

分析师: 符彩霞
执业证书编号: S0050510120007
Tel: 010-59355810
Email: fucx@chinans.com.cn
地址: 北京市北四环中路 27 号 盘古大观 40 层
(100101)

电力设备

投资评级

本次评级: 增持

跟踪评级:

目标价格:

市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 市价(元) | 22.2 |
| 上市的流通 A 股(亿股) | 0.38 |
| 总股本(亿股) | 1.27 |
| 52 周股价最高最低(元) | 24.7/11.05 |
| 上证指数/深证成指 | 2221.8/9009 |
| 2012 年股息率 | 0 |

52周相对市场表现



联系人

马光耀 010-59355810

中恒电气(002364.SZ) --受益于4G投资和电网业务，业绩将持续高增长

投资要点

● 随着 13 年 TD-LTE 20 万台基站的新建和升级，2013 年将迎来中国移动 4G 投资的高峰。根据我们的测算，13 年中移动基站建设的总数量较 12 年增长为 80%。我们预计中移动要完成 4G 网络全面覆盖，基站建设规模有望达到 50 万以上，此外，电信和联通也有望在 14 年获得 4G 牌照，加大 4G 网络的建设投资，14-15 年基站建设规模有望保持在高位。

● 中恒博瑞将和公司的原有主业“软硬结合”，形成协同效应，增强公司的核心竞争力。根据收购时作出的业绩承诺，12 到 15 年复合增长率达 17%。根据中恒博瑞的盈利目标，我们认为中恒博瑞业绩超预期的可能性比较大。

● HVDC 已入选第五批国家重点节能技术推广目录，替代 UPS 电源已经成为必然趋势。据统计，UPS 电源未来每年的市场容量约为 50-60 亿元，而 2012 年全国 HVDC 市场销售仅为 1 亿元左右。保守估计到 2015 年 HVDC 在新增 UPS 中的占有率为 10%，市场空间将达到 5-6 亿元，市场空间广阔。经过前期的推广和验证，中移动 13 年有望开始 336V HVDC 的采购，HVDC13 年有望开始放量。

● 估值和投资建议。我们预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.9、1.08、1.36 元，三年复合增长率为 26%，当前股价对应 PE 分别为 24.58、20.47、16.35 倍。考虑到公司受益于 13 年 4G 的大规模投资以及 HVDC 未来的高速增长预期，业绩具有较大的弹性，给予“增持”评级。

风险提示：中移动 4G 建设低于预期；HVDC 开拓进度低于预期。

公司财务数据及预测

| 项目 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 396.13 | 612.00 | 776.00 | 980.00 |
| 增长率(%) | 40.15 | 54.50 | 26.80 | 26.29 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 85.64 | 114.52 | 137.49 | 172.13 |
| 增长率(%) | 79.12 | 33.71 | 20.06 | 25.19 |
| 毛利率(%) | 43.07 | 38.31 | 37.14 | 36.96 |
| 净资产收益率(%) | 10.91 | 12.73 | 13.25 | 14.23 |
| EPS(元) | 0.68 | 0.90 | 1.08 | 1.36 |
| P/E(倍) | 32.87 | 24.58 | 20.47 | 16.35 |
| P/B(倍) | 3.58 | 3.13 | 2.71 | 2.33 |

来源：公司年报、民族证券

正文目录

| | |
|---------------------------|---|
| 一、通信电源业务受益中移动 4G 建设 | 3 |
| 二、国网集采助电力电源产品放量 | 3 |
| 三、收购中恒博瑞，充分发挥协同作用 | 4 |
| 四、HVDC 将迎来收获期 | 4 |
| 五、盈利预测与估值 | 6 |
| 1、盈利预测 | 6 |
| 2、估值 | 6 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图 1：国网 13 年一期直流-48V 通信电源中标情况 | 4 |
| 图 2：国网 13 年一期一体化(智能)电源系统中标情况 | 4 |
| 表 1.HVDC 与 UPS 性能比较 | 5 |
| 表 2.HVDC 与 UPS 的区别 | 5 |
| 表 3.分业务盈利预测 | 6 |

一、通信电源业务受益中移动 4G 建设

通信电源系统业务是公司的主要产品，客户是三大电信运营商，其中中国移动采购量占公司 12 年通信电源营业收入的 60%。11 年通信电源收入占总收入比例为 72.62%，受 12 年电信运营商投资放缓的影响，通信电源业务收入较 11 年微增 1.3%，12 年通讯电源系统收入占总营业收入的比例从 11 年的 72.62% 降到 52.5%。

