

## 能源互联云平台助 HVDC 龙头启航

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年半年度报告, 报告期内实现营业收入近 3.86 亿元, 同比增长 20.6%; 归母净利润近 0.98 亿元, 同比增长 51.6%。
- **事件点评:** 报告期内营收增长主要是由于电力操作电源系统营收快速增长拉动所致, 归母净利润提升明显系由于公司电源类产品技术成熟, 成本降低带动毛利率提升。
- **HVDC 替代 UPS 大势所趋:** HVDC 与传统 UPS 相比具有服务器故障率低、效率高的优点, HVDC 供电方式比 UPS 供电可节约电能 10-20%。中国电信目前进行了几次 240V 的 HVDC 集采, 并做了小批量的试点。我们认为 HVDC 将成为 UPS 技术发展的下一阶段, 公司 HVDC 技术较成熟, 中长期来看该产品将受益于产业发展。
- **直流充电桩技术先锋, 积极扩大产能:** 我国新能源汽车充电设施建设严重滞后, 而直流充电桩因其充电速率快而成为未来发展趋势和重点建设方向。公司多年的高压直流电源技术经验带动直流充电桩模块技术领先, 已两次成功中标国网充换电设备招标, 总金额达 1.43 亿元。公司投资 5 亿元用于新能源汽车智慧充电设备生产线项目已于今年 1 月份开工, 至 2018 年 6 月完工后公司将具备年产新能源汽车充电设备 3 万套的生产能力, 此业务将随我国充电设备提速发展而获益。
- **布局能源互联网, 完善用电产业链:** 公司的中恒能源互联网云平台是基于能源网、物联网、互联网金融为一体的综合能源互联网平台。售电服务, 用电解决方案及充电桩均可在云平台下进行管理, 与南都电源合作进行的用户侧储能电站也进展顺利, 未来发展空间巨大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.51 元、0.81 元和 1.14 元, 对应 PE 分别为 52 倍、32 倍和 23 倍。公司是国内高压直流电源龙头企业, 其产品电力系统、通信领域等处于领先水平。考虑到未来我国推进 HVDC 替代 UPS 的趋势, 加大充电桩建设的必要性等均会有助于公司业绩提升, 我们认为公司具备快速发展的前景, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 国网充电桩建设或不及预期风险、储能电站建设或不顺利风险、HVDC 替代 UPS 推广或不及预期风险。

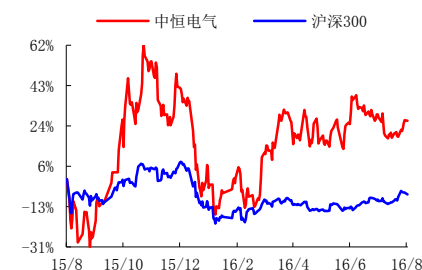
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	841.83	1254.10	1657.39	2212.84
增长率	40.09%	48.97%	32.16%	33.51%
归属母公司净利润 (百万元)	143.48	264.34	425.20	597.04
增长率	14.14%	84.24%	60.85%	40.41%
每股收益 EPS (元)	0.27	0.51	0.81	1.14
净资产收益率 ROE	11.85%	18.03%	22.68%	24.41%
PE	96	52	32	23
PB	11.11	9.18	7.17	5.50

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川  
 执业证号: S1250512040001  
 电话: 023-63725713  
 邮箱: hsc@swsc.com.cn  
 联系人: 谭菁  
 电话: 010-57631196  
 邮箱: tanj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.23
流通 A 股(亿股)	4.23
52 周内股价区间(元)	14.27-33.53
总市值(亿元)	137.61
总资产(亿元)	17.37
每股净资产(元)	2.42

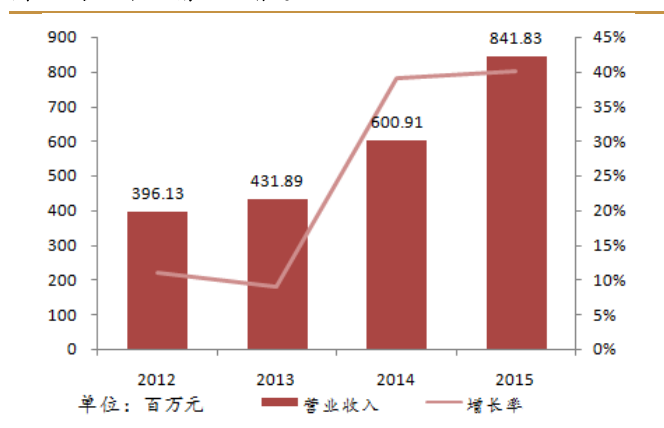
### 相关研究

## 1 业绩稳步增长，毛利提升明显

杭州中恒电气股份有限公司成立于 1996 年，专注于电力电子领域，有 20 年的生产研发经验，产品包括通信电源系统、电力操作电源系统、电力服务维护，具有提供整体化解决方案的实力。公司已开发出高压直流电源 (HVDC)，在通信运营领域应用广泛、客户众多。目前，公司正牵头制定 HVDC 国家标准，引领行业发展。

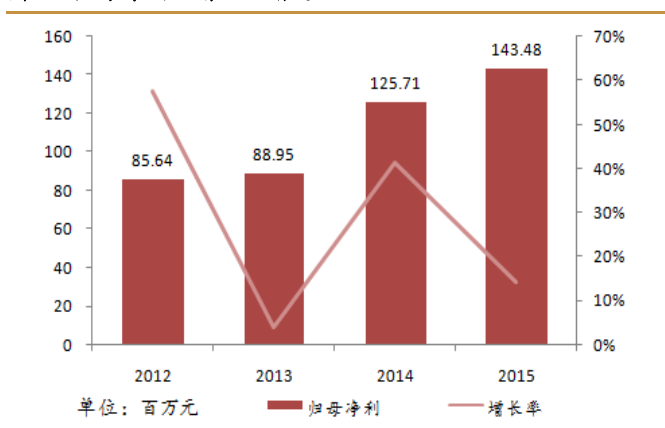
**公司营业收入近年来稳步增长：**近 3 年我国的通信行业快速发展，3G、4G 网络建设逐步推进。公司很早切入通信电源领域，经过多年积累，已经与中国移动、中国联通、中国电信建立了良好的合作关系，稳定的业务平台为公司业务的开展提供了基础。2015 年公司营业收入达 8.4 亿元，同比增长 40.1%；归母净利润 1.4 亿，同比增长 14.1%。随着未来高压直流电源替代传统 UPS 的推进，充电桩建设的加快推广，公司的业绩有望继续增长。

图 1：营业收入情况及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

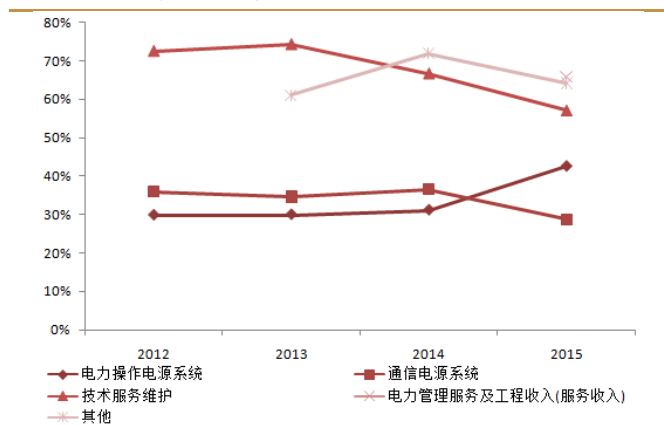
图 2：归母净利润情况及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

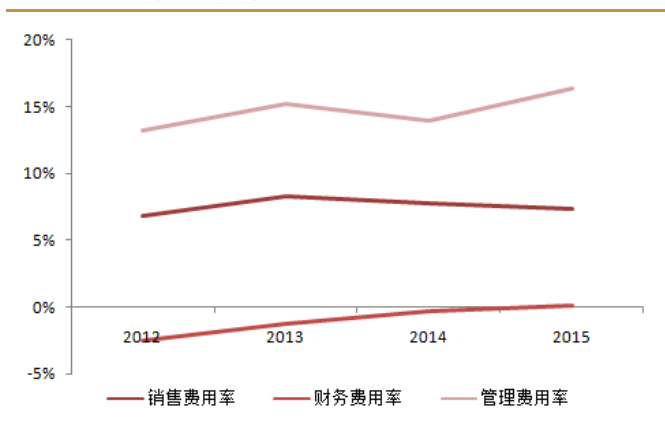
**电力操作电源系统带动公司毛利率提升：**2016 年上半年公司主业毛利率约 52.7%，相比去年同期增加了 10.8 个百分点，主要是由于电力操作电源系统毛利率相比去年同期增加了 18.1 个百分点带动。公司掌握了电力操作电源的核心技术，拥有系统设计能力、整流模块和监控单元自主设计与生产能力，公司的市占率较高，具备一定的议价能力。

图 3：公司近年来毛利率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司近年来三费率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

2016 年上半年，公司销售费用率为 6.88%，同比增加了 0.79 个百分点。管理费用率为 14.12%，同比增加 2.52 个百分点。财务费用率为 0.64%，同比增加 0.94 个百分点。销售费用率增加主要是由于公司上半年不断开拓新市场，加强市场管理和客户服务。管理费用率增加的主要原因是公司经营规模扩大、并购公司增加及研发投入增加。财务费用率增加的主要原因是短期借款增加较多。

## 2 高压直流电源业务平稳发展

截至 2015 年底，3G、4G 网络铺设基本完成，传统通信电源需求逐渐萎缩。受此影响，2016 H1 通信电源产品销售额为 1.36 亿元，同比下降 31.5%。目前，高压直流电源（HVDC）替代传统电源 UPS 已成为通信行业的必然趋势，且公司是 HVDC 行业标准的引领者，中长期来看公司通信电源产品仍存在想象空间。

**HVDC 加速替代 UPS，公司通信电源产品中长期受益：**高压直流供电电源（HVDC）与传统不间断电源（UPS）相比具有服务器故障率低、效率高的优点。HVDC 比传统的 UPS 少一个逆变器及服务器机架内部的整流器，从而降低供电系统的发热损耗，供电效率大大提高。HVDC 供电方式比 UPS 供电可节约电能 10-20%。中国电信目前进行了几次 240V 的 HVDC 集采，并做了小批量的试点。我们认为 HVDC 将成为 UPS 技术发展的下一阶段，公司 HVDC 技术较成熟，中长期来看该产品将受益于产业发展。

2016 年上半年公司的 HVDC 中标南方电网变电站照明数据采集与直流集中供电项目。此次中标具有示范效应，HVDC 产品也将得益于变电站智能化升级。

## 3 直流充电桩技术先锋，积极扩大产能

**2016-2020 年间交直流充电桩年均复合增长率可达 250%：**国家能源局在《电动汽车充电基础设施建设规划》草案中提出，到 2020 年，国内充换电站数量将达到 1.2 万个，充电桩达到 480 万个，电动汽车与充电设施的比例接近标配的 1:1。截至 2015 年底，全国充电桩保有量约为 4.9 万台，按此估计未来 5 年的复合增速将达到 250%。

**上半年充电桩建设进度缓慢，预计下半年将掀起投资热潮：**受新能源车骗补事件及新补贴政策迟迟未落地双重影响，上半年新能源汽车发展低于预期，作为配套设施的充电桩建设同时受到波及。国家能源局 4 月 1 日发布的《2016 年能源工作指导意见》计划 2016 年建设公共充电桩 10 万个。据国家能源局 7 月在京座谈会上公布的数据，截至 2016 年 6 月底，全国已建成公共充电桩 8.1 万个，保有量较 2015 年底增长 65%。由此估计上半年公共充电桩建设量约为 3.2 万个，我们预计今年下半年公共充电桩增量约为 6.8 万个，市场将出现充电基础设施投资的热潮。目前市场上直流充电桩的采购方主要是国网公司，公司直流充电桩产品销售将受益于国网招标量的扩大。

**公司上半年国网招标中标 5000 万元，目前正积极扩大产能，业绩将稳步增长：**2016 年 5 月，公司中标国家电网公司 2016 年新能源汽车充电设备第二次招标项目，投标报价共计 5029.2 万元，此次中标巩固了公司在新能源汽车充电设备市场的领先地位。同时，公司也在积极扩大产能，投资 5 亿元用于新能源汽车智慧充电设备生产线项目已于今年 1 月份开工，至 2018 年 6 月完工后公司将具备年产新能源汽车充电设备 3 万套的生产能力。

## 4 布局能源互联网，储能、售电业务稳步开展

**公司在软件上的核心竞争力助力其能源互联网产业各环节的发展：**公司积极布局能源互联网板块，线上线下互动，产业生态已初步形成。线上公司提供连通供需双方的能源互联网云平台，线下以苏州普瑞为试点、提供高效的企业用电解决方案。

**售电业务静待政策东风：**2016 年 3 月，控股子公司苏州中恒普瑞能源互联网科技有限公司与苏州工业园区股份有限公司共同投资设立苏州工业园区中鑫能源综合服务有限公司，公司出资 1800 万元。待政策落地，该合资公司即可基于公司的能源互联网平台开展售电业务。

**储能电站进入建设阶段：**公司于 2015 年 7 月与南都电源公司签订战略合作协议，合作共同为客户提供基于先进储能系统的用电一体化解决方案，计划 2 年内完成总容量 390MWh 的分布式能源网络建设、3 年内累计实现业务收入 10 亿元。2016 年 4 月，控股子公司苏州中恒普瑞能源互联网科技有限公司分别与苏州地区 3 家公司签署了共计 8.58MW、68.64MWh 的电力储能电站项目合作合同。项目建成后十年内将为公司带来稳定的现金流。

## 5 盈利预测与投资建议

**假设 1：**电力操作电源系统上半年营业收入同比增幅 251.9%，公司此业务技术成熟，市占率高，毛利率提升明显。下半年我国配网建设将会逐渐提速，公司此业务也将能维持高速增长，且未来两年随着新项目的承接和系统升级，此业务将维持高速增长，毛利率将能稳定在 50%左右；

**假设 2：**通信电源系统下半年有望通过 HVDC 替代 UPS 政策落地而业绩提速，从而弥补此业务上半年的业绩回落。毛利率将在 2017 年起因 HVDC 替代而提升，预计 2017、2018 年将达到 35%以上；

**假设 3：**技术服务维护业务和电力服务工程等业务较为类似，将随着电源类工程项目的更换需求获得稳定增长，这两类业务均能保持高利润率，其中技术服务维护会随着公司云平台的推广而获得提升，2017 年后有望达到 65%。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
电力操作电源系统	收入	148.42	445.25	667.87	1001.81
	增速	40.5%	200.0%	50.0%	50.0%
	成本	85.17	222.62	333.94	500.90
	毛利率	42.62%	50.00%	50.00%	50.00%
通信电源系统	收入	383.52	421.88	506.25	607.50
	增速	32.1%	10.00%	20.00%	20.00%
	成本	272.95	295.31	329.06	394.88
	毛利率	28.83%	30.00%	35.00%	35.00%
技术服务维护	收入	291.08	363.85	454.82	568.52

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
	增速	46.0%	25.00%	25.00%	25.00%
	成本	124.98	145.54	159.19	198.98
	毛利率	57.06%	60.00%	65.00%	65.00%
电力管理服务及 工程收入	收入	11.14	13.92	17.40	21.75
	增速	-	25.0%	25.0%	25.0%
	成本	3.80	5.57	6.96	8.70
	毛利率	65.86%	60.00%	60.00%	60.00%
其他	收入	7.67	9.20	11.04	13.25
	增速	36.4%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	2.75	3.68	4.42	5.30
	毛利率	64.19%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	收入	841.83	1254.10	1657.39	2212.84
	增速	40.09%	48.97%	32.16%	33.51%
	成本	489.64	672.73	833.56	1108.76
	毛利率	41.84%	46.36%	49.71%	49.89%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.51 元、0.81 元和 1.14 元，对应 PE 分别为 52 倍、32 倍和 23 倍。公司是国内高压直流电源龙头企业，其产品质量在电力系统、通信领域等处于领先水平。考虑到未来我国推进 HVDC 替代 UPS 的趋势，加大充电桩建设的必要性等均会有助于公司业绩提升，我们认为公司具备快速发展的前景，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6 风险提示

国网充电桩建设或不及预期风险、储能电站建设或不顺利风险、HVDC 替代 UPS 推广或不及预期风险。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	841.83	1254.10	1657.39	2212.84	净利润	146.78	270.42	434.97	610.76
营业成本	489.64	672.73	833.56	1108.76	折旧与摊销	27.54	46.93	57.76	69.04
营业税金及附加	7.61	18.81	19.89	21.91	财务费用	0.81	3.97	4.73	3.18
销售费用	61.76	119.14	149.16	188.09	资产减值损失	22.25	10.00	10.00	10.00
管理费用	137.62	250.82	314.90	398.31	经营营运资本变动	-129.48	-287.47	-292.95	-415.71
财务费用	0.81	3.97	4.73	3.18	其他	-50.22	-89.53	-100.24	-109.96
资产减值损失	22.25	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>17.67</b>	<b>-45.69</b>	<b>114.28</b>	<b>167.31</b>
投资收益	-6.11	80.00	90.00	100.00	资本支出	-88.03	-120.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-47.20	80.00	90.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-135.24</b>	<b>-40.00</b>	<b>-30.00</b>	<b>-20.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>116.02</b>	<b>258.64</b>	<b>415.13</b>	<b>582.59</b>	短期借款	83.00	63.26	-22.71	-62.04
其他非经营损益	15.91	13.48	13.88	14.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>131.93</b>	<b>272.12</b>	<b>429.01</b>	<b>596.68</b>	股权融资	176.83	0.00	0.00	0.00
所得税	-14.84	1.70	-5.96	-14.09	支付股利	-7.85	-8.96	-16.50	-26.55
净利润	146.78	270.42	434.97	610.76	其他	-169.77	-3.97	-4.73	-3.18
少数股东损益	3.30	6.08	9.77	13.72	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>82.21</b>	<b>50.33</b>	<b>-43.95</b>	<b>-91.76</b>
归属母公司股东净利润	143.48	264.34	425.20	597.04	<b>现金流量净额</b>	<b>-35.35</b>	<b>-35.36</b>	<b>40.33</b>	<b>55.54</b>
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	160.77	125.41	165.74	221.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	668.04	966.02	1276.38	1710.46	销售收入增长率	40.09%	48.97%	32.16%	33.51%
存货	256.93	352.54	437.17	581.54	营业利润增长率	-12.31%	122.92%	60.51%	40.34%
其他流动资产	2.85	4.24	5.60	7.48	净利润增长率	16.76%	84.24%	60.85%	40.41%
长期股权投资	28.03	28.03	28.03	28.03	EBITDA 增长率	0.11%	114.40%	54.31%	37.10%
投资性房地产	39.21	39.21	39.21	39.21	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	236.93	267.17	292.28	311.80	毛利率	41.84%	46.36%	49.71%	49.89%
无形资产和开发支出	171.23	215.80	254.67	287.84	三费率	23.78%	29.82%	28.29%	26.64%
其他非流动资产	72.44	70.70	68.97	67.24	净利率	17.44%	21.56%	26.24%	27.60%
<b>资产总计</b>	<b>1636.44</b>	<b>2069.13</b>	<b>2568.06</b>	<b>3254.88</b>	ROE	11.85%	18.03%	22.68%	24.41%
短期借款	90.00	153.26	130.55	68.51	ROA	8.97%	13.07%	16.94%	18.76%
应付和预收款项	227.72	312.25	394.83	524.24	ROIC	13.38%	19.61%	24.59%	27.36%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.15%	24.68%	28.82%	29.59%
其他负债	80.45	103.89	124.48	159.72	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>398.17</b>	<b>569.40</b>	<b>649.86</b>	<b>752.47</b>	总资产周转率	0.59	0.68	0.71	0.76
股本	523.24	523.24	523.24	523.24	固定资产周转率	5.01	5.08	6.17	7.63
资本公积	117.40	117.40	117.40	117.40	应收账款周转率	1.68	1.69	1.63	1.63
留存收益	581.03	836.41	1245.11	1815.60	存货周转率	1.96	2.21	2.11	2.18
归属母公司股东权益	1183.32	1438.71	1847.40	2417.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.06%	—	—	—
少数股东权益	54.95	61.02	70.80	84.52	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1238.27</b>	<b>1499.73</b>	<b>1918.20</b>	<b>2502.41</b>	资产负债率	24.33%	27.52%	25.31%	23.12%
负债和股东权益合计	1636.44	2069.13	2568.06	3254.88	带息债务/总负债	22.60%	26.92%	20.09%	9.10%
					流动比率	2.86	2.63	2.98	3.43
					速动比率	2.19	1.99	2.29	2.64
					股利支付率	5.47%	3.39%	3.88%	4.45%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.27	0.51	0.81	1.14
					每股净资产	2.37	2.87	3.67	4.78
					每股经营现金	0.03	-0.09	0.22	0.32
					每股股利	0.02	0.02	0.03	0.05
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	144.37	309.53	477.62	654.81					
PE	95.91	52.06	32.36	23.05					
PB	11.11	9.18	7.17	5.50					
PS	16.35	10.97	8.30	6.22					
EV/EBITDA	93.64	43.99	28.38	20.52					
股息率	0.06%	0.07%	0.12%	0.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn