



业绩增长 58%，将受益 HVDC 推广

增持 维持

投资要点：

- 2012 年收入增 11%，净利增 58%，EPS0.68 元，符合预期
- 通信电源今年恢复性增长，电力电源拓展顺利，HVDC 空间巨大
- 预计 2013/14 年 EPS 为 0.89/1.06 元，维持“增持”评级

- **净利润上升 58%，得益于收购中恒博瑞。**公司发布年报，2012 年公司实现营业收入 3.96 亿元，净利润 8564 万元，分别同比增长 11.02% 与 57.52%；每股收益 0.68 元。净利润的大幅上升主要得益于公司定向增发收购中恒博瑞，不考虑该重组，去年收入与净利润分别增约 8% 与 9%，而中恒博瑞净利润增长 400% 达到 3561 万元。
- **通信电源略下滑，电力电源高速增长。**分产品收入来看，受累于通信行业的低迷，通信电源收入 2.08 亿，下降 4.17%；电力电源加大拓展，收入 9617 万，增长 48.44%；中恒博瑞的软件收入 9095 万，增长 22.29%。由于下游分散、产品类型较多，毛利率略有波动，通信电源、电力电源及软件的毛利率分别上升 3.3、下降 1.6 与 2.4 个百分点。
- **HVDC 已入选节能产品目录，即将进入大规模推广期。**今年 1 月，HVDC 入选第五批国家重点节能技术推广目录，肯定了该技术较 UPS 具 30% 的节电效率，并计划 2015 年推广比例达到 80%。据我们此前测算，市场将由 1 亿元扩大至 40 亿元，发展空间巨大。公司目前在中国电信 HVDC 采购中占据约 25% 的市场份额，稳居前三，随着中国移动 336V HVDC 的采购展开，将充分受益于 HVDC 的大规模推广。
- **4G 网络建设带动通信电源行业回暖。**今年起，中移动将继续推动 TD 六期建设，两阶段共建设约 13 万个基站；同时将启动 LTE 的建设，新建基站将大幅增加，带动对通信电源的需求。在电力市场，公司中标国网电源的协议库存招标，共计中标 7489 万元，将在今年交货，由此可推断今年电力电源仍将维持高速增长，并有望在电动汽车充换电站领域取得突破。
- **13 年 EPS 预计 0.89 元，维持“增持”评级。**预计 2013/14 年公司 EPS 为 0.89/1.06 元。给予公司 2013 年 25 倍 PE，合理价值约为 21 元，维持“增持”评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	356.79	396.13	520.56	660.70	819.84
增长率	21.16%	11.02%	31.41%	26.92%	24.09%
母公司净利润	54.37	85.64	112.20	134.93	160.75
增长率	34.70%	57.52%	31.01%	20.26%	19.14%
EPS	0.44	0.68	0.89	1.06	1.27
PE	45.32	29.52	22.53	18.74	15.73

分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

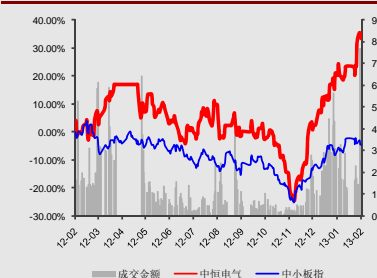
Email: zhaoxi@hysec.com

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)	12,679.46
流通股 (万股)	3,922.71
控股股东	杭州中恒科技投资有限公司
持股比例	39.51%

相关研究

中恒电气调研报告: HVDC 即将进入大规模推广期

2012.11

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	750	815	923	1,071	营业收入	396	521	661	820
货币资金	380	368	415	446	营业成本	226	303	392	499
应收与预付款项	274	289	340	412	营业税金及附加	4	5	6	8
存货	91	151	163	207	销售费用	27	33	40	48
非流动资产	170	213	251	284	管理费用	52	62	76	90
固定资产在建工程	165	208	246	279	财务费用	-10	-10	-8	-9
无形资产待摊费用	5	5	5	5	资产减值损失	2	1	1	1
资产总计	921	1,028	1,174	1,355	投资收益	0	0	0	0
流动负债	95	96	114	142	利润总额	101	132	159	189
短期借款	20	0	0	0	所得税	15	20	24	28
应付与预收账款	75	96	114	142	净利润	86	112	135	161
长期借款	34	34	34	34	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	40	40	40	40	归属母公司净利	86	112	135	161
负债合计	136	136	154	182	EPS (元)	0.675	0.885	1.064	1.268
股本	127	127	127	127	主要财务比率				
资本公积	331	331	331	331	成长能力				
留存收益	328	434	562	715	营业收入	40.15%	31.41%	26.92%	24.09%
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	79.12%	31.01%	20.26%	19.14%
归属于母公司权益	785	892	1,020	1,173	获利能力				
负债股东权益合计	921	1,028	1,174	1,355	毛利率	43.07%	41.88%	40.60%	39.16%
现金流量表					净利率	21.62%	21.55%	20.42%	19.61%
单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	10.91%	12.58%	13.23%	13.71%
经营活动现金流	27	52	90	75	偿债能力				
净利润	86	108	130	156	资产负债率	14.72%	13.24%	13.12%	13.42%
折旧摊销	9	6	11	16	流动比率	7.82	8.45	8.06	7.52
资产减值损失	2	1	1	1	速动比率	6.87	6.86	6.63	6.06
利息费用	-8	-8	-9	-10	营运能力				
投资活动现金流	-106	-45	-45	-45	总资产周转率	0.43	0.51	0.56	0.61
融资活动现金流	31	-18	2	2	应收账款周转率	1.58	1.93	2.17	2.17
现金流量净额	-48	-12	47	31	存货周转率	2.49	2.00	2.41	2.41

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、大连电瓷、荣信股份、合康变频、北京科锐等

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。