

高压变频器高增长，关注 EMC 业务的进展

智光电气 (002169)

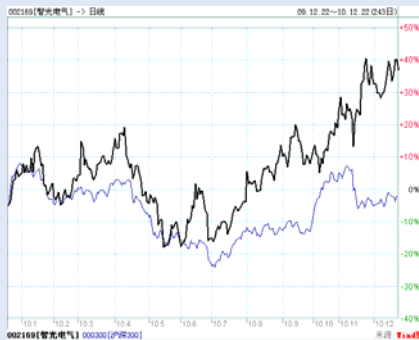
行业：电气设备

2010.12.22

评级：谨慎推荐

当前价格：23.91 元/股

52 周股价走势图



宋豹

执业证书编号：S0270208080056

联系电话：020-87322668-333

联系电邮：songbao@gzs.com.cn

相关报告

无

广证研究

事件

我们于 12 月 21 日前往智光电气公司进行调研。

投资要点

- 公司消弧选线装置系统技术在国内领先，今年由于电网对一次设备采购放缓及招标模式的变动，我们预计公司该项业务今年将出现负增长；由于下游需求稳定，预计今后公司该项业务仍将保持稳定发展。
- 高压变频器作为公司目前的主要收入来源（2010 中报收入占比 64%），目前发展依然迅速。由于高压变频器节电效果明显，符合国家产业发展方向，市场规模巨大，且公司的 EMC 业务也将推动高压变频器的需求增长。公司今年增发募投项目高压变频调速系统项目实际上从 09 年已经开始建设，到今年年底公司高压大功率变频调速系统的产能已经达到 600 套，预计明年年中达产，达产后产能扩大到 800 套，届时公司产能瓶颈可以得到一定的缓解，预计该项业务仍将保持快速增长。
- 目前国内合同能源管理 (EMC) 产业得到政府的大力支持，在诸多扶持政策的支持下，该产业有望迎来爆发性的增长，市场空间巨大，目前正处于各公司跑马圈地的过程中。由于公司较早对 EMC 业务进行了准备工作，具有一定的先发优势；同时，公司与中国节能协会节能服务产业委员会签订的《战略合作框架协议》及承办的“智光杯”中国节能服务万里行活动大大提升了公司在 EMC 产业中的地位，对公司该项业务的发展起到很大帮助。我们预计公司明年该项业务有望拿到 5 亿以上的订单，从而成为公司新的业绩贡献点。
- 在电力信息化系统方面，公司的业务对象主要在于省网调度等高端客户方面，由于电网投资增长缓慢，近两年公司的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及应用软件两个产品收入增长缓慢。
- 公司的发展采用“梯级发展”模式，不过分强调某一产品的发展，更加重视整个产业链的发展，不断开发新的产品，保证发展的持续性及公司技术在行业内的领先。公司每年的研发费用约 2000 万元，目前在开发的产品有 SVC、SVG，公司在储备产品方面的技术水平已经达到国内同类先进水平，有望成为公司后期的发展点。

- 投资策略：预计公司10/11/12年每股收益0.303、0.441、0.603元。公司近两年业绩的主要增长点之一是高压变频器的增长；随着合同能源管理运营模式的推广，EMC市场有望迎来爆炸式的增长，由于公司准备较为充分，有望在EMC领域迅速打开局面，从而保证公司高增长的持续性；同时，公司SVC和SVG产品的研发为公司后期奠定了基础。看好公司的长期发展前景，由于短期估值较高，给予“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险提示：电网投资大幅下滑、EMC业务进展慢于预期

表 1. 达意隆财务分析、盈利预测摘要

财务和估值数据摘要					
单位:百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	372.81	439.09	548.00	749.11	958.20
增长率(%)	32.42%	17.78%	24.80%	36.70%	27.91%
归属母公司股东净利润	27.20	40.13	53.86	78.30	107.20
增长率(%)	-6.70%	47.50%	34.22%	45.38%	36.91%
每股收益(EPS)	0.153	0.226	0.303	0.441	0.603
销售毛利率	29.09%	32.24%	32.18%	33.44%	34.16%
销售净利率	7.58%	9.56%	10.24%	10.78%	11.53%
净资产收益率(ROE)	8.74%	11.64%	13.66%	16.79%	18.98%
投入资本回报率(ROIC)	13.01%	9.63%	12.37%	18.41%	19.38%
市盈率(P/E)	156.13	105.86	78.87	54.25	39.62
市净率(P/B)	13.65	12.32	10.77	9.11	7.52

报表预测					
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	372.81	439.09	548.00	749.11	958.20
减：营业成本	264.36	297.52	371.67	498.58	630.89
营业税金及附加	1.81	4.11	3.84	5.24	6.71
营业费用	32.63	43.16	54.80	74.91	95.82
管理费用	31.20	38.95	46.58	63.67	81.45
财务费用	8.71	6.81	9.12	10.74	12.32
资产减值损失	3.47	10.47	4.00	4.00	4.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	30.63	38.06	58.00	91.97	127.02
加：其他非经营损益	2.45	12.77	8.00	3.00	3.00
利润总额	33.08	50.83	66.00	94.97	130.02
减：所得税	4.82	8.85	9.90	14.24	19.50
净利润	28.26	41.98	56.10	80.72	110.52

敬请参阅最后一页重要声明

减：少数股东损益	1.06	1.86	2.24	2.42	3.32
归属母公司股东净利润	27.20	40.13	53.86	78.30	107.20

资料来源：广州证券研究所

研究所

地址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电话：020-87322668

网址：www.gzs.com.cn

邮编：510095

联系人：袁倩 020-87322668-336

股票评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。