

评级：强烈推荐（维持）

电力设备

公司事件点评

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013  
 联系人 罗佳华 S1080111080059  
 电话：0755-25832903  
 邮件：luojiahua@fcsc.cn

## 中恒电气(002364)

——重组增厚业绩，但高压直流才是最大看点

**事件：**公司今天发布重组公告，公司拟向中恒投资、中博软通、恒博达瑞等8名特定对象发行23654595股股份，购买其合计持有的中恒博瑞100%股权，发行价格定为16.13元每股；同时，公司拟向不超过10名其他特定投资者发行股份募集配套资金，配套资金总额不超过9500万元，用于支持中恒博瑞主营业务发展，定增低价为14.51元每股。

### 点评：

#### 1、重组中恒博瑞增厚业绩

中恒博瑞主要从事电力相关软件的开发，包括电力专业分析计算类软件、电力生产管理信息系统软件，并兼营故障录波器的生产、销售。后随着市场发展、故障录波器等硬件产品利润空间缩小，中恒博瑞逐渐停止了故障录波器生产，转向其软件，并在此基础上形成智能变电站及智能充电站应用软件业务。

图表1 中恒博瑞主营业务组成

产品名称	2011年		2010年	
	金额	占比	金额	占比
电力系统专业计算软件业务	37825897	51.23%	30786608	47.87%
电力生产管理软件	35171814	47.63%	31932629	49.66%
其他	839536.2	1.14%	1590085	2.47%
合计	73837247	100%	64309322	100%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表2 中恒博瑞主要财务指标

项目	2011年12月31日	2010年12月31日
资产总额	124147184.3	94244079.93
负债总额	13579581.52	15180377.73
净资产	110567602.8	79063702.2
项目	2011年度	2010年度
营业收入	74141781.82	64309322.22
营业利润	9415069.49	21052130.84
利润总额	12211542.33	23084558.88
净利润	6303900.59	18850970

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

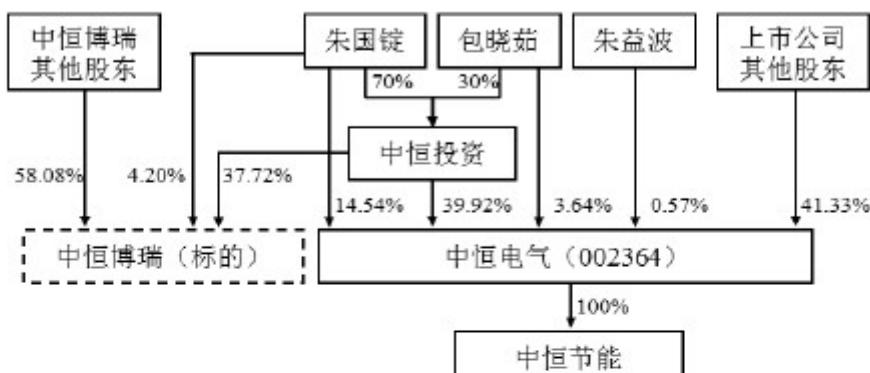


2011 年中恒博瑞实现营业收入 7414.18 万元，同比增长 15.29%，但营业利润、利润总额和净利润同比均下降，主要是中恒博瑞 2011 年对核心管理人员和技术人员实施股权激励，因股份支付一次性增加管理费用 2488 万元。

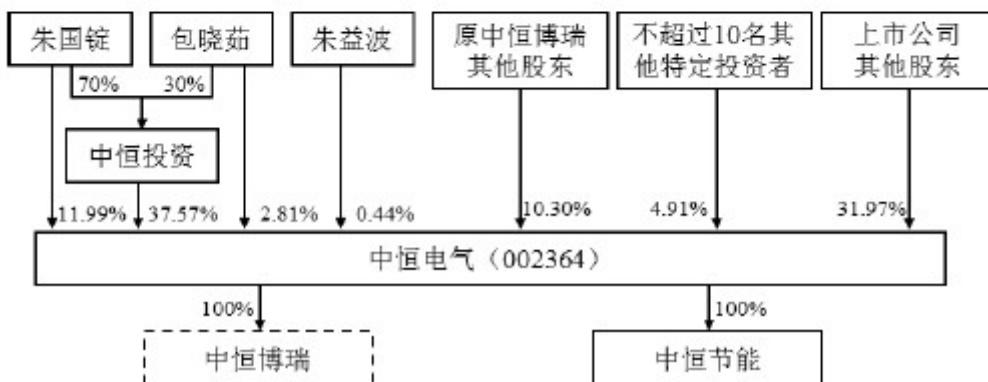
根据经中瑞岳华审核的中恒博瑞 2012 年盈利预测报告，2012 年中恒博瑞将实现营业收入 9560.33 万元、净利润 3293.96 万元，同比分别增长 28.95%、422.53%。

