

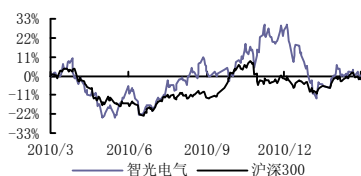


投资品 - 电气设备

2011 年 3 月 18 日

市场数据	2011 年 3 月 17 日
当前价格(元)	18.53
52 周价格区间(元)	13.98-23.93
总市值(百万)	3291.82
流通市值(百万)	2665.79
总股本(百万股)	177.65
流通股(百万股)	143.86
日均成交额(百万)	76.01
近一月换手(%)	43.71%
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	-5.60%	-20.34%	1.20%
沪深 300	-1.50%	-0.89%	-2.35%

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。

看好大容量变频器和 EMC 的超预期增长

——智光电气 (002169) 2010 年年报点评

评级: 买入 (调高)

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	461	647.97	914.69	1227.52
收入同比(%)	5.04%	40.49%	41.16%	34.20%
归属母公司净利润	41	69.36	121.95	180.08
净利润同比(%)	3%	68.50%	75.84%	47.66%
毛利率(%)	32.9%	33.7%	35.2%	35.6%
每股收益(元)/摊薄	0.22	0.37	0.64	0.95
P/B	6.38	5.53	4.66	3.77
EV/EBITDA	62	37.72	22.07	15.13

- **业绩增长低于预期。**2010 年实现营收 4.61 亿元, 同比仅增长 5.04%; 实现利润总额 4517.9 万元, 同比减少 11.12%; 实现净利润 4116.2 万元, 同比仅增长 2.58%; 实现 EPS0.25 元。综合所得税率对净利润影响较大, 导致净利润同比略有增长。
- **电网安全与控制业务受影响较大。**2010 年, 消弧选线成套装置收入同比下降 28.96%, 主要原因是受到电网公司建设周期变化的影响。2010 年毛利率同比下降了 4.62 个百分点, 下滑较为严重。我们预计市场需求将企稳回升, 该业务收入将同比增长 10%左右, 随着关键零部件实现自主配套和生产, 毛利率将企稳。
- **超大容量变频器是未来看点。**2010 年变频器收入同比增长 43.72%, 在竞争加剧的情况下, 毛利率同比增长 1.88 个百分点。我们认为主要原因是超大功率高压变频器销售规模增长所致, 毛利率估计为 40%左右, 占变频器收入比重预计接近 30%。在通用型变频器出现激烈竞争后, 大容量变频器的进口替代空间成为公司变频器未来高增长的保障。随着公司大容量变频器收入占比的提升, 毛利率将保持稳中有升的态势。
- **EMC 将开始贡献盈利。**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。受订单执行进度预期的影响, 我们调低 EMC 收入预期, 2011-2013 年分别达到 4000 万、1 亿元和 1.5 亿元。
- **需求侧电能控制产品值得期待。**在电网节能需求预期明朗的情况下, 公司开始涉足需求侧电能控制产品, 包括 SVC、TBB 和 SCG 等。
- **盈利预测与投资评级:**我们预测 2011-2013 年摊薄 EPS 分别为 0.37 元、0.64 元和 0.95 元, 考虑到大容量变频器市场空间和公司强大的市场竞争力, 和 EMC 面临超预期增长机会, 以及产品结构变化带来盈利能力的提升, 我们调高公司评级至“买入”。

