

# 智光电气 (002169) 点评报告

## 三季度报符合市场预期, 定增助力新业务成长

买入 (维持)

2016 年 10 月 26 日

首席证券分析师 曾朵红

### 投资要点:

■ **2016 前三季度营收 9.20 亿元, 同比增长 0.06%, 润 0.91 亿元, 同比增长 53.39%, 公司半年报预告 50-80% 的增速, 整体符合预期。**公司发布 2016 三季度报告, 报告期内公司实现营业收入 9.20 亿元, 同比增长 0.06%; 实现归属母公司净利润 0.91 亿元, 同比增长 53.39%, 对应 EPS 为 0.23 元。其中 3 季度实现营业收入 3.28 亿元, 同比增长 91.18%, 环比小幅减少 0.02%; 实现归属母公司净利润 0.25 亿元, 同比增长 107.83%, 环比减少 53.96%。3 季度对应 EPS 为 0.06 元。公司归属于上市公司股东的净利润增长 53.39%。公司预计全年利润变动区间 40-70%, 归母利润在 1.51-1.84 亿元。

■ **智光节能服务三季度新增大单, 新增项目今年或贡献利润。**智光节能公司 (上市公司控股 70%) 16 年前三季度盈利能力优秀。新项目带来确定性增速, 公司 16 年三季度签订的大单山西漳电大唐塔山发电有限公司、山西华泽铝业有限公司的两个大单, 平均每年贡献营收 3075 万。2015 年山西国锦煤电有限公司的节能项目合同额 2.8 亿, 如果按照 10 年的回收期测算, 项目贡献营收年均 2800 万元。此外报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项目, 尚未签订合同, 新项目将会为公司综合节能服务业务带来新的市场空间。

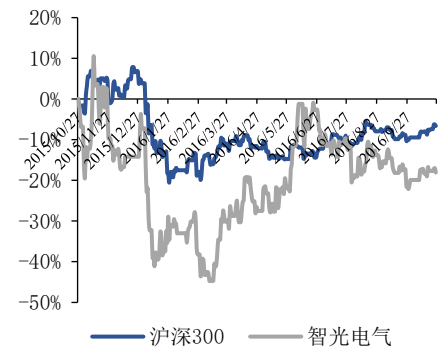
■ **用电服务四季度放量, 各地用电服务公司陆续获得资质。**公司目前营收主要来自广州用电服务公司, 上半年另有四家用电服务公司陆续获得资质, 四季度会开始贡献营收, 板块整体四季度会有大幅增长。公司主要依托智光用电投资有限公司控股各地的投资公司。为继续发展用电服务业务和开拓综合能源服务业务, 充分利用公司多年的业务积累和技术、人才储备, 公司持续进行线下用电服务布局, 在昆明市新设区域用电服务公司, 广州、肇庆、汕头、江门、东莞、南宁和佛山区域用电服务公司进行电力设备运维、微网、分布式能源服务有序开展。公司以用电量较大的工商业用户为入口, 用电服务业务可拓展的空间极大。据统计, 全国工商业专变用户约在 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, 市场空间巨大。

执业资格证书号码: S0600516080001

021-60199798

[zengdh@dwzq.com.cn](mailto:zengdh@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	20.17
一年最低/最高价	24.98/13.13
市净率 (倍)	2.97
流通市值 (百万元)	3803.72