图表 3 公司重组中恒博瑞前后股权变化

交易前：



交易后：



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

本次发行后，经审计的 2011 年合并业绩每股收益由原先的 0.43 增厚至 0.60 元。

图表 4 公司重组中恒博瑞前后合并报表财务数据变化



项目	发行前		发行后	
	2011.12.31	2010.12.31	2011.12.31	2010.12.31
总资产(万元)	69,062.61	63,776.31	81,477.33	73,200.72
所有者权益合计(万元)	59,617.23	56,172.06	70,673.99	64,078.43
归属于上市公司股东的所有者权益(万元)	59,617.23	56,172.06	70,673.99	64,078.43
每股净资产(元/股)	5.95	5.61	-	-
项目	2011年	2010年	2011年	2010年
营业收入(万元)	28,265.25	23,328.88	35,679.42	29,757.72
营业利润(万元)	5,053.94	4,126.16	5,995.45	6,231.38
利润总额(万元)	5,649.22	4,178.35	6,870.37	6,486.81
净利润(万元)	4,781.17	3,549.57	5,411.56	5,434.67
归属于母公司股东的净利润(万元)	4,781.17	3,549.57	5,411.56	5,434.67
基本每股收益(元/股)	0.48	0.37	0.44	0.45
稀释每股收益(元/股)	0.48	0.37	0.44	0.45
扣除非经常性损益后的基本每股收益(元/股)	0.43	0.35	0.60	0.44

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

## 2、重组只是小插曲，高压直流产品的发展前景才是公司业绩主要影响因素

我们重申深度报告中推荐逻辑：

- 高压直流 HVDC 替代 UPS 产生巨大市场需求。我们测算，截至 2012 年 3 月，全国规划的云数据中心建设规模达到 1000 万台服务器，保守测算其 HVDC 需求约 90 亿元。另外，全国现有 200 万台服务器，其中大都是小型数据中心，进行大型化整合是潮流，这一市场规模约为 18 亿元。
- 中恒电气先发优势明显。中恒电气是最早参与 HVDC 标准制定的企业。在去年底中国电信的集中采购中，其一举中标 70%。根据中国电信的数据，在中国电信现有的 279 台 HVDC 中，中恒电气提供 70 套，市场份额为 25%。
- 考虑到 HVDC 替代过程的巨大需求，中恒电气先发优势，以及由于中恒电气体量较小，新产品业绩体现明显，我们给予“强烈推荐”投资评级。

重组中恒博瑞增厚公司业绩，增强公司业绩弹性，但对我们推荐公司的逻辑没有影响。



### 3、盈利预测

盈利预测中，我们没有考虑公司配套融资的影响。值得一提的是，在公司公告的合并盈利预测中，母公司营业收入的预计增速只有 15%，取的是公司一季报预计增速的中位数。

我们在深度报告中详细分析了三大运营商对高压直流产品的影响，他们一致认定在未来数据机房建设中要全部采用高压直流 HVDC 替代 UPS，但今年招标规模依然是未知数，我们在盈利预测中采取审慎态度。我们不排除招标规模超预期，公司业绩增速超预期的可能性。

合并中恒博瑞报表，我们预计 2012 年、2013 年、2014 年公司每股收益分别为 0.65 元、0.84 元、1.05 元，按目前股价对应 PE 为 26、20、16 倍。我们看好公司新产品高压直流 HVDC 助推公司业绩的爆发，维持“强烈推荐”投资评级。

图表 5 公司主营收入和毛利率预测一览表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
<b>一、通信电源</b>				
收入	20527	25659	37206	52088
增长率	26.1%	25.0%	45.0%	40.0%
毛利率	32.0%	33.0%	34.0%	34.0%
毛利	6558	8467	12650	17710
<b>二、电力操作电源</b>				
收入	6478	7450	8568	9853
增长率	23.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	31.5%	31.5%	31.5%	31.5%
毛利	2042	2347	2699	3104
<b>三、技术服务维护</b>				
收入	1173	1232	1293	1358
增长率	-17%	5%	5%	5%
毛利率	48.0%	48.0%	48.0%	48.0%
毛利	563	591	621	652
<b>四、电力系统软件</b>				
收入	7414	9268	10658	11723
增长率	15%	25%	15%	10%
毛利率	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
毛利	5561	6951	7993	8793
<b>五、合计</b>				
收入	35593	43608	57724	75022
收入增长		22.5%	32.4%	30.0%
毛利	14724	18356	23963	30258
毛利率	41.4%	42.1%	41.5%	40.3%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



图表 6 盈利预测表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
<b>一、营业利润</b>				
营业收入	35679	43608	57724	75022
减：营业成本	20896	25252	33761	44764
减：营业税金及附加	586	716	948	1232
减：营业费用	2544	3109	3910	4827
减：管理费用	6600	6453	8115	10019
减：财务费用	-839	-839	-671	-537
减：资产减值损失	-102	-82	-65	-52
加：投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>5995</b>	<b>8999</b>	<b>11727</b>	<b>14769</b>
<b>二、利润总额</b>				
加：营业外收支	875	350	350	350
<b>利润总额</b>	<b>6870</b>	<b>9349</b>	<b>12077</b>	<b>15119</b>
<b>三、净利润</b>				
减：所得税	1459	1309	1691	2117
<b>净利润</b>	<b>5412</b>	<b>8040</b>	<b>10386</b>	<b>13002</b>
<b>四、归属母公司净利</b>				
减：少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5412</b>	<b>8040</b>	<b>10386</b>	<b>13002</b>
总股本(万)				12385
<b>EPS(元)</b>	<b>0.44</b>	<b>0.65</b>	<b>0.84</b>	<b>1.05</b>

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

#### 4、风险提示

- 1、三大运营商招标 HVDC 规模大幅推迟；2、中恒电气市场份额大幅下降。



## 免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 [www.firstcapital.com.cn](http://www.firstcapital.com.cn)

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135