

提供工业节能增效整体解决方案

——智光电气（002169）调研快报

2010年3月29日

中性/下调

电力设备

调研快报

周宏宇 电力设备行业研究员
010-6655 7323

执业证书编号：S1480109050693

E-mail: zhouhy@dxzq.net.cn

事件：

2010年3月22日，拜访智光电气（002169）管理层，就公司的经营情况进行交流。

问题一：定向增发进展情况，如果增发项目（400套高压变频器，企业技术中心）未获得通过，是否仍将自筹资金实施？

定向增发申报材料春节后已经上报，顺利的话5月份即可通过。增发项目仍将在IPO募集资金建设的场地实施，将用于消弧线圈的电抗器生产线迁出，另行安排。

问题二：近期先后有英威腾、九洲电气、合康变频几家从事变频器制造的企业上市，荣信股份、科陆电子等公司也推出了自己的变频器产品。公司与这几家企业相比优势、劣势如何？

利德华福、智光电气、合康变频是国内具有自主知识产权的高压变频器厂商，基本处于同一阵营；九洲电气有一部分产品是为罗克韦尔贴牌；英威腾主要做中、低压变频器，门槛相对较低，目前，也准备向高电压等级进军。作为工业节能的重点领域，高压电机变频调速市场处于高速增长期，以上述几家企业为代表的本土企业逐渐蚕食了原来被外国企业占领的市场份额。

智光电气2008年底在国内率先推出10000KVA容量的高压变频器，目前正在研发10000-20000KVA等级的产品，抢占市场制高点。

问题三：公司高压变频器核心部件IGBT(绝缘栅双极型晶体管)供应商包括哪几家，目前有无国内企业具备IGBT供货能力？

IGBT主要用西门康、英飞凌等国外品牌，占生产成本20-30%。IGBT供应充足，不会对公司生产产生不利影响。国内目前在低端有产品，高端还不成熟，如国产产品能够满足要求，会降低高压变频器产品制造成本。

问题四：国家电网今年加大了智能电网建设力度，公司计划在智能配电网领域开展业务，具体实施计划及主要产品？

公司消弧接地选线成套装置、电气设备在线监测等产品比较成熟。国网投资下降影响不大，因公司按行业开发市场，钢铁、石化等工业行业也有需求，市场需求比较稳定。

公司在线监测装置采用电流信号，与思源电气（002028）和理工监测（002322）的油色谱监测仪不同。用于状态检修，市场如果启动，写入标准，市场容量将大于消弧线圈。

问题五：在高铁、城市轨道交通领域公司有无产品推出，具体实施计划？

SVC、SVG 分别与清华大学和浙江大学合作研发，预计 2010 年底推出产品。

问题六：近期，国务院常务会议通过了加大合同能源管理（EMC）推广力度的决议，公司在这方面有何考虑？

欧洲 70% 节能市场采用 EMC 方式——与融资租赁公司合作，将设备卖给融资租赁公司，由融资租赁公司再将设备租给节能改造企业。分期回收资金。

工信部 2009 年拿出 50 亿资金给 50 家工业企业，用于建立能源中心试点，公司参与了济南钢铁能源中心建设项目。国务院这次通过加大合同能源管理（EMC）推广力度的决议是经过充分调研的，去年相关部委也曾经到智光电气调研，预计很快将出台配套法规。之前，公司也与多家从事融资租赁的公司有过接触，囿于缺乏配套的政策法规，EMC 模式在推广上遇到很多阻力。合同能源管理（EMC）启动后，对拉动工业企业节能增效市场需求会起到很大的作用，公司也将由单一的设备供应商向工业节能增效整体解决方案提供商转型。

问题七：请简单介绍一下公司目前营销渠道及覆盖面。

公司采用行业营销，区域化的售后服务模式。电网、电厂、水泥、钢铁行业目前做的不错，其它石油石化等也在加大力度。营销团队 200 多人，占员工总数的三分之一左右。

结论：

- 1、国务院常务会议通过了加大合同能源管理（EMC）推广力度的决议，工业企业节能增效市场将会出现明显增长，公司在高压电动机变频调速领域处于国内领先地位，并正在运作定向增发项目用于产能扩张，公司未来发展目标也专注于工业企业节能增效市场，并将从单一的设备供应商向节能增效整体解决方案提供商转型。
- 2、智能电网建设步伐加快，公司将在智能配电网领域提供消弧选线成套装置和电气设备在线监测等产品，在线监测装置市场处于启动期，随着供电公司设备状态检修的推广，增长前景乐观。
- 3、公司正与清华大学、浙江大学合作研发 SVC、SVG 产品，预计 2010 年底推出，高压电网动态无功补偿、电能质量管理以及电气化铁路、城市轨道交通都处于需求上升通道，公司也将增加新的利润增长点。

盈利预测：

表 1 营业收入预测

营业收入(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
电网安全与控制类产品	134	187	198	237	273	300
(+/-)%		39.7%	5.7%	20%	15%	10%
电机控制与节能类产品	114	159	200	250	325	423
(+/-)%		38.7%	26.2%	25%	30%	30%
供用电控制与自动化类产品	24	14	25	33	43	56
(+/-)%		-41.2%	81.9%	30%	30%	30%
电力信息化类产品	10	13	16	20	24	29
(+/-)%		38.8%	20.1%	25%	20%	20%
营业总收入	282	373	439	540	665	807

表 2 毛利率预测

毛利率	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
电网安全与控制类产品(%)	20.7	19.6	27.7	27.5	27.5	27.5
电机控制与节能类产品(%)	43.3	36.7	32.2	35.0	35.0	35.0
供用电控制与自动化类产品(%)	57.2	60.5	54.7	55.0	55.0	55.0
电力信息化类产品(%)	47.2	39.0	54.0	50.0	50.0	50.0

预测 2010-2012 年每股收益分别为 0.35、0.42、0.52 元，分别对应 54.2 倍、43.7 倍、35.3 倍 PE，短期下调为“中性”，长期维持“推荐”评级。

表 3 智光电气利润预测简表

利润预测简表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	282	373	439	540	665	807
减：营业总成本	248	342	401	478	586	709
营业税金及附加	2	2	4	5	6	8
销售费用	24	33	43	49	60	73
管理费用	29	31	39	43	53	65
财务费用	4	9	7	16	20	24
资产减值损失	2	3	10	5	7	8
加：投资收益	0	0	0	0	0	0
二、营业利润	34	31	38	62	79	98
加：营业外收支净额	0	2	13	10	10	10
三、利润总额	34	33	51	72	89	108
减：所得税	2	5	9	11	13	16
四、净利润	32	28	42	62	75	92
减：少数股东损益	2	1	2	4	5	6
归属于母公司所有者的净利润	29	27	40	57	70	86
总股本(百万股)	69	83	166	166	166	166
EPS(元)	0.42	0.33	0.24	0.35	0.42	0.52

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008年加盟东兴证券研究所，从事电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。