

中恒电气 (002364)

推荐

行业：储能设备

纵横扩张，打造新兴产业电源解决方案 领军企业。

作者

署名：齐宁

S0960512090002

010-63222585

qining@china-invs.cn

我们近期调研了公司，就公司未来发展战略及经营现状进行了深入沟通。

投资要点：

✧ **4G 建设驱动基站电源业务高增长。**随着 4G 投资的落地，4G 新建基站对基站电源的需求未来 1-2 年内呈快速增长趋势。公司基站电源业务主要由非集采产品与集采产品两部分组成。公司 1-5 月份基站电源出货呈快速增长趋势，前期中移动集采表现良好，预计随着新产能释放，未来将持续快速增长。

✧ **IDC 数据中心建设带来 HVDC 爆发性机会。**HVDC 比传统 UPS 更省电，成本更低，具有良好替代性，主要面向 IDC 数据中心市场。公司正在参与编写 HVDC 国家标准，在运营商 IDC 市场份额居前。目前 HVDC 对 UPS 渗透率不足 3%，结合 ICTresearch 公司数据，我们预计未来 5 年 CAGR 将超过 100%。

✧ **电力操作电源产品面临新市场机遇。**公司传统电力电源产品主要用于国家电网，具有显著技术优势。随着我国核电和轨道交通行业投资力度的加大，未来公司电力电源产品正面临新的重大机遇，有望成为传统业务新看点。

✧ **纵横扩张，中恒博瑞向电力信息化综合解决方案供应商迈进。**中恒博瑞是国内领先的电力信息化解决方案供应商。凭借收购南京北洋，实现了业务线从运维调度类软件产品向电力规划咨询业务领域的扩张，同时进一步巩固了在规划服务支撑领域的原有业务优势。

✧ **新产品储备丰厚，充电桩、直流远供产品有望成为新看点。**公司在充电桩领域具有产品储备，未来有望借新能源汽车发展趋势突破国网充电桩市场；公司收购的鼎联科在直流远供电源领域拥有一流技术实力，未来产品主要面向运营商 4G 室内通信市场，未来有望借室内分布系统建设高潮实现快速扩张。

✧ **盈利预测：**我们预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.57 元，0.74 元，0.99 元，对应 PE 分别为 28X、21X、16X，给予“推荐”评级。

✧ **风险提示：**基站电源集采价格跌幅超预期。新产品开拓进度不达预期。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	432	737	1144	1654
收入同比(%)	9%	71%	55%	45%
归属母公司净利润	89	144	188	251
净利润同比(%)	4%	62%	31%	33%
毛利率(%)	46.1%	41.5%	40.1%	39.7%
ROE(%)	10.3%	14.7%	16.7%	19.0%
每股收益(元)	0.35	0.57	0.74	0.99
P/E	44.86	27.75	21.21	15.90
P/B	4.63	4.07	3.54	3.01
EV/EBITDA	38	21	14	10

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

6 - 12 个月目标价： 20

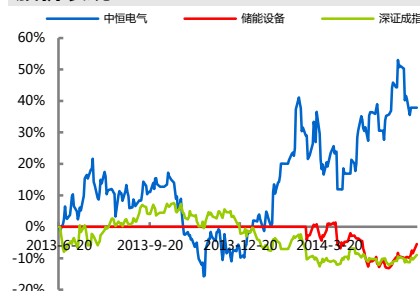
当前股价： 16.77

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	254
流通股本(百万股)	194
总市值(亿元)	43
流通市值(亿元)	33
成交量(百万股)	1.37
成交额(百万元)	22.90

股价表现

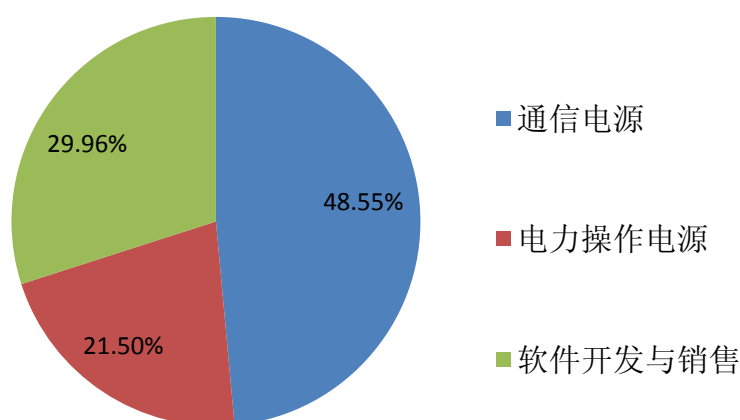


相关报告

一、公司简介

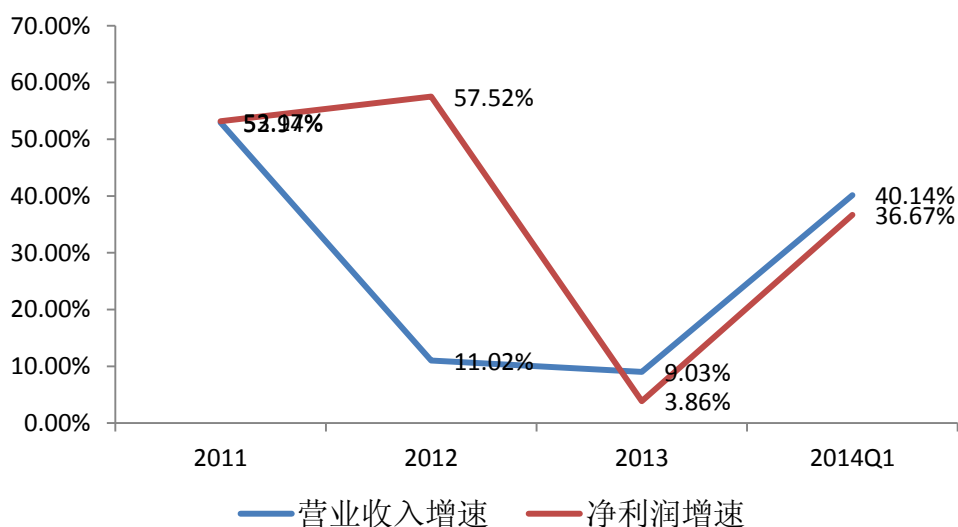
公司是专业从事通信电源系统、电力操作电源系统、新能源电动汽车充换电系统等系列产品及一体化解决方案的主流供应商。随着北京中恒博瑞数字电力科技有限公司并购重组为中恒电气的全资子公司，公司业务涉及面延伸到电力信息化领域，为国家及行业智能电网“信息化、自动化、互动化”智能信息化建设领域提供整体解决方案。公司是国内高压直流电源（HVDC）行业龙头企业，国内继电保护软件龙头企业，国内智能高频开关电源行业主流供应商。**随着 4G 投资的落地，公司 2014Q1 收入及利润已呈现快速提升态势。**

公司主营业务收入构成



资料来源：公司 2013 年年报

公司近来业绩增速



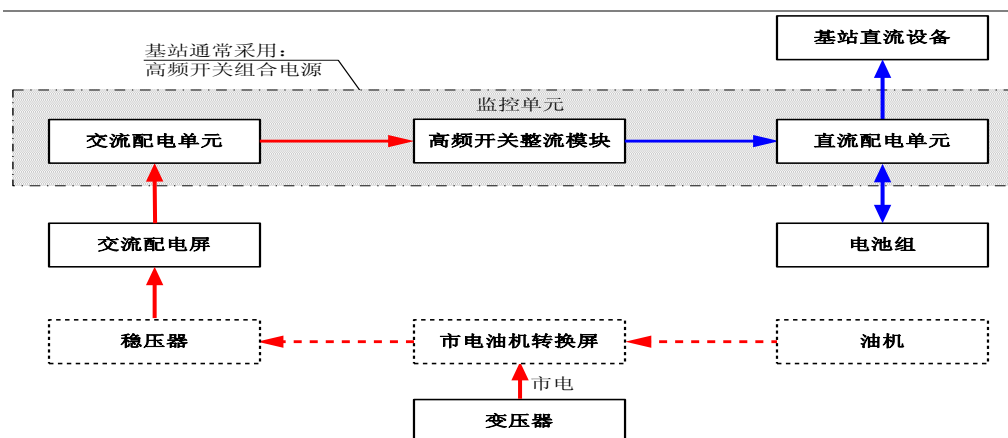
资料来源：公司 2013 年年报及 2014 一季报

二、4G 建设驱动基站电源业务高增长

通信电源系统是基站配套设备中的主要组成部分，负责保障通信的不间断运行，是无线基站建设中必不可少的构成部分。该系统由交流供电系统、直流供电系统以及接地系统三大部分组成。常见类型包括-48V 直流供电系统、+24V 直流供电系统以及220V 交流供电系统，目前通信基站主设备所使用的主要是-48V 直流供电。随着4G投资的加大，通信基站电源业务面临高速增长态势。根据我们对下游运营商的调研，我们预计2013-2015年市场规模有望从25亿成长至45亿左右，复合增速超过30%。

基站电源市场分为集采与非集采市场两部分，非集采以各省、市分公司为采购主题，产品以非标准化形式为主，毛利较高，市场空间也较大。公司多年耕耘运营商市场，竞争优势较为明显，目前基站电源收入中6成为非标产品，4成为标准化产品。由于4G投资的快速落地，今年1-5月份基站电源出货量呈现快速增长势头。随着今年公司新的60亩地园区将会启用，还将带来新产能的进一步释放。

基站电源系统构成图（直流电以蓝色表示，交流电以红色表示）



资料来源：中国电信

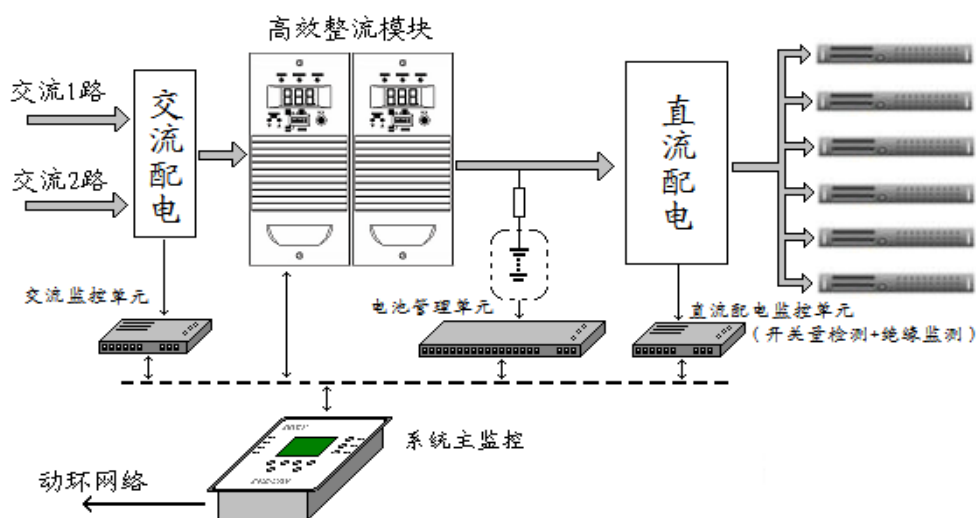
三、IDC 数据中心建设带来 HVDC 业务爆发性机会

HVDC简称高压直流电源，是在传统UPS 基础上发展而来的高压直流供电电源。相比于传统的UPS设备，由于减少了交直流转换设备，供电系统的供电效率大幅提升。同时，由于电池直接供应负载，因此其可靠性也得到大幅提升。HVDC与电力操作电源原理相似，可替代UPS不间断电源，比UPS更省电，同时初始成本不到UPS的70%。由于上述优点，HVDC在特别强调节能和安全性的IDC数据中心中具有广阔的应用前景。2011年中国电信开始第一次招标HVDC，目前现网应用约300套。而中移动也将于今年开始小批量采购HVDC。而互联网公司腾讯、阿里在采用HVDC上的态度也已经相对明确。2014年HVDC有望成为国家标准。根据ICresearch以及上市公司调研披露，目前我国UPS市场规模约40亿，而HVDC销售规模约1亿，渗透率不足3%，预计随着HVDC对UPS替代的快速提升，我们预测未来5年HVDC市场CAGR将超过100%，市场规模超过25亿。

公司是最早参与 HVDC 市场推广的公司，并且参与编写了中国高压直流电源相关

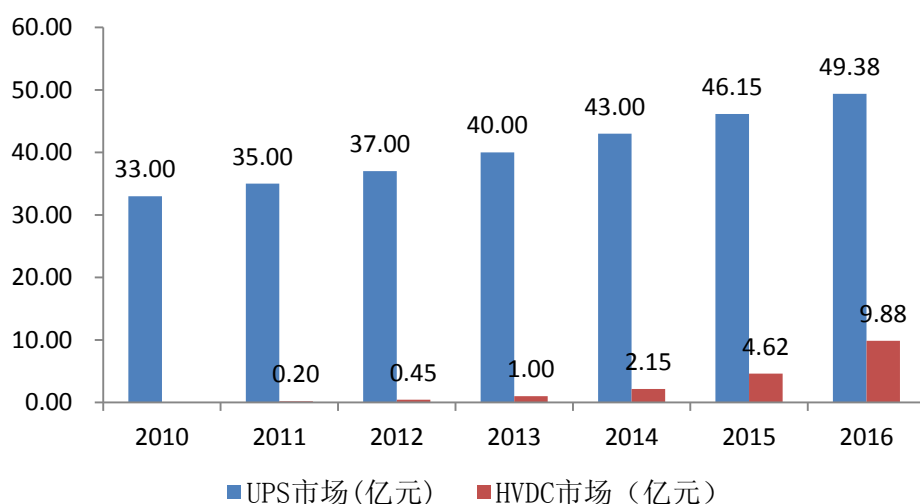
国家标准，积累了丰富的技术与应用经验。**中电信现网300套HVDC量中，公司份额超过25%，居于绝对领先地位。预计未来HVDC产品将跟随行业保持快速增长势头。**

HVDC 构成图



资料来源：浙江中碳科技

UPS 市场及 HVDC 市场未来发展预测



资料来源：ICTresearch、中投证券研究总部

四、紧抓新能源及轨道建设机遇，扩张电力操作电源新市场。

电力操作电源系统是指在发电、输变电、配电、用电等环节中，为断路器分合闸及二次回路中的继电保护、微机保护等综合自动化设备和故障照明等负载提供直流电的电源，其标称电压通常为 220V 或 110V。广泛应用于发电、输变电、配电的各个环节。传统的电力操作电源主要用于国家电网市场，需求基本稳定。**公司在传统电力操作电源领域市场份额居全国第三位，在谐波率、转换效率等关键技术指标方面拥有较为明显的产品优势。**但从未来看，随着我国风电、核电、铁路、轨道交通建设的加速，电力操作电源正面临新的市场机遇。**公司在地铁电力电源市场已有少量出货，未来新能源和轨道交通领域有望成为公司传统电力操作电源业务的新看点。**

