江南证券 SOUTHCHINA SECURITIES

智光电气（002169）跟踪报告

电气设备及新能源行业

高压变频引领增长　灭弧线圈电网调度产品量稳价增

目前价位:	24.55 元
目标价位:	16.68 元
投资评级	买入

研究员：魏静

电话：0755-83689717

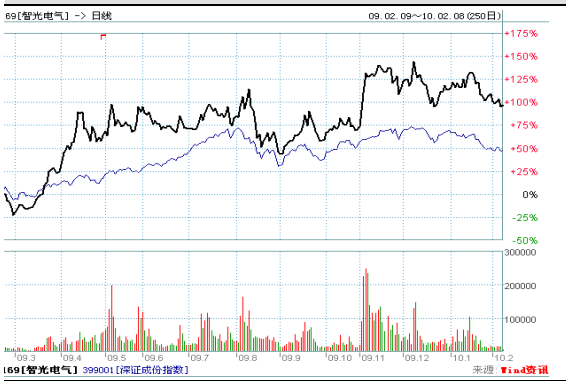
Email：weijing69820@hotmail.com

报告日期：2010.2.22

基础数据

总股本（百万股）	256.00
流通 A 股（百万股）	256.00
ROE 净资产收益率：（加权，09Q3）	7.2%
资产负债率	21.74%
每股净资产	2.49 元

近一年股价表现



江南金融研究所:

联系人：邝野、毛艳琼

联系电话：0755－83778731

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室（518031）

相关报告:

《电网安全控制产品增速放缓，期待市场转暖》2009 年 10 月 23 日

投资要点:

- 公司主要产品是消弧线圈及高压变频，占到总销售收入的 92%，总毛利润的 84%。历经了前三季度的低谷，公司收入在第四季度取得了较高的增长，环比增长达到 63%，同比增长 52%。其中消弧选线成套装置，受到经济危机影响，增长 9%。公司在消弧线圈市场拥有国内第二的市场份额，面对年均 30 亿的市场，随着经济回暖，预计公司消弧产品收入有望保持 14%的增长水平。高压变频产品是公司未来增长动力，公司在国内较早介入高压变频产业的企业，受益于电动机装机容量的不断增长，09 年收入同比增长 26.19%，未来将高压变频市场规模在 110 亿元左右，公司增发将产品向大功率高电压的产品延伸，预计未来增速保持在 25%以上。

- 公司供用电控制与自动化类由于大中型企业的业务回暖，企业供用电要求增长，对用电节能要求随之增长，供用电产品 09 年增速达到 81.95%。公司的电力信息化产品受益于各级电网调度自动化系统大规模的升级换代，且在高压设备监测诊断系统、电力企业调度信息整合平台市场中是行业细分龙头，产品增速达到 20.15%。此两类产品拥有较高的附加值，分别面对 10 亿、30 亿的市场，预计在此细分市场公司业务保持 50%的增速。

- 毛利率的角度来看公司整体产品毛利率稳定在 32.24%，相对 08 年提升了 2.1%，主要由于公司成本管理得力，在铜价下跌时候进行较多的采购储备，使得消弧线圈产品毛利率较 08 年提升 8%。同时毛利率分别高达 54%、55%的供用电控制产品、电网调度产品销售收入占总收入比例从 7.3%提升到 9.4%，促进了公司整体收入毛利率提升，公司在电力信息化产品市场的监测系统产品是细分龙头，有较高的议价能力，预计毛利率能保持目前的水平；电机节能与控制产业高速发展，公司毛利率水平 32.19%，处于行业平均水平。我们预计随着公司产品大功率高电压等级的高压变频产品比例增高，电机节能及控制类产品的毛利率有望稳定上升。

- 考虑到公司增发带来的收入增长，我们预计未来三年每股收益分别为 0.32 元，0.47 元，0.70 元，公司可比上市公司包括思源电气、合康变频、九州电气，荣信股份，未来 2010-2012 年平均市盈率为 36 倍，27 倍，21 倍。公司净利润复合增长率 29%，综合考虑相对估值及 PEG 估值，公司的价值在 24.55 元，公司 2 月 22 日收盘价为 16.58 元，给予买入评级。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	439	549	790	1130
(+/-%)	17.78%	25.02%	44%	43%
归属母公司净利润(百万元)	40	60	88	130
(+/-%)	47%	50%	45%	48%
EPS(元)	0.24	0.32	0.47	0.70
P/E(倍)	68.92	51.35	35.34	23.83