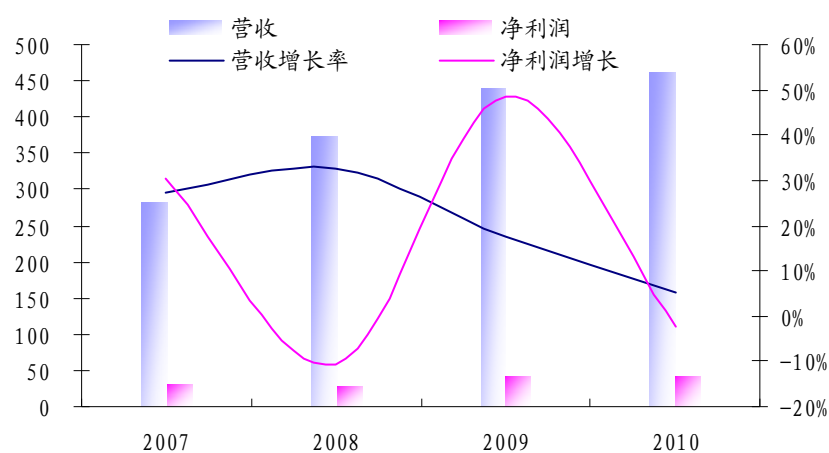
业绩增长低于预期

2010 年，公司实现营收 4.61 亿元，同比仅增长 5.04%；实现利润总额 4517.9 万元，同比减少 11.12%；实现净利润 4116.2 万元，同比仅增长 2.58%；实现 EPS0.25 元，业绩增长低于预期。

分配预案为：以总股本 17765 万股为基数，每 10 股派 0.4 元(含税)转增 5 股。

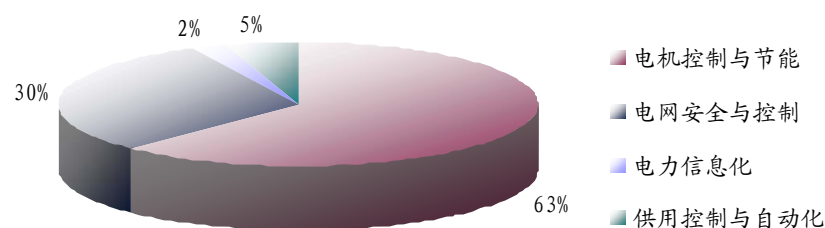
综合所得税率对净利润影响较大，导致净利润同比略有增长。2010 年综合所得税率为 9.17%，而 2009 年为 17.41%。

Figure 1 历年收入及净利润情况 (单位: 百万元)



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 2010 年各业务收入结构



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

电网安全与控制业务受影响较大

2010 年，消弧选线成套装置收入同比下降 28.96%，主要原因是受到电网公司建设周期变化的影响，市场总体需求下降 50%。

同时电网公司采用集中招标的模式，使得竞争非常激烈，价格下滑趋势明显，整个行业毛利率也呈下降趋势。2010 年，该业务毛利率同比下降了 4.62 个百分点，下滑较为严重。

我们预计 2011 年电网投资接近 3800 亿元，市场需求将企稳回升，该业务收入将同比增长 10%-15%，随着关键零部件实现自主配套和生产，预计毛利率将企稳。

为适应智能电网和数字化变电站发展的需要，公司开展数字化消弧选线系统的研发，已进入产品推广应用阶段。

变频器继续发力，超大容量/特种变频器是未来看点

2010 年变频器实现营业收入 2.88 亿元，同比增长 43.72%，主要原因是高压变频产品受益于国家节能减排产业政策，市场需求持续旺盛。

随着多家高压变频器企业进入市场，在产能消化的压力下，低价销售对市场带来较大的冲击，产品毛利率总体呈下降趋势，但公司毛利率在 2010 年同比增长 1.88 个百分点，达到 34.07%。我们认为主要原因是**超大功率高压变频器**产品销售规模增长所致，其毛利率估计为 40%左右，占变频器收入比重预计接近 30%。

目前国内电机配备变频器主要是中小容量变频器，而大量大功率电机还未实行节能改造，**我们预计对应的大容量变频器市场容量占比为 40%左右。**

目前国内市场应用比较多的大容量变频器生产厂商主要被国外品牌占有，例如西门子、东芝三菱等，国内品牌实现产业化的只有利德华福和智光电气，因此大容量变频器有很大的进口替代空间（东芝三菱、西门子等大容量变频器售价比利德华福高一倍）。

