.05%	23.04%	34.23%	33.95%	27.56%	24.61%	18.83%	22.20%	22.00%	21.70%	21.50%
毛利 (百万元)	16.09	10.51	44.52	16.32	34.02	12.05	23.82	13.89	36.18	42.83	48.80
毛利占比	16.04%	12.95%	15.79%	17.95%	12.43%	8.40%	7.18%	8.33%	8.03%	7.63%	6.57%
<b>供用控制与自动化类产品</b>											
收入 (百万元)	10.62	2.89	5.91	3.20	8.43	4.78	10.32	5.93	12.90	16.13	20.16
YOY			-44%	11%	43%	49%	22%	24%	25%	25%	25%
成本 (百万元)	7.24	1.52	3.05	1.29	3.81	2.13	5.60	2.78	6.06	7.74	9.88
毛利率	31.83%	47.40%	48.39%	59.69%	54.80%	55.44%	45.74%	53.12%	53.00%	52.00%	51.00%
毛利 (百万元)	3.38	1.37	2.86	1.91	4.62	2.65	4.72	3.15	6.84	8.39	10.28
毛利占比	3.37%	1.69%	1.01%	2.10%	1.69%	1.85%	1.42%	1.89%	1.52%	1.49%	1.38%
<b>电力信息化及其他</b>											
收入 (百万元)	78.90	19.87	49.89	11.33	47.11	9.67	40.16	4.55	34.14	32.43	30.81
YOY			-37%	-43%	-6%	-15%	-15%	-53%	-15%	-5%	-5%
成本 (百万元)	41.93	5.07	14.89	3.09	22.55	2.75	15.46	1.38	11.61	12.00	12.32
毛利率	46.86%	74.48%	70.15%	72.73%	52.13%	71.56%	61.50%	69.67%	66.00%	63.00%	60.00%
毛利 (百万元)	36.97	14.80	35.00	8.24	24.56	6.92	24.70	3.17	22.53	20.43	18.48
毛利占比	36.86%	18.24%	12.42%	9.06%	8.98%	4.82%	7.44%	1.90%	5.00%	3.64%	2.49%
<b>电力电缆</b>											
收入 (百万元)			419.00		449.56	241.83	582.36	268.36	640.60	691.84	747.19
YOY							30%	11%	10%	8%	8%
成本 (百万元)			345.50		380.56	200.94	480.12	213.28	513.76	556.93	605.22
毛利率			17.54%		15.35%	16.91%	17.56%	20.52%	19.80%	19.50%	19.00%
毛利 (百万元)			73.50		69.00	40.89	102.24	55.08	126.84	134.91	141.97
毛利占比			26.07%		25.21%	28.50%	30.80%	33.02%	28.16%	24.03%	19.12%
<b>综合节能服务</b>											
收入 (百万元)	18.04	25.42	72.68	63.91	125.97	100.94	202.63	95.93	243.16	316.10	395.13
YOY			303%	151%	73%	58%	61%	-5%	20%	30%	25%
成本 (百万元)	12.76	10.17	42.91	49.03	87.49	75.59	131.57	65.54	165.35	214.95	268.69
毛利率	29.27%	59.99%	40.96%	23.28%	30.55%	25.11%	35.07%	31.68%	32.00%	32.00%	32.00%
毛利 (百万元)	5.28	15.25	29.77	14.88	38.48	25.35	71.06	30.39	77.81	101.15	126.44
毛利占比	5.26%	18.79%	10.56%	16.37%	14.06%	17.67%	21.40%	18.22%	17.27%	18.02%	17.03%
<b>用电服务</b>											
收入 (百万元)						18.82	68.74	27.62	274.96	549.92	1099.84
YOY								47%	300%	100%	100%
成本 (百万元)						15.01	50.30	21.18	206.22	412.44	824.88
毛利率						20.24%	26.83%	23.32%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利 (百万元)						3.81	18.44	6.44	68.74	137.48	274.96
毛利占比						2.66%	5.55%	3.86%	15.26%	24.49%	37.03%
<b>收入合计 (百万元)</b>	<b>396</b>	<b>227</b>	<b>983</b>	<b>282</b>	<b>1,057</b>	<b>575</b>	<b>1,307</b>	<b>593</b>	<b>1,633</b>	<b>2,079</b>	<b>2,809</b>
YOY			148%	24%	8%	104%	24%	3%	25%	27%	35%
<b>成本合计 (百万元)</b>	<b>295</b>	<b>146</b>	<b>701</b>	<b>191</b>	<b>783</b>	<b>432</b>	<b>975</b>	<b>426</b>	<b>1,182</b>	<b>1,518</b>	<b>2,067</b>
<b>毛利合计 (百万元)</b>	<b>100</b>	<b>81</b>	<b>282</b>	<b>91</b>	<b>274</b>	<b>143</b>	<b>332</b>	<b>167</b>	<b>450</b>	<b>561</b>	<b>742</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>25.36%</b>	<b>35.78%</b>	<b>28.68%</b>	<b>32.21%</b>	<b>25.89%</b>	<b>24.95%</b>	<b>25.40%</b>	<b>28.15%</b>	<b>27.59%</b>	<b>27.00%</b>	<b>26.43%</b>

来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>564</b>	<b>607</b>	<b>1,307</b>	<b>1,633</b>	<b>2,079</b>	<b>2,809</b>	货币资金	147	95	360	1,397	1,069	980
增长率		7.7%	115.2%	24.9%	27.4%	35.1%	应收款项	591	594	1,068	1,037	1,286	1,695
主营业务成本	-355	-403	-975	-1,182	-1,518	-2,067	存货	141	145	229	224	287	388
%销售收入	63.0%	66.3%	74.6%	72.4%	73.0%	73.6%	其他流动资产	10	21	113	119	125	136
毛利	208	205	332	450	561	742	流动资产	890	855	1,769	2,776	2,767	3,200
%销售收入	37.0%	33.7%	25.4%	27.6%	27.0%	26.4%	%总资产	63.1%	53.8%	57.8%	66.9%	59.9%	60.3%
营业税金及附加	-5	-4	-9	-11	-14	-19	长期投资	24	37	65	64	64	64
%销售收入	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	416	621	1,092	1,164	1,643	1,891
营业费用	-66	-65	-67	-84	-106	-140	%总资产	29.5%	39.1%	35.7%	28.1%	35.5%	35.6%
%销售收入	11.8%	10.7%	5.1%	5.2%	5.1%	5.0%	无形资产	59	57	105	116	120	125
管理费用	-67	-66	-90	-118	-137	-177	非流动资产	521	735	1,292	1,371	1,856	2,109
%销售收入	11.8%	10.9%	6.9%	7.2%	6.6%	6.3%	%总资产	36.9%	46.2%	42.2%	33.1%	40.1%	39.7%
息税前利润 (EBIT)	70	70	165	238	304	406	<b>资产总计</b>	<b>1,411</b>	<b>1,590</b>	<b>3,061</b>	<b>4,147</b>	<b>4,623</b>	<b>5,309</b>
%销售收入	12.4%	11.5%	12.7%	14.6%	14.6%	14.4%	短期借款	152	314	730	40	50	60
财务费用	-26	-31	-63	-36	-13	-13	应付款项	273	286	512	599	769	1,046
%销售收入	4.6%	5.1%	4.8%	2.2%	0.6%	0.5%	其他流动负债	29	23	35	90	101	118
资产减值损失	-25	-13	4	-12	-10	-14	流动负债	455	623	1,277	729	919	1,224
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	%总资产	32.2%	39.8%	41.8%	17.6%	19.7%	23.1%
投资收益	0	1	1	1	1	1	长期贷款	100	62	168	168	168	168
%税前利润	n.a.	1.8%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	其他长期负债	211	221	333	289	299	309
营业利润	19	27	108	191	282	380	<b>负债</b>	<b>766</b>	<b>906</b>	<b>1,778</b>	<b>1,187</b>	<b>1,387</b>	<b>1,702</b>
营业利润率	3.4%	4.4%	8.3%	11.7%	13.6%	13.5%	<b>普通股股东权益</b>	<b>562</b>	<b>596</b>	<b>1,149</b>	<b>2,789</b>	<b>3,022</b>	<b>3,348</b>
营业外收支	13	25	47	45	48	50	少数股东权益	82	88	134	172	214	259
税前利润	32	52	155	236	330	430	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,411</b>	<b>1,590</b>	<b>3,061</b>	<b>4,147</b>	<b>4,623</b>	<b>5,309</b>
利润率	5.8%	8.5%	11.8%	14.5%	15.9%	15.3%	<b>比率分析</b>						
所得税	-8	-2	-16	-21	-30	-39		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	24.0%	3.5%	10.2%	9.0%	9.0%	9.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	25	50	139	215	300	391	每股收益	0.076	0.157	0.342	0.449	0.655	0.879
少数股东损益	4	8	31	38	42	45	每股净资产	2.111	2.237	3.636	7.081	7.672	8.500
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>20</b>	<b>42</b>	<b>108</b>	<b>177</b>	<b>258</b>	<b>346</b>	每股经营现金净流	0.091	0.323	0.505	1.321	0.944	1.176
净利率	3.6%	6.9%	8.3%	10.8%	12.4%	12.3%	每股股利	0.030	0.040	0.100	0.100	0.100	0.100
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							<b>回报率</b>						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	净资产收益率	3.58%	7.00%	9.40%	6.35%	8.54%	10.35%
净利润	25	50	139	215	300	391	总资产收益率	1.43%	2.63%	3.53%	4.27%	5.58%	6.53%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	4.85%	5.34%	6.27%	6.44%	7.59%	9.18%
非现金支出	65	69	137	195	257	352	<b>增长率</b>						
非经营收益	30	33	62	-11	-37	-39	主营业务收入增长率	42.52%	7.75%	115.16%	24.92%	27.36%	35.11%
营运资金变动	-95	-66	-178	121	-148	-241	EBIT增长率	N/A	-0.45%	137.85%	43.68%	27.89%	33.49%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>24</b>	<b>86</b>	<b>160</b>	<b>520</b>	<b>372</b>	<b>463</b>	净利润增长率	N/A	107.14%	158.74%	63.88%	45.84%	34.19%
资本开支	-108	-176	-136	-219	-682	-540	总资产增长率	5.70%	12.70%	92.51%	35.49%	11.46%	14.84%
投资	0	0	0	2	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	0	0	-85	1	1	1	应收账款周转天数	318.3	322.8	211.5	210.0	205.0	200.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-108</b>	<b>-176</b>	<b>-221</b>	<b>-217</b>	<b>-681</b>	<b>-539</b>	存货周转天数	162.9	129.6	69.9	70.0	70.0	70.0
股权募资	0	0	147	1,502	14	19	应付账款周转天数	210.8	197.7	97.9	90.0	90.0	90.0
债权募资	25	123	40	-733	20	20	固定资产周转天数	189.1	205.2	236.2	194.0	232.9	207.2
其他	-27	-45	91	-36	-52	-52	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2</b>	<b>77</b>	<b>278</b>	<b>733</b>	<b>-18</b>	<b>-13</b>	净负债/股东权益	46.90%	69.88%	56.73%	-33.73%	-20.43%	-15.58%
<b>现金净流量</b>	<b>-86</b>	<b>-12</b>	<b>216</b>	<b>1,037</b>	<b>-328</b>	<b>-89</b>	EBIT利息保障倍数	2.7	2.2	2.6	6.6	23.4	31.3
							资产负债率	54.29%	56.95%	58.09%	28.62%	30.01%	32.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD