

中恒电气 (002364.SZ)

输配电及控制行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 26.21 元

目标价格 (人民币): 33.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	422.09
总市值(百万元)	13,719.42
年内股价最高最低(元)	41.98/14.27
沪深 300 指数	3275.83
深证成指	10771.61



能源互联网龙头，充电桩业绩爆发引领者

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.481	0.274	0.721	0.968	1.323
每股净资产(元)	3.68	2.26	2.92	3.84	5.14
每股经营性现金流(元)	-0.02	0.03	0.13	0.60	1.00
市盈率(倍)	33.92	102.88	36.36	27.08	19.81
行业优化市盈率(倍)	56.84	109.50	91.98	91.98	91.98
净利润增长率(%)	41.33%	14.14%	162.90%	34.26%	36.72%
净资产收益率(%)	13.07%	12.13%	24.67%	25.18%	25.75%
总股本(百万股)	261.12	523.24	523.24	523.24	523.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **2016 年充电桩同比需求量增长 6-7 倍**: 按照我们的测算, 2016 年充电设备需求量估算为 200-240 亿 (能源局给的指导规模为 300 亿元, 但考虑到充电桩/模块价格下行, 部分企业采用 BOT 模式, 整体需求量没有那么大)。2015 年国网招标规模为 17 亿元, 全国充电设备需求估计在 25-30 亿元, 所以我们认为 2016 年同比增长 6-7 倍。
- **中恒业绩率先爆发, 市场对公司盈利能力低估**: 根据我们对产业的理解, 2015 年公司充电桩板块具有极高的利润率。年报显示公司 2015 年四季度国网中标订单 (9258 万元) 当年仅确认 1211 万元, 但“电力操作电源系统”科目毛利率飙升至 42.62% (2014 年为 31.23%)。考虑直流充电模块的出货量, 我们估计公司 2015 年只确认了全年充电桩+模块订单的 1/4。
- **2016 充电桩+模块订单预期 6-8 亿, 利润率下行**: 一季度受查骗补影响, 充电桩需求量亦未完全释放。我们预计公司全年充电桩+模块订单 6-8 亿, 同比增长 2-3 倍。受华为进入影响, 模块利润率会出现一定下行。
- **受益 IDC 建设, HVDC 高速发展**: 公司过去两年 HVDC 复合增速接近 100%, 未来受益 IDC 建设, 持续高增长确定。由于 HVDC 毛利率比传统通信电源高出近 10 个点, 整个通信板块量利齐升。
- **能源互联网龙头, 布局完善**: 公司正在非公开发行, 拟募资 10 亿元投资能源互联网, 底价 16.25 元/股。公司在能源互联网领域布局完善、闭环, 除具备线上、线下运维团队外, 中恒博瑞长期从事电力生产管理软件开发, 北京殷图掌握电力系统动态仿真计算技术, 与南都电源的深度合作补齐至关重要的储能环节, 未来能源互联网板块将接棒充电桩, 保证公司持续高速增长。

估值与投资建议

- 我们预期公司 2016-2018 年归母净利润为 3.77, 5.06, 6.92 亿元, 假设本次非公开发行后股本为 5.75 亿股 (上限为 5.85 亿股), 摊薄后备考 EPS 为 0.66, 0.88, 1.20, 对应 4 月 19 日股价为 40x/30x/22x PE, 考虑可比公司估值情况, 给予 2016 年 50x PE, 目标价 33 元。

风险

- 充电桩需求量低于预期;
- 充电模块毛利率下滑幅度超预期;
- 能源互联网拓展进度低于预期。

苏广宁

联系人
(8621)61620766
suguangning@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

历史沿革与经营现状.....	4
专注主业，中正恒久	4
以能源互联网为核心，业务布局清晰.....	5
充电桩龙头标的，率先引领业绩爆发	7
充电桩 2016 年需求预计将迎 7 倍增长	7
受益国网大单，业绩率先爆发.....	9
HVDC 替代 UPS，通信板块有望量利齐升.....	10
能源互联网一线标的，布局完善.....	10
估值	13

图表目录

图表 1：历史沿革	4
图表 2：募投项目	4
图表 3：当前股权结构.....	5
图表 4：公司业务布局.....	5
图表 5：2015 年年报收入分产品情况	6
图表 6：2015 年年报毛利分产品情况	6
图表 7：近 5 年主营业务收入情况（百万元）	6
图表 8：近 5 年主营业务毛利率情况.....	6
图表 9：集中式充换电站规划数量.....	7
图表 10：分散式充电桩.....	7
图表 11：2020 年充电基础设施建设目标.....	8
图表 12：充电基础设施分区域建设目标	8
图表 13：全国城际快充网络规划图.....	8
图表 14：2015 年 4 季度国网充电设备招标中标企业情况	9
图表 15：中恒产品：充电模块（左）、直流充电桩（中）、交流充电桩（右） .	9
图表 16：国际 IDC 市场规模（亿美元）	10
图表 17：中国 IDC 市场规模（亿人民币）	10
图表 18：国内 IDC 规模分布.....	10
图表 19：我国电力信息化投资规模及增长率情况.....	11
图表 20：能源互联网云平台预算	11
图表 21：能源互联网云平台.....	12
图表 22：能源互联网云平台+线下区域中心.....	12
图表 23：能源互联网架构	13
图表 24：能源互联网移动端.....	13
图表 25：可比公司估值对比（2016 年 4 月 19 日收盘价）	13
图表 26：中恒电气历史估值水平	14

图表 27: 主要预测假设..... 15

历史沿革与经营现状

专注主业，中正恒久

- 公司成立于 1996 年，主营业务分两个板块：电力信息化和电力电子产品制造。
 - 电力信息化业务主要是为发电企业、国家电网、南方电网、行业用户智能用电、新能源等领域的“自动化、信息化、互联化”智能建设与运营提供解决方案，实现包括发、输、配、用等环节在内的智能化管理与能效提升。公司是国内继电保护整定计算、电力生产管理软件、电力实时仿真计算及应用的龙头企业。
 - 电力电子产品制造业务主要是为客户提供通信电源系统、电力操作电源系统、高压直流电源系统（HVDC）、新能源电动汽车充换电系统等系列产品及电源一体化解决方案。
- 2015 年开始，公司将逐步将产业布局重点拓展至能源互联网云平台的开发与应用，通过先进的电力电子技术、信息技术和能量管理技术，将大量由分布式能量采集和储能装置构成的新型电力网络节点互联起来，实现线上能量和信息双向流动、对等交换与共享的网络，线下为工业企业或小区用户提供用能监测、用能调度、节能咨询等一揽子解决方案，实现从电力设备和软件提供商向能源互联网综合解决方案提供商的战略转型。

