

## 国内知名的高频开关电源设备供应商

——中恒电气(002364)新股研究

## 核心观点

## 询价结论

根据我们的盈利预测,公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.81、1.23、1.61 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 25-30 倍 PE 为询价依据,建议网下询价区间为 20.27-24.32 元/股,中枢价值为 22.29 元。

## 主要依据与未来成长性:

行业前景与市场容量广阔。通信移动基站的新增、电话交换机的扩容与升级、数据传输线路的建设、通信网络和广电网络的数字化、智能化技术改造、广播电视发射设备和转接设备配置的更换、电力调度通信、铁路和轨道交通通信系统控制建设等均需要通信电源系统,这为我国通信电源系统行业的发展提供了广阔的市场空间。

通信电源系统行业受国家产业政策鼓励和支持。主要政策有:国家发改委发布的《产业结构调整指导目录(2005 年本)》和国家发改委、科技部、商务部、国家知识产权局联合发布的《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南(2007 年度)》,国务院审议通过的《电子信息产业调整振兴规划》。

市场需求稳定增长。现有 GSM 网络的改造与新建、3G 网络和基站的大规模建设、“三网融合”及“村村通工程”展开、电力调度通信、铁路电气化等为我国通信电源系统行业的发展提供了市场空间,将使本行业面临较长时期的景气周期。

## 风险提示

产业政策风险;核心技术失密的风险;通信电源系统客户相对集中的风险;产品生命周期导致销售价格下降引发毛利率下降的风险。

## 基础数据

发行股数(万股)	1,680
发行后总股本(万股)	6,680
发行前每股净资产(元)	3.77
建议询价区间(元)	20.27-24.32

## 联系人: 刘芬

电话: 010-84183215

Email: liufen@guodu.com

## 联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

## 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	345.70	583.49	773.83	345.70
同比增速(%)	34.06%	68.78%	32.62%	34.06%
净利润(百万)	54.15	82.05	107.59	54.15
同比增速(%)	31.83%	51.52%	31.13%	31.83%
EPS(元)	0.81	1.23	1.61	0.81

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 一、本次发行一般情况

表 1：公司发行基本情况

公司	杭州中恒电气股份有限公司
公司简称	中恒电气
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010-2-22
申购代码	002364
发行股数	1,680 万股
每股发行价	通过向询价对象询价方式确定发行价格
发行方式	网下与网上
发行后总股本	6,680 万股
发行前每股净资产	3.77 元（按公司 2009 年 12 月 31 日经审计的净资产值计算）

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

## 二、公司基本情况

### 1、公司概况

公司是一家专注于电力电子领域，致力于为通信网络、电网、电厂、铁路、城市轨道交通、采矿、冶金、化工等提供高质量的高频开关电源技术产品、解决方案与系统集成高新技术企业。是国内 1000MW 机组业绩最多的电力操作电源系统生产厂家，有实力参与 500 千伏及以上变电站、超超临界 1000MW 机组等重大项目电力操作电源系统竞争的 5-6 家企业之一。拥有一批优质稳定的核心客户，赢得业内的优势竞争地位，保持高速稳定发展。公司通过自主研发掌握了高频开关电源系统的核心技术，是国内少数几家能满足客户个性化定制要求、提供成套电源系统产品及综合解决方案的企业之一。连续多年公司产品的市场占有率居同行业前列，“中恒”被评为浙江省著名商标，公司高频开关电源系统产品通过国际 CE 安全认证。

### 2、股权结构

表 2：发行前后公司股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股数（股）	持股比例（%）	股数（股）	持股比例（%）
中恒科技	27,450,000	54.90%	27,450,000	41.09%
朱国铨	10,000,000	20.00%	10,000,000	14.97%
紫江创投	4,250,000	8.50%	4,250,000	6.36%
包晓茹	2,500,000	5.00%	2,500,000	3.74%
朗程财务	750,000	1.50%	750,000	1.12%
刘涛等其他 12 名自然人股东	5,050,000	10.10%	5,050,000	7.56%
本次发行流通股			16,800,000	25.15%
<b>合计</b>	<b>50,000,000</b>	<b>100.00%</b>	<b>66,800,000</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司招股意向书

## 三、公司经营分析

### 1、公司收入构成

表 3：公司主营业务收入构成（万元）

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例
一、通信电源系统	17,603.77	68.45	16,049.63	66.82	14,238.99	63.4

1、室外通信电源系统	4,459.91	17.34	5,639.69	23.48	4,629.16	20.61
2、室内通信电源系统	13,143.87	51.11	10,409.94	43.34	9,609.82	42.79
其中：自主生产	13,143.87	51.11	4,677.45	19.47	2,818.86	12.55
经销整机产品	-	-	5,732.49	23.86	6,790.97	30.24
二、电力操作电源系统	7,342.02	28.55	6,888.99	28.68	7,701.32	34.29
三、技术服务维护	771.12	3	573.92	2.39	518.17	2.31
四、其它	-	-	508.34	2.12	-	-
<b>合计</b>	<b>25,716.92</b>	<b>100</b>	<b>24,020.88</b>	<b>100</b>	<b>22,458.48</b>	<b>100</b>

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

**表 4：公司毛利构成（万元）**

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	毛利	比例	毛利	比例	毛利	比例
一、通信电源系统	5,822.80	66.28	4,496.41	63.01	3,140.97	51.13
1、室外通信电源系统	1,774.93	20.21	1,776.36	24.89	1,404.63	22.86
2、室内通信电源系统	4,047.87	46.08	2,720.05	38.11	1,736.34	28.26
其中：自主生产	4,047.87	46.08	1,763.81	24.72	940.86	15.32
经销整机产品	-	-	956.24	13.4	795.48	12.95
二、电力操作电源系统	2,678.84	30.49	2,252.13	31.56	2,700.60	43.96
三、技术服务维护	282.94	3.22	248.8	3.49	301.71	4.91
四、其它	-	-	139.17	1.95	-	-
<b>合计</b>	<b>8,784.58</b>	<b>100</b>	<b>7,136.51</b>	<b>100</b>	<b>6,143.27</b>	<b>100</b>

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

## 2、未来公司成长性

**表 5：公司募集资金投向（万元）**

序号	投资项目	项目总投资	投入募集资金	项目建设期
1	智能高频开关电源（220V/110V，48V/24V）系统升级换代及一体化电源建设项目	10,250	10,250	1 年
2	通信基站运营维护增值项目	3,745	3,745	1 年
<b>合</b>	<b>计</b>	<b>13,995</b>	<b>13,995</b>	

资料来源：上市公司招股意向书

## 3、未来公司成长性

**行业前景与市场容量广阔。**通信移动基站的新增、电话交换机的扩容与升级、数据传输线路的建设、通信网络和广电网络的数字化、智能化技术改造、广播电视发射设备和转接设备配置的更换、电力调度通信、铁路和轨道交通通信系统控制建设等均需要通信电源系统，这为我国通信电源系统行业的发展提供了广阔的市场空间。

**国家产业政策鼓励和支持。**通信电源系统行业受国家产业政策鼓励和支持。主要政策有：国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2005 年本）》和国家发改委、科技部、商务部、国家知识产权局联合发布的《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2007 年度）》，国务院审议通过的《电子信息产业调整振兴规划》。

**市场需求稳定增长。**现有 GSM 网络的改造与新建、3G 网络和基站的大规模建设、“三网融合”及“村村通工程”展开、电力调度通信、铁路电气化等为我国通信电源系统行业的发展提供了市场空间，将使本行业面临较长时期的景气周期。

## 四、风险因素

**产业政策风险。**公司产品和技术均属于国家产业政策鼓励发展的方向。公司所处行业属于通信与电力设备制造行业，与国家通信、电力产业政策密切相关，一旦国家调整相关产业政策，将对公司的经营产生一定影响。

**核心技术失密的风险。**通过长期研发和生产经验的积累，公司在通信电源系统、电力操作电源系统的研发和制造工序等方面形成了核心技术，它们由公司研发人员、各道工序的专业技术人员和部分操作人员掌握。公司建立和完善了一整套严密的技术管理制度，避免核心技术掌握在少数人手中，执行严格的技术保密制度，以防止核心技术外泄。此外，公司还采取了一系列的激励措施，保证了核心技术人员和研发人员队伍的稳定，如果发生技术人员或操作人员的流失，将可能产生核心技术失密的风险。

**通信电源系统客户相对集中的风险。**2007 年度、2008 年度、2009 年度，中国移动、中国电信和中国联通均为公司的前五大客户，公司向三大运营商的销售规模占销售总额的比例分别为 62.00%、67.68%、67.52%，公司存在通信电源系统客户相对集中的风险。

**产品生命周期导致销售价格下降引发毛利率下降的风险。**公司的通信电源系统和电力操作电源系统均属于电力电子产品，随着产品技术的逐步成熟和市场的广泛应用，销售价格会呈现逐步下降的趋势，存在毛利率下降的风险。在市场竞争激烈的情况下，如果未来公司新产品的持续开发能力出现下降、成本优化空间减少，可能导致公司产品毛利率出现一定程度的下降，从而影响公司业务收入和利润水平。

## 五、公司盈利预测

表 6：2010-2012 年盈利预测（单位：百万元）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	258	346	583	774
营业成本	170	234	404	539
营业税金及附加	2	2	4	5
营业费用	16	23	38	50
管理费用	18	21	36	49
财务费用	2	-3	1	-0
资产减值损失	3	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	47	63	96	126
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	48	64	96	126
所得税	7	10	14	18
净利润	41	54	82	108
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	41	54	82	108
EBITDA	52	64	100	128
总股本（百万）	50	66.8	66.8	66.8
EPS（元）	0.82	0.81	1.23	1.61

资料来源：国都证券

## 六、估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测，公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.81、1.23、1.61 元/股。公司行业前景与市场容量广阔，市场需求稳定增长，通信电源系统行业受国家产业政策鼓励和支持。公司的风险在于产业政策风险，核心技术失密的风险，通信电源系统客户相对集中的风险以及产品生命周期导致销售价格下降引发毛利率下降的风险。

我们给予公司 2010 年每股收益 25-30 倍 PE 为询价依据，建议网下询价区间为 20.27-24.32 元/股，中枢价值为 22.29 元。

## 国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

## 国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			