

2010年4月20日

**A**
**未有评级**

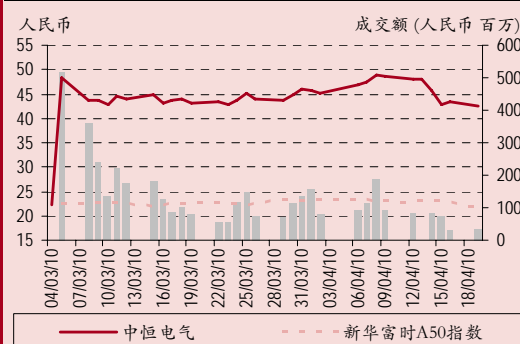
002364.SZ- 人民币 42.50

韩玲\*

(8621) 6860 4866 分机 8595

ling.han@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208060270

**股价相对指数表现 (A 股)**


资料来源: 彭博及中银国际研究

**股价表现 (A 股)**

|            | 今年至今 | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------------|------|------|------|-------|
| 绝对(%)      | n.a  | (1)  | n.a  | n.a   |
| 相对新华富时     | n.a  | 4    | n.a  | n.a   |
| A50 指数 (%) |      |      |      |       |

资料来源: 彭博及中银国际研究

**重要数据**

|                   |       |
|-------------------|-------|
| 发行股数(百万)          | 66.8  |
| 流通股(%)            | 58.91 |
| 流通股市值(人民币 百万)     | 1,672 |
| 3 个月日均交易额(人民币 百万) | 125   |
| 净负债比率(%)          | 净现金   |
| 主要股东(%)           |       |
| 杭州中恒科技投资有限公司      | 41.09 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*李博是本报告重大贡献者

**中银国际证券有限责任公司**

# 中恒电气

新市场和新产品提升增长空间, 但估值偏高

中恒电气专注于高频开关电源行业。通信电源市场未来增长平稳, 公司这个领域的增长将主要依靠新市场和新产品, 比如壁挂电源和高压直流电源产品。在电力系统电源领域, 传统电力系统需求增速较慢, 增长将主要来自轨道交通和冶金非电力行业的用电系统。公司虽然近两年业绩将保持较快速度增长, 但按照公司 2010-2012 年 0.81、1.20 和 1.53 元的盈利预测, 目前估值偏高。

**主要发现**

- 公司专注于高频开关电源行业, 主营产品包括通信电源系统、电力操作电源系统等。
- 通信电源行业增速平稳, 预计未来年增速 5% 左右。行业内企业竞争格局也较稳定。
- 高压直流电源在通信领域的市场潜力大。目前通信领域普遍使用传统的交流供电 UPS, 假设 10% 的 UPS 被 HVDC 替代, 市场规模将达到 2.9 亿, 市场潜力大。目前市场只有中恒、爱默生和中兴进入, 短期内将被这三家企业将瓜分。该产品将成为公司新的增长点。
- 电力操作电源的增长主要来自非电力系统。目前公司来自电力客户的收入占 50%, 我们预计该市场增速较平稳, 增长将主要来自于轨道交通和冶金非电力行业的用电系统。综合考虑, 我们预计今年公司电力操作电源系统的收入增速有望达到 30%。
- 电动汽车充电机产品短期利润贡献不大。我们判断该产品未来会成为公司业绩的增长点, 但该业务的进展主要还将取决于充电站的推广速度, 短期影响不大。
- 我们认为今年公司的毛利率将面临较大压力。目前通信系统大都采用集采的形式采购产品, 产品价格出现了较大幅度降低, 毛利率要依靠新产品的维持。
- 按照公司 2010-2012 年 0.81、1.20 和 1.53 元的盈利预测, 目前股价对应于 2010 年的市盈率为 52 倍, 估值偏高。

**图表 1. 投资摘要**

| 年结日: 12 月 31 日  | 2008   | 2009     | 2010E  | 2011E | 2012E |
|-----------------|--------|----------|--------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 241    | 258      | 352    | 550   | 753   |
| 变动(%)           |        | 6.9      | 36.5   | 56.1  | 36.9  |
| 净利润(人民币 百万)     | 32     | 41       | 54     | 80    | 102   |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.64   | 0.82     | 0.81   | 1.20  | 1.53  |
| 变动(%)           |        | 28.7     | (0.9)  | 48.0  | 26.8  |
| 市盈率(倍)          | 66.6   | 51.7     | 52.2   | 35.3  | 27.8  |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.27   | (0.22)   | 0.34   | 0.57  | 0.70  |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 157.12 | (197.57) | 124.90 | 74.88 | 60.41 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 53.7   | 43.6     | 42.4   | 30.3  | 22.9  |
| 每股股息(人民币)       | 0.00   | 0.67     | 0.24   | 0.36  | 0.46  |
| 股息率(%)          | 0.00   | 1.57     | 0.57   | 0.85  | 1.08  |

资料来源: 公司数据及万得资讯

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

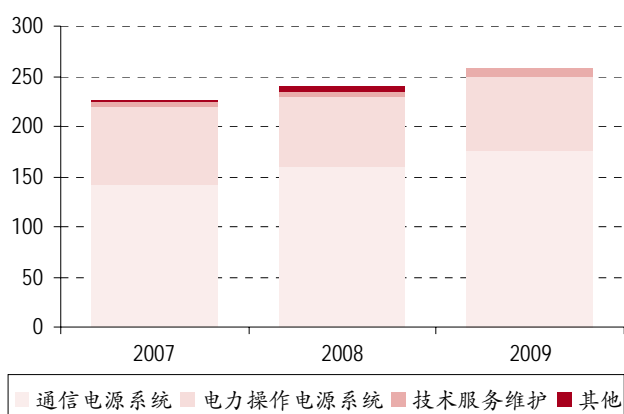
买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

## 公司简介

中恒电气是一家集高频开关电源科研开发、生产经营、技术服务为一体的高新技术企业。公司专注于高频开关电源行业，经过十余年的积累，从一个国际著名品牌的区域经销商，逐渐发展成为拥有自主知识产权、具备自主创新能力、拥有优质核心客户、可以独自面对全国市场的专业高频开关电源系统生产商。公司于今年3月在深圳证券交易所上市，目前总股本为6,680万股，流通股本为1,344万股。

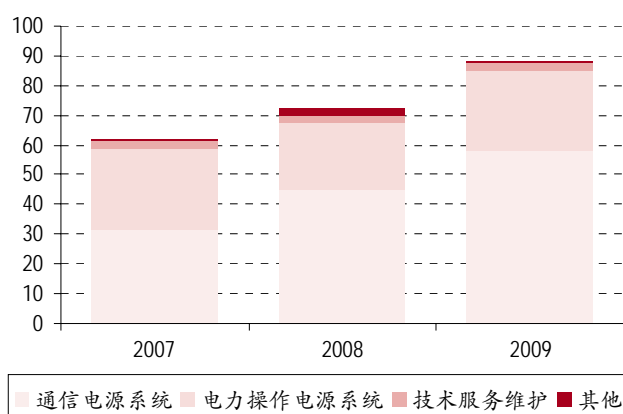
公司的主营业务包括通信电源系统、电力操作电源系统和技术服务维护等。其中通信电源系统是公司最主要的业务，去年对营业收入和营业利润的贡献分别达到68%和66%。各主要产品近年来主营业务收入和利润情况如下所示。

图表2. 公司主营业务收入变化



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表3. 公司主营业务利润变化



资料来源：公司数据，中银国际研究

## 通信电源行业增速平稳

我们预计未来几年通信电源系统投资年增速5%左右。其中3G领域的投资也将较平稳进行，不会带来通信领域投资增速的大幅提升。

竞争格局较稳定。目前我国通信电源系统中，外资电源厂商如艾默生、中达电通等占主导地位，市场份额较大，约40%左右。08年公司市场占有率3.58%，行业内排名第六，近两年市场份额也变化不大。由于各省公司单独采购，采购方与供货方建立了长期的伙伴关系，因此预计基于目前的采购模式我们认为各公司市场份额不会出现较大变化。公司市场占有率领先的省份主要在浙江和江苏省，其中浙江占40%，江苏20-30%。

公司的优势在于可以及时根据市场需求进行产品集成创新。公司专注于高频开关电源技术研究，将市场需求和自有技术革新相结合，不断将市场需求的技术内化为企业可实现的高新技术，通过对各种现有技术的有效集成，形成有市场竞争力的高频开关电源新产品。近几年，结合市场需求，公司开发的新产品有：室外通信电源系统、壁挂通信电源系统、高压直流电源等。新产品的开发满足了客户的实际需要，丰富了公司的产品线，为公司带来新的利润增长点。

## 高压直流电源在通信领域的市场潜力大

高压直流电源（HVDC）是专为通信机房数据服务器、监控管理等设备设计的供电电源，该电源可以完全取代传统的交流供电 UPS。与 UPS 相比，HVDC 具有成本低、可靠性高、维护方便、使用效率高等特点。公司自主研发该产品，目前已开始小批量生产，产品已在江苏省试用。目前通信领域 UPS 每年新增的采购额 60 亿左右，其中可被 HVDC 替代的场合约占 70%，相同功率下 HVDC 的售价约为 UPS 的 70%，假设 10% 使用 HVDC，其市场规模将达到 2.9 亿，市场潜力大。目前市场上只有中恒、爱默生和中兴进入，短期内这三家企业将瓜分这个市场。

## 成功开拓新市场

在通信电源市场，由于采购方和供货方的合作关系比较稳定，对于供货方通常拓展新的市场难度很大，但公司通过与伊顿施威特克的协议有效的拓展了市场。2009 年 1 月，公司与伊顿施威特克签订协议，实现了伊顿施威特克室内通信电源系统的生产、销售及业务向公司的全面转移。公司产品的销售区域得以进一步扩大，新增了湖南、湖北、山东、山西、广东、广西、河北、江西、西藏、四川、甘肃、河南等省份。截至 2009 年末，公司新接收的市场上通信电源系统产品累计获得订单 4,262 万元，预计未来随着公司在新接收市场开拓的不断深入，新接收市场的销售规模将进一步提高。

## 电力操作电源的增长主要来自非电力系统

电力操作电源系统广泛应用于发电、输变电、配电的各个环节，还广泛应用于铁路、轨道交通、采矿、冶金、石化等非电力行业的用电系统。目前公司来自电力客户的收入占 50%，我们预计该市场增速较平稳，公司大力发展的是轨道交通和冶金非电力行业的用电系统，近两年这两块市场都将保持较高的景气度。综合考虑，我们预计今年公司电力操作电源系统的收入增速有望达到 30%。

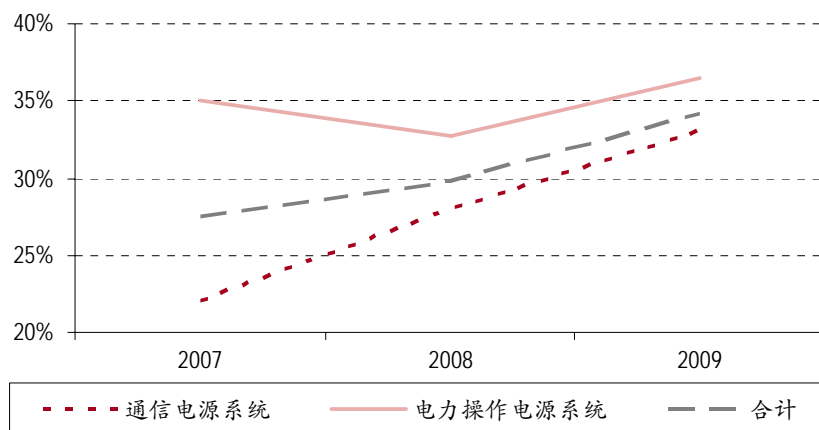
## 充电机产品短期利润贡献不大

公司 08 年即介入了电动汽车充电站领域,当时是与其他公司合作建设了充电站,公司提供充电机产品。作为电力操作电源系统领域的主要企业,公司在充电机领域拥有先发优势,技术方面也与奥特迅不相上下。我们判断该产品未来会成为公司业绩的增长点,但该业务的进展主要还将取决于充电站的推广速度,短期来看对公司利润贡献不大。

## 今年产品毛利率压力大

公司产品的综合毛利率在 30%左右,其中电力操作电源系统的毛利率高于通信电源产品。去年,随着毛利率较高的新产品销售比重的上升,公司产品的毛利率由 2008 年的 29.8% 上升至 34.2%。但我们认为今年公司产品的毛利率将面临较大压力,目前通信系统大都采用集采的形式采购产品,产品价格出现了较大幅度降低。

图表 4. 公司产品毛利率情况



资料来源: 公司数据

## 募投项目进度低于预期

募投项目进展低于预期,目前还没有施工许可证,预计 6 月份拿到施工许可证。因此产能形成了暂时的瓶颈,但公司可能通过租借附近企业的厂房来开展业务。

## 初步结论

公司通信电源系统领域的收入增长将主要依靠新市场和新产品,公司通过与伊顿施威特克的协议有效的拓展了新市场,壁挂电源和高压直流电源产品等新产品也为公司的发展提供了动力。在电力系统电源领域,传统电力系统需求增速较慢,增长将主要来自于轨道交通和冶金非电力行业的用电系统。按照公司 2010-2012 年 0.81、1.20 和 1.53 元的盈利预测,目前的股价对应于 2010 年的市盈率为 52 倍,估值偏高。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 4 月 16 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。



## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371