图表 1：历史沿革



来源：国金证券研究所

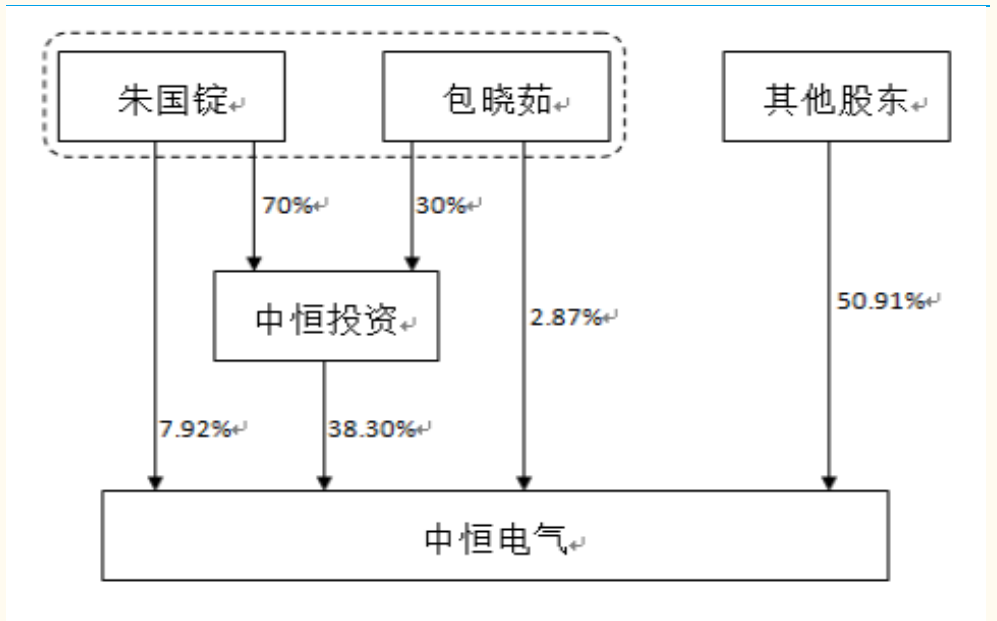
- 2015 年 10 月 16 日，公司发布非公开发行预案，拟募资 10 亿元（含费用），其中实际控制人朱国锭认购数量不低于 10%（含 10%），底价为 16.25 元/股，除朱国锭外锁定期 1 年。
 - 本次发行前，公司总股本为 52,324.24 万股，中恒投资持有公司 20,038.97 万股股份，持股比例为 38.30%，为公司控股股东；董事长朱国锭为公司的实际控制人（持有中恒投资 70% 股权，直接持有公司 7.92% 股权），合计控制公司 46.22% 的股份。
 - 按照本次非公开发行数量上限 6,153.85 万股和朱国锭认购数量下限发行总量的 10% 计算，本次非公开发行完成后，朱国锭合计控制的公司股份比例变更为 42.41%，仍为公司实际控制人。

图表 2：募投项目

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金
1	能源互联网云平台建设项目	68,861	68,861
2	能源互联网研究院建设项目	6,091	6,091
3	补充流动资金项目	25,048	25,048
	合计	100,000	100,000