正文目录

一、综合性的电气控制与自动化企业 2
二、高压变频及供用控制自动化产品热销带来销售收入增长 3
2.1 消弧选线成套装置——稳定市场增长 3
2.2 高压变频产品——未来增长的主要动力 4
2.3 电力信息化产品——细分行业龙头，受益于智能电网建设 6
三、毛利率稳中有升，期间费用控制有力带来盈利增长 7
四、盈利预测 8

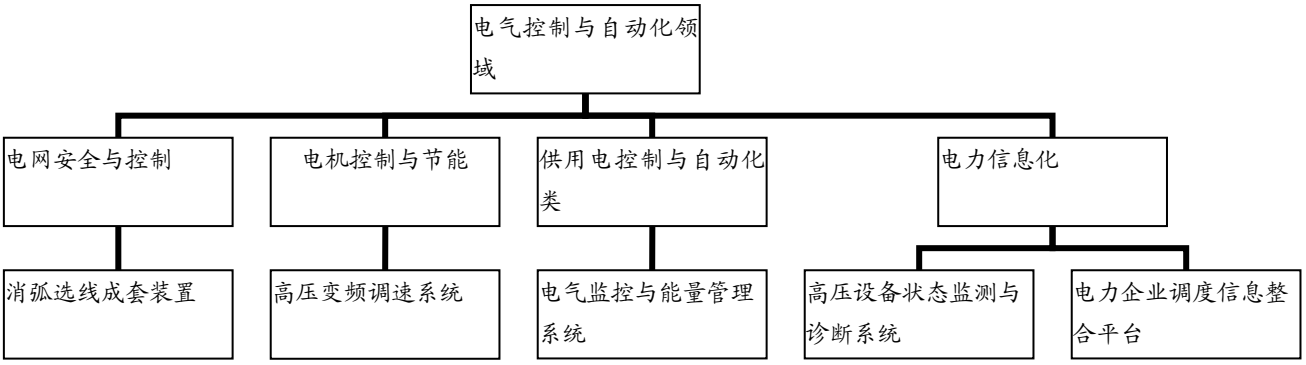
图表目录

图表 1 公司产品系列 2
图表 2 公司收入比例及分产品毛利率 2
图表 3 公司收入增长及分产品的收入增速 3
图表 4 消弧线圈市场竞争份额 4
图表 5 高压变频器应用行业市场潜力 5
图表 6 市场竞争份额 5
图表 7 电网调度自动化市场单位：万元 6
图表 8 不同企业数量统计表 6
图表 9 公司收入比例及分产品毛利率 7
图表 10 期间费用率 8
图表 11 可比上市公司盈利预测及相对于 2010 年 2 月 22 日收盘价估值 8
图表 12 盈利预测表 9

一、综合性的电气控制与自动化企业

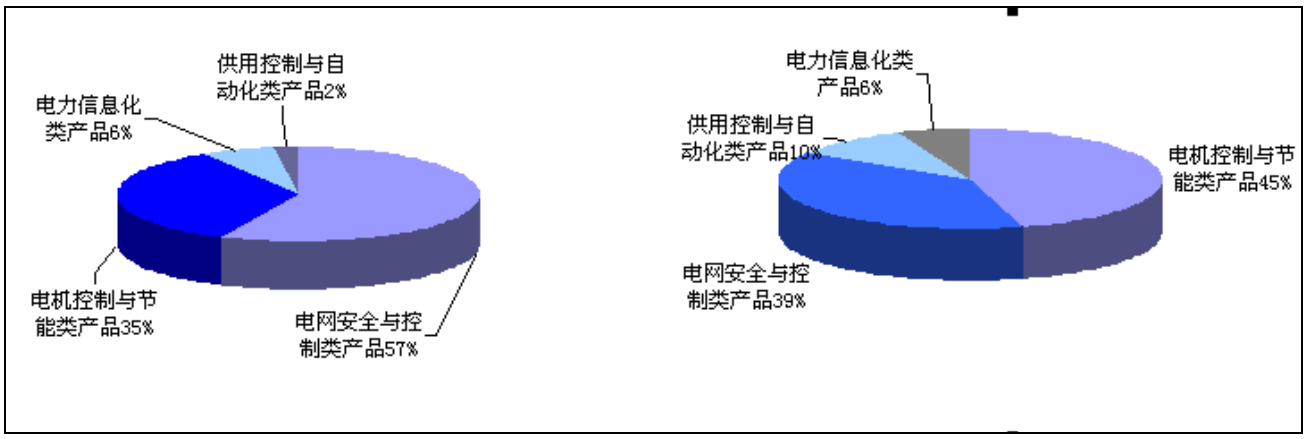
公司主要从事电力系统的安全稳定和自动化行业的产品生产，并提供大中型企业的用电安全控制服务及节能解决方案。涉及的子行业包括电网安全与控制，电机控制与节能，供用电控制与自动化类设备，电力信息化等四个方面。其中电网安全与控制及电机控制与节能两类产品分别占总收入的 57%、35%，是公司收入的主要来源。电网安全与控制的主要产品是消弧选线成套装置，电机控制与节能方面主要是提供给大型发用电企业使用的高压变频调速系统，供用电控制与自动化类主要是提供给大中型工业企业电气使用管理的电气监控与能量管理系统产品。电力信息化方面主要是电网、电厂使用的高压设备状态监测与诊断系统产品及电力企业调度信息整合平台。公司的发展目标是成为电气控制与自动化领域设备和服务的领先提供商。从毛利润的角度来看电网安全与控制产品、电机控制与节能两类产品毛利润占到总毛利润的 84%，其他两类产品占 16%。

图表 1 公司产品系列



资料来源：江南金融研究所

图表 2 公司收入比例及分产品毛利率

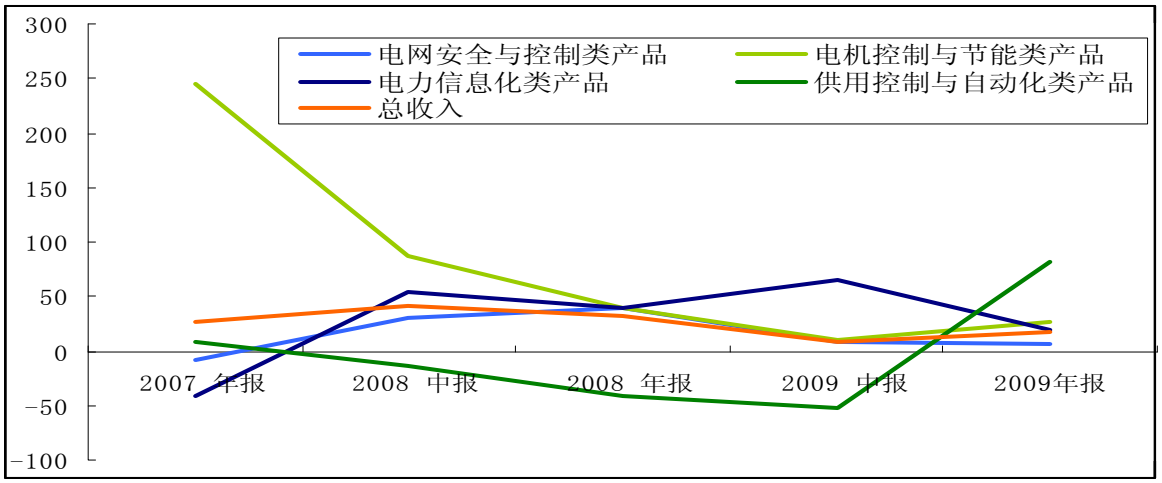


资料来源：江南金融研究所

二、高压变频及供用控制自动化产品热销带来销售收入增长

从分产品销售收入增速来看，公司以配电网智能化快速消弧系统产品为起点，发展到电力信息化、供用控制与自动化类产品。电网安全与控制类产品在 08 年 30%的增速后，由于遭遇到经济危机，客户延迟交货期，09 年收入增速有所下滑，增速为 9%；2003 年开展了高压变频产品研发生产，该产品增速较大，在 07 年、08 年迅速成长为公司第二大产品，09 年高压变频收入同比增长 26.19%；电力信息化类产品受益于国内变电站自动化建设，09 年增速为 20.15%；供用电控制与自动化类设备增速最大，随着大中型企业的业务回暖，用电量上升，企业供用电要求增长，对用电节能要求随即增长，销售收入增速一枝独秀达到 81.95%。总体来说，09 年公司收入 4.39 亿元，同比增长 17.78%，从分季度来看，公司历经了前三季度的低谷，在第四季度取得了较高的增长，环比增长达到 63%。

