

通信行业

报告原因：公司调研

2013年7月15日

市场数据：2013年7月12日

收盘价(元)：	13.14
年内最高/最低(元)：	24.7/11.05
流通A股/总股本(亿)：	2.02/2.54
流通A股市值(亿元)：	26.56
总市值(亿元)：	33.41

基础数据：2013年3月31日

每股收益(元)：	0.11
每股净资产(元)：	6.32
净资产收益率(摊薄)	1.77%

分析师：张旭

执业证书编号：S0760511010001

Tel：0359-8686835

E-mail：zhangxu@sxzq.com

研究助理：韩旭

电话：0351-8686797

E-mail：hanxu@sxzq.com

联系人：

张小玲

电话：010-8686990

邮箱：sxzqjs@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

中恒电气 (002364)

维持

上半年业绩符合预期，下半年增长有望加速

买入

公司研究/调研简报

事件概述：

近日我们赴杭州对公司实地调研，以了解公司上半年的经营及财务状况，并就公司未来的发展情况进行了沟通与交流。

事件分析：

半年增长符合预期，下半年业绩有望加速释放。公司一季报中曾就1-6月的业绩作出预告，预计上半年实现净利润3335.12万元至3848.22万元，增幅30%~50%。根据对公司业务情况的了解，我们认为其上半年净利润将实现30%+的增长，基本符合预期，但由于一季度中标的国家电网7589万大单无法在2季度确认，1-6月份利润增长的最大贡献可能来源于中恒博瑞的并表，因此总体增速不会过高。但随着2季度末国网订单的陆续出货，3季度开始公司电力市场收入将出现大幅增长；同时中移动4G系统设备招标已于6月下旬启动，通信电源的招标预计也将在9月前开始，并且年底前有望实现收入确认。因此，我们认为中报或将不足以反映公司当前的经营状况，其业绩有望在下半年加速释放。

国家电网集采获得突破，可视为纯增量增长。公司去年电力开关电源的总营收为9617万元，但其中国网收入仅千万元左右，其它都为用户变部分。今年由于国家电网在集采招标中规定各供应商的份额不得超过15%，造成奥特迅、国电南瑞、鲁能的份额有所下降，而公司则在国网集采中取得了较大突破，在一季度7亿的集采订单中拿下7589万的份额，今年预计国网后续还会有1000万-2000万的订单，因此公司在国网电力电源市场的突破可以视为纯增量增长，这部分收入三季度开始确认后将会对公司业绩贡献极大，在目前用户变部分销售稳定的情况下，我们预计公司全年电力电源收入将有望突破1.7亿。

4G通信电源带来业绩弹性。通信电源方面，公司上半年主要收入来源于TD6.1期，下半年中移动20.7万个TD-LTE基站建设启动后，其对应的通信电源的市场规模约在20-30亿左右（根据新建还是升级以及容量不同，弹性较大），以公司以往在中移动电源采购中的份额计算，4G通信电源最高可为公司带来3亿的收入。同时，中移动集团公司对TD-SCDMA的投入也并未减少，TD6.2期10.8万个基站的建设规模远超以往，如果公司能延续此前的市场份额，不但3G通信电源会有所增长，4G同样可以视为增量市场。综上，我们认为公司主要收入构成的通信电源业务下半年的业绩弹性较大，全年有望实现高速增长。

④ **HVDC 替换 UPS 趋势强化未来成长逻辑。** 经过运营商的几年试用和验证，目前行业内对 HVDC（高压直流电源）替换 UPS（不间断电源）的趋势已形成共识。运营商最早使用 HVDC 替换 UPS 主要是出于可靠性考虑，据统计，目前数据机房 90% 的事故是由于 UPS 故障造成的。UPS 的蓄电池组位于前端（输入端），一旦设备损坏根本无法保障供电，而 HVDC 的蓄电池位于后端（输出端），设备故障后仍能保证供电，且其模块化程度高，具有冗余设计，可靠性和维护性都高于 UPS 电源。此外 HVDC 还具有运行效率高，成本便宜，更加节能等优点。运营商中，HVDC 最早由江苏电信提倡并推广，目前中国电信已经主导制定了 240V 标准，并在全国范围内开始小规模集采；中国移动也已完成了自己的 336 标准制定和试点，13 年有望大规模推广。虽然当前 HVDC 的市场规模还不大，公司去年的 HVDC 订单也仅 2000 万左右，但传统 UPS 的市场规模预计今年将达到 40-50 亿元，如果实现规模替换，市场成长空间将极为可观。由于 HVDC 存在较高的技术壁垒，进入相对困难，如果公司能维持目前近 1/4 的市场份额，未来将有可能实现每年数亿元的销售收入，为长期业绩打开更大的增加空间。

盈利预测和投资建议：

④ **盈利预测及投资建议。** 公司在国家电网集采中取得的突破已经为全年的业绩增长奠定了良好的基础，下半年 TD 6.2 期和 TD-LTE 基站建设可能带来的收入更提高了较大的业绩弹性，同时我们看好 HVDC 未来成长空间，因此公司在今后两年的业绩增长确定性极高。我们维持对公司的“买入”评级，预计 2013~2014 年公司 EPS 为 0.50 和 0.62。

④ **风险提示：** 4G 电源招标进度延后、公司订单份额低于预期，

表 1 财务估值数据

主要财务指标预测					
单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	233.29	282.65	396.13	628.00	792.00
增长率(%)	-9.53%	21.16%	40.15%	58.53%	26.11%
归属母公司股东净利润	35.50	47.81	85.64	125.86	156.85
增长率(%)	-13.59%	34.70%	79.12%	46.96%	24.63%
每股收益(EPS)	0.140	0.188	0.337	0.495	0.617
每股股利(DPS)	0.053	0.053	0.059	0.137	0.171
每股经营现金流	0.076	0.184	0.108	-0.118	0.526
销售毛利率	37.23%	32.62%	43.07%	41.00%	41.00%
销售净利率	15.22%	16.92%	21.62%	20.04%	19.80%
净资产收益率(ROE)	6.32%	8.02%	10.91%	14.36%	15.85%
投入资本回报率(ROIC)	17.22%	17.72%	34.61%	24.69%	23.74%
市盈率(P/E)	94.12	69.87	39.01	26.54	21.30
市净率(P/B)	5.95	5.60	4.25	3.81	3.38
股息率(分红/股价)	0.004	0.004	0.004	0.010	0.013

资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

表 2 盈利预测 (单位: 百万元)

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	233.29	282.65	396.13	628.00	792.00
减: 营业成本	146.44	190.45	225.51	370.52	467.28
营业税金及附加	2.09	2.05	3.83	6.07	7.66
营业费用	17.64	19.43	27.02	42.84	54.03
管理费用	26.90	28.88	52.23	73.13	92.22
财务费用	-3.91	-8.36	-10.04	-10.37	-11.47
研发费用	2.87	-0.33	1.61	1.61	1.61
资产减值损失	0.00	0.00	-0.40	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	41.26	50.54	95.55	144.20	180.66
加: 其他非经营损益	0.52	5.95	5.19	3.87	3.87
利润总额	41.78	56.49	100.74	148.07	184.53
减: 所得税	6.29	8.68	15.10	22.21	27.68
净利润	35.50	47.81	85.64	125.86	156.85
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	35.50	47.81	85.64	125.86	156.85
每股收益(EPS)	0.140	0.188	0.337	0.495	0.617

资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。