

评级：强烈推荐（维持）

电力设备

公司半年报点评

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)

——依然看好 HVDC 前景，维持强烈推荐评级

事件：7 月 27 日，公司发布 2012 年半年报，实现收入 14292 万元，比上年同期增长 12.08%；实现净利润 2142 万元，比上年同期增长 6.06%。另外，中期不进行利润分配。

点评：

1、电力产品增长良好，HVDC 受电信行业拖累

上半年公司实现收入 14292 万元，同比增长 12.08%。从分项产品看，通信类产品表现不佳，影响公司整体增速。

通信类产品主要包括 48V 通信电源，以及公司未来主要增长点 HVDC 产品。在目前通信行业投资增速放缓的实际情况下，上半年公司通信电源产品营业收入同比下降 3.96%，拖累公司整体增速。虽然目前 HVDC 产品销售规模依然较小，但我们依然看好 HVDC 产品的未来发展，具体参考我们前期 UPS 行业深度报告：《借 UPS 升级东风完成中恒电气腾飞之梦》。

电力电源类产品增长情况良好，上半年同比增速 78.58%，主要由于公司电力智能一体化电源系统在经过 3 年试点后，已经得到电力用户的认可，再加上公司成功开拓了西南地区水电市场。

公司重组收购的中恒博瑞，目前资产过户手续还在办理中，中报并没有合并其报表。

毛利率情况看，电力电源产品下降 4.8 个点，不过联系到公司正在开拓西南水电市场等因素，也是可以理解。公司整体毛利率下降 1.5 个点，影响不大。

图表 1 中恒电气 2012 年上半年主营收入和毛利率变化一览表

	收入(万元)	收入变化	毛利率	毛利率变化
通信电源系统	9453	-3.96%	32.9%	下降 0.68%
电力电源系统	4200	78.58%	27.13%	下降 4.8%
技术服务维护	575	12.61%	53.13%	上升 12.45%
合计	14292	12.08%	32.30%	下降 1.51%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



2、考虑公司股权激励费用，下半年公司业绩稍有影响

公司上半年管理费用 1536.45 万元，同比增长 20%。同时，本报告期内并没有摊销股权激励费用，因此，今年应摊销的股权激励费用 828.33 万元，将全部在下半年摊销，对下半年业绩构成影响。

3、盈利预测及投资建议

由于公司本次并没有合并中恒博瑞的财务报表，并且母公司盈利状况与前期重组报告书中的预计没有太大差别，我们本次暂不调整公司盈利预测。

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 23、18、14 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 2 公司主营收入和毛利率预测一览表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、通信电源				
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
二、电力操作电源				
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
三、技术服务维护				
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
四、电力系统软件				
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
五、合计				
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 3 盈利预测表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、营业利润				
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
营业利润	5995	8999	11727	14769
二、利润总额				
加：营业外收支	875	350	350	350
利润总额	6870	9349	12077	15119
三、净利润				
减：所得税	1459	1309	1691	2117
净利润	5412	8040	10386	13002
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	5412	8040	10386	13002
总股本（万）				12385
EPS(元)	0.44	0.65	0.84	1.05

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。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。

本报告可能在今后的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

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