图表 3　公司收入增长及分产品的收入增速



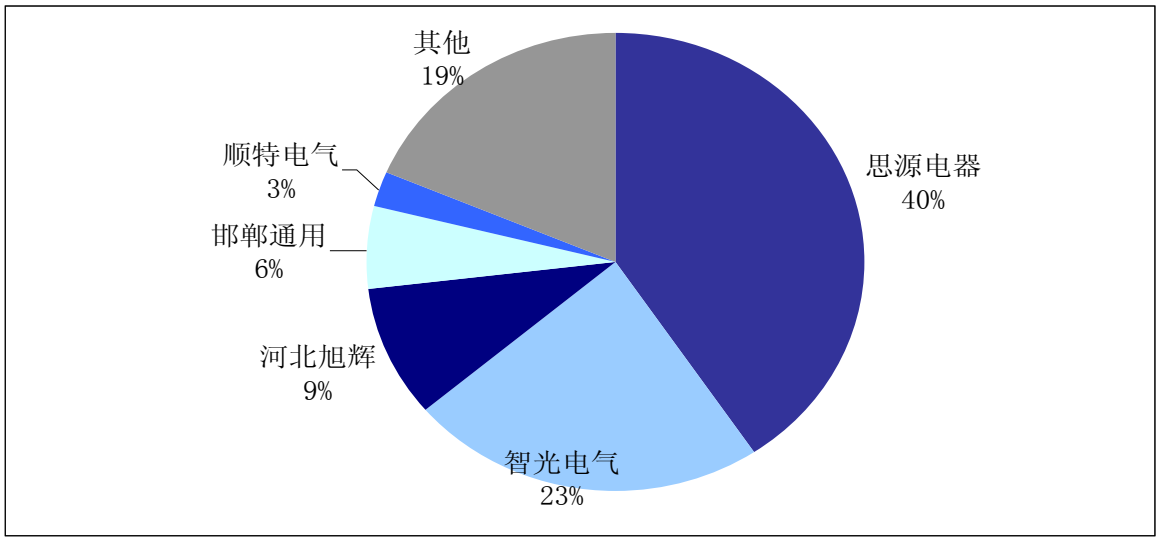
资料来源：江南金融研究所

2.1 消弧选线成套装置——稳定市场增长

消弧选线成套装置安装在配电网的中性点处，控制配电网接地故障节电电流，保障配网安全。公司在国际上首次提出“新型配电网中性点接地运行方式”，也是行业内唯一负责起草该产品的行业标准《自动跟踪补偿消弧线圈成套装置技术条件》的厂家，拥有高短路阻抗变压器式等技术领先优势。每个变电站按主变压器（主变）数量可配备相同数量的该装置，其市场需求主要来自于：已有变电站改造的需要，2009年全国电网售电量约3.67万亿kWh，估算出可安装本产品的主变目前全国保有量在11.72万台左右，其中70%以上采用的是中性点不接地方式。预计占目前全国保有量的20－30%的变电站在十年内需安装消弧选线产品，按每套产品30万元计算，潜在市场容量为48－72亿元。我国装机容量每年15%左右的增幅，按照国家电力行业

工业标准规定，新增变电站需要安装消弧选线成套装置；预计未来10年内总的市场需求将达143－204亿元，每年将有15－20%左右的增长，并且存在巨大的国际市场潜在需求。公司的消弧选线成套装置市场占有率达到23%，国内排名第二；智光电气和思源电气合计市场份额分别为63%左右，逐年提高，形成稳定的竞争格局，预计该行业的市场集中度将进一步提高；思源电气目前有1100套消弧选线成套装置的生产能力，但思源目前其重点业务方向是做大做强高压开关业务，因此公司产品占有率有望保持14%增速。

图表 4 消弧线圈市场竞争份额



资料来源：江南金融研究所

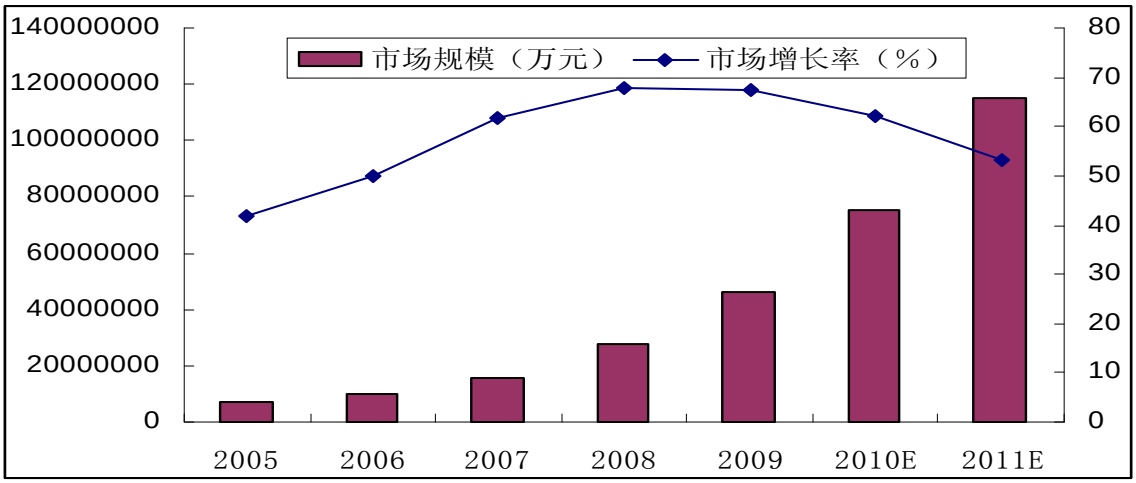
2.2 高压变频产品——未来增长的主要动力

我国把额定电压在3kV 到10kV之间的电动机称为高压电机，把针对3kV至10kV高电压环境下运行的电动机而开发的变频器称为高压变频器。主要根据实际负载通过改变频率和输出电压自动调节高压电动机的转速，从而达到提高用户电动机系统运行效率和节约用电的目的。过去的5年，我国高压变频市场销售额保持了年均50%以上的增速，销售额达到40亿元左右。但相对于发达国家高达70%以上的应用比例来说，而我国尚不足30%。由于经济、政策、环境、技术、产品、成本、经济效益驱使等多种宏观和微观因素的综合作用，高压变频器市场在经过几年的培育后进入快速发展时期，甚至呈现出爆发性增长的态势。预计到“十一五”期末，中国变频器市场规模将达到115亿元左右。而且随着国民经济的进一步发展，电动机装机容量的不断增长，高压变频调速装置的市场规模将会进一步扩大。公司在高压变频行业市场份额处于行业第二，有400套的制造能力。公司2009年11月提出定向增发方案，拟以不低于13.11元/股价格非公开发行不超过2000万股股票，主要用于3000kVA及以上容量智能高压大功率变频调速系统产业化、扩建企业技术中心、补充流动资金三个用途。项目实施后，可以新增年产400套3000kVA及以上容量高压变频器的产业化生产规模。项目

2011年6月达产后新增销售收入51200万元，新增利润总额为7945.3万元，新增净利润6753.5万元。我们预计高压变频产品保持25%以上的增速。

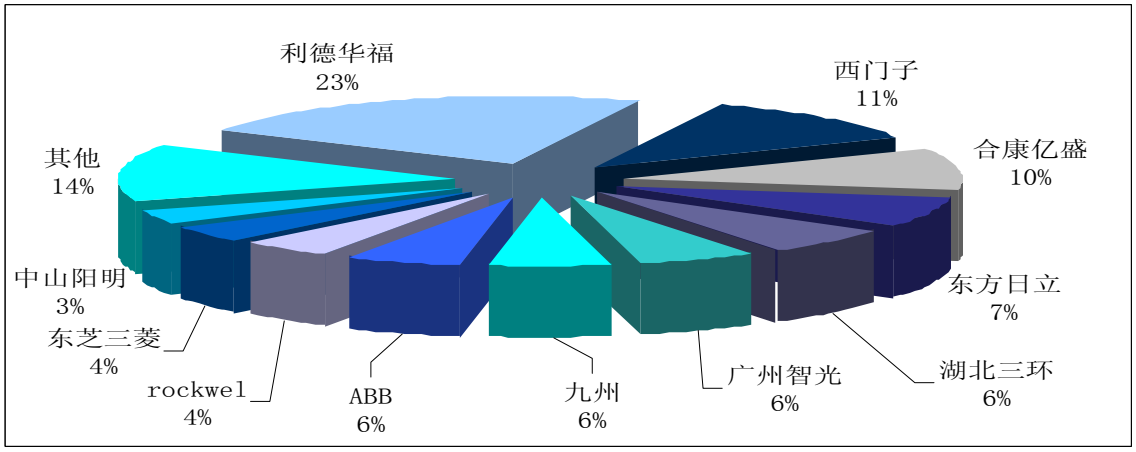
图表 5 高压变频器应用行业市场潜力

应用行业（MW）	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
可调速高压大功率电机容量	63579	70000	77282	85781	95474	105021	115524	127076
每年改造比率(%)	0.75	0.97	1.32	1.8	2.9	4.42	6.49	9.05
高压变频器需求量（MW）	47684.25	67900	102012.2	154405	276874	464192	749750.7	1150037.8
市场规模（万元）	4768425	6790000	10201224	15440580	27687460	46419282	74975076	115003780
市场增长率（%）		41.74	50	61.8	67.9	67.5	62	53.3



资料来源：江南金融研究所

图表 6 市场竞争份额

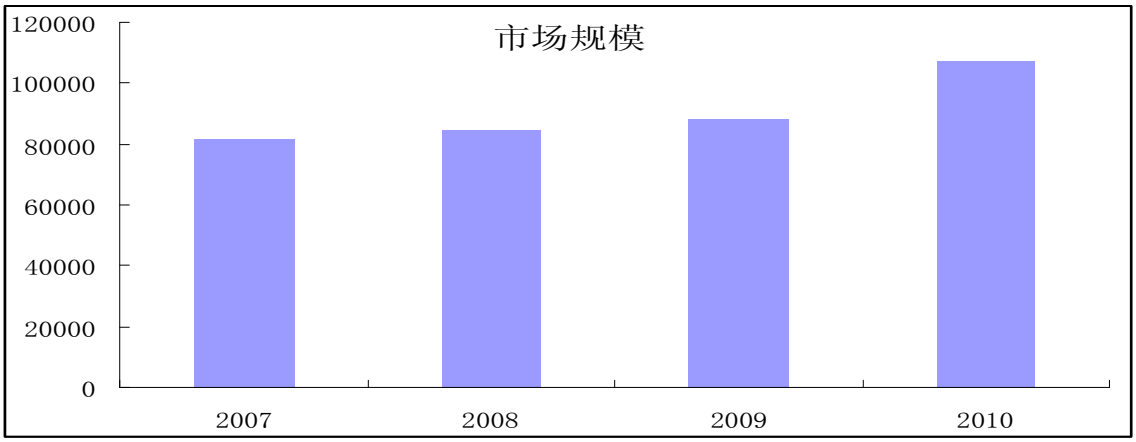


资料来源：江南金融研究所

2.3 电力信息化及供用电控制产品——较高附加值产品，未来保持快速增长

公司在电力信息化行业产品包括电网调度自动化及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产品。在“十一五”期间，电网调度自动化市场规模有所上升，其中，县调市场规模最大，地调市场次之，网省调及以上市场最小。据《中国继电保护及自动化行业市场分析与发展研究报告》的调查统计，“十一五”期间，各级电网调度自动化系统将面临大规模的升级换代，需要升级换代的地调系统约有200多家，县调系统1000余家，每年投资规模为10-15亿元。电网调度自动化市场情况见图5。公司以电网调度产品为契入点，重点培育检测诊断系统及调度信息平台产品。在这两种产品中公司是细分龙头，是行业中唯一厂家负责起草《变电站高压设备状态监测系统通用技术条件》的公司。公司此类产品一直保持50%以上的增速，今年受到金融危机影响，部分收入确认延后，使得收入增速低于往年，我们预计公司该类产品将保持着50%以上的增速。

图表 7 电网调度自动化市场单位：万元



资料来源：CCID 江南金融研究所

供用电系统，主要提供大中型工业企业能量管理。目前我国大中型企业总数为3万家以上，如实施电气监控与能量管理系统（含智能单元）的平均规模为100万元，以十年时间完成上述企业的技术改造，则潜在市场需求为300亿元。目前实际的市场需求为每年15亿元左右，预计未来几年将以大约30%速度增长。未来市场容量100亿左右。拥有自主研发能力和品牌的主要厂商有：施耐德电气、江苏金智科技股份有限公司、珠海万力达电气股份有限公司、苏州智能配电自动化有限公司、上海华建电力设备有限公司和智光电气等；另外还有大量无自主产品或品牌的系统集成商，大约占市场份额40%左右，其它厂商占据16%左右的份额。

图表 8 不同企业数量统计表

行业	总数
大型能耗型企业	1000 家以上
大型工业企业	4000 家以上

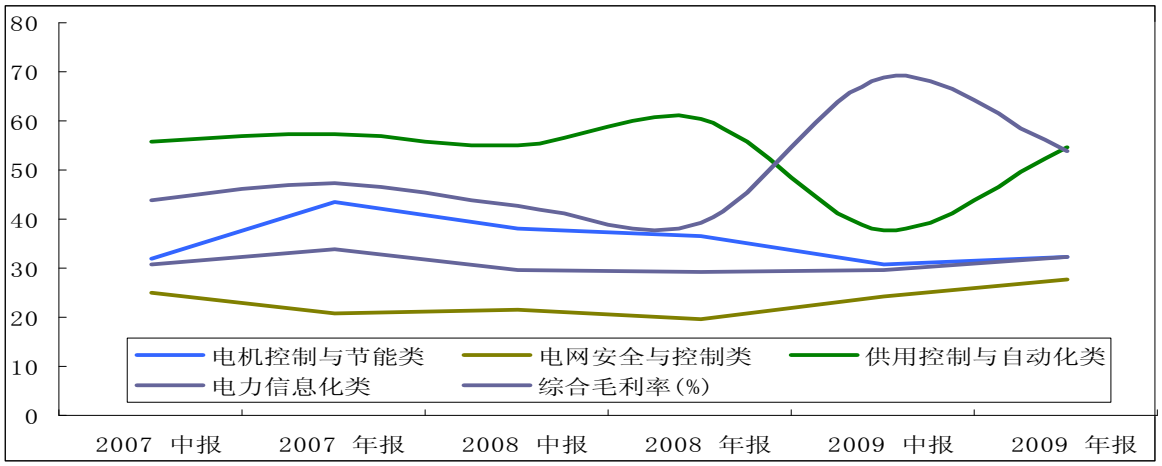
中型工业企业	30000 家以上
300MW 级以下容量发电厂	2000 家以上
600MW 级以上容量发电厂	200 家以上
市政公共基础设施及其他	2000 个以上

资料来源：江南金融研究所

三、毛利率稳中有升，期间费用控制有力带来盈利增长

从毛利率的角度来看公司整体产品毛利率稳定在 32.24%，与 08 年 29.09%相比，提升了 2.1%，主要由于公司高附加值产品销售收入同比增长 50%以上，由原来占有总收入 7.3%，提升到 9.4%。电网安全与控制产品由于产品较为成熟，毛利率最低为 24.29%，由于铜采购价格相对于 08 年下降，公司低价采购进行储备，使得毛利率较大幅度提升。电力信息化产品，公司在此行业是细分龙头，毛利率最高为 54%，相对于 08 年毛利率 39.04%提升到 53.99%，主要由于销售收入的扩大，形成了规模效应，致使毛利率提升。供用电控制与自动化产品属于企业定制产品，具有较高的毛利率 54.69%。电机节能与控制产业高速发展，为了应对市场竞争，公司毛利率水平 32.19%，处于行业平均水平。我们预计随着公司大功率高电压等级的高压变频产品占总产品收入比例增高，电机节能及控制类产品的毛利率有望稳定上升。

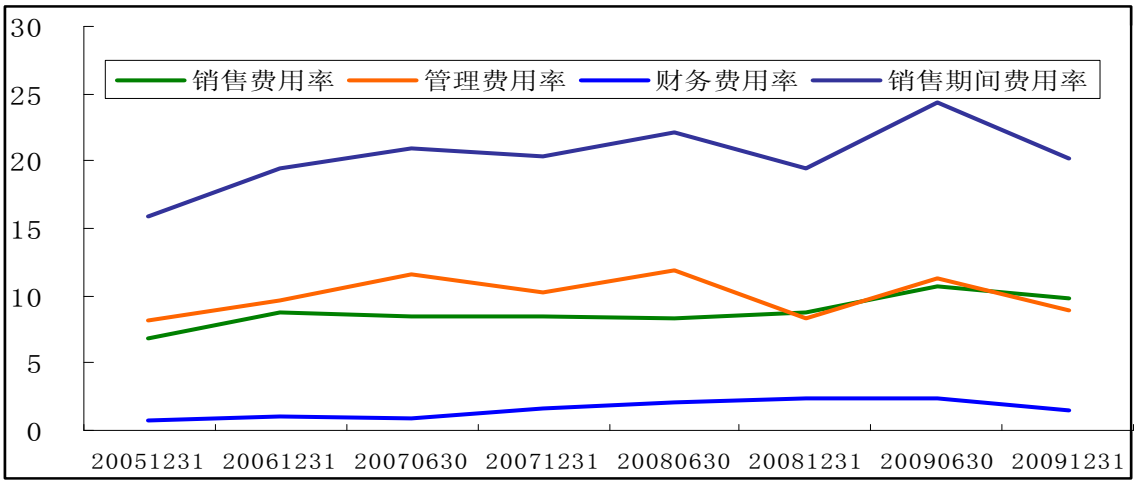
图表 9 公司收入比例及分产品毛利率



资料来源：江南金融研究所

公司的期间费用率中，管理费用率及销售费用率略有提高，但相对于09年上半年，期间费用率下降了4%。09年公司为了开拓市场，参与了较多的招投标，并通过公共媒体、行业网站、专业期刊等多种形式进行推广、宣传，增加了营销费用。同时由于公司加强了研发投入，管理费用率提升了0.5%，除了在消弧选线系统新型III控制器、高压变频器的变频软启动和工频无扰切换技术等方面有所突破，公司与清华大学就高压静止无功补偿装置SVC开展产学研联合开发，进行技术储备。公司的财务费用率从08年的2.34%下降到09年的1.55%。主要原因是公司加强应收账款管理，销售回款增加。09年经营活动产生的净现金流比08年增长了9615万，货币资金占总资产的比重由2008年末的8.15%增长到2009年末的10.13%，增长1.98%。我们预计公司期间费用率将保持平稳状态。

图表 10 期间费用率



资料来源：江南金融研究所

四、盈利预测

我们预计公司高压变频业务09年保持25%以上的增长，2010年增发项目投产50%，2011年投资达产100%，灭弧线圈年增速14%，供用电控制及信息化产品年增速50%。未来三年每股收益分别为0.32元，0.47元，0.70元，公司可比上市公司包括思源电气、合康变频、九州电气，荣信股份，未来三年平均市盈率为36倍，27倍，21倍。考虑到公司的净利润的年复合增长率为29%，公司22日收盘价为16.58元，市盈率为51，25，24，PEG小于1。综合考虑相对估值及PEG估值，我们测算公司的目标价位为24.55元，给予买入评级。

图表 11 可比上市公司盈利预测及相对于 2010 年 2 月 22 日收盘价估值

	10EPS	11EPS	12EPS	10EPS	11EPS	12EPS

思源电气	1.10	1.30	1.63	26.09	22.08	17.66
合康变频	0.91	1.29	1.83	47.91	33.80	23.80
九州电气	0.88	1.11	1.40	40.14	31.82	25.25
荣信股份	1.25	1.71	2.33	30.56	22.34	16.43
平均市盈率				36.17	27.51	20.79

资料来源：江南金融研究所

图表 12 盈利预测表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	541	647	947	1342
现金	75	85	129	180
应收账款	291	338	505	709
其他应收款	32	36	55	76
预付账款	9	16	19	30
存货	121	161	220	321
其他流动资产	13	11	19	25
非流动资产	204	214	197	193
长期投资	0	0	0	0
固定资产	132	122	112	102
无形资产	33	37	41	44
其他非流动资产	39	55	44	47
资产总计	745	861	1144	1534
流动负债	366	402	601	861
短期借款	106	81	176	279
应付账款	111	136	193	277
其他流动负债	148	185	231	305
非流动负债	26	22	23	23
长期借款	20	20	20	20
其他非流动负债	6	2	3	2
负债合计	392	425	624	884
少数股东权益	8	11	15	21
股本	166	186	186	186
资本公积	75	75	75	75
留存收益	104	164	245	370
归属母公司股东权益	345	425	505	630
负债和股东权益	745	861	1144	1534

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	47	26	-30	-28
净利润	42	63	92	136
折旧摊销	11	12	13	12
财务费用	7	5	7	12
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-24	-37	-161	-196
其他经营现金流	10	-18	20	7
投资活动现金流	-30	-6	-7	-6
资本支出	28	0	0	0
长期投资	-2	0	0	0
其他投资现金流	-5	-6	-7	-6
筹资活动现金流	-4	-10	81	85
短期借款	-10	-25	95	103
长期借款	20	0	0	0
普通股增加	83	20	0	0
资本公积增加	-83	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-5	-14	-18
现金净增加额	13	9	44	51

利润表 单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	439	549	790	1130
营业成本	298	360	514	735
营业税金及附加	4	4	7	9
营业费用	43	51	76	107
管理费用	39	47	69	98
财务费用	7	5	7	12
资产减值损失	10	7	9	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	38	75	110	162
营业外收入	13	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	51	75	110	162
所得税	9	12	18	27
净利润	42	63	92	136
少数股东损益	2	3	4	6
归属母公司净利润	40	60	88	130
EBITDA	56	93	129	187
EPS（元）	0.24	0.32	0.47	0.70

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	17.8%	25.0%	44.0%	43.0%
营业利润	24.2%	96.8%	46.8%	47.5%
归属于母公司净利润	47.5%	50.4%	45.3%	48.3%
获利能力				
毛利率(%)	32.2%	34.5%	35.0%	35.0%
净利率(%)	9.1%	11.0%	11.1%	11.5%
ROE(%)	11.6%	14.2%	17.3%	20.6%
ROIC(%)	9.1%	15.4%	16.7%	19.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.6%	49.3%	54.5%	57.6%
净负债比率(%)	32.37%	23.93%	31.52%	33.87%
流动比率	1.48	1.61	1.58	1.56
速动比率	1.15	1.21	1.21	1.19
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.68	0.79	0.84
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.80	2.90	3.12	3.12
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.32	0.47	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.14	-0.16	-0.15
每股净资产(最新摊薄)	1.86	2.29	2.72	3.39
估值比率				
P/E	68.71	45.68	31.44	21.20
P/B	8.00	6.49	5.46	4.38
EV/EBITDA	23	14	10	7

资料来源：江南金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

买入　：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有　：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出　：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

增持　：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性　：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持　：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。
本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。
江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。
以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。
本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。
江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：http://www.scstock.com

深圳
地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层
邮编，518000
电话：0755-83689524

北京
地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号
邮编：100012
电话：010-84802003