

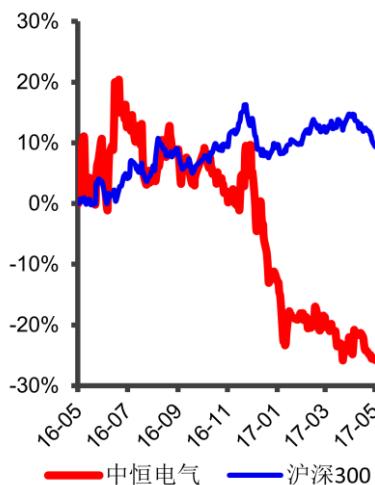


中性(下调)

基础数据:

| | |
|--------------|--------|
| 总股本 | 5.64亿股 |
| 流通股本 | 4.25亿股 |
| ROE (2016年) | 6.79% |
| EPS (2017Q1) | 0.05元 |
| 5月15日收盘价 | 15.13元 |

股价表现:



相关报告:

深度报告:充电桩行业——从理想照进现实
行业研究:储能行业——政策落地加速,储能行业有望进入发展快车道

长城国瑞证券研究所

分析师:潘永乐
panyongle@gwgsc.com
执业证书编号:
S0200512010001

联系电话:0592-2079825

地址:厦门市深田路46号
深田国际大厦19楼
长城国瑞证券有限公司

储能设备/电源设备/电气设备

中恒电气(002364)一季报点评

——“充电桩+储能”推动能源互联网战略逐步落地

事件:

◆中恒电气发布2017年一季报,公司2017年第一季度实现营业收入1.58亿元,同比下滑12.93%;实现归母净利润3077万元,比上年同期下滑26.04%。公司预计2017年上半年归母净利润下滑20%-40%,归母净利润变动区间5891.83万-7855.77万元。

投资要点:

◆业务结构逐渐调整,2016Q1充电桩业务基数较高导致2017Q1业绩同比下滑。2016年公司业务结构进一步调整,传统通信电源业务实现营收2.71亿元,同比下滑29.36%;实现毛利9914万元,同比下滑10.35%。以充电桩为代表的电力操作电源系统业务2016年实现营收3.01亿元,同比上升102.71%;实现毛利1.53亿元,同比上升141.30%。一季报公司继续预告营收同比下滑12.93%,我们认为,一季度公司充电桩订单同比低于去年是导致公司一季度业绩下滑的原因之一。

◆再次中标国网订单,充电桩业务竞争力逐渐显现。国网2017年充电桩建设规模约为2.9万台,今年国网首批充电桩招标公司再次中标11MW订单,依旧是国网体系之外中标量最大的公司。国家能源局2017年2月发布的《2017年能源工作指导意见》中计划2017年全国建设90万台充电桩,按照最普通的一台交流充电桩投资约1.2万元测算,2017年全国充电桩市场容量应在102亿元以上。2016年公司充电桩业务实现营收约2亿元,毛利率维持在50%左右,我们预计随着国网充电桩继续招标以及充电桩建设的推进,公司今年充电桩业务仍将有望取得增长。

◆尝试锂电梯次利用,储能业务有望成为新亮点。公司通过增资控股上海煦达新能源科技有限公司,一方面解决未来由新能源汽车行业发展退役下来的锂电池给社会带来的重资产和环境污染;另一方面利用上海煦达在



动力电池梯次利用技术研发、动力电池梯次利用方案储备等储能技术，结合线上客户所在地峰谷电价差实现储能商业化应用。同时公司还中标了中国移动政企分公司信息港四号地 A2-1、A2-2 数据中心项目储能及备电服务采购项目，总容量为 121.7MWH。该项目作为公司云平台、高压直流电源系统（HVDC）、储能系统有机结合的典型案例，有望为公司未来打开新的市场空间。

◆定增价格大幅倒挂，股价安全边际逐渐显现。公司已于 2016 年 9 月完成定向增发 4032 万股，募集资金 9.99 亿元，当前价格较定增价格 24.80 元已经折价 39%。虽然公司传统通信电源业务有所下滑，但随着充电桩建设高峰以及储能商业化初期的来临，公司整体业务结构调整后其股价安全边际已经逐渐显现。

投资建议：

基于公司2017年充电桩业务实现同比增长，储能业务开始贡献业绩增量的前提假设，我们预计2017、2018年公司EPS分别为0.32元、0.40元，对应目前PE分别为47.28倍、37.83倍。以目前充电桩指数（884114.WI）的P/E水平44.08倍来看，公司目前的估值已较为均衡，我们调整公司投资评级至“中性”，继续关注公司充电桩业务今年后续新增订单情况。

风险提示：

充电桩业务发展不及预期；储能业务发展不及预期；通信电源业务下滑程度超出预期；市场系统性风险等。

主要财务数据及预测

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 600.91 | 841.83 | 891.15 | 980.00 | 1220.00 |
| 增长率（%） | N/A | 40.09% | 5.86% | 9.97% | 24.49% |
| 归母净利润（百万元） | 125.71 | 143.48 | 158.28 | 179.18 | 223.65 |
| 增长率（%） | N/A | 14.14% | 10.32% | 13.20% | 24.82% |
| EPS（元） | 0.223 | 0.255 | 0.281 | 0.318 | 0.397 |
| 毛利率 | 46.01% | 41.84% | 44.45% | 44.10% | 44.10% |
| 净资产收益率 | 13.07% | 12.13% | 6.79% | 7.20% | 8.33% |

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



预测财务报表 (单位: 百万元)

| 利润表 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 资产负债表 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 600.91 | 841.83 | 891.15 | 980.00 | 1220.0 | 货币资金 | 173.78 | 167.24 | 409.54 | 625.97 | 858.52 |
| 减: 营业成本 | 324.44 | 489.64 | 495.00 | 547.83 | 681.99 | 应收和预付款项 | 434.38 | 668.04 | 693.93 | 716.00 | 742.00 |
| 营业税金及附加 | 3.50 | 7.61 | 9.86 | 10.85 | 13.50 | 存货 | 242.70 | 256.93 | 282.09 | 300.00 | 350.00 |
| 营业费用 | 46.71 | 61.76 | 75.20 | 82.70 | 102.95 | 其他流动资产 | 3.00 | 2.85 | 465.37 | 465.37 | 465.37 |
| 管理费用 | 83.45 | 137.62 | 149.53 | 164.44 | 204.71 | 长期股权投资 | 3.87 | 28.03 | 23.91 | 23.91 | 23.91 |
| 财务费用 | -2.15 | 0.81 | -0.19 | -11.47 | -16.48 | 投资性房地产 | 3.82 | 39.21 | 48.30 | 41.30 | 34.30 |
| 资产减值损失 | 9.23 | 22.25 | 13.45 | 14.98 | 14.98 | 固定资产和在建工 程 | 250.42 | 236.93 | 240.59 | 194.51 | 148.43 |
| 加: 投资收益 | -3.42 | -6.11 | -5.00 | 0.00 | 0.00 | 无形资产和开发支 出 | 49.48 | 171.23 | 170.19 | 159.90 | 149.61 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他非流动资产 | 18.62 | 18.30 | 275.40 | 263.95 | 252.51 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产总计 | 1180.0 | 1588.7 | 2609.3 | 2790.9 | 3024.6 |
| 营业利润 | 132.31 | 116.02 | 143.30 | 170.68 | 218.34 | 短期借款 | 7.00 | 90.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 加: 其他非经营损 益 | 11.01 | 15.91 | 21.01 | 16.25 | 16.25 | 应付和预收款项 | 143.16 | 250.51 | 208.89 | 228.85 | 260.85 |
| 利润总额 | 143.32 | 131.93 | 164.30 | 186.93 | 234.59 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 减: 所得税 | 17.61 | -14.84 | 2.08 | 3.29 | 5.37 | 其他负债 | 68.38 | 10.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 净利润 | 125.71 | 146.78 | 162.22 | 183.64 | 229.22 | 负债合计 | 218.54 | 350.51 | 213.89 | 233.85 | 265.85 |
| 减: 少数股东损益 | 0.00 | 3.30 | 3.94 | 4.46 | 5.57 | 股本 | 261.12 | 523.24 | 563.56 | 563.56 | 563.56 |
| 归母净利润 | 125.71 | 143.48 | 158.28 | 179.18 | 223.65 | 资本公积 | 202.70 | 79.05 | 1045.8 | 1045.8 | 1045.8 |

资料来源: WIND, 长城国瑞证券研究所

| 现金流量表 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营性现金净流量 | -5.33 | 17.81 | 124.66 | 210.83 | 227.46 |
| 投资性现金净流量 | -74.14 | -135.2 | -760.7 | 15.97 | 15.88 |
| 筹资性现金净流量 | 25.92 | 82.21 | 870.90 | -10.37 | -10.78 |
| 现金流量净额 | -53.55 | -35.21 | 234.84 | 216.42 | 232.56 |

资料来源: WIND, 长城国瑞证券研究所

资料来源: WIND, 长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

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。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。