



投资品 - 电气设备

业绩低于预期，EMC 和变频器依然是看点

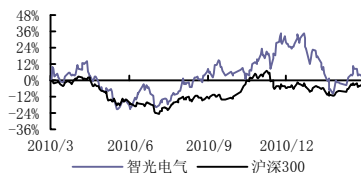
——智光电气（002169）2010 年业绩快报点评

2011 年 2 月 28 日

评级： 增持（维持）

市场数据	2011 年 2 月 25 日
当前价格（元）	18.35
52 周价格区间（元）	13.98-23.93
总市值（百万）	3259.85
流通市值（百万）	2639.90
总股本（百万股）	177.65
流通股（百万股）	143.86
日均成交额（百万）	77.74
近一月换手（%）	33.75%
Beta（2 年）	
第一大股东	广州市金誉实业投资集团有限公司
公司网址	http://www.gzzg.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
智光电气	12.10%	-19.48%	4.14%
沪深 300	8.81%	-0.80%	-2.87%

颜彪

执业证书号：S1030210070005

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	439.09	461.82	634.43	882.19
营收增长	17.78%	5.18%	37.38%	39.05%
净利润（百万元）	40.13	41.61	67.61	105.68
净利润增长率%	47.50%	3.70%	62.50%	56.30%
毛利率	32.2%	31.8%	32.6%	33.7%
ROE	11.6%	10.1%	14.2%	18.1%
每股收益（元）/摊薄	0.23	0.23	0.38	0.59

- **业绩低于预期。**2010 年公司实现营收 4.62 亿元，同比仅增长 5.16%；实现利润总额 4667.9 万元，同比减少 8.17%；实现净利润 4161.5 万元，同比增长 3.71%。EPS 为 0.25 元，业绩增长低于预期。
- **电网安全与控制业务负增长。**受 2010 年电网投资同比下降 12.53% 的影响，消弧线圈等传统产品营收下降约 30%。我们预计 2011 年电网投资接近 3800 亿元，该业务将同比增长 10%-15%。
- **变频器增长较快。**受益于国家促进节能产业发展政策和大中型工业企业日益增长的需求，我们预计该业务收入同比增长 40% 以上。定向增发募投项目将新增年产 400 套 3000kVA 及以上容量高压变频器的产业化生产规模，进一步提升公司 3000kVA、7000kVA、10000kVA 等超大功率高压变频器市场份额。我们预计 2010-2012 年该业务仍将保持 30% 以上的增长。
- **EMC 开始贡献盈利。**经过近 1 年的积累，智光节能在 2011 年收获首单 EMC 项目，预计智光节能在 7 年节能效益分享年限内合计分享 8401 万元。目前公司 EMC 订单在 2 亿元左右，随着国家对 EMC 政策扶持力度的加大，公司的先发优势将更加明显。由于公司 EMC 项目可利用自产设备，净利率高于变频器的销售，预计每年分享的节能收入将超过 4000 万元。随着订单的增长，该业务有爆发性增长的可能。
- **盈利预测：**受到电网投资规划的影响，我们调低消弧线圈业务营收增速，但考虑到变频器的高景气以及 EMC 业务进入收获期，我们预计 2011-2012 年 EPS(摊薄)分别为 0.38 和 0.60 元。看好 EMC 和大容量变频器的超预期增长机会，以及产品结构变化带来盈利能力的提升，维持“增持”评级。
- **风险提示：**(1) 传统业务受电网投资超预期下滑；(2) 毛利率受竞争激烈下滑；(3) EMC 受政策影响的风险

三大报表预测

Figure 1 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	541	723	942	1194	营业收入	439	462	634	882
现金	75	216	249	236	营业成本	298	315	428	585
应收账款	291	308	423	589	营业税金及附加	4	3	4	6
其他应收款	32	33	45	63	营业费用	43	48	60	84
预付账款	9	9	13	18	管理费用	39	44	56	75
存货	121	142	192	263	财务费用	7	6	9	12
其他流动资产	13	14	18	26	资产减值损失	10	4	5	7
非流动资产	204	206	217	256	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	132	131	140	176	营业利润	38	42	73	113
无形资产	33	36	39	42	营业外收入	13	6	5	8
其他非流动资产	39	38	38	39	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	745	928	1159	1451	利润总额	51	47	77	121
流动负债	366	452	595	731	所得税	9	5	9	14
短期借款	106	180	250	300	净利润	42	42	68	106
应付账款	111	126	162	222	少数股东损益	2	0	0	0
其他流动负债	148	146	182	208	归属母公司净利润	40	42	68	106
非流动负债	26	58	78	128	EBITDA	56	60	95	141
长期借款	20	50	70	120	EPS (元)	0.24	0.23	0.38	0.59
其他非流动负债	6	7	7	7					
负债合计	392	510	673	858	主要财务比率				
少数股东权益	8	9	9	9	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	166	178	178	178	成长能力				
资本公积	75	87	87	87	营业收入	17.8%	5.2%	37.4%	39.1%
留存收益	104	146	213	319	营业利润	24.2%	9.1%	75.1%	55.6%
归属母公司股东权益	345	410	478	583	归属于母公司净利润	47.5%	3.7%	62.5%	56.3%
负债和股东权益	745	928	1159	1451	获利能力				
					毛利率(%)	32.2%	31.8%	32.6%	33.7%
					净利率(%)	9.1%	9.0%	10.7%	12.0%
					ROE(%)	11.6%	10.1%	14.2%	18.1%
					ROIC(%)	9.1%	9.6%	12.8%	14.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	52.6%	54.9%	58.0%	59.2%
					净负债比率(%)	32.37%	45.22%	47.65%	48.99%
					流动比率	1.48	1.60	1.58	1.64
					速动比率	1.15	1.29	1.26	1.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.55	0.61	0.68
					应收账款周转率	2	1	2	2
					应付账款周转率	2.80	2.65	2.96	3.04
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.23	0.23	0.38	0.59
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.19	-0.13	-0.26
					每股净资产(最新摊薄)	1.94	2.31	2.69	3.28
					估值比率				
					P/E	84.07	81.07	49.89	31.92
					P/B	9.79	8.23	7.06	5.78
					EV/EBITDA	57	54	34	23

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.