



中恒电气 (002364)

收购协同效应初显，

HVDC 奠定未来增长基础

2013 年 01 月 21 日

谨慎推荐 (维持→)

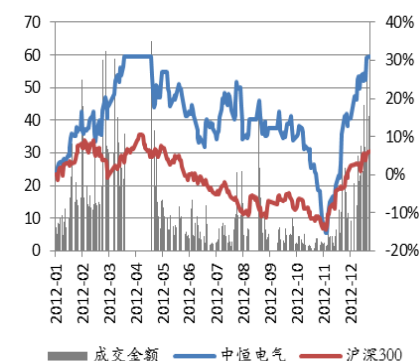
现价: 17.49

目标价: 22

股价空间: 26%

电力设备与新能源行业

股价走势



事件:

1 月 21 日晚中恒电气发布 2012 年度业绩预告修正公告, 修正后公司预计 2012 年度实现归属上市公司股东净利润 8389 万元-8930 万元, 同比增长 55%-65%, 公司在 2012 年三季度中预计的同比增幅为 30%-50%。

点评:

● **中移动 TD 六期启动及中恒博瑞盈利超预期拉动公司 Q4 业绩。**中国移动 TD 六期建设规划于 2012Q4 启动, 由于建设规模大、工期紧, 促使公司订单、产量及销售取得较大幅度增长。此外, 去年四季度收购完成将合并报表的中恒博瑞 2012 年度业绩超出其在《盈利补偿协议》中承诺的 3500 万元, 协同效应拉动公司全年业绩同比增幅提升。

● **HVDC 核心技术入选节能推广目录, 先发优势分享巨大替代市场。**公司主导产品之一 HVDC 的核心技术“通信用 240V 高压直流供电系统技术”日前入选第五批国家重点节能技术推广目录, 肯定了其较传统 UPS 具 30% 的节能效率。奠定公司 HVDC 产品未来向多领域推广应用的基础。移动、电信、联通现有 UPS 约 10 万套, 需替换老旧 UPS 约 2 万套, “十二五”末 UPS 新增需求约 22 万套, 总计 24 万套, 预计到 2015 年, HVDC 推广率将达 10%, 意味着 HVDC 新增量有望达 2.4 万套, 对应约 35 亿元市场空间。公司在最早推广 HVDC 的中国电信集采中标份额居前, 随着移动、联通推广, 公司凭借先发优势有望充分受益。

● **公司通信和电力电源等传统下游快速增长。**三大运营商大力投入确保了 3G、4G 基站投资规模的稳定扩大, 预计未来五年 CAGR 为 20%; 智能变电站大规模建设将为电力操作电源和电力系统软件业务提供更为广阔市场空间, 电力电源与电力软件销售可产生协同效应, 进一步扩大市场份额。此外, 公司已承担杭州等地电动汽车充换电示范站充电桩建设, 且掌握大型换电站所需的直流供电、三相 PFC、电池管理等核心技术, 未来公司有望积极拓展并分享浙江省内充换电站巨大市场。

● **盈利预测与估值:** 考虑合并中恒博瑞, 我们预计公司 12-14 年摊薄 EPS 分别为 0.67、1.05、1.38 元, 对应 PE 分别为 26、17、13 倍。维持“谨慎推荐”评级。

● **风险提示:** 行业竞争加剧致毛利下滑风险、HVDC 推广不达预期。

股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
中恒电气	6.1	-3.2	-5.8
电力设备	13.5	6.2	6.4
沪深 300	8.8	11.3	9.7

基本资料

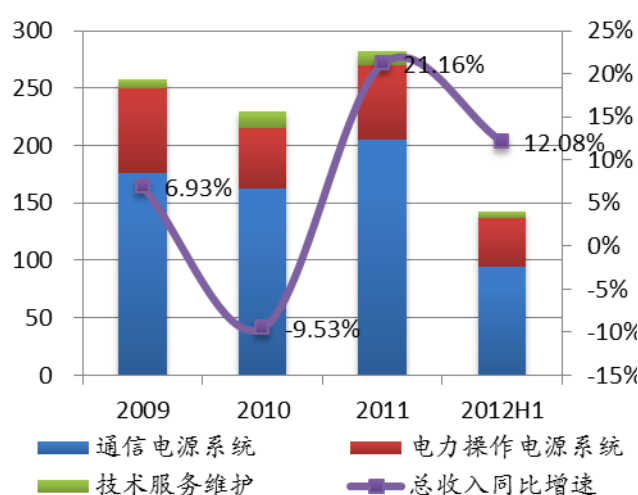
总市值 (亿元)	22.138
总股本 (亿股)	1.268
流通股比例	31%
资产负债率	9%
大股东	杭州中恒科技投资有限公司
大股东持股比例	40%

相关报告



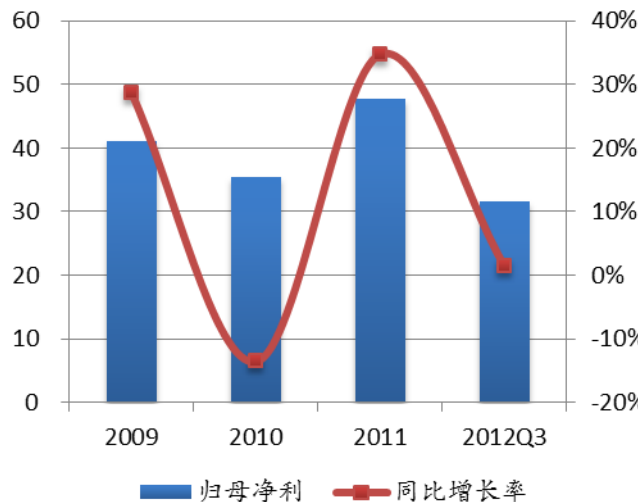
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	282.65	390.00	582.00	775.00
同比(%)	21.16%	37.98%	49.23%	33.16%
归属母公司净利润	47.81	84.83	132.56	174.65
同比(%)	34.70%	77.43%	56.26%	31.76%
ROE(%)	282.65	390.00	582.00	775.00
每股收益(元)	0.38	0.67	1.05	1.38
P/E	55.15	26.14	16.73	12.70
P/B	4.42	3.33	2.83	2.36
EV/EBITDA	44.17	16.67	10.71	6.66

图表 1 公司近年收入（百万元）及增长率情况



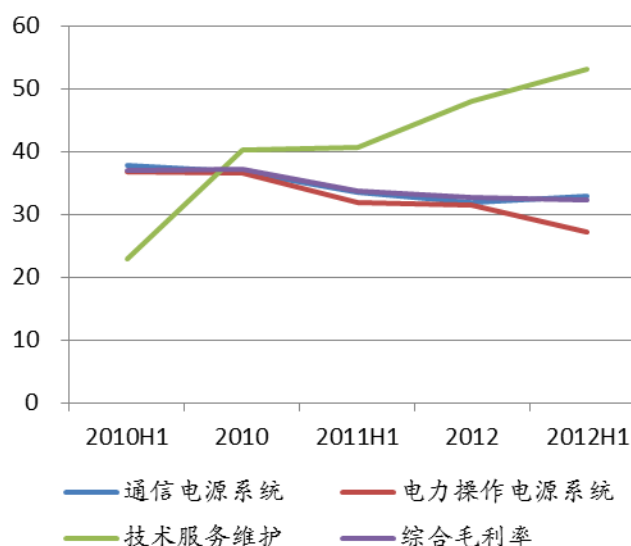
资料来源：WIND，广证恒生

图表 2 公司近年归母净利（百万元）及增长率情况



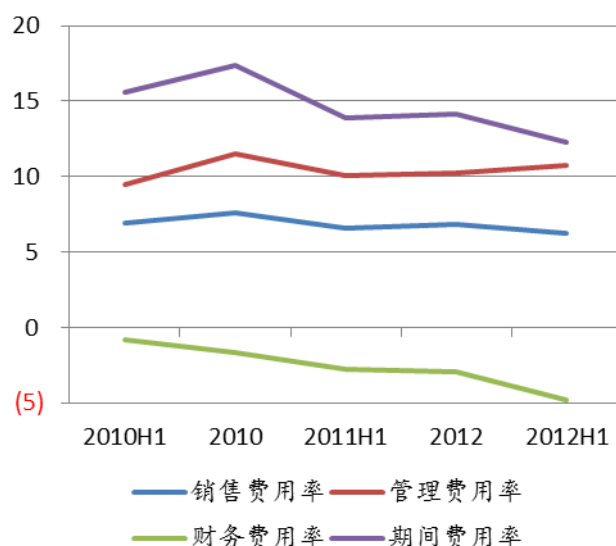
资料来源：WIND，广证恒生

图表 3 公司各业务及综合毛利率情况 (%)



