

中恒电气 (002364) / 电气设备 交付延后致 Q1 业绩波动, 饱满订单支撑全年高增

评级: 增持 (维持)

市场价格: 12.26

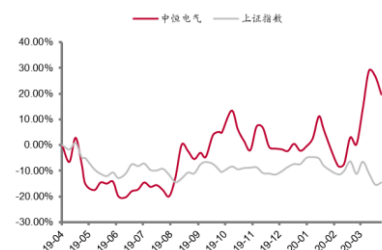
分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

Email: suchen@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	564
流通股本(百万股)	515
市价(元)	12.97
市值(百万元)	7309
流通市值(百万元)	6683

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	866.11	984.08	1,157.67	1,905.85	2,751.06
增长率 yoy%	-2.81%	13.62%	17.64%	64.63%	44.35%
净利润	63.77	76.62	77.74	185.88	263.47
增长率 yoy%	-59.71%	20.15%	1.46%	139.10%	41.74%
每股收益(元)	0.11	0.14	0.14	0.33	0.47
每股现金流量	-0.09	0.70	0.38	0.86	1.13
净资产收益率	2.72%	3.46%	3.16%	7.18%	9.54%
P/E	114.6	95.4	94.0	39.3	27.7
PEG	2.64	1.85	20.26	0.29	0.66
P/B	3.1	3.3	3.0	2.8	2.6

备注: 股价取自 2020 年 3 月 30 日收盘价

投资要点

- **事件: 公司发布公告, 收到“中国移动 2020 年至 2021 年组合式开关电源产品集中采购项目”的《中标通知书》, 公司中标份额为 40%, 投标报价为 3.62 亿元 (不含税)。**
- **本次中标份额高达 40%, 大超市场预期。** 历史来看, 公司在三大运营商中标份额在 10%-20%, 以今年 1 月“中国移动 2019-2020 年一体化电源集采项目”为例, 公司在三个标包的中标份额分别为 19.57%/14.49%/17.39%。根据中国移动采购与招标网, 本次组合式开关电源集采规模约 3.75 万套, 采购内容为 48V 组合式开关电源, 公司中标份额高达 40%, 其余 3 位中标候选人为中兴通信、维谛技术、铭普光磁, 份额分别为 30%/20%/10%, 投标价分别为 3.31/3.98/3.80 亿元。本次招标公司份额位居第一, 大超市场预期。
- **5G 基站电源优势验证, Q1 订单已超 2019 全年。** 5G 基站作为新基建重要环节, 2020 年建设数量有望超 70 万个, 催生广阔配套电源需求; 公司本次中标份额位居第一, 凸显在 5G 基站电源领域优势地位, 为全年中标格局奠定基础。根据互动易平台, 公司 2020 年一季度通信电源订单已超过 2019 年全年, 2020 年订单有望持续超预期, 从而支撑 2020 年业绩高增。
- **交付节奏延后致业绩波动, 饱满订单支撑 Q2 及全年高增。** 2020 年一季度业绩预计亏损原因主要为: 1) 疫情导致上下游企业复工延迟、货运受限, 公司产品交付有所延后; 2) 新基建带来 5G 基站电源与 IDC 供电系统需求爆发, 公司订单结构变化, 交付周期有所调整。根据互动易平台, 截至 3 月 24 日公司通信电源新增订单量已超过去年全年、数据中心供电系统新增订单量达到去年全年的一半。公司新签及在手订单饱满, 二季度起业绩将进入增长快车道。
- **绑定 BAT 等龙头客户, 受益于 IDC 供电系统需求爆发。** “新基建”及疫情因素影响下, 数据中心供电系统需求迎来爆发。公司为国内 HVDC 龙头, 与 BAT、数据港等核心客户建立深度合作。2019 年公司联合阿里推出新一代的数据中心供电系统 (巴拿马系统, 具有一体化、高效、高可靠性等特点), 在投资成本与安装空间方面具有显著优势, 有望进一步提升公司份额, 将充分受益于行业需求爆发。
- **投资建议: 公司为 5G 基站电源与 IDC 供电系统领导者, 本次高份额中标验证了公司在 5G 基站电源领域优势地位, 将充分受益于“新基建”中 5G 基站、IDC、充电桩等多环节需求爆发。一季度交付节奏延后致业绩短暂波动, 新签订单大超预期将支撑二季度及全年业绩高增。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润将分别达 0.78/1.86/2.63 亿元, EPS 分别为 0.14/0.33/0.47 元, 对应 2020 年 3 月 30 日收盘价 PE 分别为 94.0/39.3/27.7 倍, 维持增持评级。**
- **风险提示: 5G 基站建设不及预期、IDC 建设不及预期、电网投资不及预期**

图表 1: 公司财务预测 (金额: 百万元)

2020年3月30日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润表											
营业收入	866.1	984.1	1,157.7	1,905.9	2,751.1	成长性					
减:营业成本	580.6	657.4	780.1	1,280.3	1,850.8	营业收入增长率	-2.8%	13.6%	17.6%	64.6%	44.3%
营业税金	10.4	8.3	12.1	19.6	28.3	营业利润增长率	-77.7%	173.9%	-23.7%	150.7%	44.2%
销售费用	78.0	96.3	104.2	171.5	247.6	净利润增长率	-59.7%	20.1%	1.5%	139.1%	41.7%
管理费用	153.8	69.7	196.8	324.0	460.8	EBITDA增长率	-85.0%	571.0%	-62.1%	126.5%	34.5%
财务费用	-20.2	-20.0	-35.5	-51.8	-72.7	EBIT增长率	-106.5%	-1629.8%	-78.1%	269.4%	46.0%
资产减值损失	50.1	21.2	45.0	10.0	10.0	NOPLAT增长率	-91.9%	375.8%	-43.9%	269.4%	46.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.8%	-29.4%	-2.0%	7.4%	3.0%
投资和汇兑收益	-2.6	11.5	11.9	15.0	15.0	净资产增长率	-1.0%	-6.0%	11.0%	4.6%	6.1%
营业利润	31.9	87.5	66.7	167.3	241.2	利润率					
加:营业外净收支	28.1	0.4	9.1	10.0	11.1	毛利率	33.0%	33.2%	32.6%	32.8%	32.7%
利润总额	60.1	87.8	75.8	177.3	252.3	营业利润率	3.7%	8.9%	5.8%	8.8%	8.8%
减:所得税	1.1	16.8	1.4	3.4	4.8	净利润率	7.4%	7.8%	6.7%	9.8%	9.6%
净利润	63.8	76.6	77.7	185.9	263.5	EBITDA/营业收入	3.1%	18.3%	5.9%	8.1%	7.5%
						EBIT/营业收入	-1.1%	14.5%	2.7%	6.1%	6.1%
资产负债表											
货币资金	349.4	742.1	954.4	1,437.2	2,074.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	96	75	53	24	10
应收账款	759.4	815.3	779.7	1,020.3	1,058.3	流动资产周转天数	562	456	289	164	111
应收票据	46.5	13.3	57.1	38.2	99.3	流动资产周转天数	831	767	661	503	452
预付账款	14.0	7.1	18.0	23.2	36.3	应收账款周转天数	294	288	248	170	136
存货	281.6	317.1	246.4	464.9	460.5	存货周转天数	117	110	88	67	61
其他流动资产	700.5	147.8	150.0	140.0	50.0	总资产周转天数	1,107	955	845	635	548
可供出售金融资产	-	-	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	731	591	412	257	187
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	29.9	7.7	0.9	-6.7	-19.0	ROE	2.7%	3.5%	3.2%	7.2%	9.5%
投资性房地产	55.4	76.7	76.7	76.7	76.7	ROA	2.2%	2.8%	2.6%	4.5%	5.4%
固定资产	220.0	189.7	150.8	103.8	56.1	ROIC	0.7%	2.9%	2.3%	8.6%	11.8%
在建工程	3.9	18.0	168.0	318.0	468.0	费用率					
无形资产	74.5	73.8	60.1	46.5	32.9	销售费用率	9.0%	9.8%	9.0%	9.0%	9.0%
其他非流动资产	137.9	138.5	223.6	170.8	148.7	管理费用率	17.8%	7.1%	17.0%	17.0%	16.8%
资产总额	2,673.2	2,547.0	2,885.7	3,832.8	4,542.5	财务费用率	-2.3%	-2.0%	-3.1%	-2.7%	-2.6%
短期债务	-	-	-	324.9	718.7	三费/营业收入	24.4%	14.8%	22.9%	23.3%	23.1%
应付账款	194.3	231.3	273.7	666.8	692.8	偿债能力					
应付票据	18.1	13.7	24.0	47.1	76.3	资产负债率	11.3%	12.4%	14.2%	32.4%	39.5%
其他流动负债	83.5	66.5	86.8	100.4	109.5	负债权益比	12.7%	14.2%	16.6%	48.0%	65.3%
长期借款	-	-	17.9	97.3	191.3	流动比率	7.27	6.56	5.73	2.74	2.37
其他非流动负债	5.5	5.5	7.6	6.2	6.4	速动比率	6.32	5.54	5.09	2.33	2.08
负债总额	301.4	317.0	410.1	1,242.6	1,795.1	利息保障倍数	0.46	-7.15	-0.88	-2.23	-2.32
少数股东权益	28.6	17.2	13.8	1.8	-14.1	分红指标					
股本	563.6	563.6	563.6	563.6	563.6	DPS(元)	0.10	0.10	0.09	0.25	0.33
留存收益	1,780.9	1,799.3	1,898.3	2,024.8	2,197.9	分红比率	88.4%	70.6%	64.8%	74.6%	70.0%
股东权益	2,371.8	2,230.0	2,475.6	2,590.2	2,747.4	股息收益率	0.8%	0.7%	0.7%	1.9%	2.5%
现金流量表											
净利润	58.9	71.1	77.7	185.9	263.5	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
加:折旧和摊销	40.4	41.6	36.7	38.5	38.5	EPS(元)	0.11	0.14	0.14	0.33	0.47
资产减值准备	50.1	21.2	-	-	-	BVPS(元)	4.16	3.93	4.37	4.59	4.90
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	114.6	95.4	94.0	39.3	27.7
财务费用	0.0	0.0	-35.5	-51.8	-72.7	PB(X)	3.1	3.3	3.0	2.8	2.6
投资收益	2.6	-11.5	-11.9	-15.0	-15.0	P/FCF	-35.1	11.5	59.5	14.8	10.3
少数股东损益	-4.9	-5.6	-3.4	-12.0	-15.9	P/S	8.4	7.4	6.3	3.8	2.7
营运资金的变动	-114.5	524.6	46.3	53.3	81.0	EV/EBITDA	207.6	32.0	90.6	39.8	29.0
经营活动产生现金	4.7	94.0	110.1	198.9	279.4	CAGR(%)	43.5%	51.6%	4.6%	133.9%	42.4%
投资活动产生现金	1.6	521.8	-122.4	-112.8	-112.2	PEG	2.6	1.8	20.3	0.3	0.7
融资活动产生现金	-57.6	-220.1	224.6	396.7	470.2	ROIC/WACC	0.1	0.3	0.2	0.8	1.1
						REP	43.4	15.6	21.5	5.3	3.7

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。