### 基础数据

每股净资产 (元)	7.22
资产负债率 (%)	30.63%
总股本 (百万股)	393.90
流通 A 股 (百万股)	188.58

### 相关研究

1、持续保持增长势头, 售电与用电服务迎来共振

图表 1 智光节能公司签订合同

合同订立	合同对方	分享的总节能效益	分享效益期	签订日期
智光节能	酒钢集团宏兴股份有限公司	2069	7 年	2011 年 1 月 23 日
	酒钢集团天风不锈钢有限公司	5040	7 年	2011 年 1 月 23 日
	徐州泰发特钢科技有限公司	3990	3 年	2011 年 3 月 30 日
	嘉峪关宏晟电热有限公司	22143	9 年	2011 年 8 月 12 日
	新余钢铁股份有限公司	20196	15 年	2012 年 3 月 7 日
	贵州毕节江天水泥有限公司	9318	7 年	2013 年 1 月 9 日
	阿拉善左旗瀛海建材有限责任公司	8448	63 个月	2013 年 4 月 20 日
	广东韶钢松山股份有限公司	21210 (85%)	6 年	2013 年 5 月 15 日
	红河州红铅有色化工股份有限公司	12476	10 年	2013 年 12 月 27 日
	天津冶金集团轧三钢铁有限公司	21080	3 年	2014 年 6 月 29 日
	山西国锦煤电有限公司	28000	10 年	2015 年 8 月 3 日
	山西漳泽电力股份有限公司	中标未签约	/	2016 年 2 月
	山西漳电大唐塔山发电有限公司	5700	12 年	2016 年 8 月
	山西华泽铝电有限公司	15600	6 年	2016 年 9 月

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2 智光用电服务投资公司各地落地情况

成立时间	公司名称	股权比例	资质获取时间
2014 年 10 月	广州智光用电服务有限公司	51%	2015 年 4 月
2015 年 8 月	肇庆智光用电服务有限公司	广州智光 70%	2016 年 5 月
2015 年 9 月	汕头智光电力服务有限公司	60%	2016 年 5 月
2015 年 12 月	东莞智光用电服务有限公司	55%	2016 年 5 月
2015 年 12 月	江门智光用电服务有限公司	55%	2016 年 7 月
2015 年 12 月	南宁智光电力服务有限公司	55%	/
2016 年 3 月	昆明智光电力工程有限公司	55%	/
2016 年 8 月	佛山智光用电服务有限公司	51%	/

资料来源：Wind，东吴证券研究所

- 下属售电公司今年破冰试水，与用电服务共同驱动公司业绩，免费提供交易辅导，增加客户粘性。公司控股孙公司广东智光电力销售有限公司于 2016 年 7 月 5 日被正式核准列入广东省售电公司目录。此外，售电公司在报告期内代理大用户竞价总电量 2470 万 kWh，为电力大用户共 1.33 亿 kWh 的月度电力竞价交易提供竞价策略。8-9 月份分别在市场中竞价获得 2520 和 3300 万度电。广东一直走在改革前沿，既是负荷大省也是资源大省，开展售电改革的外部环境优越。智光地处广东优势明显，首先智光本身致力于成为用电服务侧的综合服务商，开展的用电服务积累了大量的客户，以存量为切入开展售电业务具有先发优势；其次智光在节能领域与南网合作密切，彰显深厚背景，在