资料来源：WIND，广证恒生

图表 4 公司近年三项期间费用率情况 (%)



资料来源：WIND，广证恒生



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2011	2012E	2013E	2014E	现金流量表	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	636.98	979.10	1022.13	1381.32	经营活动现金流	46.57	242.92	-27.50	275.02
现金	413.21	650.71	633.96	895.00	净利润	47.81	84.83	132.56	174.65
应收账款	109.13	133.42	174.60	193.75	折旧摊销	5.36	8.16	9.86	13.36
其它应收款	5.75	2.91	10.02	5.48	财务费用	-8.36	-28.21	-42.14	-54.05
预付账款	3.42	48.58	16.09	22.71	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	101.39	107.93	143.17	214.48	营运资金变动	4.07	177.93	-127.69	141.06
其他	4.07	35.54	44.29	49.90	其它	-2.31	0.20	-0.10	0.00
非流动资产	53.65	62.81	84.01	102.50	投资活动现金流	-7.74	-17.52	-30.97	-31.86
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	12.29	8.84	21.45	18.44
固定资产	33.80	42.19	59.90	73.85	长期投资	-0.27	0.70	-0.38	0.02
无形资产	4.48	6.15	9.19	12.04	其他	4.28	-7.98	-9.90	-13.40
其他	15.37	14.47	14.92	16.62	筹资活动现金流	-2.37	12.11	20.03	39.57
资产总计	690.63	1041.91	1106.14	1483.83	短期借款	23.82	-0.88	-7.35	5.20
流动负债	94.17	375.84	322.28	544.99	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	23.82	22.94	37.28	20.78	其他	-26.19	12.99	27.38	34.37
应付账款	53.07	83.99	156.26	140.24	现金净增加额	36.46	237.51	-38.45	282.73
其他	17.28	268.91	128.74	383.97					
非流动负债	0.28	0.09	0.12	0.17	主要财务比率	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.28	0.09	0.12	0.17	营业收入增长率	21.16%	37.98%	49.23%	33.16%
负债合计	94.45	375.93	322.40	545.16	营业利润增长率	22.49%	101.66%	53.96%	31.85%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润增	34.70%	77.43%	56.26%	31.76%
归属母公司股东权益	596.17	665.97	783.74	938.67	获利能力				
负债和股东权益	690.63	1041.91	1106.14	1483.83	毛利率	32.62%	38.50%	38.50%	38.50%
					净利率	16.92%	21.75%	22.78%	22.54%
利润表	2011	2012E	2013E	2014E	ROE	8.26%	13.44%	18.29%	20.28%
营业收入	282.65	390.00	582.00	775.00	ROIC	6.21%	10.55%	14.37%	16.36%
营业成本	190.45	239.85	357.93	476.63	偿债能力				
营业税金及附加	2.05	3.90	5.24	6.98	资产负债率	13.68%	36.08%	29.15%	36.74%
营业费用	19.43	26.13	35.73	47.59	净负债比率	4.00%	3.44%	4.76%	2.21%
管理费用	28.88	41.73	61.87	82.38	流动比率	6.76	2.61	3.17	2.53
财务费用	-8.36	-28.21	-42.14	-54.05	速动比率	5.69	2.32	2.73	2.14
资产减值损失	-0.33	4.68	6.46	8.60	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.43	0.45	0.54	0.60
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	0.39	0.34	0.30	0.25
营业利润	50.54	101.92	156.91	206.88	应付账款周转率	3.17	3.50	2.98	3.21
营业外收入	6.05	0.00	2.21	2.75	每股指标 (元)				
营业外支出	0.10	0.15	0.10	0.12	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.67	1.05	1.38
利润总额	56.49	101.76	159.02	209.52	每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	1.92	-0.22	2.17
所得税	8.68	16.93	26.46	34.86	每股净资产(最新摊薄)	4.70	5.25	6.18	7.40
净利润	47.81	84.83	132.56	174.65	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	55.15	26.14	16.73	12.70
归属母公司净利润	47.81	84.83	132.56	174.65	P/B	4.42	3.33	2.83	2.36
EBITDA	50.89	95.37	151.42	201.69	EV/EBITDA	44.17	16.67	10.71	6.66
EPS (摊薄)	0.38	0.67	1.05	1.38					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。