目前我国通信电源厂商中，外资企业艾默生、中达电通等占据主导地位，市场份额约为 40%。国内厂商以中恒电气、动力源等为代表，近年来国内企业成长迅速，产品性能逐步提高，市场竞争力逐步增强，未来国内厂商的份额将逐步扩大。

随着 13 年 TD-LTE 20 万台基站的新建和升级，2013 年将迎来中移动 4G 投资的高峰。据统计，12 年中国移动 2G 基站建设数量约为 10 万个，TD 基站建设数量为 6.5 万个，TD-LTE 基站建设数量为 2 万个。根据中移动的规划，13 年 2G 的投资同比下滑 32%，TD-LTE 建设数量将达到 20 万个，TD 建设数量预计在 6.2 万个。根据我们的测算，13 年中移动基站建设的总数量较 12 年增长为 80%。

另外两大运营商中国联通和中国电信 12 年 3G 的建设投资较大，13 年的 3G 投资将会有所放缓。其中中国联通在年报中表示 13 年资本开支不会超过 800 亿，而 12 年资本开支为 998 亿，若以 800 亿计算，开支规模缩小了 20%。但由于两家运营商资本开支总量远小于中国移动，2013 年通信电源市场仍将受益于中国移动 4G 放量而呈高增长态势。

我们预计中移动要完成 4G 网络全面覆盖，基站建设规模有望达到 50 万以上，此外，电信和联通也有望在 14 年获得 4G 牌照，加大 4G 网络的建设投资，14-15 年基站建设规模有望保持在高位。

二、国网集采助电力电源产品放量

公司 1 月底公告中标国家电网一体化电源系统和直流-48V 通信电源两项库存协议招标，其中一体化电源系统中标 9 个包，共计 257 套，直流-48V 通信电源成套设备中标 4 个包，共计 169 套，中标率分别为 15% 和 14%。中标金额总计 7498 万元，占 2012 年总收入的 19.01%，占 2012 年电力电源系统收入的 78%。而在 2012 年的国网招标中，公司仅仅中标 498 万元，中标 1 个包，7 套一体化电源系统。

之前公司的主要为客户提供定制化产品，国网并不是公司的传统领域。而通过国网的集中采购，公司将产品销售范围从之前的浙江、江苏等华东区域，迅速扩大到吉林、甘肃等全国其他区域，进一步扩大市场占有率。尽管毛利率可能会有所降低，但是集采的销售费用等也有所下降。

图 1：国网 13 年一期直流-48V 通信电源中标情况

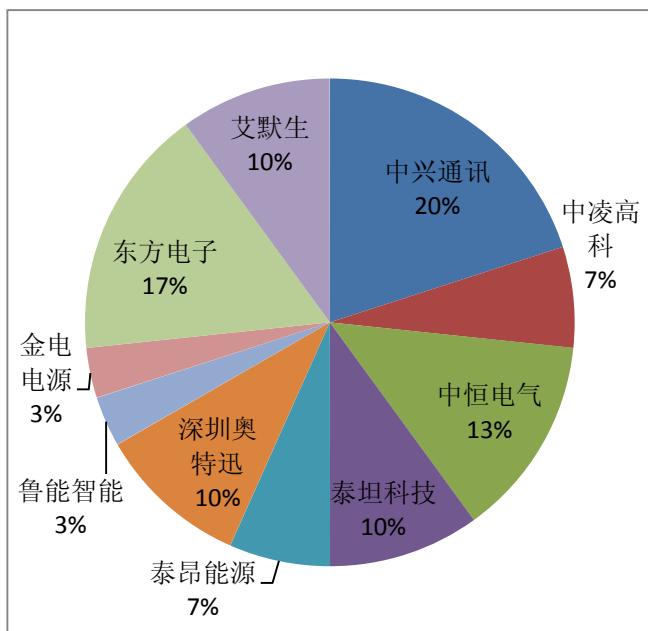
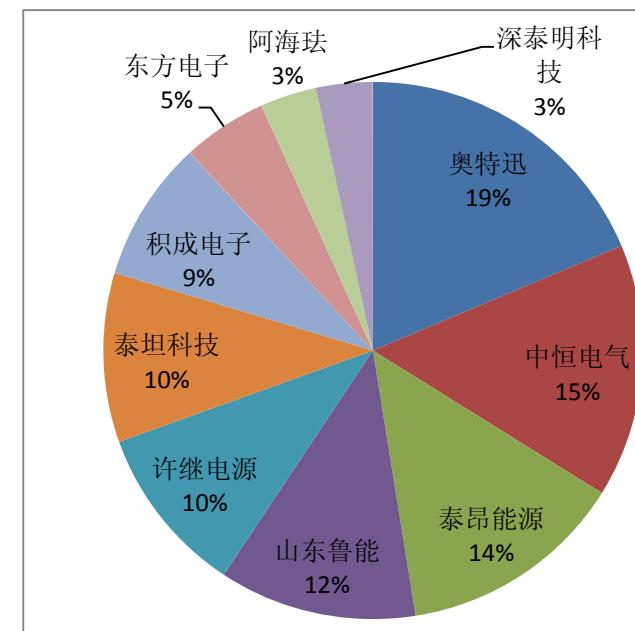