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3: 当前股权结构

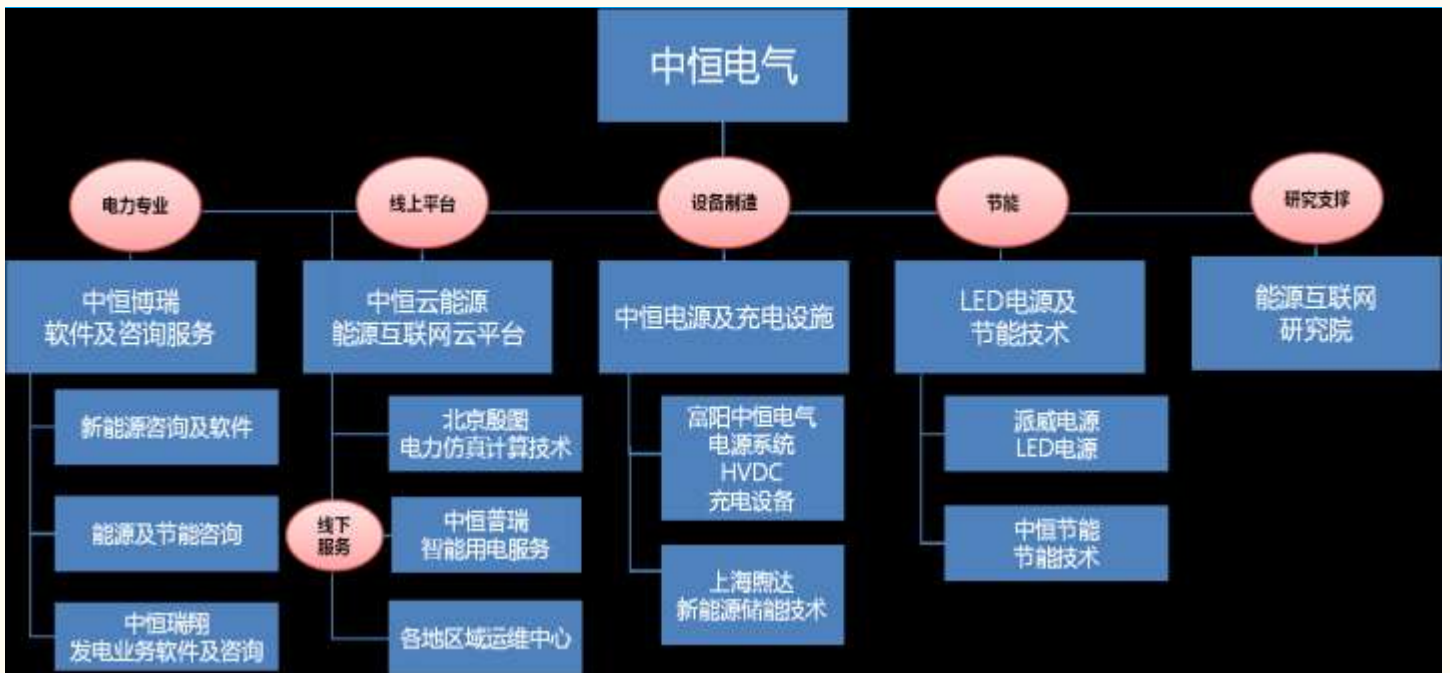


来源：公司公告，国金证券研究所

以能源互联网为核心，业务布局清晰

- 公司 2015 年通过外延式并购，在原有业务基础上，自然延伸至能源互联网领域，目前整体架构如下图所示。
 - 2015 年 1 月公告，增资 9000 万元，获得苏州普瑞智能 60% 股权，进军需求侧管理和用电服务领域。
 - 2015 年 6 月公告，增资 5490 万元，获得北京殷图仿真技术有限公司 60% 股权，旨在加强配电网运营的前期仿真计算能力。

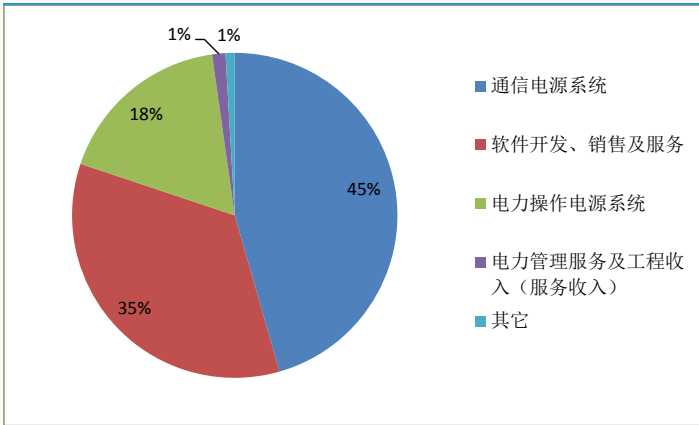
图表 4: 公司业务布局



来源：公司公告，国金证券研究所

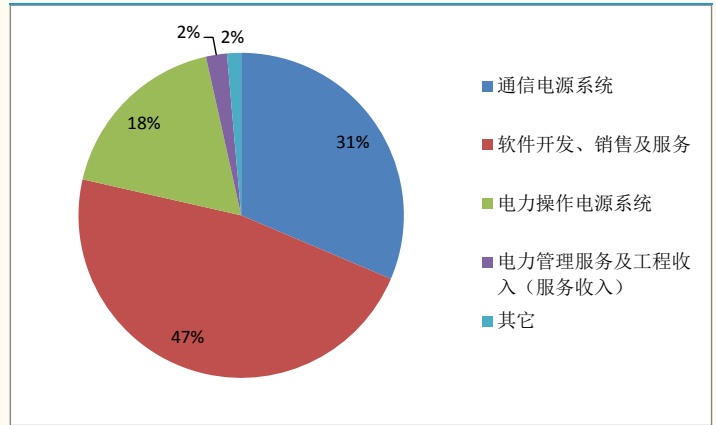
- 从 2015 年年报来看，公司主营业务收入仍为电力信息化和电力电子设备制造，利润贡献基本各占一半，其中信息化业务收入占比 35%，但毛利率较高。

图表 5: 2015 年年报收入分产品情况



来源: 国金证券研究所

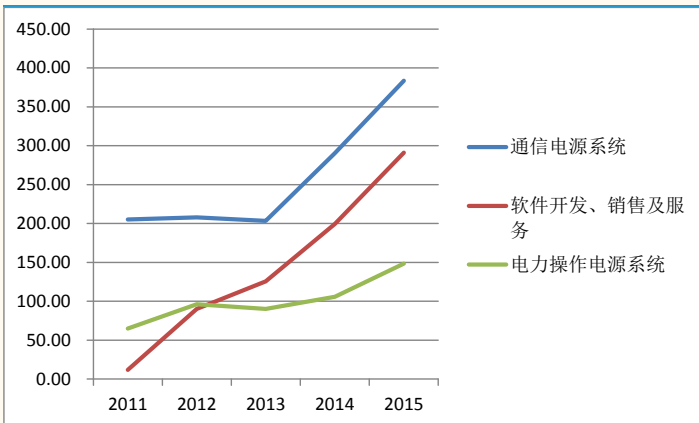
图表 6: 2015 年年报毛利分产品情况



来源: 国金证券研究所

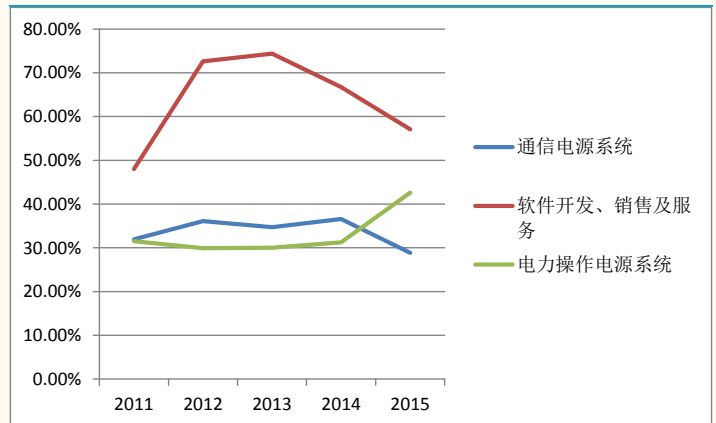
- 从收入情况来看，主业近两年高速增长：
 - 通信电源板块主要源于 4G 网络的建设以及用于数据中心的高压直流电源 (HVDC) 市场的快速发展。
 - 电力操作电源板块受益充电桩行业快速增长。
 - 电力信息化板块受益发电厂信息化系统以及电网调度系统改造。
- 从毛利率来看，2015 年变化较大
 - 电力操作电源板块毛利率大幅增长至 42% 以上，主要源于充电桩初步放量，按照我们的判断，2016 年毛利率有望进一步提升至 48% 左右。
 - 2015 年通信电源毛利率大幅下降，主要源于三大运营商与铁塔公司进行招标权交割，遗留历史订单清理等原因所致。其中，由于毛利较高的 HVDC 占比提升，说明传统通信电源利润率下滑明显。我们判断未来通信电源销量随着 4G 建设高峰已过将出现小幅回落，IDC 建设加速带动 HVDC 占比进一步提升，整个板块毛利水平将明显回升。
 - 随着市场竞争加剧，电力信息化业务毛利率下滑至 60% 以下，我们认为未来将维持在 50% 以上水平。

图表 7: 近 5 年主营业务收入情况 (百万元)



来源: 国金证券研究所

图表 8: 近 5 年主营业务毛利率情况



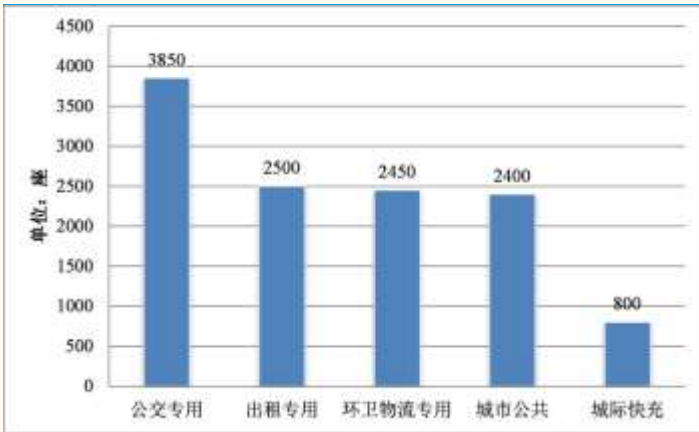
来源: 国金证券研究所

充电桩龙头标的，率先引领业绩爆发

充电桩 2016 年需求预计将迎 7 倍增长

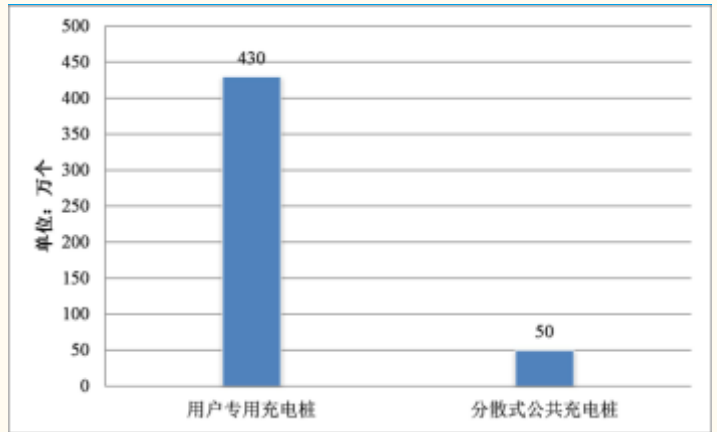
- 2015 年 10 月 9 日，国务院办公厅正式发布《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》，到 2020 年基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系，满足超过 500 万辆电动汽车的充电需求，建成 1.2 万座充换电站、480 万台充电桩。
- 500 万辆车：电动公交车超过 20 万辆，电动出租车超过 30 万辆，电动环卫、物流等专用车超过 20 万辆，电动公务与私人乘用车超过 430 万辆。
- 随后，《2015-2020 电动汽车充电基础设施发展指南》发布，对充电桩、充电站规划进行了细化：
 - 1.2 万座充电站：优先建设包括 3850 座公交车充换电站、2500 座出租车充换电站、2450 座环卫物流等专用车充电站；合理布局社会停车场所公共充电基础设施，按照适度超前原则，新增超过 2400 座城市公共充电站；结合骨干高速公路网，建设“四纵四横”城际快充网络（四纵：沈海、京沪、京台、京港澳；四横：青银、连霍、沪蓉、沪昆），新增超过 800 座城际快充站，以满足城际出行需要。
 - 480 万台充电桩：积极推进公务与私人乘用车用户结合居民区与单位停车位配建充电桩，新增超过 430 万个用户专用充电桩（居民区 280 万个），以满足基本充电需求。鼓励有条件的设施对社会公众开放。此外，利用公共停车场资源，建设分散式公共充电桩 50 万个。

图表 9：集中式充换电站规划数量



来源：发展指南，国金证券研究所

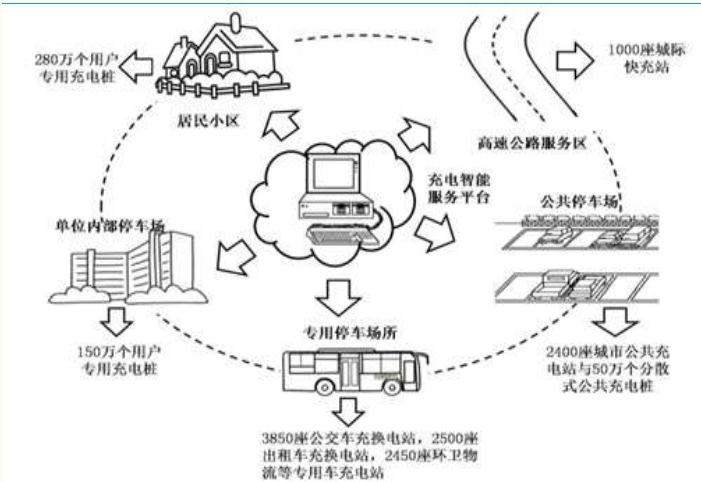
图表 10：分散式充电桩



来源：发展指南，国金证券研究所

- 规划中，将国内电动汽车推广区域划分为 3 类：1、加快发展地区；2、示范推广地区；3、积极促进地区。对不同地区指定了不同的发展目标。
- 2016 年 4 月 1 日，能源局印发的《2016 年能源工作指导意见》中指出，“2016 年计划建设充电站 2000 多座、分散式公共充电桩 10 万个，私人专用充电桩 86 万个，各类充电设施总投资 300 亿元。”
- 能源局的 2016 年建设目标，基本是按照发展指南中“十三五”规划的 1/5 制订的。目前市场上国家电网对充电设施的招标价远高于市价（0.75 元/W-1 元/W），总体充电设施投资规模难以准确估算。
- 按照我们的测算，考虑充电桩降价，以及部分市场采用 BOT 的模式，2016 年整个市场的充电设备需求应该在 200-240 亿元。2015 年国网两批招标估算充电桩金额在 17 亿元左右，全市场需求在 25-30 亿元，因此行业 2016 年将迎来 6-7 倍增长。毫无疑问，2016 是充电桩的爆发元年。

图表 11：2020 年充电基础设施建设目标



来源：发展指南，国金证券研究所

图表 12：充电基础设施分区域建设目标



来源：发展指南，国金证券研究所

图表 13：全国城际快充网络规划图



来源：发展指南，国金证券研究所

受益国网大单，业绩率先爆发

- 2015年10月，公司在国网2015年四季度充电桩招标中表现出色，按照我们的统计，中标DC500V，250A直流充电桩392套，DC500V，120A直流充电桩77套，累计中标金额9258万元，在民企上市公司中排名第一。此外，公司是直流充电桩模块主力供应商，2016年整个充电桩板块订单估计超过2亿元。
- 2015年中标的上市公司一共有6家，中恒中标容量为53.62MW，占直流桩总招标容量的7%
- 同时，中恒给部分其它中标企业提供直流充电模块。
- 公司在国网招标中的出色表现，主要源于其优秀的产品质量。

图表 14：2015 年 4 季度国网充电设备招标中标企业情况

	DC680V 150A	DC680V 100A	DC500V 250A	DC500V 120A	DC700V 125A	DC680V 300A	合计 (kW)
许继电气股份有限公司			24	1530			94800
国电南瑞科技股份有限公司				780		224	92496
杭州中恒电气股份有限公司			392	77			53620
珠海泰坦科技股份有限公司			276	197			46320
浙江万马新能源有限公司			98	168			22330
科大智能电气技术有限公司	84	112			6		16184

来源：国金证券研究所

- 2015年年报显示，2015年四季度中标订单当年轻确认收入1211万元。电力操作电源板块毛利率由2014年的31.23%飙升至42.62%，考虑公司充电模块交货情况，按照我们的测算公司充电桩、充电模块毛利率水平均远超市场预期。
- 2016年一季报预告显示，一季度净利润同比增长50%-80%，按照我们的判断，一季度仅交货2015年订单的1/4左右，仍留有大量订单待二季度确认，半年报大幅增长确定。
- 展望2016，从订单上，我们预期公司充电桩板块营收规模可以达到6-8亿元；从毛利率上看，由于预期国网采购价格的下调，华为进入导致模块市场价格下行，公司毛利率水平将较2015年出现一定幅度的下降。
- 综合出货量大幅增长以及毛利率下行影响，按照我们的判断，2016年电力操作电源板块毛利率将继续提升至48%左右，以后逐年有所回落。

图表 15：中恒产品：充电模块（左）、直流充电桩（中）、交流充电桩（右）

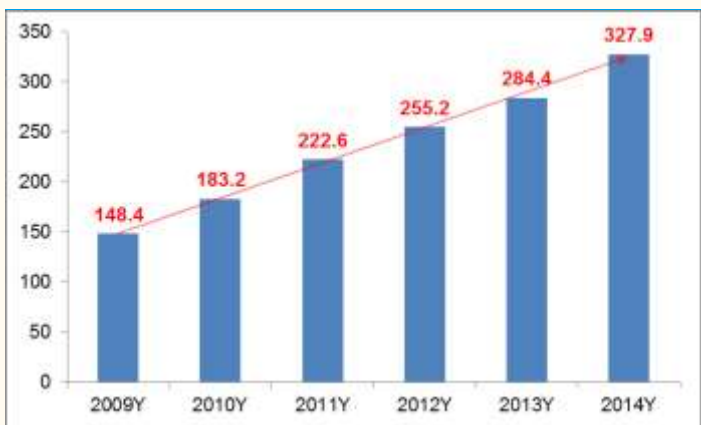


来源：中恒电气，国金证券研究所

HVDC 替代 UPS，通信板块有望量利齐升

- 近年国内 IDC（互联网数据中心）市场规模增长较快，复合增长率达到 38.6%，极大地拉动了 HVDC 业务需求。2015 年《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》提出要统筹布局云计算基础设施，加强全国数据中心建设的统筹规划，支持采用可再生资源和节能减排技术建设绿色云计算中心。作为云计算、大数据产业链核心基础设施的 IDC，将迎来新一轮的建设高峰。
- 2016-2020 年，在国家大数据战略框架下，IDC 作为互联网、云计算和大数据等产业的重要基础设施之一，将进入一个规划建设的高峰期。IDC 能效矛盾突出，公司引领的高压直流电源（HVDC）系统，相比较传统的 UPS 节能最多可达 30%，替代 UPS 趋势较为明显。目前公司正致力于 HVDC 国家标准早日出台。
- HVDC 市场集中度较高，中恒、华为、艾默生、中达电通、动力源五家合计占据了 90% 的市场份额，HVDC 产品也比传统通信电源毛利率可以高出接近 10 个点。未来，随着 HVDC 的快速增长，通信电源板块将呈现量利齐升的态势。

图表 16：国际 IDC 市场规模（亿美元）



来源：中国 IDC 圈，国金证券研究所

图表 17：中国 IDC 市场规模（亿人民币）



来源：中国 IDC 圈，国金证券研究所

图表 18：国内 IDC 规模分布

IDC 规模	IDC 主机房面积（平米）	数量分布	主机房面积分布
大型	>2000	0.05%	2.14%
中型	1000-2000	0.20%	5.13%
	500-1000	0.30%	4.10%
小型	200-500	1.42%	7.28%
	100-200	7.60%	19.49%
微型	<100	90.43%	61.85%

来源：赛迪顾问，国金证券研究所

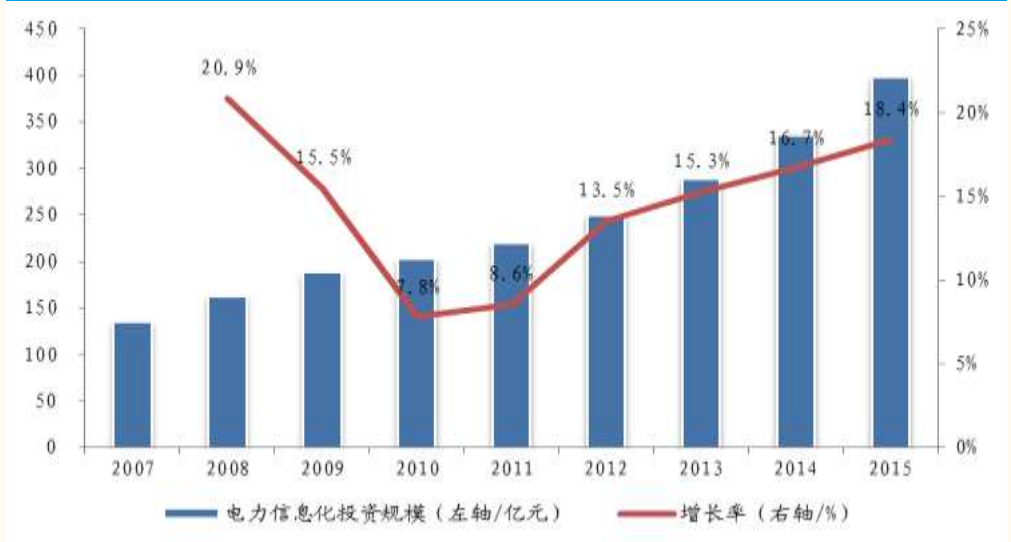
能源互联网一线标的，布局完善

- 2015 年 3 月 21 日，中共中央、国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，新电改方案的出台意味着新一轮电力体制改革大幕的拉开，其中电力信息化相关产业将取得巨大发展，撬动国内万亿元规模的能源互联网市场。
- 从图 6 可以看出，公司软件业务 2015 年利润贡献比例达到 47%，近几年营收保持 40% 以上的增长速度，子公司中恒博瑞是国内继电保护

整定计算、电力生产管理软件龙头企业，为未来能源互联网的推广打下坚实基础。

- 2015年6月公告，增资5490万元，控股北京殷图仿真技术有限公司，补足了未来微电网，能源互联网运营极为关键的一环。

图表 19：我国电力信息化投资规模及增长率情况



来源：国金证券研究所

- 2015年10月16日，公司发布非公开发行调整预案，拟募资10亿元投资能源互联网，其中实际控制人朱国锭认购数量不低于10%（含10%），底价为16.25元/股，除朱国锭外锁定期1年。项目建设期3年，税后投资内部收益率估算为23.12%，回收期6.32年（含建设期3年）。

图表 20：能源互联网云平台预算

项目	投入金额 (万元)	占投资总额比例
新建线下区域中心首次租金	962	1.40%
线下区域中心设备及软件投入	37,688	54.73%
线下区域中心人员工资	14,828	21.53%
线下区域中心市场拓展费用	5,775	8.39%
能源互联网云平台研发投入	6,607	9.59%
铺底流动资金	3,000	4.36%
合计	68,861	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 能源互联网云平台建设项目是公司在原有智能电网以及电力应用软件业务和电力电子技术业务基础上，基于云计算、大数据、移动应用、微电网、新能源、节能等方面的研究成果，建设能源互联网云平台，并在全国重点城市建设能源互联网线下区域中心，通过电力传感器采集各种企业用电数据，将线上信息流与能量流相结合，为线下所覆盖企业的电力设施日常维护和运营提供支撑服务，并提供分布式电源接入、储能接入、电动汽车接入、电能利用优化、节能减排监测监管服务等专业的增值服务，为绿色能源的规模化利用，为电力市场化运营，为全社会能效提升，为用户精细化智能化用能服务，打造套餐式的个性化能源互联网一揽子解决方案。
- 对于终端用户，能方便实时查看和管理用电信息，还可获得用能报告和节能建议，以及用能的绿色指数和碳排放情况；
- 对于发电公司，可实时查看本区域甚至全国范围内需求侧用电数据变化情况，以便于合理安排电力生产；

- 对于电网企业，可实时查看本地区需求侧用电变化情况以便进行针对性的输配电网建设；
- 对于政府部门，可根据数据制定合理的节能和降低碳排放指标。

图表 21：能源互联网云平台



图表 22：能源互联网云平台+线下区域中心



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- 中恒的能源互联网架构，目标是建成 O2O 一站式用电服务体系，包含变电站 365*24 小时运行、管理、维护、检修、抢修、能源监测、负荷响应、负荷互济、专家分析、电力设备设施节能改造等业务。从 2015 年初开始，公司在能源互联网领域已进行诸多布局，逐步推进，年报中已开始贡献收益。
 - 2015 年 1 月公告，增资 9000 万元，获得苏州普瑞智能 60% 股权，普瑞智能 2015-2017 净利润承诺为 800 万元，2200 万元，3500 万元或三年合计 6500 万元。从 2015 年年报来看，2015 年 4 月 28 日至年末实现收入 1886 万元，净利润 479 万元。
 - 2015 年 6 月公告，增资 5490 万元，获得北京殷图仿真技术有限公司 60% 股权，2015 年净利润承诺 800 万元。从 2015 年年报来看，2015 年 6 月 22 日至年末实现收入 1217 万元，净利润 475 万元。
 - 2015 年 7 月 14 日，与南都电源签订战略合作协议，开展基于云数据管理平台的分布式能源网络建设一期项目，争取在未来两年内，完成总容量为 390MWh 的分布式能源网络建设，并以此为基础向全国铺开，共同推进二期项目建设。同时计划为能源互联网云平台客户提供基于先进储能系统的用电一体化解决方案，三年内预计可实现业务收入 10 亿元（累积数）。
 - 2016 年 3 月 21 日，公司公告与苏州工业园区股份有限公司（简称“苏州园区股份”），经协商一致，拟共同投资设立苏州工业园区中鑫能源综合服务有限公司（简称“苏州中鑫服务公司”），并于 2016 年 3 月 21 日签订了《苏州工业园区中鑫能源综合服务有限公司股东协议》。总投资 3800 万元，其中公司认缴 1800 万元，占比 47.37%
 - 2016 年 4 月 15 日，公司签署了总功率为 8580KW (8.58MW)，总容量为 68.64MWh，储能电量度数预期为 205.92 万度/月的储能电站项目。

图表 23：能源互联网架构



来源：中恒电气官网，国金证券研究所

图表 24：能源互联网移动端



来源：中恒电气官网，国金证券研究所

- 我们认为，公司在能源互联网领域布局完善、闭环，未来有望成为该领域的龙头企业。
- 能源互联网涉及到负荷响应和能源调度的问题，中恒博瑞是相关领域的龙头企业；
- 北京殷图的电力系统暂态仿真及其分布式发电数学模型系统先进技术，是构建区域主动配电网能量管理系统（EMS）的重要技术基础，是实现区域主动配电网运营，实现电力需求侧响应及虚拟发电厂（VPP）运营的重要工具。在未来微网为元的时代，拥有电力系统数字动态实时仿真系统（DDRTS），将大幅提高规划水平。
- 普瑞智能是国内领先的电力需求侧管理及电能服务企业，已形成较成熟的商业模式，在苏州已拥有一批客户，收购普瑞智能后，公司找到了第一个能源互联网的实践城市（也是工业企业最密集的城市），为快速扩大用户规模，打造示范标杆奠定了坚实基础。与苏州工业园区的合作意义也在于此。
- 储能是未来能源互联网至关重要的元素，与同处杭州的储能龙头企业南都电源的合作，为今后推进分布式能源与能源互联网的融合打下坚实基础，同时也为推广企业节能改造做好准备。
- 此外，充电桩是未来用户侧停车场的标配，公司作为充电桩龙头企业，有绝对的先发优势和协同效应。

估值

- 我们预期公司 2016-2018 年归母净利润为 3.77, 5.06, 6.92 亿元，假设本次非公开发行后股本为 5.75 亿股（上限为 5.85 亿股），摊薄后备考 EPS 为 0.66, 0.88, 1.20，对应 4 月 19 日股价为 40x/30x/22x PE，考虑可比公司估值情况，给予 2016 年 50x PE，目标价 33 元。

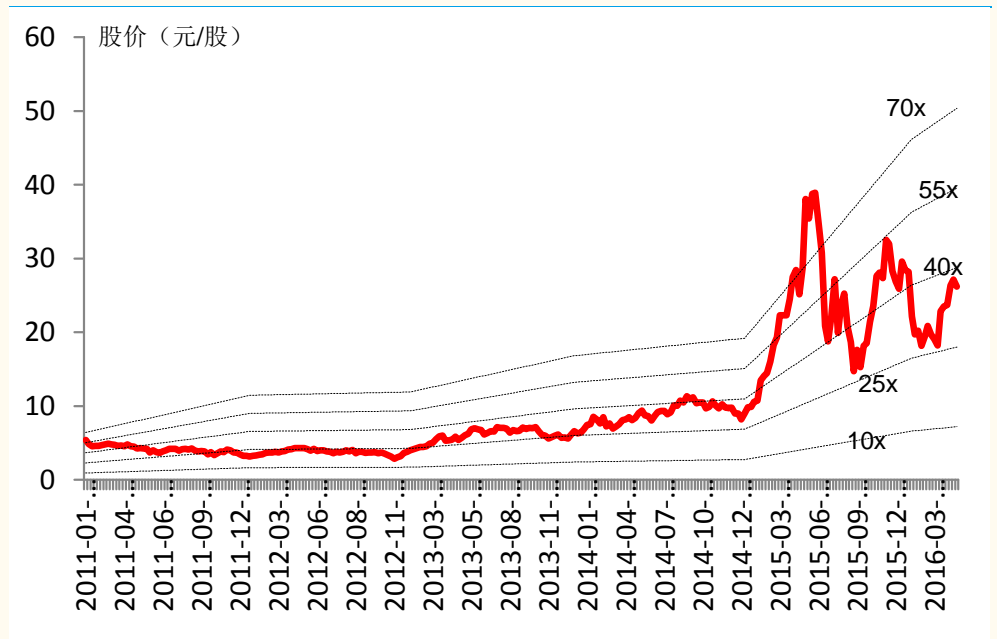
图表 25：可比公司估值对比（2016 年 4 月 19 日收盘价）

股票代码	公司简称	股价	PE		市值(亿)
			2015A/E	2016E	
000400	许继电气	15.14	21.18	17.05	152.66
600406	国电南瑞	14.43	26.98	24.05	350.50
002121	科陆电子	27.04	65.62	34.07	128.74

002519	银河电子	19.99	51.77	35.52	114.95
300048	合康变频	14.65	100.07	34.12	57.67
002518	科士达	38.80	49.36	39.79	115.21
300376	易事特	32.11	57.63	40.63	160.85
002276	万马股份	22.62	74.16	53.49	212.48
300141	和顺电气	32.20	201.25	59.63	53.76
300222	科大智能	28.45	125.44	80.94	171.47
300001	特锐德	24.54	137.48	84.94	245.88
300491	通合科技	93.21	174.48	128.78	74.57
平均				52.75	
002364	中恒电气	26.22	95.62	39.95	137.19

来源：国金证券研究所（2016年计入增发股本）

图表 26：中恒电气历史估值水平



来源：国金证券研究所

图表 27: 主要预测假设

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
通信电源系统								
收入 (百万元)	205.27	207.95	203.45	290.32	383.52	460.22	575.28	690.34
YOY		1%	-2%	43%	32%	20%	25%	20%
成本 (百万元)	139.70	132.90	132.85	184.19	272.95	317.55	391.19	462.53
毛利率	31.94%	36.09%	34.70%	36.56%	28.83%	31.00%	32.00%	33.00%
毛利 (百万元)	65.57	75.05	70.60	106.13	110.57	142.67	184.09	227.81
毛利占比	71.12%	43.99%	35.45%	38.39%	31.39%	19.04%	18.83%	18.29%
软件开发、销售及 服务								
收入 (百万元)	11.73	90.29	125.54	199.34	291.08	392.96	510.85	638.56
YOY		670%	39%	59%	46%	35%	30%	25%
成本 (百万元)	6.10	24.71	32.16	66.27	124.98	176.83	240.10	312.89
毛利率	48.00%	72.63%	74.38%	66.76%	57.06%	55.00%	53.00%	51.00%
毛利 (百万元)	5.63	65.58	93.38	133.07	166.10	216.13	270.75	325.66
毛利占比	6.11%	38.44%	46.88%	48.13%	47.16%	28.85%	27.70%	26.15%
电力操作电源系统								
收入 (百万元)	64.78	96.17	90.08	105.62	148.42	742.10	927.63	974.01
YOY		48%	-6%	17%	41%	400%	25%	5%
成本 (百万元)	44.36	67.42	63.03	72.64	85.17	385.89	528.75	584.40
毛利率	31.52%	29.89%	30.03%	31.23%	42.62%	48.00%	43.00%	40.00%
毛利 (百万元)	20.42	28.75	27.05	32.98	63.25	356.21	398.88	389.60
毛利占比	22.15%	16.85%	13.58%	11.93%	17.96%	47.55%	40.80%	31.29%
电力管理服务及工程收入 (服务收入)								
收入 (百万元)					11.14	44.56	178.24	445.60
YOY						300%	300%	150%
成本 (百万元)					3.80	15.15	60.60	151.50
毛利率					65.89%	66.00%	66.00%	66.00%
毛利 (百万元)					7.34	29.41	117.64	294.10
毛利占比					2.08%	3.93%	12.03%	23.62%
收入合计 (百万元)	283	396	432	601	842	1,647	2,202	2,761
YOY			9%	39%	40%	174%	34%	25%
成本合计 (百万元)	190	226	233	324	490	898	1,224	1,516
毛利合计 (百万元)	92	171	199	276	352	749	978	1,245
综合毛利率	32.62%	43.07%	46.12%	46.01%	41.84%	45.48%	44.40%	45.10%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	432	601	842	1,647	2,202	2,761	货币资金	247	190	161	800	800	819
增长率		39.1%	40.1%	95.7%	33.7%	25.4%	应收款项	337	430	652	987	1,248	1,480
主营业务成本	-233	-324	-490	-898	-1,224	-1,516	存货	132	243	257	414	545	651
%销售收入	53.9%	54.0%	58.2%	54.5%	55.6%	54.9%	其他流动资产	8	7	19	28	38	46
毛利	199	276	352	749	978	1,245	流动资产	724	870	1,089	2,229	2,631	2,997
%销售收入	46.1%	46.0%	41.8%	45.5%	44.4%	45.1%	%总资产	73.4%	72.1%	66.5%	80.3%	82.5%	84.8%
营业税金及附加	-3	-3	-8	-12	-15	-19	长期投资	7	8	67	67	67	67
%销售收入	0.8%	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	183	250	237	267	264	253
营业费用	-36	-47	-62	-107	-139	-168	%总资产	18.6%	20.8%	14.5%	9.6%	8.3%	7.2%
%销售收入	8.3%	7.8%	7.3%	6.5%	6.3%	6.1%	无形资产	31	61	189	191	204	194
管理费用	-66	-83	-138	-181	-220	-262	非流动资产	262	336	548	546	557	536
%销售收入	15.2%	13.9%	16.3%	11.0%	10.0%	9.5%	%总资产	26.6%	27.9%	33.5%	19.7%	17.5%	15.2%
息税前利润 (EBIT)	95	143	145	449	603	795	资产总计	985	1,206	1,636	2,775	3,188	3,533
%销售收入	21.9%	23.8%	17.2%	27.3%	27.4%	28.8%	短期借款	10	7	90	682	468	0
财务费用	5	2	-1	-13	-18	5	应付款项	91	143	251	320	434	538
%销售收入	-1.2%	-0.4%	0.1%	0.8%	0.8%	-0.2%	其他流动负债	20	23	40	124	149	173
资产减值损失	-7	-9	-22	-18	-19	-21	流动负债	122	174	380	1,126	1,051	711
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	-3	-6	0	0	0	其他长期负债	2	71	18	60	60	60
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	124	245	398	1,186	1,111	771
营业利润	91	132	116	418	566	779	普通股股东权益	861	962	1,183	1,529	2,011	2,689
营业利润率	21.1%	22.0%	13.8%	25.4%	25.7%	28.2%	少数股东权益	0	0	55	60	66	73
营业外收支	11	11	16	16	16	16	负债股东权益合计	985	1,206	1,636	2,775	3,188	3,533
税前利润	102	143	132	434	582	795	比率分析						
利润率	23.7%	23.9%	15.7%	26.4%	26.4%	28.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-13	-18	15	-52	-70	-95	每股指标						
所得税率	12.9%	12.3%	-11.2%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.350	0.481	0.274	0.721	0.968	1.323
净利润	89	126	147	382	512	699	每股净资产	3.388	3.682	2.262	2.922	3.843	5.139
少数股东损益	0	0	3	5	6	7	每股经营现金净流	-0.032	-0.021	0.034	0.129	0.596	1.000
归属于母公司的净利润	89	126	143	377	506	692	每股股利	0.150	0.100	0.030	0.100	0.100	0.100
净利率	20.6%	20.9%	17.0%	22.9%	23.0%	25.1%	回报率						
							净资产收益率	10.33%	13.07%	12.13%	24.67%	25.18%	25.75%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.03%	10.42%	8.77%	13.59%	15.89%	19.60%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	9.45%	12.93%	12.12%	17.42%	20.86%	25.34%
净利润	89	126	147	382	512	699	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	9.03%	39.14%	40.09%	95.66%	33.65%	25.41%
非现金支出	19	23	50	54	59	65	EBIT 增长率	8.00%	51.08%	1.66%	209.51%	34.25%	31.81%
非经营收益	-5	0	-18	48	22	-1	净利润增长率	3.37%	41.33%	14.14%	162.90%	34.26%	36.72%
营运资金变动	-111	-154	-161	-417	-282	-241	总资产增长率	4.99%	22.43%	35.66%	69.56%	14.89%	10.83%
经营活动现金净流	-8	-5	18	68	312	523	资产管理能力						
资本开支	-72	-74	-68	-62	-35	-7	应收账款周转天数	234.2	213.6	217.1	200.0	190.0	180.0
投资	-12	0	-3	0	0	0	存货周转天数	174.8	210.9	186.2	170.0	165.0	160.0
其他	12	5	1	0	0	0	应付账款周转天数	104.6	108.7	108.8	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-72	-70	-71	-62	-35	-7	固定资产周转天数	87.3	60.4	102.7	50.3	38.8	30.1
股权募资	3	57	8	21	28	38	偿债能力						
债权募资	-44	-3	83	638	-214	-468	净负债/股东权益	-27.48%	-19.02%	-5.71%	-7.44%	-16.00%	-29.67%
其他	-20	-28	-9	-25	-90	-68	EBIT 利息保障倍数	-18.0	-66.6	179.6	33.7	34.0	-164.2
筹资活动现金净流	-60	26	82	633	-276	-497	资产负债率	12.62%	20.29%	24.33%	42.74%	34.85%	21.82%
现金净流量	-140	-49	29	639	0	19							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD