

中恒电气 (002364) / 电气设备

5G 电源优势验证, HVDC 龙头弹性可期

评级: 增持 (维持)

市场价格: 12.26

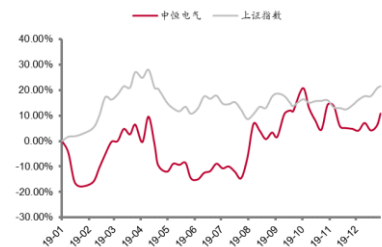
分析师: 苏晨

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)	12.26
市值(百万元)	6909
流通市值(百万元)	6317

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 切入信产供应链, 泛在参与度有望提升——2019.12.18
- 综合能源项目落地, 验证泛在建设实力——2019.09.26
- 通信电源领导者, 能源互联弄潮儿——2019.08.06

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	1,177.20	1,687.21	2,234.80
增长率 yoy%	-2.81%	13.62%	19.62%	43.32%	32.46%
净利润	63.77	76.62	108.63	183.94	249.30
增长率 yoy%	-59.71%	20.15%	41.76%	69.34%	35.53%
每股收益(元)	0.11	0.14	0.19	0.33	0.44
每股现金流量	-0.09	0.70	0.35	0.59	0.73
净资产收益率	2.72%	3.46%	4.37%	7.10%	9.12%
P/E	108.3	90.2	63.6	37.6	27.7
PEG	2.52	1.85	1.38	0.57	0.77
P/B	2.9	3.1	2.8	2.7	2.5

备注:

投资要点

- **事件: 公司发布公告, 成为“中国移动 2019 年至 2020 年一体化电源产品集中采购”中标候选人, 分别在第一/二/三标包中标 5026/15781/3117 万元, 份额分别为 19.57%/14.49%/17.39%, 合计中标 2.39 亿元。**
- **中国移动首次 5G 一体化电源招标, 前三份额验证公司领先地位。**本次招标项目为中国移动 2019 年至 2020 年一体化电源产品集中采购, 包含整体式 1kW、模块拼装式 2kW、模块拼装式 3kW 三个标包, 采购数量分别为 18948/29327/5598 套, 合计 58373 套; 采购金额分别为 3.37/13.50/2.00 亿元, 共计 18.87 亿元。公司在三个标包分别中标 5026/15781/3117 万元, 份额分别为 19.57%/14.49%/17.39%, 合计中标 2.39 亿元, 份额分别位列第二/三/三位, 处于第一梯队。本次招标为中国移动首次 5G 一体化电源集中采购, 公司以较高份额中标验证了公司在 5G 基站通信电源领域的领先地位, 且与通信运营商之间合作有望进一步加深。
- **5G 基站大规模铺设带来广阔需求空间, 通信电源龙头充分受益。**2019 年以来我国 5G 商用加速, 根据“看 2020 财经峰会”上原工信部长李毅中演讲数据, 全国将在 7 年内建设 600 万个 5G 基站, 且 2020-2021 年为建设高峰, 我们预计 2020 年有望建设超过 70 万个基站, 对应 5G 基站通信电源需求空间有望达 70 亿元。基于本次中标结果, 按照 10% 份额测算, 有望将为公司带来 7 亿元以上相关订单, 对应公司 2018 年整体营收弹性可达 71%。公司深耕通信电源领域多年, 先发优势及客户优势凸显, 已针对 5G 基站高能耗、空间敏感等特点推出设备能源融合、能源极简的一体化解决方案与 5G-PAD 智能化能源产品, 将充分受益于行业需求爆发式增长。
- **电力信息化深度参与, 全力支持泛在全面建设。**公司积极布局能源互联网, 推动软硬件融合和业务协同, 借助现代通信与物联网技术, 依托子公司中恒博瑞在电力信息化领域的丰富经验与能源互联网一体化平台, 构建以自主设备为基础、融合连接各合作方的泛在电力物联网体系生态。2020 年将进入泛在电力物联网全面建设阶段的大背景下, 公司有望凭借中恒博瑞的资质优势与能源互联网的前瞻布局成果深度参与泛在平台层(精益管理)、应用层(综合能源服务、线损监测)建设。
- **HVDC 发力 IDC, 巴拿马系统带来业绩新增量。**公司深耕通信电源领域多年, 为高压直流电源技术(HVDC)领导者, 随着全球大数据等分布式计算场景迅速扩张, 数据中心电源需求带来显著增量。今年 11 月阿里联合公司推出 IDC 一体化供电解决方案巴拿马系统, 可大幅减少配电链路成本与安装空间, 在巩固 HVDC 领域龙头地位的同时有望在大型 IDC 供电领域中获得份额的进一步提升。
- **投资建议:** 公司为国内 HVDC 龙头, 在通信基站电源与 IDC 供电方案领域优势明显, 未来将充分受益于 5G 商用加速与数据规模扩张; 中恒博瑞深耕电力信息化多年, 具备泛在整体解决方案能力, 有望全力支持泛在全面推进。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润将分别达 1.09/1.84/2.49 亿元, EPS 分别为 0.19/0.33/0.44 元, 对应 2020 年 1 月 7 日收盘价 PE 分别为 63.6/37.6/27.7 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, 泛在电力物联网建设不及预期

图表 1: 公司财务预测 (金额: 百万元)

2020年1月7日											
利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	866.1	984.1	1,177.2	1,687.2	2,234.8	成长性					
减:营业成本	580.6	657.4	772.1	1,087.4	1,440.1	营业收入增长率	-2.8%	13.6%	19.6%	43.3%	32.5%
营业税费	10.4	8.3	12.3	17.3	23.0	营业利润增长率	-77.7%	173.9%	10.7%	70.8%	37.6%
销售费用	78.0	96.3	111.8	160.3	212.3	净利润增长率	-59.7%	20.1%	41.8%	69.3%	35.5%
管理费用	153.8	69.7	209.5	298.6	394.4	EBITDA增长率	-85.0%	571.0%	-45.4%	55.1%	27.2%
财务费用	-20.2	-20.0	-35.5	-51.8	-72.7	EBIT增长率	-106.5%	-1629.8%	-57.0%	85.1%	36.5%
资产减值损失	50.1	21.2	25.0	25.0	25.0	NOPLAT增长率	-91.9%	375.8%	10.2%	85.1%	36.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.8%	-29.4%	0.9%	11.0%	8.2%
投资和汇兑收益	-2.6	11.5	15.0	15.0	15.0	净资产增长率	-1.0%	-6.0%	12.0%	3.8%	4.9%
营业利润	31.9	87.5	96.8	165.4	227.7	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%	34.4%	35.6%	35.6%
利润总额	60.1	87.8	105.9	175.4	238.8	营业利润率	3.7%	8.9%	8.2%	9.8%	10.2%
减:所得税	1.1	16.8	2.0	3.3	4.5	净利率	7.4%	7.8%	9.2%	10.9%	11.2%
净利润	63.8	76.6	108.6	183.9	249.3	EBITDA/营业收入	3.1%	18.3%	8.3%	9.0%	8.7%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	-1.1%	14.5%	5.2%	6.7%	6.9%
货币资金	349.4	742.1	939.7	1,272.3	1,685.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	96	75	52	27	13
应收账款	759.4	815.3	819.7	1,055.0	1,155.0	流动营业资本周转天数	562	456	290	200	158
应收票据	46.5	13.3	58.3	44.3	91.6	流动资产周转天数	831	767	653	546	504
预付账款	14.0	7.1	17.7	17.3	29.1	应收账款周转天数	294	288	200	200	178
存货	281.6	317.1	240.6	363.5	356.5	存货周转天数	117	110	85	64	58
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	834	694	623
可供出售金融资产	-	-	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	731	591	411	304	251
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%	4.4%	7.1%	9.1%
投资性房地产	55.4	76.7	76.7	76.7	76.7	ROA	2.2%	2.8%	3.6%	4.8%	5.7%
固定资产	220.0	189.7	150.8	103.8	56.1	ROIC	0.7%	2.9%	4.5%	8.3%	10.2%
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%	9.5%	9.5%	9.5%
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%	17.8%	17.7%	17.7%
资产总额	2,673.2	2,547.0	2,906.2	3,601.4	4,130.8	财务费用率	-2.3%	-2.0%	-3.0%	-3.1%	-3.3%
短期债务	-	-	-	265.5	571.6	二费/营业收入	24.4%	14.8%	24.3%	24.1%	23.9%
应付账款	194.3	231.3	268.6	530.2	527.7	偿债能力					
应付票据	18.1	13.7	23.6	36.8	59.2	资产负债率	11.3%	12.4%	14.1%	28.0%	34.1%
其他流动负债	83.5	66.5	87.7	89.2	96.4	负债权益比	12.7%	14.2%	16.4%	38.9%	51.8%
长期借款	-	-	21.0	81.1	149.1	流动比率	7.27	6.56	5.86	3.14	2.68
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	5.23	2.74	2.40
负债总额	301.4	317.0	408.5	1,008.9	1,410.5	利息保障倍数	0.46	-7.15	-1.73	-2.19	-2.13
少数股东权益	28.6	17.2	12.5	0.6	-14.4	分红指标					
股本	563.6	563.6	563.6	563.6	563.6	DPS(元)	0.10	0.10	0.12	0.24	0.31
留存收益	1,780.9	1,799.3	1,921.6	2,028.3	2,171.2	分红比率	88.4%	70.6%	64.8%	74.6%	70.0%
股东权益	2,371.8	2,230.0	2,497.6	2,592.5	2,720.4	股息收益率	0.8%	0.8%	1.0%	2.0%	2.5%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	58.9	71.1	108.6	183.9	249.3	EPS(元)	0.11	0.14	0.19	0.33	0.44
加:折旧和摊销	40.4	41.6	36.7	38.5	38.5	BVPS(元)	4.16	3.93	4.41	4.60	4.85
资产减值准备	50.1	21.2	-	-	-	PE(X)	108.3	90.2	63.6	37.6	27.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	3.1	2.8	2.7	2.5
财务费用	0.0	0.0	-35.5	-51.8	-72.7	P/PCF	-33.2	10.9	59.0	19.1	13.8
投资收益	2.6	-11.5	-15.0	-15.0	-15.0	P/S	8.0	7.0	5.9	4.1	3.1
少数股东损益	-4.9	-5.6	-4.7	-11.9	-15.1	EV/EBITDA	207.6	32.0	58.9	38.2	29.9
营运资金的变动	-114.5	524.6	6.6	1.5	-0.4	CAGR(%)	43.0%	48.8%	46.2%	65.6%	36.1%
经营活动产生现金	4.7	94.0	96.7	145.3	184.7	PEG	2.5	1.8	1.4	0.6	0.8
投资活动产生现金	1.6	521.8	-119.3	-112.8	-112.2	ROIC/WACC	0.1	0.3	0.4	0.8	1.0
融资活动产生现金	-57.6	-220.1	220.2	300.1	340.5	REP	43.4	15.6	9.9	4.9	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。