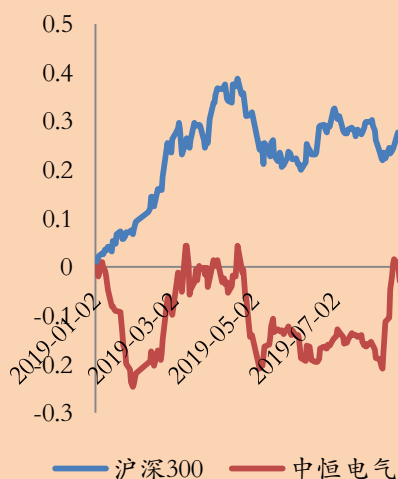




## 中恒电气 (002364)

投资评级：增持

报告日期：2019-8-28



徐程晨

0551-65161830

xucc1990@126.com

S0010518070003

## 静待 5G 基站建设放量

2019 年上半年公司实现营收 3.77 亿元，同比增长 9.08%，归母净利润 0.41 亿元，同比小幅增长 2.40%，经营活动现金流净额-0.78 亿元，同比下降 53.61%。

### □ 中恒博瑞支撑业绩稳定

上半年通信电源系统营收 1.83 亿元，同比小幅下降 1.9%，毛利率下降 4.94pct 到 27.92%；电力操作电源系统与去年同期基本持平营收 0.99 亿元，毛利率小幅下降 0.88pct 到 31.42%；中恒博瑞的软件开发、销售及售后服务业务受到国网需求集中爆发，营收 0.75 亿元，同比增长 69.29%，毛利率提高 8.14pct 到 72.15%。整体毛利率提升 2pct 到 39.25%，期间费用率提高 2.8pct，抵消了毛利率的提升。存货和应收账款周转率有明显提升，但被同期应付账款周转率提升抵消，使得经营性现金流净额同比下降。

### □ 通信电源短期内承压 未来有望受益 5G 基站爆发

公司深耕通信电源业务多年，产品满足 5G 商用推进过程中从终端基站到通信机房快速部署的需求。在终端基站方面，由于 5G 基站的耗电量较 4G 大，同时覆盖面积较小，所以 5G 的推广需要在原有宏站扩容的基础上，基站建设密度尤其是微站的建设数量会提升，目前国内 4G 基站数量约 450 万个，预计未来 5G 基站建设数量达 500 万个。现阶段基站建设未全面开启使得对通信电源的需求量还没有完全释放，所以公司通信电源业务短期内还将承压，未来随着微站建设规模起量，公司通信电源业务将受益。数据中心和通信机房设备方面，客户涵盖了中国移动、中国联通、阿里、腾讯、百度等优质大客户，目前开发的 30KW HVDC 电源模块可以快速匹配超规模数据中心需求，同时降低电力损耗和投资成本。

### □ 依托网约车平台切入充电桩运营 借泛在网开发用户侧能源管理

公司凭借滴滴公司在全国市场的独家充电设备供应商的优势，与滴滴公司、BP 等企业合作充电桩运营，已与小桔新能源、浙江交投投资就充电桩投资运营合作签订《合作框架协议》。目前交付滴滴的充电桩利用率保持在 99.84% 以上，具备一定的运营优势。近几年公司逐步扩大拓展国网外的客户需求，积极布局企业侧综合能源服务方案，从 SCADA（数据采集与安全监控）拓展到用能分析，不断扩大客户数量。在国网开启泛在网新的建设周期契机下，公司激发用户侧综合能源管理需求，未来有望成为新的利润增长点。

### □ 投资建议

我们预计 2019/20/21 归母净利润为 1.36/1.88/2.32 亿元，EPS 为 0.24/0.33/0.41 元，给予“增持”评级。

### 盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	984	1515	2185	3081
收入同比(%)	14%	54%	44%	41%
归属母公司净利润	77	136	188	232
净利润同比(%)	20%	78%	38%	23%
毛利率(%)	33.2%	35.6%	35.6%	34.7%
ROE(%)	3.2%	5.6%	7.6%	9.1%

资料来源：华安证券研究所

每股收益(元)	0.14	0.24	0.33	0.41
P/E	83.99	47.20	34.23	27.75
P/B	2.91	2.66	2.61	2.54
EV/EBITDA	32	41	32	27

## 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2,043	2,399	2,633	3,410	<b>营业收入</b>	984	1,515	2,185	3,081
现金	742	762	190	154	营业成本	657	976	1,407	2,011
应收账款	815	1,209	1,760	2,466	营业税金及附加	8	15	20	30
其他应收款	42	71	99	139	销售费用	96	138	206	285
预付账款	7	3	(8)	(23)	管理费用	70	250	361	508
存货	326	268	541	662	财务费用	(20)	(11)	(7)	10
其他流动资产	110	87	51	11	资产减值损失	21	27	28	27
<b>非流动资产</b>	504	487	475	463	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	7	7	7	投资净收益	12	11	13	16
固定资产	190	178	166	154	<b>营业利润</b>	87	131	184	226
无形资产	65	61	57	53	营业外收入	1	20	25	32
其他非流动资产	242	241	246	249	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	2,547	2,886	3,108	3,873	<b>利润总额</b>	88	151	209	258
<b>流动负债</b>	311	438	608	1,294	所得税	17	15	21	26
短期借款	0	0	0	487	<b>净利润</b>	71	136	188	232
应付账款	214	299	445	626	少数股东损益	(6)	0	0	0
其他流动负债	97	139	163	181	<b>归属母公司净利润</b>	77	136	188	232
<b>非流动负债</b>	6	12	18	27	EBITDA	180	137	193	251
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	0.24	0.33	0.41
其他非流动负	6	12	18	27					
<b>负债合计</b>	317	450	626	1,321	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	17	17	17	17	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	564	564	564	564	<b>成长能力</b>				
资本公积	1,053	1,053	1,053	1,053	营业收入	13.62%	54.00%	44.20%	41.00%
留存收益	746	802	848	918	营业利润	173.90%	50.34%	39.85%	22.71%
归属母公司股东权	2,213	2,418	2,465	2,535	归属于母公司净利润	20.15%	77.94%	37.89%	23.35%
<b>负债和股东权益</b>	2,547	2,886	3,108	3,873	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	33.20%	35.57%	35.61%	34.73%
					净利率(%)	7.79%	9.00%	8.60%	7.53%
					ROE(%)	3.19%	5.60%	7.57%	9.09%
					ROIC(%)	2.63%	9.08%	11.41%	10.90%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	12.44%	15.60%	20.15%	34.10%
					净负债比率(%)	-19.76%	-18.28%	10.49%	18.50%
					流动比率	6.56	5.47	4.33	2.64
					速动比率	5.51	4.86	3.44	2.12
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.38	0.56	0.73	0.88
					应收账款周转率	1.32	1.57	1.53	1.51
					应付账款周转率	5.17	5.90	5.87	5.76
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.14	0.24	0.33	0.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	(0.13)	(0.79)	(0.64)
					每股净资产(最新摊薄)	3.93	4.29	4.37	4.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	84.0	47.2	34.2	27.8
					P/B	2.9	2.7	2.6	2.5
					EV/EBITDA	32.32	41.07	32.04	27.29

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。