售电领域将可以与电网公司密切合作；最后能源平台的建设将提升用户的粘性，基于平台的售电业务是目前国外最基本的开展方式。

- **传统电气设备+电线电缆业务业务订单量增加，高压岸电项目拔得国内头筹。**公司 2016 年电气设备板块发挥传统技术研发优势的同时，拓展港口岸电、光伏等细分市场，着力打造新的利润增长点全年预计在去年 0.1 亿的基础上略有提高。公司已完成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，为绿色港口的发展提供了有力技术支撑，是国内第一个提供全套完整技术的高压岸电项目。电缆业务去年并表原因只贡献 0.3 亿，全年利润在 0.43 亿，今年预计全年贡献超过 0.4 亿。
- **携手芯能科技，进一步推进光伏发电及售电用电服务业务。**公司与浙江芯能光伏科技股份有限公司达成战略合作意向，围绕光伏发电、用电服务、售电等方面开展全面战略合作关系。合作内容包括（1）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，抢占市场先机，寻求更大的市场及效益空间；（2）寻求优质光伏发电项目，双方可协商出资成立项目公司；（3）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，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；（4）在江、浙两省成立电力销售公司，共同开展购售电业务。本次合作符合公司成为国内具有领先地位的大型综合能源技术与服务提供商的发展战略，将对公司主营业务的市场开拓具有积极的意义。
- **公司非公开发行结束，本次发行股票 1.05 亿股，募集资金 15.2 亿元，拟投入电力需求侧线下用电服务及智能用电云平台建设项目。**本次非公开发行股票拟募集资金总额不超过 15.2 亿元（包括发行费用）募集资金将用于电力需求侧线下用电服务及智能用电云平台项目（10.6 亿）、综合能源系统技术研究实验室项目（1.6 亿）、偿还银行贷款及补充流动资金（3 亿）。本次发行股票数量不超过 1.05 亿股，发行的价格为 19.5 元/股。本次发行前，公司的实际控制人为郑晓军，金誉集团及其一致行动人合计持有上市公司总股本的 30.89%。按照本次非公开发行数量上限计算，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合计持有上市公司股份的比例变更为 23.18%。

图表 3：公司非公开发行募投项目

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

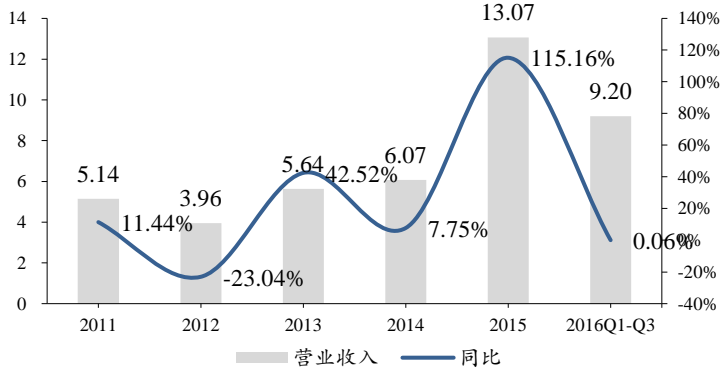
资料来源：Wind，东吴证券研究所

- 前三季度三大费用率 17.48%，同比下降 6.3 个百分点，应收款和存货比年初分别增长 17.14% 和 1.75%，预收款比年初大幅增长。2016

年前三季度公司销售费用为 0.50 亿元,同比增长 21%,销售费用率 5.38%,去年同期为 8.12%;发生管理费用为 0.70 亿,同比增长 36%,管理费用率 7.56%,去年同期为 10.13%;财务费用 0.42 亿,同比增长 49%,财务费用率 4.54%,去年同期为 5.54%。2016 年前三季度公司应收账款 11.47 亿元,与年初 9.79 亿增长 17.14%,主要系营收规模增大所致;存货 2.33 亿元,较年初 2.29 亿增长 1.75%;预收账款 0.41 亿较年初 0.25 亿增长 64.48%,主要是公司销售回款预收增加所致。现金流量方面,经营活动产生的现金流量净额本期金额为-0.71 亿元,去年同期为 0.51 亿元,主要原因是公司采购支付的现金较上年同期增加所致。

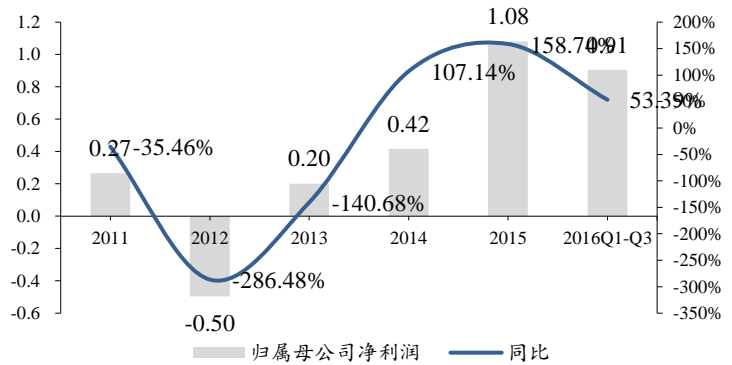
- **投资建议:**预计公司 2016-2018 年归母净利润为 1.62/2.56/3.62 亿元, EPS 分别为 0.41/0.65/0.92 元,增速分别为 50%、58%和 41%,对应 PE 分别为 49.2 倍、31 倍和 22 倍。预计 2016-2017 年公司将迎来用电服务托管业务扩张与节能服务新项目投产的高峰,考虑到公司的成长性,维持公司“买入”的投资评级,目标价为 26 元,对应于 2017 年 40 倍 PE。
- **风险提示:**用电服务推广不达预期;节能服务新项目投产进度不达预期。