图 2：国网 13 年一期一体化(智能)电源系统中标情况



资料来源：民族证券

资料来源：民族证券

公司的传统定制化电力电源系统主要应用于矿山，铁路等领域，在 13 年经济缓慢复苏的背景下将保持平稳增长。13 年即使电力电源定制化部分收入维持稳定，仍能确保 13 年电力电源部分的高速增长。

三、 收购中恒博瑞，充分发挥协同作用

公司在 2012 年完成了对中恒博瑞的收购，中恒博瑞是电力专业软件公司，主营业务包括电力专业应用软件和电力生产管理应用软件。中恒博瑞的销售对象主要是国网系统，与国网电科院和南瑞集团有良好的合作关系。中恒博瑞的软件业务将充分受益于智能电网的建设，市场空间广阔。中恒博瑞将和公司的原有主业“软硬结合”，完善了公司的产品体系，扩大了公司的产业链条，形成协同效应，增强公司的核心竞争力，公司未来向着给客户提供整体解决方案的路径迈进。

根据收购时作出的业绩承诺，12 到 15 年中恒博瑞将分别为公司贡献 3500、4160、5000 和 5600 万的净利润，年复合增长率达 17%。其中 12 年贡献利润 3650 万元，超额完成了业绩承诺。

受益于智能变电站、配电网的快速推广，我们认为中恒博瑞业绩超预期的可能性比较大，根据中恒博瑞的盈利目标，2016 年年产值将达到 5 亿，年收入复合增长率 40%，远高于业绩承诺增速。

四、 HVDC 将迎来收获期

HVDC 相较 UPS 优势主要有以下几点：1) 系统效率高，HVDC 的系统效率可高达 95%，比传统 UPS 高 5-10 个百分点，节能效果可达 30%。2) 节能性好，系统自身耗电量每年节约

2 万度，同时可节约空调电量 7400 度。3) 最重要的是 HVDC 的可靠性较 UPS 高。UPS 结构复杂，元器件众多，很容易出现单点故障、还会出现两个谐波源，对电网和系统本身形成干扰。而 HVDC 则可保证稳定性和可靠性，这对于电源要求高的数字机房和通讯系统尤为重要。

表 1. HVDC 与 UPS 性能比较

| 性能指标 | UPS | HVDC |
|------|------------------------------------|---------------------------------------|
| 可靠性 | 低，1+1 系统，只要有 一台出问题就是最后通 牒。 | 高，N+1 或 N+x 冗余并 联，一台模块出故障 只是预警。 |
| 可维护性 | 差，大型 UPS 维护复杂， 耗时长，无法现场在线 更换 | 好，维护简便，可以 在线热插拔。 |
| 投资成本 | 高 | 降低 60% |
| 能耗 | 大 | 降低 20% |
| 占地面积 | 大 | 降低 50% |

民族证券

表 2. HVDC 与 UPS 的区别

| UPS | HVDC |
|------------------|-----------------------|
| AC/AC 变换器，输出交流电压 | AC/DC 变换器，输出直流电压 |
| 电池组在输入端 | 电池组在输出端，与模块并联，一起给负载供电 |
| 中间变换环节多 | 中间变换环节少 |
| 工频滤波体积大 | 高频滤波体积小 |
| 标称电压 220V | 标称电压 240V |
| 接线方案复杂 | 接线方案简单 |

民族证券

HVDC 的规模化应用也有赖于标准的出台，目前技术标准已经基本建立和完善，中国通信标准化协会 CCSA 行标《240V 直流电源系统》(YD/T2378—2011) 已经发布；中国电信两个企业标准 QCT2461-2012《中国电信 240V 直流电源供电总体技术要求》和 QCT2462-2012《中国电信 240V 直流电源供电设备技术要求》已经发布；国家建设施工标准《通信高压直流电源系统工程设计规范》已编制完成。HVDC 已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。

在三大运营商中，中国电信是 240V 直流供电系统的主要推动者。HVDC 首先在中国电信得到应用，截至 2011 年 11 月底，中国电信全网络 240V 直流电源系统已经达到 251 个，直流总供电容量超过 10 万安培。

2012 年，中国电信展开了更大规模的 HVDC 供电系统的招标，在中国电信 2012 年第二批统谈统签电源空调产品集采中，高压直流产品需求约为 185 台，而大容量模块化不间断电源产品需求约为 4 台；大容量不间断电源产品需求约为 76 台。中国电信已经开始大幅度缩减 UPS 的采购量，开始转向 HVDC。中移动经过前期的验证，13 年有望开始 336V HVDC 的招标。

中恒电气是我国最早参与 HVDC 市场推广的公司，在之前中国电信前三期的采购中，中恒电气占比约为 25%，排名第三。公司技术和实践经验领先，与艾默生等公司为此领域最有

竞争力的厂家。除了在通信领域，公司也积极推进 HVDC 在腾讯，百度等大型互联网公司和银行等方面的应用。

到 2012 年底中国通信行业用 240V 直流系统已达到 550 个系统，其中中国电信约 450 个、中国联通 40 个、中国移动 44 个（含铁通），其他 17 个，总供电容量 305200A。据统计，UPS 电源未来每年的市场容量约为 50-60 亿元，而 2012 年全国 HVDC 市场销售仅为 1 亿元左右。保守估计到 2015 年 HVDC 在新增 UPS 中的占有率为 10%，市场空间将达到 5-6 亿元，市场空间广阔。

五、盈利预测与估值

1、盈利预测

通信电源业务 12 年占公司主营业务收入的 50% 以上，其中中国移动业务又占通信电源业务的 60%，13 年公司将充分受益于中国移动 20 万台 TD-LTE 基站的建设，业绩将大幅增长。电力电源业务方面，受年初国网招标的突破，国网业务的新增量将确保 13 年该业务的快速增长。中恒博瑞将受益于 13 年电站智能化和配网的快速发展，今年的增速预计将超越其业绩承诺。公司是最早推广 HVDC 应用的，其市场空间广阔，经过试用越来越得到市场的认可，13 年的应用化进程将会加速。

表 3. 分业务盈利预测

| 单位：百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 通信电源系统(含 HVDC) | | | | |
| 收入 | 208 | 322 | 418 | 543 |
| 增长率 | 1.03% | 55% | 30% | 30% |
| 毛利率 | 36.09% | 35.00% | 34% | 34% |
| 电力电源系统 | | | | |
| 收入 | 96 | 173 | 208 | 250 |
| 增长率 | 50.00% | 80% | 20% | 20% |
| 毛利率 | 30.00% | 30% | 28% | 28% |
| 软件开发及服务 | | | | |
| 收入 | 90 | 117 | 150 | 187 |
| 增长率 | 769.80% | 30% | 28% | 25% |
| 毛利率 | 73.00% | 72% | 71% | 70% |
| 合计 | | | | |
| 主营业务收入 | 394 | 612 | 776 | 980 |
| 主营业务增长率 | 40.00% | 55.33% | 26.80% | 26.29% |
| 综合毛利率 | 43.30% | 40.66% | 39.54% | 39.33% |

民族证券

2、估值

我们预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.9、1.08、1.36 元，三年复合增长率为 26%，对应回购前股价 PE 分别为 24.58、20.47、16.35 倍。考虑到公司受益于 13 年 4G 的大规模投资以及 HVDC 未来的高速增长预期，公司具有较大的业绩弹性，我们给予公司“增持”评级。

附录：财务预测表

| 资产负债表 | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位：百万元 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 单位：百万元 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 流动资产 | 757 | 907 | 1007 | 1155 | 营业收入 | 396 | 612 | 776 | 980 |
| 现金 | 388 | 368 | 319 | 282 | 营业成本 | 226 | 378 | 488 | 618 |
| 应收账款 | 251 | 335 | 425 | 537 | 营业税金及附加 | 4 | 6 | 7 | 9 |
| 其他应收款 | 5 | 8 | 10 | 13 | 销售费用 | 27 | 41 | 52 | 66 |
| 预付账款 | 22 | 37 | 47 | 62 | 管理费用 | 52 | 73 | 93 | 118 |
| 存货 | 91 | 159 | 206 | 260 | 财务费用 | -10 | -12 | -16 | -20 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| 非流动资产 | 182 | 195 | 283 | 357 | 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 6 | 6 | 6 | 6 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定及无形资产 | 170 | 182 | 268 | 339 | 营业利润 | 96 | 126 | 150 | 188 |
| 其他 | 6 | 7 | 9 | 11 | 利润总额 | 101 | 135 | 162 | 203 |
| 资产总计 | 938 | 1102 | 1290 | 1511 | 所得税 | 15 | 20 | 24 | 30 |
| 流动负债 | 133 | 182 | 231 | 278 | 净利润 | 86 | 115 | 137 | 172 |
| 短期借款 | 20 | 20 | 20 | 20 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 71 | 118 | 156 | 192 | 归属母公司净利 | 86 | 115 | 137 | 172 |
| 其他 | 42 | 45 | 54 | 65 | EBITDA | 94 | 128 | 153 | 192 |
| 非流动负债 | 40 | 40 | 42 | 44 | EPS（元） | 0.675 | 0.903 | 1.084 | 1.358 |
| 长期借款 | 34 | 34 | 34 | 34 | | | | | |
| 其他 | 6 | 6 | 8 | 10 | | | | | |
| 负债合计 | 173 | 222 | 272 | 322 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 785 | 900 | 1037 | 1209 | | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 负债和股东权益 | 958 | 1122 | 1310 | 1531 | 成长能力 | | | | |
| | | | | | 营业收入 | 40.15% | 54.50% | 26.80% | 26.29% |
| | | | | | 营业利润 | 89.86% | 30.84% | 19.57% | 25.11% |
| | | | | | 归属母公司净利 | 79.12% | 33.71% | 20.06% | 25.19% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 43.07% | 38.31% | 37.14% | 36.96% |
| 现金流量表 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 净利率 | 21.62% | 18.71% | 17.72% | 17.56% |
| 经营活动现金流 | -41 | -6 | 39 | 37 | ROE | 10.91% | 12.73% | 13.25% | 14.23% |
| 净利润 | 86 | 115 | 137 | 172 | ROIC | 15.98% | 16.14% | 14.52% | 14.27% |
| 折旧摊销 | 9 | 15 | 19 | 24 | 偿债能力 | | | | |
| 财务费用 | -10 | -12 | -16 | -20 | 资产负债率 | 16.32% | 18.36% | 19.57% | 19.97% |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净负债比率 | -41.78% | -34.22% | -24.80% | -18.07% |
| 营运资金变动 | -124 | -123 | -102 | -139 | 流动比率 | 670.48% | 559.34% | 478.07% | 447.59% |
| 其他 | -2 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 5.90 | 4.61 | 3.80 | 3.47 |
| 投资活动现金流 | -134 | -27 | -105 | -95 | 营运能力 | | | | |
| 资本支出 | -130 | -27 | -105 | -95 | 总资产周转率 | 0.42 | 0.56 | 0.60 | 0.65 |
| 其他投资 | -4 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 1.58 | 1.83 | 1.83 | 1.83 |
| 筹资活动现金流 | 150 | 12 | 17 | 22 | 应付帐款周转率 | 3.14 | 3.31 | 3.22 | 3.26 |
| 短期借款 | 36 | 0 | 2 | 2 | 每股指标(元) | | | | |
| 新发股份 | 118 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.675 | 0.903 | 1.084 | 1.358 |
| 其他 | -5 | 12 | 16 | 20 | 每股经营现金 | 0.22 | -0.05 | 0.31 | 0.29 |
| 现金净增加额 | -25 | -20 | -49 | -37 | 每股净资产 | 6.19 | 7.10 | 8.18 | 9.54 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 32.87 | 24.58 | 20.47 | 16.35 |
| | | | | | P/B | 3.58 | 3.13 | 2.71 | 2.33 |
| | | | | | EV/EBITDA | 26.96 | 20.12 | 17.13 | 13.92 |

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 类别 | 级别 | 说明 |
|--------|-----|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 看 好 | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上 |
| | 中 性 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动 |
| | 看 淡 | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上 |
| 股票投资评级 | 买 入 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上 |
| | 增 持 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
| | 中 性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间 |
| | 减 持 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上 |

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。