

# 中恒电气（002364）研究报告

## HVDC 行业龙头，深度受益于云计算电源市场爆发 买入（首次）

2016 年 9 月 30 日

证券分析师 徐力

执业资格证书号码：S0600515080001

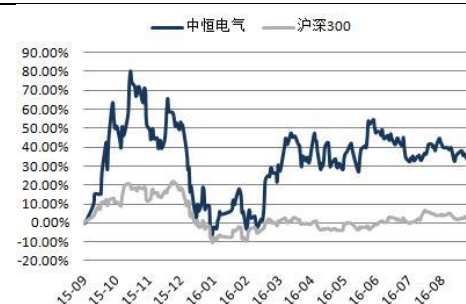
[xul@dwzq.com.cn](mailto:xul@dwzq.com.cn)

010-66573632

### 投资要点

- **云计算电源向 HVDC 变革成为确定方向，造就百亿级重要市场：**在电信运营商完成 4G 初步建设，有计划的进行削减资本开支的背景下，公司通信电源业务在上半年出现明显下滑，我们认为符合预期，公司通信电源业务正处于谷底。同时我们观察到以 BAT 为代表的大型云计算巨头，越来越重视建设自身 IT 基础设施，不断加大资本开支，10 年左右全面超越电信运营商。BAT 投资主要方向是大型数据中心，需要庞大可靠的电源体系。从技术对比来看，HVDC 拥有几项重要优势：1.电源系统建设投资节约 20%-40%，运营成本节约 10%-20%，成本优势明显；2.集成化程度高，占地面积节约 60-80%，使得 IDC 可以部署更多服务器或者安全冗余空间；3.可靠性大幅增强，维护简便。因此，HVDC 已经确定性的将要替代 UPS 而成为云计算数据中心电源方案，目前腾讯已经基本弃用 UPS 方案。我们认为，HVDC 在 BAT 巨头选定的情况下，将快速形成市场导向，成为百亿级的重要市场。中恒电气作为 HVDC 行业龙头，拥有深厚的技术储备和权威的行业话语权，正在引领完成国家标准制定工作，将深刻受益于行业发展，公司此类业务有望在 2017 年快速爆发。
- **充电桩业务连续中标重要订单，显著提升公司盈利能力：**2016 年 5 月 5 日，公司以 5,029.19 万元投标报价中标国家电网 2016 年电源项目第二次物资招标采购。在充电桩业务强力带动下，公司电力操作电源板块增长 251.93%，毛利率大幅提升 18.14%，帮助公司实现 50%以上净利润增速。考虑到充电桩产业未来年均增速超过 250%，我们认为公司将依靠技术积累优势、国网合作关系优势、产能提前布局优势保持高速增长，继续快速提升公司盈利能力。
- **定增获批，6.88 亿布局能源互联网：**公司定增获得批准，拟投入 6.88 亿用于能源互联网云平台建设，项目建设周期三年。项目最终目标是建设一种新型高效智慧电网结构，贯穿于发电、售电、变电、输电、配电和用电等全部电力系统环节，对电力系统各环节的技术要求相对较高。由于较高的技术壁垒，目前国内鲜有从事能源互联网平台建设且已具备一定规模的企业。能源互联网云平台建设项目是公司实现从电力设备和软件提供商向能源互联网综合解决方案提供商转型的重要举措。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.42 元、0.62 元、0.79 元，对应 PE 59/40/31 X。我们看好公司近期在充电桩领域盈利前景以及中期 HVDC 市场爆发的深度获益，给予“买入”评级。
- **风险提示：**HVDC 行业发展不及预期风险，竞争加剧导致毛利率下滑风险，能源互联网项目不及预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	24.58
一年最低价/最高价	16.46/35.73
市净率	6.15
流通 A 股市值（百万元）	13900

### 基础数据

每股净资产（元）	2.42
资产负债率（%）	24.13
总股本（百万股）	564
流通 A 股（百万股）	427

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>1088.6</b>	<b>2198.8</b>	<b>2403.0</b>	<b>3344.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>841.8</b>	<b>1114.1</b>	<b>1644.3</b>	<b>2315.5</b>
现金	160.8	734.1	250.0	300.0	营业成本	489.6	590.5	865.4	1237.7
应收款项	652.2	915.7	1351.5	1903.2	营业税金及附加	7.6	5.6	8.2	11.6
存货	256.9	485.3	711.3	1017.3	营业费用	61.8	89.1	131.5	185.2
其他	18.6	63.7	90.2	123.8	管理费用	145.6	170.1	249.5	350.1
<b>非流动资产</b>	<b>547.8</b>	<b>725.1</b>	<b>926.0</b>	<b>1197.3</b>	财务费用	0.8	-1.5	-3.3	22.8
长期股权投资	28.0	52.2	76.4	76.4	投资净收益	-6.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	236.9	392.9	572.6	846.7	其他	-14.3	3.0	2.9	2.8
无形资产	89.2	86.2	83.3	80.5	<b>营业利润</b>	<b>116.0</b>	<b>263.3</b>	<b>395.8</b>	<b>510.9</b>
其他	193.7	193.7	193.7	193.7	营业外净收支	15.9	15.0	15.0	15.0
<b>资产总计</b>	<b>1636.4</b>	<b>2923.8</b>	<b>3329.0</b>	<b>4541.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>131.9</b>	<b>278.3</b>	<b>410.8</b>	<b>525.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>380.4</b>	<b>405.3</b>	<b>472.0</b>	<b>1282.2</b>	所得税费用	-14.8	41.7	61.6	78.9
短期借款	90.0	14.0	135.4	801.5	少数股东损益	3.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	176.6	323.5	237.1	339.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>143.5</b>	<b>236.55</b>	<b>349.17</b>	<b>447.00</b>
其他	113.8	67.7	99.5	141.6	EBIT	145.2	261.8	392.5	533.7
<b>非流动负债</b>	<b>17.8</b>	<b>17.8</b>	<b>17.8</b>	<b>17.8</b>	EBITDA	170.4	294.0	433.1	587.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	17.8	17.8	17.8	17.8	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>398.2</b>	<b>423.0</b>	<b>489.8</b>	<b>1300.0</b>	每股收益(元)	0.27	0.42	0.62	0.79
少数股东权益	54.9	54.9	54.9	54.9	每股净资产(元)	2.26	4.44	5.04	5.75
归属母公司股东权益	1183.3	2500.8	2839.2	3241.5	发行在外股份(百万股)	523.2	563.5	563.5	563.5
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1636.4</b>	<b>2978.8</b>	<b>3383.9</b>	<b>4596.5</b>	ROIC(%)	14.3%	13.7%	13.8%	13.2%
					ROE(%)	12.1%	9.5%	12.3%	13.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	40.9%	46.5%	46.9%	46.0%
经营活动现金流	17.7	-181.5	-353.2	-246.4	EBIT Margin(%)	17.2%	23.5%	23.9%	23.0%
投资活动现金流	-135.2	-171.0	-217.4	-325.0	销售净利率(%)	17.0%	21.2%	21.2%	19.3%
筹资活动现金流	82.2	925.8	86.5	621.4	资产负债率(%)	24.3%	14.5%	14.7%	28.6%
现金净增加额	-35.4	573.3	-484.1	50.0	收入增长率(%)	40.1%	32.3%	47.6%	40.8%
企业自由现金流	-137.8	-358.5	-586.1	-564.7	净利润增长率(%)	14.1%	64.9%	47.6%	28.0%

数据来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