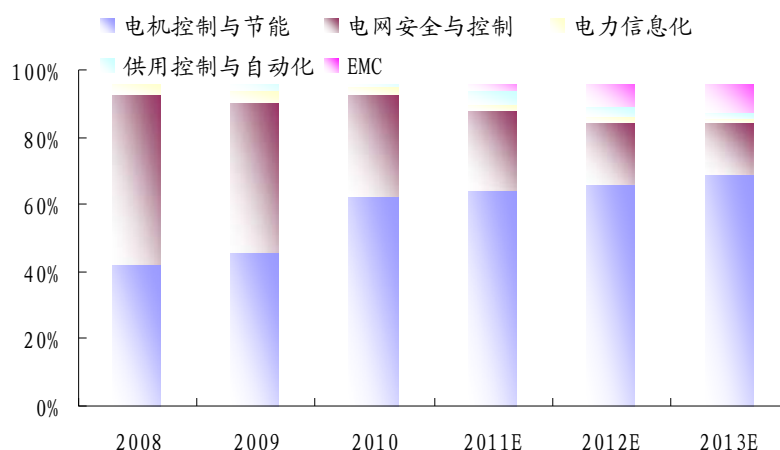
定向增发募投项目将新增年产 400 套 3000kVA 及以上容量高压变频器的产业化生产规模，进一步提升公司 3000kVA、7000kVA、10000kVA 等超大功率高压变频器市场份额，我们预计 2011 年下半年将达产。

在整个节能的大趋势下，我们认为未来 3 年变频器行业仍能保持 30%以上的增速，而在通用型变频器出现激烈竞争后，大容量变频器的

进口替代空间成为公司变频器未来高增长的保障。随着公司大容量变频器收入占比的提升，毛利率将保持稳中有升的态势。

在 EMC 和大容量变频器的带动下，我们预计 2011-2013 年变频器业务收入增速分别为 45%、45%和 40%，毛利率分别为 34.5%、35%和 35%。

Figure 3 各业务收入占比情况及预测



数据来源: wind、世纪证券研究所

EMC 将开始贡献盈利

智光节能分别于 2010 年 8 月、9 月入选工业和信息化部推荐工业节能服务公司名单（第一批）、国家发展改革委、国家财政部节能服务公司备案名单（第一批）。

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。

受订单执行进度预期的影响，我们调低 EMC 收入，2011-2013 年分别达到 4000 万、1 亿元和 1.5 亿元。

需求侧电能控制产品值得期待

在电网节能需求预期明朗的情况下，公司开始涉足需求侧电能控制产品，包括 SVC、TBB 和 SCG 等。

高压静止无功补偿装置（SVC）已经进入市场推广应用阶段；高压电容补偿投切装置（TBB）、高压电容补偿投切装置（SSPB）两项产品已

进入市场推广应用阶段; 高压静止无功发生器动态同步补偿装置 (SVG), 预计 2011 年下半年可进入推广应用阶段。

总体来看, 2011 年需求侧电能控制产品仍处于市场推广阶段, 市场前景值得期待。

盈利预测

我们预测 2011-2013 年实现的收入分别为 6.48 亿元、9.15 亿元和 12.28 亿元, 实现的 EPS 分别为 0.37 元、0.64 元和 0.95 元。

Figure 4 各业务收入预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电机控制与节能	158.54	200.06	287.53	416.92	604.54	846.35
增速	38.70%	26.19%	43.72%	45.00%	45.00%	40.00%
电网安全与控制	187.04	197.68	140.43	154.48	169.92	186.91
增速	39.66%	5.69%	-28.96%	10.00%	10.00%	10.00%
电力信息化	13.27	15.94	10.75	11.83	13.01	14.31
增速	38.78%	20.15%	-32.56%	10.00%	10.00%	10.00%
供用控制与自动化	13.96	25.40	22.50	24.74	27.22	29.94
增速	-41.24%	81.95%	-11.44%	10.00%	10.00%	10.00%
EMC			0.00	40.00	100.00	150.00
增速					150%	50%
总收入	372.81	439.09	461.21	647.97	914.69	1,227.52
增速	32.42%	17.78%	5.04%	40.49%	41.16%	34.20%

