



HVDC 即将进入大规模推广期

增持 首次评级

投资要点:

- HVDC 替代 UPS 趋势明显, 即将进入大规模推广期
- 收购中恒博瑞提升盈利能力同时, 有望发挥较大正向协同效应
- 通信电源系统随着 4G 网络建设增速恢复, 首次给予“增持”评级

- 传统业务通信电源系统四季度有所恢复, 4G 网络建设带来明年需求放量。中移动是公司通信电源业务的最大客户, 目前 TD 的 6 期正在上, 带动今年四季度至明年一季度该业务增速恢复。而中国移动明年即将展开 4G 网络建设, 到明年年底将建成 20 万个基站, 而在 2010~2011 建设高峰期时每年的基站建设数量在 10 万个左右, 因此其带来的电源需求增速巨大。
- HVDC 替代 UPS 趋势越来越明显, 有望进入大规模推广期。今年 5 月中国电信的第二次 HVDC 集采中, 共招标了 80 套, 较去年的 30 套有明显提升。此次招标中公司与动力源、中达、艾默生成为四个中标公司之一, 竞争格局已经初步形成。而电信即将进行第三次 HVDC 集采, 预计招标 180 套, 大规模推广态势已成。同时中国移动目前也在进行 HVDC 的试点采购, 公司同样顺利进入供应商之列。除三大运营商之外, 公司也面向其他用户积极推广, 包括腾讯、阿里巴巴、政府与金融部门等, 目前 UPS 的市场约为 70 亿元, 假设 50%~60% 替代为 HVDC, 则替代市场容量约为 40 亿, 目前市场仅 1 亿, 其发展空间巨大。
- 收购中恒博瑞, 成为另一增长点。中恒博瑞在继保整定计算领域占据了 70% 的市场份额, 其在电力软件行业具备较强实力。收购后不仅带来净利润的提升, 而且与中恒将发挥协同作用, 在电力系统包括智能充换电站等领域共同获得高速增长。
- 今年 EPS 为 0.63 元, 给予“增持”评级。目前资产注入已完成, 我们预计公司 2012/13/14 年的每股收益为 0.63/0.84/1.13 元。HVDC 即将进入大规模推广期, 首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	233.29	282.65	418.57	540.29	703.72
增长率	-9.53%	21.16%	17.31%	29.08%	30.25%
母公司净利润	35.50	47.81	77.49	103.61	139.78
增长率	-13.59%	34.70%	62.08%	33.71%	34.91%
EPS	0.344	0.464	0.626	0.837	1.129
毛利率	37.23%	32.62%	41.67%	42.47%	43.07%
ROE	6.32%	8.02%	11.30%	13.39%	15.66%

分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

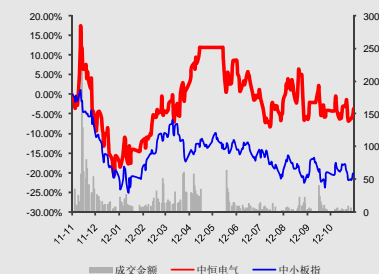
Email: zhaoxi@hysec.com

研究助理: 徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (万股)	12,385.46
流通股 (万股)	3,797.03
控股股东	中恒投资
持股比例	39.51%

相关研究

- 电力设备 2012 年中报总结: 分化严重, 关注结构性机会 2012.09
- 电力设备 2012 半年度策略: 电网投资确定性高, 结构机会显现 2012.06
- 电力设备 2012 年年度报告: 特高压和配网双轮驱动行业景气度 2011.12

附表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	633	647	684	785	营业收入	283	419	540	704
货币资金	411	330	325	329	营业成本	190	244	311	401
应收与预付款项	118	185	206	274	营业税金及附加	2	3	4	5
存货	101	131	151	182	销售费用	19	31	39	49
非流动资产	49	122	186	223	管理费用	29	54	68	87
固定资产在建工程	45	118	183	220	财务费用	-8	-4	-3	-2
无形资产待摊费用	4	4	3	3	资产减值损失	0	0	0	0
资产总计	682	769	870	1,008	投资收益	0	0	0	0
流动负债	86	107	120	139	利润总额	56	91	122	164
短期借款	24	0	0	0	所得税	9	14	18	25
应付与预收账款	62	107	120	139	净利润	48	77	104	140
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利	48	77	104	140
负债合计	86	107	120	139	EPS (元)	0.464	0.626	0.837	1.129
股本	100	124	124	124	主要财务比率				
资本公积	301	301	301	301	成长能力				
留存收益	195	261	349	468	营业收入	21.16%	48.08%	29.08%	30.25%
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	34.70%	62.08%	33.71%	34.91%
归属于母公司权益	596	686	774	893	获利能力				
负债股东权益合计	682	793	894	1,032	毛利率	32.62%	41.67%	42.47%	43.07%
现金流量表					净利率	16.92%	18.51%	19.18%	19.86%
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	8.02%	11.30%	13.39%	15.66%
经营活动现金流	47	24	81	74	偿债能力				
净利润	48	77	103	139	资产负债率	12.60%	13.93%	13.79%	13.80%
折旧摊销	5	8	16	24	流动比率	7.36	6.04	5.70	5.65
资产减值损失	0	0	0	0	速动比率	6.17	4.82	4.44	4.34
利息费用	-9	-10	-10	-10	营运能力				
投资活动现金流	-8	-80	-80	-60	总资产周转率	0.41	0.54	0.62	0.70
融资活动现金流	-2	-25	-6	-11	应收账款周转率	2.59	2.46	2.84	2.82
现金流量净额	37	-81	-5	4	存货周转率	1.88	1.86	2.05	2.20

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

主要研究覆盖公司: 平高电气、许继电气、置信电气、森源电气、正泰电器、大连电瓷、智光电气、中国西电、荣信股份、金智科技、风帆股份、东方电子、合康变频、北京科锐、百利电气、众合机电、银星能源等

机构销售团队

区域	机构销售团队				
	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	021-51782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。