图表 4: 2016Q1-Q3 收入 9.20 亿元, 同比增长 0.06%



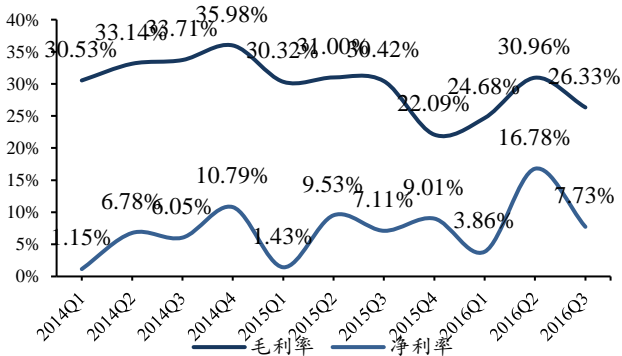
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 2016 Q1-Q3 盈利 0.91 亿元, 同比增长 53.39%



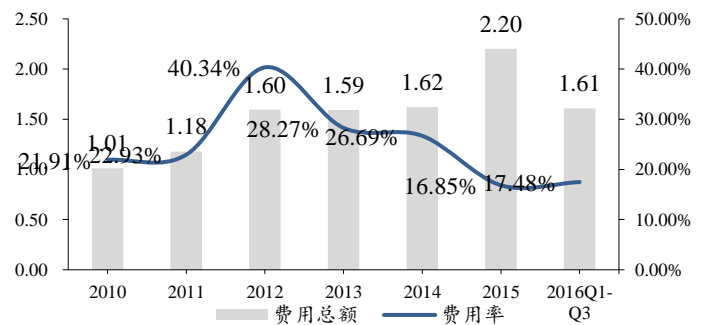
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 2016 Q1-Q3 净利率同比回升



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 2016 Q1-Q3 费用率下降



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8 公司经营情况

智光电气	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	10.28%	9.75%	1.89%	21.91%	32.85%	8.92%	149.76	250.54	(0.74)
2011	10.72%	9.75%	2.46%	22.93%	28.39%	5.17%	139.55	297.08	(0.85)
2012	16.35%	17.00%	6.99%	40.34%	25.36%	-12.52%	198.07	428.47	0.53
2013	11.79%	11.83%	4.65%	28.27%	36.97%	3.58%	160.66	313.97	0.24
2014	10.67%	10.89%	5.12%	26.69%	33.69%	6.87%	127.80	318.42	0.86
2015	5.15%	6.91%	4.79%	16.85%	25.40%	8.26%	68.95	208.61	1.60
2016Q1-Q3	5.38%	7.56%	4.54%	17.48%	27.50%	9.84%	93.37	311.89	(0.71)
2015Q1-Q3	8.12%	10.13%	5.54%	23.78%	30.67%	7.08%	113.16	293.38	0.51

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 9 公司分季度经营情况

智光电气	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	同比	环比
营业收入	1.02	2.32	1.71	8.02	2.65	3.28	3.28	91.18%	-0.02%
毛利率	30.32%	31.00%	30.42%	22.09%	24.68%	30.96%	26.33%	-4.09%	-4.63%
毛利润	0.31	0.72	0.52	1.77	0.65	1.01	0.86	65.48%	-14.97%
期间费用率	33.37%	17.76%	26.24%	12.49%	21.15%	13.99%	18.02%	-8.21%	4.04%
销售费用	0.10	0.15	0.16	0.26	0.14	0.16	0.19	17.23%	18.00%
管理费用	0.15	0.17	0.19	0.39	0.28	0.16	0.26	37.92%	70.60%
财务费用	0.09	0.10	0.10	0.35	0.14	0.14	0.14	42.07%	-4.49%
期间费用	0.34	0.41	0.45	1.00	0.56	0.46	0.59	31.34%	28.85%
资产减值损失	-0.02	0.04	-0.02	-0.04	0.01	0.02	0.01	-132.12%	-55.63%
营业利润	-0.03	0.25	0.08	0.78	0.06	0.53	0.26	220.08%	-50.73%
营业外收入	0.05	0.04	0.10	0.27	0.07	0.17	0.08	-21.42%	-52.08%
利润总额	0.02	0.29	0.18	1.05	0.13	0.70	0.34	86.27%	-51.06%
所得税	0.00	0.03	0.01	0.12	0.02	0.05	0.05	496.75%	1.23%
归属于母公司净利润	0.01	0.22	0.12	0.72	0.10	0.55	0.25	107.83%	-53.96%
净利率	1.43%	9.53%	7.11%	9.01%	3.86%	16.78%	7.73%	0.62%	-9.05%
存货	1.61	1.44	1.48	2.29	2.22	2.22	2.33	56.82%	4.80%
股本	3.94	3.94	3.94	3.94	3.94	3.94	3.94		
EPS	0.00	0.06	0.03	0.18	0.03	0.14	0.06	107.83%	-53.96%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 10 三大财务报表

## 损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>564</b>	<b>1,057</b>	<b>1,307</b>	<b>1,759</b>	<b>2,453</b>	<b>2,981</b>
增长率	42.52%	87.5%	23.7%	34.6%	39.5%	21.5%
营业成本	-355	-783	-975	-1,325	-1,844	-2,200
% 销售收入	63.0%	74.1%	74.6%	75.3%	75.2%	73.8%
毛利	208	274	332	434	610	782
% 销售收入	37.0%	25.9%	25.4%	24.7%	24.8%	26.2%
营业税金及附加	-5	-6	-9	-11	-16	-19
% 销售收入	1.0%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-66	-74	-67	-88	-121	-146
% 销售收入	11.8%	7.0%	5.1%	5.0%	5.0%	4.9%
管理费用	-67	-81	-90	-106	-145	-173
% 销售收入	11.8%	7.6%	6.9%	6.0%	5.9%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	70	113	165	229	328	444
% 销售收入	12.4%	10.7%	12.7%	13.0%	13.4%	14.9%
财务费用	-26	-53	-63	-26	-15	-8
% 销售收入	4.6%	5.0%	4.8%	1.5%	0.6%	0.3%
资产减值损失	-25	-20	4	-12	-4	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	-1	0	0
% 税前利润	—	1.3%	0.5%	—	—	—
营业利润	19	41	108	191	308	433
营业利润率	3.4%	3.9%	8.3%	10.8%	12.6%	14.5%
营业外收支	13	28	47	37	39	41
税前利润	32	69	155	228	347	474
利润率	5.8%	6.5%	11.8%	13.0%	14.1%	15.9%
所得税	-8	-3	-16	-21	-29	-35
所得税率	24.0%	5.0%	10.2%	9.2%	8.3%	7.4%
净利润	25	65	139	207	318	439
少数股东损益	4	15	31	46	62	77
归属于母公司的净利润	20	50	108	162	256	362
净利率	3.6%	4.8%	8.3%	9.2%	10.4%	12.1%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	25	65	139	207	318	439
少数股东损益	0	0	0	46	62	77
非现金支出	65	84	137	188	203	188
非经营收益	30	53	62	-5	-20	-27
营运资金变动	-95	-149	-178	-157	-358	-271
<b>经营活动现金净流</b>	<b>24</b>	<b>54</b>	<b>160</b>	<b>279</b>	<b>207</b>	<b>405</b>
资本开支	108	275	136	8	11	9
投资	-4	-24	-38	0	0	0
其他	0	0	-85	-1	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-113</b>	<b>-298</b>	<b>-259</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>
股权筹资	0	40	147	0	0	0
债权筹资	25	218	40	-353	-64	-153
其他	-27	-78	91	-31	-19	-14
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2</b>	<b>180</b>	<b>278</b>	<b>-385</b>	<b>-84</b>	<b>-167</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-91</b>	<b>-64</b>	<b>179</b>	<b>-114</b>	<b>111</b>	<b>229</b>

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	147	141	360	200	249	401
应收款项	591	962	1,068	1,293	1,789	2,155
存货	141	235	229	304	413	481
其他流动资产	10	81	113	119	129	136
流动资产	890	1,419	1,769	1,917	2,581	3,174
% 总资产	63.1%	56.4%	57.8%	62.3%	71.8%	78.3%
长期投资	24	37	65	65	65	65
固定资产	416	940	1,092	971	829	699
% 总资产	29.5%	37.3%	35.7%	31.6%	23.1%	17.3%
无形资产	59	99	105	94	88	83
非流动资产	521	1,098	1,292	1,160	1,012	877
% 总资产	36.9%	43.6%	42.2%	37.7%	28.2%	21.7%
<b>资产总计</b>	<b>1,411</b>	<b>2,517</b>	<b>3,061</b>	<b>3,077</b>	<b>3,592</b>	<b>4,051</b>
短期借款	152	552	730	376	312	159
应付款项	273	438	512	667	918	1,083
其他流动负债	29	33	35	43	53	60
流动负债	455	1,023	1,277	1,085	1,283	1,302
长期贷款	100	250	168	168	168	168
其他长期负债	197	198	292	292	292	292
<b>负债</b>	<b>752</b>	<b>1,470</b>	<b>1,738</b>	<b>1,546</b>	<b>1,743</b>	<b>1,763</b>
普通股股东权益	562	743	1,124	1,286	1,542	1,903
少数股东权益	82	237	134	179	242	318
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,397</b>	<b>2,451</b>	<b>2,995</b>	<b>3,011</b>	<b>3,527</b>	<b>3,985</b>

## 比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.076	0.188	0.342	0.511	0.810	1.145
每股净资产 (元)	2.111	2.790	3.556	4.067	4.876	6.021
每股经营现金净流 (元)	0.091	0.201	0.505	0.739	0.456	1.039
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	3.58%	6.75%	9.61%	12.57%	16.60%	19.01%
总资产收益率	1.44%	2.05%	3.61%	5.37%	7.26%	9.08%
投入资本收益率	5.75%	5.97%	7.74%	10.78%	14.06%	18.09%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	42.52%	87.49%	23.65%	34.58%	39.49%	21.51%
EBIT 增长率	296.11%	62.08%	46.10%	38.63%	42.87%	35.44%
净利润增长率	140.68%	149.14%	115.12%	49.57%	58.43%	41.36%
总资产增长率	4.65%	75.42%	22.22%	0.52%	16.76%	12.76%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	318.3	239.3	255.0	240.0	238.0	236.0
存货周转天数	162.9	87.6	86.7	83.7	81.7	79.7
应付账款周转天数	210.8	110.3	104.7	103.7	101.7	99.7
固定资产周转天数	146.3	132.5	184.5	178.6	119.6	81.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	46.90%	87.53%	57.87%	36.46%	23.60%	5.21%
EBIT 利息保障倍数	2.7	2.2	2.6	8.8	21.5	56.7
资产负债率	53.84%	60.00%	58.01%	51.35%	49.44%	44.25%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

