

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：0755-83026480

邮件：luojiahua@fcsc.cn

中恒电气(002364)
——节能推广目录提出远大前景，利好中恒电气
事件： 公司发布公告，公司 HVDC 产品入选发改委国家重大节能产品推广目录，利好公司新产品推广进程。

点评：

1、发改委节能产品推广目录目标远大

根据国家重点节能产品推广目录计划，总投资 75 亿，使得 2015 年 HVDC 在行业内推广比例达到 80%，目前占比只有 3%，若能按计划实施，行业发展将迅速进入快车道。

图表 1 推广目录中 HVDC 规划目标

序号	节能技术名称	主要技术内容	单位节能量	目前推广比例 (%)	预计 2015 年		
					该技术在行业内的推广比例 (%)	总投入* (万元)	节能能力 (万吨/a)
44	通信用 240V 高压直流供电系统技术	利用电力电子技术将电网的交流电转换成与电网隔离的直流输出。采用模块化组建电源系统，具有设计周期短、可靠性高、系统升级容易等特点。整个供电系统具有高功率因数、低输入电流谐波畸变和高效率模块的特点。	节电率 30%左右	3	80	750000	30

数据来源：国家重点节能技术推广目录 第一创业证券研究所

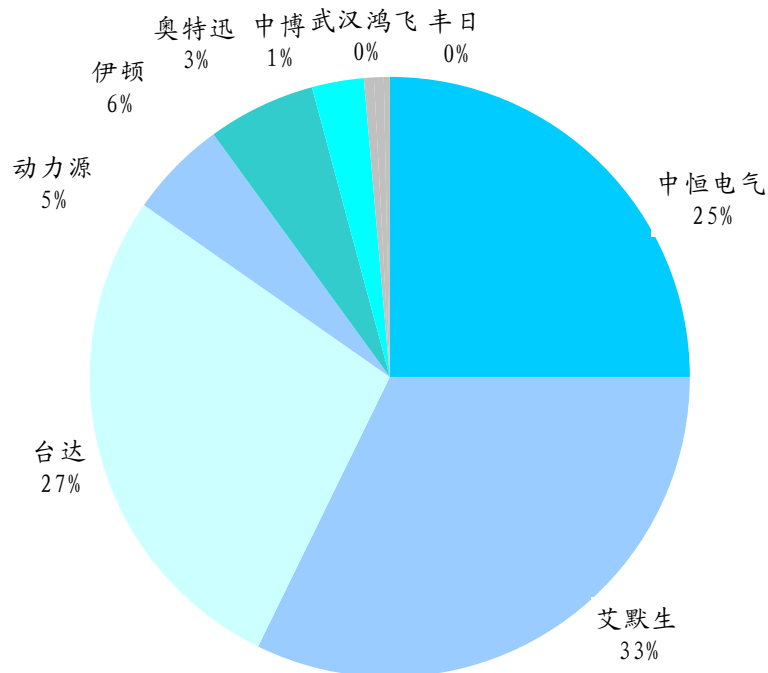
2、中恒电气受益明显

我们测算，HVDC 行业占比从 3% 提高到 80%，市场容量将从 0.9 亿元提升至 25 亿元左右。

中恒电气是最早开始研发 HVDC 产品，并成为 HVDC 行业标准的主要制定者。中国电信积极试用 HVDC 之后，中恒电气也是积极参与实验。根据我们统计的数据，中恒电气在中国电信的市场份额维持在 25% 左右。



图表 2: 中国电信全部在用 HVDC 按品牌份额分布



数据来源: 中国电信、第一创业研究所

根据我们了解的情况, 2012 年公司在 中国电信招标中的市场份额依然保持在 25% 左右。

可以假设, 如果 HVDC 市场真如发改委推广目录所说, 2015 年达到 25 亿元市场容量, 并且考虑到 HVDC 市场参与者竞争逐渐激烈, 中恒电气保持 10% 左右的市场份额; 那么中恒电气在 HVDC 产品上每年的收入大约 2.5 亿元, 保持 60% 左右增速。

当然, 发改委推广目录并没有强制性质, 也没有出台实施细则, 未来 HVDC 产品能否如预期的推进还需要观察。

3、盈利预测及投资建议

由于中恒电气的业绩与 HVDC 产品的推广直接相关, 而目前我们并不能很好的预期新产品的市场推进速度, 我们暂时维持原先的盈利预测。

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 25、20、16 倍。如果按照发改委推广目录预计, 未来 HVDC 需求可能会迅速增长, 维持“强烈推荐”投资评级。



图表 3 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 4 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、发改委推广 HVDC 进程低于预期；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

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