

业绩略低于预期，期待 EMC 启动

增持（维持）

目前股价：20.27 元

投资要点：

- 📖 第三季度净利润 1241 万元，同比增长 22%，略低于预期
- 📖 合同能源管理政策正逐步落实，未来发展空间巨大
- 📖 略下调今年的盈利预测至 0.31 元，维持“增持”评级

- **收入增速降低，毛利率下滑明显。**公司第三季度实现营业收入 1.21 亿元，同比增长 11.87%；实现归属上市公司净利润 1241 万元，同比增长 22.21%，每股收益 0.07 元。收入增幅较上半年下降，而单季度综合毛利率仅为 27.30%，同比大幅下滑 9.16 个百分点，其原因除去年三季度毛利率处于最高点之外，高压变频器及消弧线圈的竞争加剧，价格下降是最主要的原因。
- **期间费用率控制良好，保证业绩增速。**第三季度销售费用率与管理费用率分别同比下降 4.59 和 4.47 个百分点至 8.59% 和 6.80%，费用率的大幅下降是保证净利润增速的主要原因。
- **看好募投项目前景，产品结构调整有望提升毛利率。**9 月公司定向增发 2000 万股已经通过证监会核准，据了解，此次发行价格为 16 元，投向 3000kVA 以上超大容量高压变频器项目。在关键组件已经实现自己生产的情况下，产品结构向大功率方向发展有望提升公司的毛利率水平。
- **节能服务是未来亮点，期待 EMC 启动。**在公司现有业务中，消弧线圈由于电网投资的下降其前景并不看好，未来两年将保持稳定；而单一的高压变频器业务竞争已经白热化，未来两年其行业增速约为 20%。EMC 是公司未来几年最大的看点，其一体化服务以及独特的盈利模式将大幅提高公司的收入及盈利规模，而且将带动其他业务的快速发展。目前政策虽然频繁出台，但行业实质性的启动仍需明年。
- **略调低盈利预测，维持“增持”评级。**我们略调低 2010/11/12 年 EPS 预测分别至 0.31/0.41/0.55 元的盈利预测，目前股价对应 11 年 PE 已达 49 倍，但考虑 EMC 业务可能给公司带来的巨大提升，维持“增持”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	372.81	439.09	541.78	711.09	934.49
增长率	32.42%	17.78%	23.39%	31.25%	31.42%
母公司净利润	27.20	40.13	52.09	68.27	91.07
增长率	-6.70%	47.50%	29.81%	31.06%	33.41%
毛利率	29.09%	32.24%	33.03%	31.71%	31.66%
EPS	0.164	0.242	0.314	0.412	0.549

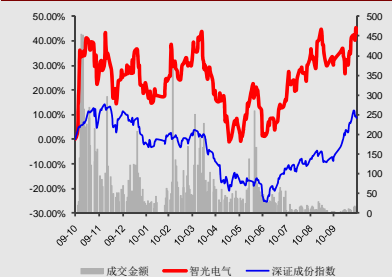
分析师

赵曦、王静

电话：010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (万股)	16,579
流通股 (万股)	16,579
控股股东	广州市金誉实业投资集团有限公司
控股股东持股比例	36.26%

相关研究

- 智光电气中报点评：产品结构调整速度加快，未来还看节能服务
2010.07.30
- 智光电气一季报点评：一季度收入增 14%，EMC 为未来增长点
2010.04.21
- 新能源与电力设备 2010 年中期策略报告：掘金新能源-高成长决定高估值
2010.06.06
- 合同能源管理补贴点评：工业节能是 EMC 的最大受益者
2010.06.09

附表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	526	867	903	1,009	营业收入	439	542	711	934
货币资金	61	340	279	256	营业成本	298	363	486	639
应收与预付款项	344	379	443	536	营业税金及附加	4	4	6	7
存货	121	148	182	217	销售费用	43	54	69	89
非流动资产	200	276	392	494	管理费用	39	48	62	79
固定资产在建工程	132	212	332	437	财务费用	7	9	5	8
无形资产待摊费用	37	33	29	24	资产减值损失	10	5	5	5
资产总计	727	1,143	1,296	1,502	投资收益	0	0	0	0
流动负债	350	396	482	601	利润总额	51	64	84	112
短期借款	106	136	186	266	所得税	9	10	13	17
应付与预收账款	243	259	296	335	净利润	42	54	71	95
长期借款	20	20	20	20	少数股东损益	2	2	3	4
非流动负债	24	24	24	24	归属母公司净利	40	52	68	91
负债合计	374	419	506	625	EPS (元)	0.242	0.314	0.412	0.549
股本	166	186	186	186	主要财务比率				
资本公积	75	375	375	375	成长能力				
留存收益	104	152	215	299	营业收入	17.78%	23.39%	31.25%	31.42%
少数股东权益	8	11	14	18	净利润	48.54%	29.81%	31.06%	33.41%
归属于母公司权益	345	713	775	859	获利能力				
负债股东权益合计	727	1,143	1,296	1,502	毛利率	32.24%	33.03%	31.71%	31.66%
现金流量表					净利率	9.56%	10.06%	10.04%	10.20%
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	ROE	11.64%	7.31%	8.80%	10.60%
经营活动现金流	46	32	43	57	偿债能力				
净利润	42	50	67	91	资产负债率	51.40%	36.70%	39.07%	41.60%
折旧摊销	11	19	29	44	流动比率	1.50	2.19	1.87	1.68
资产减值损失	10	5	5	5	速动比率	1.16	1.82	1.50	1.32
利息费用	8	3	3	7	营运能力				
投资活动现金流	-30	-96	-146	-146	总资产周转率	0.60	0.47	0.55	0.62
融资活动现金流	-4	343	42	65	应收账款周转率	1.45	1.66	1.85	2.01
现金流量净额	12	279	-61	-23	存货周转率	2.45	2.46	2.67	2.94

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业研究员, 2008 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。