数据来源: 世纪证券研究所

Figure 5 各业务毛利率预测

毛利率	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011E	2012E	2013E
电机控制与节能	36.69%	30.60%	32.19%	33.18%	34.07%	34.50%	35.00%	35.00%
电网安全与控制	19.60%	24.29%	27.66%	24.45%	23.40%	23.40%	23.40%	23.40%
电力信息化	39.04%	68.72%	53.99%	89.07%	85.76%	50.00%	50.00%	50.00%
供用控制与自动化	60.49%	37.86%	54.69%	47.03%	51.03%	51.00%	51.00%	51.00%
EMC					50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
综合毛利率	29.09%	29.59%	32.24%	32.65%	32.85%	33.72%	35.17%	35.63%

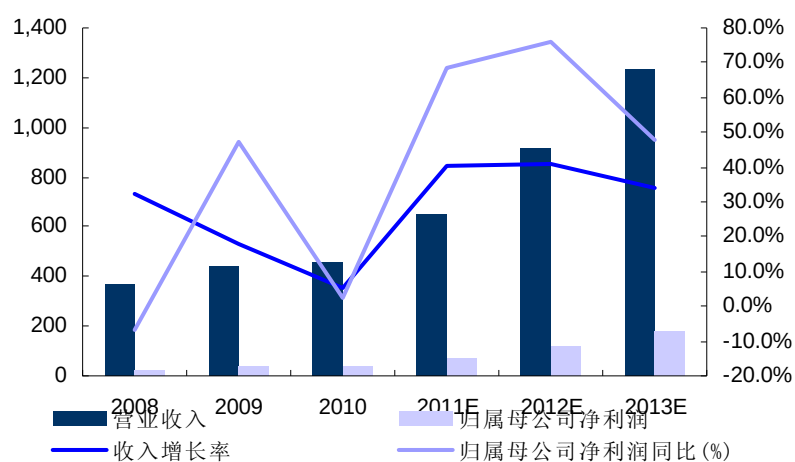
数据来源: 世纪证券研究所

根据盈利预测, 公司目前股价对应的 2011-2012 年的动态 PE 分别为 50 和 29 倍, 考虑到大容量变频器市场空间和公司强大的市场竞争力, 和 EMC 面临超预期增长机会, 以及产品结构变化带来盈利能力的提升, 我们调高公司评级至“买入”。

风险提示:

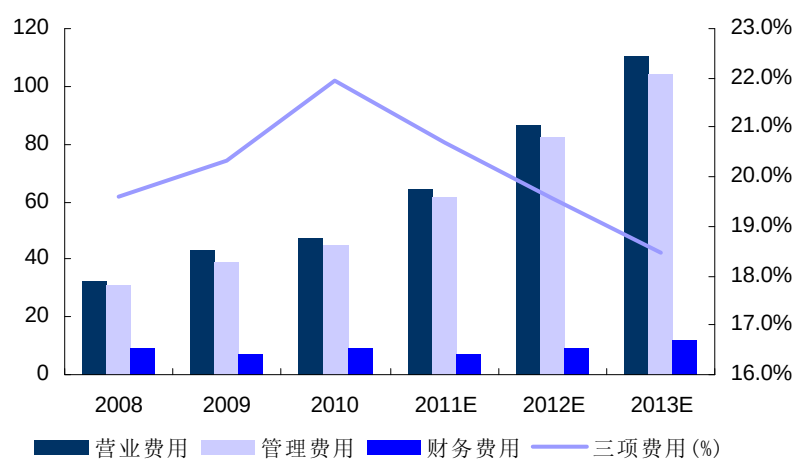
- (1) 传统业务受电网投资超预期下滑;
- (2) 毛利率受竞争激烈下滑;
- (3) EMC 受政策影响的风险

Figure 6 营收及净利润预测 (单位: 百万元)



数据来源: 世纪证券研究所

Figure 7 三大费用预测 (单位: 百万元)



数据来源: 世纪证券研究所

Figure 8 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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	743	929	1189	1532	营业收入	461	648	915	1228
现金	179	214	233	252	营业成本	310	429	593	790
应收账款	351	462	608	816	营业税金及附加	4	5	7	10
其他应收款	55	49	65	87	营业费用	47	65	87	110
预付账款	6	13	18	24	管理费用	45	62	82	104
存货	136	172	237	316	财务费用	9	7	9	12
其他流动资产	15	19	27	37	资产减值损失	13	10	8	8
非流动资产	242	280	305	338	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	129	169	195	210	营业利润	34	70	128	193
无形资产	51	54	57	60	营业外收入	12	10	12	13
其他非流动资产	62	57	52	68	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	984	1209	1494	1870	利润总额	45	79	139	205
流动负债	364	489	662	837	所得税	4	9	17	25
短期借款	142	180	250	300	净利润	41	69	122	180
应付账款	126	172	225	300	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	96	137	187	237	归属母公司净利润	41	69	122	180
非流动负债	51	65	55	75	EBITDA	55	89	152	222
长期借款	38	58	48	68	EPS (元)	0.23	0.37	0.64	0.95
其他非流动负债	14	7	7	7	主要财务比率				
负债合计	415	554	717	912	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	8	8	9	9	成长能力				
股本	178	190	190	190	营业收入	5.0%	40.5%	41.2%	34.2%
资本公积	238	249	249	249	营业利润	-11.5%	107.2%	83.4%	51.0%
留存收益	145	208	330	510	归属于母公司净利润	2.6%	68.5%	75.8%	47.7%
归属母公司股东权益	561	646	768	949	获利能力				
负债和股东权益	984	1209	1494	1870	毛利率 (%)	32.9%	33.7%	35.2%	35.6%
现金流量表					净利率 (%)	8.9%	10.7%	13.3%	14.7%
单位: 百万元					ROE (%)	7.3%	10.7%	15.9%	19.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	6.7%	9.9%	14.3%	16.7%
经营活动现金流	-74	20	13	-5	偿债能力				
净利润	41	69	122	180	资产负债率 (%)	42.2%	45.8%	48.0%	48.8%
折旧摊销	12	12	15	17	净负债比率 (%)	43.22%	42.88%	41.51%	40.29%
财务费用	9	7	9	12	流动比率	2.04	1.90	1.80	1.83
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.66	1.55	1.44	1.45
营运资金变动	-147	-63	-142	-226	营运能力				
其他经营现金流	11	-5	8	12	总资产周转率	0.53	0.59	0.68	0.73
投资活动现金流	-31	-52	-45	-35	应收账款周转率	1	2	2	2
资本支出	30	50	40	30	应付账款周转率	2.61	2.88	2.99	3.01
长期投资	-1	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-2	-2	-5	-5	每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.37	0.64	0.95
筹资活动现金流	219	67	51	58	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.39	0.11	0.07	-0.03
短期借款	36	38	70	50	每股净资产 (最新摊薄)	2.96	3.41	4.06	5.01
长期借款	17	20	-10	20	估值比率				
普通股增加	12	12	0	0	P/E	86.92	51.59	29.34	19.87
资本公积增加	163	12	0	0	P/B	6.38	5.53	4.66	3.77
其他筹资现金流	-9	-14	-9	-12	EV/EBITDA	62	38	22	15
现金净增加额	114	35	19	19					

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.