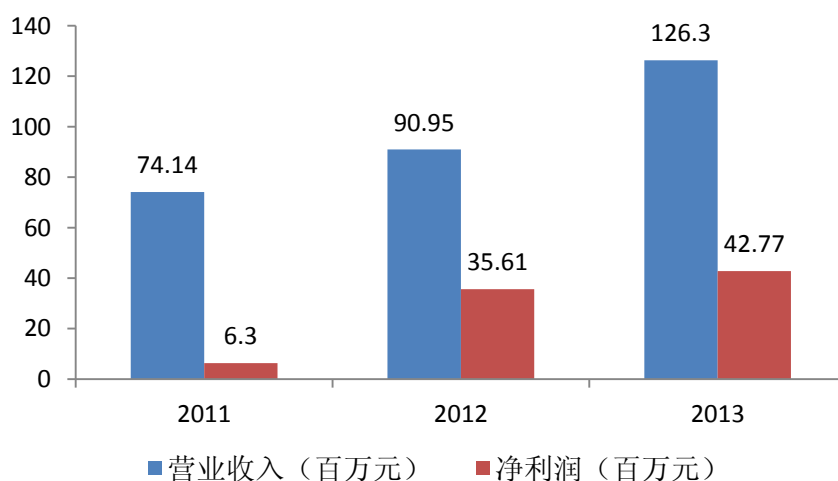
五、纵横扩张，中恒博瑞向电力信息化综合解决方案供应商迈进

中恒博瑞成立于 2003 年，是国家认证的高新技术企业和软件企业。中恒博瑞致力于电力信息化建设，集电力软件开发、实施、服务、咨询于一体，是国内领先的电力信息化解决方案供应商。其软件产品主要定位于调度运行、运维检修、规划服务支撑等重要方向。中恒博瑞去年主要参与“国家电网公司调度自动化系统软件”，2014 年将参与国家电网公司统一推广的“设备（资产）运维精益管理系统”，“全国统一电力市场技术支撑平台”等项目的建设。2013 年，中恒博瑞通过收购南京北洋，切入到电力规划咨询领域，不但实现了下游扩张，同时进一步巩固了在规划服务支撑领域的原有业务优势。

项目	2012	2013	2014
利润承诺（万元）	3500	4160	5000

资料来源：上市公司年报

中恒博瑞今年收入及利润均呈快速增长势头



资料来源：中恒电气年报

六、新产品储备丰厚，充电桩、直流远供产品有望成为新看点。

公司近年来根据行业变化趋势一方面加大新产品市场开拓力度，另一方面持续实施外延式扩张战略，不断取得新的突破。新产品方面，公司正在着力突破充电桩市场。近年来随着国家对于新能源汽车发展的大力扶持，我国新能源充电站进入快速发展时期。目前国家电网已经制定了到2020年建设10000个充电站的发展规划，其中2011-2015年将是密集投资时期。**公司在充电桩产品方面已经具有成熟产品，同时在国网市场深耕多年，具有良好客户关系，未来有望取得快速突破。**在外延扩张方面，公司通过收购鼎联科技切入通信基站直流远供电源产品市场。直流远供电源主要是为了满足基站RRU拉远情况下的供电问题，有效降低设备的断电时间。由于4G基站高频特性，未来室分系统数量在基站比例中将显著提升，由此带来更多的RRU单元拉远供电问题。我们预计未来随着室分系统的上量，直流远供电源将具有较广阔的市场前景。**根据我们对运营商需求的调研情况，预计直流远供电源市场未来至少将达到4G基站电源市场规模的20%，约10亿左右。**鼎联科技团队主要来自于华为、UT等国内知名公司，技术实力在国内居于一。公司通过新一期股权激励实现了对鼎联科团队激励，有效维持了公司在直流远供市场的技术优势。

国家电网新能源充电站及充电桩发展规划

	第一阶段	第二阶段	第三阶段
时间	2009-2010	2011-2015	2016-2020
充电站（个）	75	4000	10000
充电设备投资（亿元）	3	140	180
充电桩投资（亿元）	1.6	45	-

资料来源：华立仪表集团

七、盈利预测与风险提示。

盈利预测：我们预测公司2014-2016年EPS为0.57元，0.74元，0.99元，对应PE分别为28X、21X、16X，给予“推荐”评级。

风险提示：基站电源集采竞价导致价格跌幅超预期。基站电源采用运营商集采模式，价格竞争有时非常激烈，有可能导致供应商毛利下滑超预期。**新产品市场开拓进度不达预期。**充电桩、轨道交通电源等新产品的下游客户比较集中，而下游客户投资进度具有一定不确定性，同时公司产品能否实现一次性顺利突破尚属未知，因此有不达预期风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	724	1113	1557	2136
现金	247	294	278	283
应收账款	309	506	797	1146
其它应收款	23	48	62	97
预付账款	5	9	14	20
存货	132	245	389	566
其他	8	12	17	23
非流动资产	262	381	488	586
长期投资	3	3	3	3
固定资产	103	249	372	475
无形资产	5	4	4	3
其他	150	124	110	106
资产总计	985	1494	2045	2722
流动负债	122	513	916	1396
短期借款	10	306	651	1029
应付账款	70	127	204	295
其他	42	80	62	72
非流动负债	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	2	2	2	2
负债合计	124	515	919	1398
少数股东权益	0	0	0	0
股本	254	254	254	254
资本公积	209	209	209	209
留存收益	397	516	663	860
归属母公司股东权益	861	979	1126	1323
负债和股东权益	985	1494	2045	2722

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-8	-82	-143	-115
净利润	89	144	188	251
折旧摊销	12	21	37	53
财务费用	-5	1	24	51
投资损失	2	2	2	2
营运资金变动	-113	-264	-429	-506
其它	8	15	35	35
投资活动现金流	-75	-140	-153	-153
资本支出	72	150	150	150
长期投资	-3	0	0	0
其他	-7	10	-3	-3
筹资活动现金流	-60	269	280	273
短期借款	-10	296	345	378
长期借款	-34	0	0	0
普通股增加	127	0	0	0
资本公积增加	-122	0	0	0
其他	-22	-26	-65	-105
现金净增加额	-144	47	-16	5

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	432	737	1144	1654
营业成本	233	431	686	998
营业税金及附加	3	6	9	14
营业费用	36	44	69	99
管理费用	66	92	143	207
财务费用	-5	1	24	51
资产减值损失	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	-2	-2	-2
营业利润	91	154	205	277
营业外收入	13	13	13	13
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	102	165	216	288
所得税	13	21	28	37
净利润	89	144	188	251
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	89	144	188	251
EBITDA	98	175	266	381
EPS (元)	0.35	0.57	0.74	0.99

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	9.0%	70.6%	55.3%	44.6%
营业利润	-4.7%	68.9%	33.2%	35.2%
归属于母公司净利润	3.9%	61.7%	30.8%	33.4%
获利能力				
毛利率	46.1%	41.5%	40.1%	39.7%
净利率	20.6%	19.5%	16.4%	15.2%
ROE	10.3%	14.7%	16.7%	19.0%
ROIC	12.7%	14.1%	13.6%	14.0%
偿债能力				
资产负债率	12.6%	34.5%	44.9%	51.4%
净负债比率	8.18%	59.37%	70.85%	73.57%
流动比率	5.93	2.17	1.70	1.53
速动比率	4.82	1.68	1.26	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.59	0.65	0.69
应收账款周转率	1	2	2	2
应付账款周转率	3.49	4.37	4.15	4.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.57	0.74	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	-0.32	-0.56	-0.45
每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.85	4.43	5.21
估值比率				
P/E	44.86	27.75	21.21	15.90
P/B	4.63	4.07	3.54	3.01
EV/EBITDA	38	21	14	10

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

齐宁,中投证券研究所通信行业分析师，中国人民大学金融学硕士，产业经济学学士，2010 年加入中投证券研究所，9 年通信运营商工作经验。

王大鹏，CFA，北京工业大学电子信息工程学士，北京邮电大学通信工程硕士，6 年通信业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434