

2016年05月17日

证券研究报告

## 公司研究

储能设备/电源设备/电气设备

投资评级	增持
评级变动	首次评级
总股本	5.23 亿股
流通股本	4.30 亿股
ROE（加权）	12.13%
每股净资产	2.26 元
当前股价	26.50 元

注：上述财务数据截止 2015 年年报

长城国瑞证券研究所

分析师：

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200512010001

研究助理

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

联系人：

孙纯鹏

联系电话：0592-5813105

地址：厦门市莲前西路 2 号  
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

### 中恒电气（002364）

#### ——充电桩业务发展迅猛，能源互联网布局初成

##### 主要观点：

◆2015 年公司实现营业收入 8.42 亿元，比上年同期增长 40.09%；归属于上市公司股东的净利润为 14347.83 万元，比上年度增长 14.14%。2016 年 1 季度归属于上市公司股东的净利润为 4160.27 万元，同比增长 61.33%。我们认为，公司净利润快速增长主要由于公司 2015 年国网充电桩中标订单中的大约 8000 万元于 2016 年一季度确认收入；同时电气行业景气度较高，操作电源和电力软件维持较高增长。

◆国家电网作为做最大的设备投资主体和运营主体，今年明显加快了充电桩建设的进度，全年充电桩招标金额有望超过 50 亿元。我们认为中恒全年国网招标市场份额在 6%左右，中标金额在 3 亿元左右。此外，随着新能源汽车销量不断扩大，充电桩建设也迎来发展快车道，公司将在社会市场不断扩大份额，公司全年充电桩板块营收有望大爆发。

◆通信电源系统一直是公司最主要的收益来源，2015 年实现收入 3.83 亿，占据公司总利润的 45.56%，同比增长 32.1%，销售量同比上升 53.28%，我们预计今年仍将保持 30%以上的快速增长。同时作为电力信息化众多细分市场的龙头企业毛利率达到 57.06%，是该公司各业务板块中最高，远高于并购时 15 年净利润 5600 万的业绩承诺。

◆能源互联网采用线上运营+线下服务的方式，初期以需求侧管理为切入点，同时引入虚拟发电厂、智能微网、自动需求响应等技术，在能源互联网成熟阶段，积极打造能源电商平台，并以智慧城市为最终发展目标。

##### 投资建议：

我们预计在国内能源互联网发展速度符合预期的前提假设下，公司 2016-2017 年的 EPS 分别为 0.394 元、0.580 元，对应 P/E 分别为 67.29 倍、45.66 倍。以目前储能设备行业 41.36 倍的 P/E 中位数来看，公司 2016 年的估值水平已较为均衡，进一步考虑到公司已经在能源互联网方面积极布局、未来显著收益能源互联网发展等因素，我们首次给予其“增持”的投资评级。

**风险提示：**充电设备市场份额不及预期；通信电源毛利率下降。



主要财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	431.89	600.91	841.83	1262.74	1894.12
增长率(%)	9.03%	39.14%	40.09%	50.00%	50.00%
归母净利润(百万元)	88.95	125.71	143.48	206.07	303.71
增长率(%)	3.86%	41.33%	14.14%	43.62%	47.38%
EPS(元)	0.170	0.240	0.274	0.394	0.580
毛利率	46.12%	46.01%	41.84%	44.65%	44.65%
净资产收益率	10.33%	13.07%	12.13%	15.19%	18.83%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所





## 目 录

1 公司基本情况 .....	4
1.1 公司主营业务结构 .....	4
1.2 公司主要财务数据分析 .....	4
2 充电桩爆发式增长，成公司业务新亮点 .....	5
2.1 新能源汽车爆发维持充电桩高景气，国网招标引领板块发展 .....	5
2.2 公司充电桩业务发展迅猛，打造业绩新亮点 .....	7
3 电力电子中流砥柱，主业营收稳步增长 .....	7
3.1 通信电源占半壁江山，4G 基站建设依然火热 .....	7
3.2 高压直流电源技术领先，中高端市场逐步替代 .....	8
4 电力信息化板块稳中有升，巩固细分市场龙头地位 .....	10
5 能源互联网布局新生态，打造公司业绩增长第三极 .....	11
6 盈利预测 .....	13

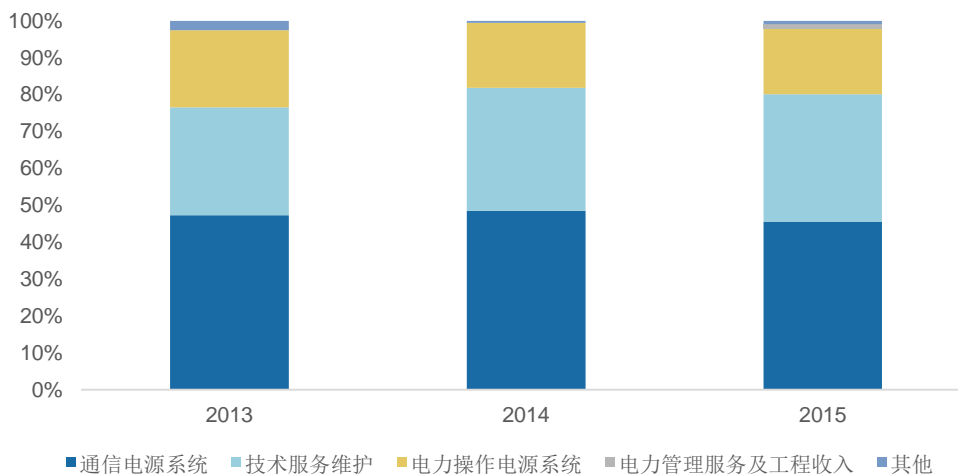


## 1 公司基本情况

### 1.1 公司主营业务结构

公司成立于 1996 年，于 2010 年在深交所上市。公司经过多年的经营，在电力电子业务和电力信息化等领域有着较深的积淀，在通信电源、HVDC、新能源充电设备、继电保护整定计算软件、电力精益生产管理等多个细分市场有着明显的优势。近 3 年来公司核心产品及业务结构没有发生太大变化，通信电源系统、技术服务维护与电力操作电源系统占据了公司 95% 以上的营业收入且三者维持相对稳定的比例。公司经过过去一年的战略调整与布局，在做精做强电力电子和电力信息化两大核心板块基础上，通过公司软硬件资源有机整合，实现从软件和设备供应商向智慧能源综合解决方案服务商升级，将产业转向能源互联网，并初步形成了一定的业务模式。

图 1：近 3 年公司营业收入构成情况

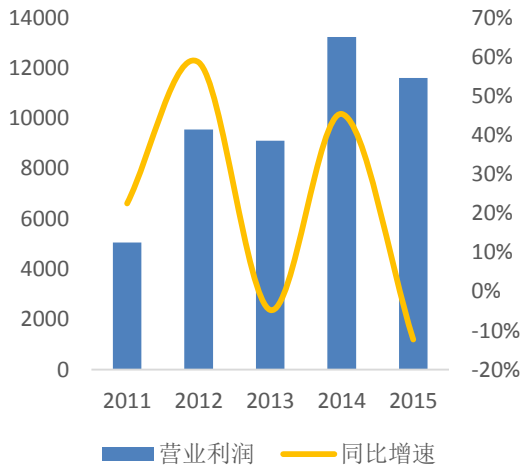


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

### 1.2 公司主要财务数据分析

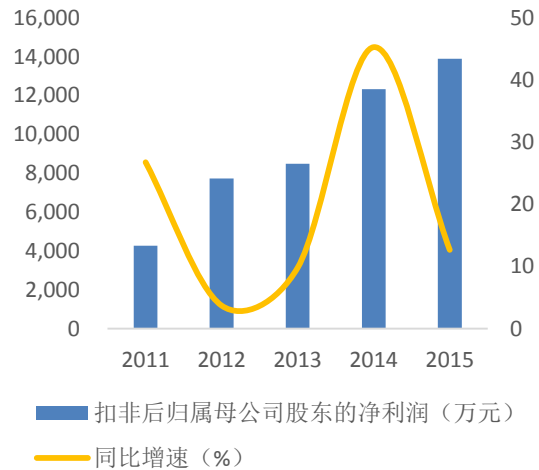
2015 年公司实现营业收入 8.42 亿元，比上年同期增长 40.09%；营业成本 48964.18 万元，比上年度增长 50.92%；归属于上市公司股东净利润为 14347.83 万元，比上年度增长 14.14%。公司 2016 年一季度归属于上市公司股东的净利润为 4160.27 万元，同比增长 61.33%。我们认为，公司净利润快速增长主要由于公司 2015 年国网充电桩中标订单（约 9300 万元）中的大约 8000 万元于 2016 年一季度确认收入；同时电气行业景气度较高，操作电源和电力软件维持较高增长。

图 2：近 5 年来公司营业利润及同比增速变动



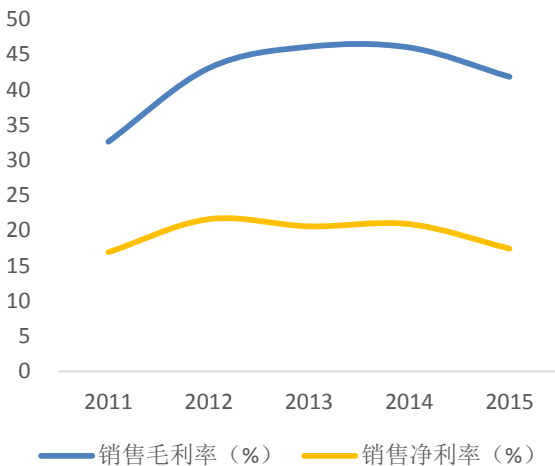
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 3：近 5 年来扣非后归母净利润及同比增速变动



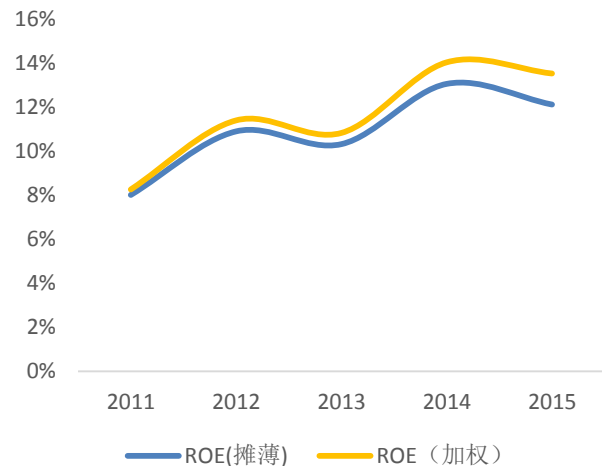
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 4：近 5 年来公司销售毛利率与净利率变动



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 5：近 5 年来公司净资产收益率变动



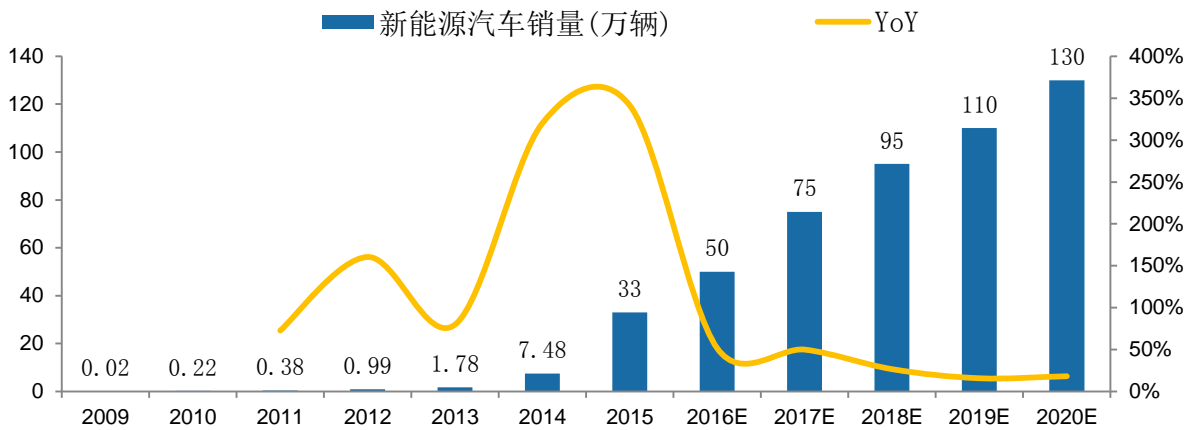
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

## 2 充电桩爆发式增长，成公司业务新亮点

### 2.1 新能源汽车爆发维持充电桩高景气，国网招标引领板块发展

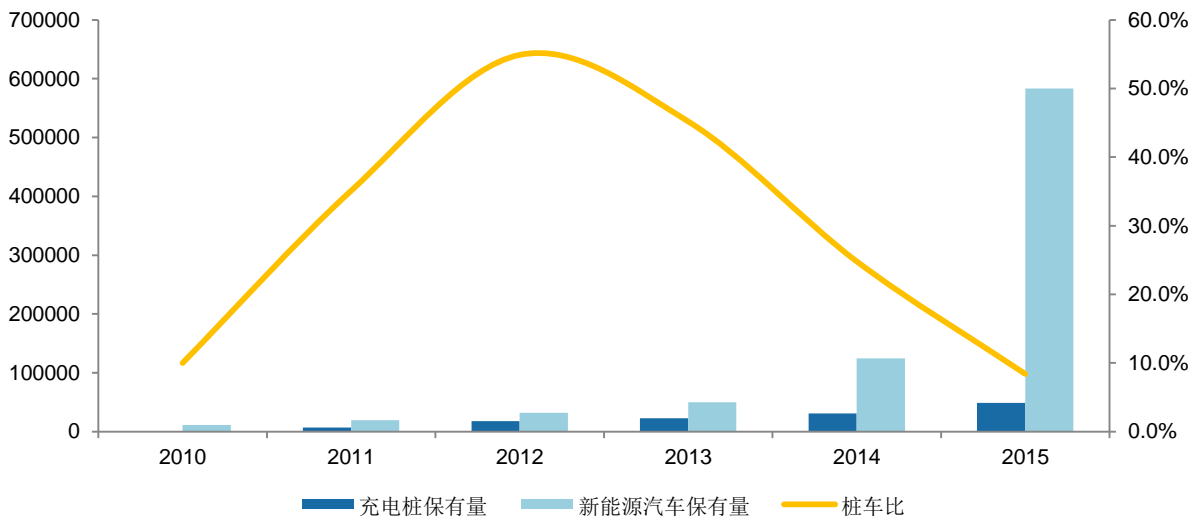
“十二五”期间，我国新能源汽车正式迈入产业化发展阶段，在全社会推广新能源城市客车、混合动力轿车、小型电动车。截止到 2015 年底，我国新能源汽车保有量达 58.32 万辆，而充电桩数量为 49 万台，充换电站 3600 座，显然我国公共充电设施建设还在很大程度上存在缺口。

图 6：我国新能源汽车销量及预测



资料来源：中汽协，长城国瑞证券研究所

图 7：近年来我国光伏组件产量变化 (GW)



资料来源：中汽协、国家电网，长城国瑞证券研究所

《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020 年)》对十三五期间电动汽车充电桩、充电站的发展给出了明确的指标：为满足全国 500 万辆各类电动汽车的充电需求，2015-2020 年将新建包括私人专用充电桩和公共充电桩在内的分散式充电桩 480 万个，新建公用、公交、出租、环卫、物流在内的集中式充换电站共计 1.2 万座。

国家电网作为最大的设备投资主体和运营主体，今年明显加快了充电桩建设的进度，全年充电桩招标金额有望超过 50 亿元。除了在 4 月完成的首轮招标外，今年 5 月、9 月还将有两批充电桩招标。大功率的直流充电设备为国网招标的重点，且直流充电桩的比例仍在逐步提高。目前国网招标的价格在 1.3~1.5 元/W，相比市场价格的 0.9 元/W 对于设备厂家可谓利润丰厚。以中恒电气为例，在 0.9 元/W 的价格下，毛利率可达 30%~40%，而

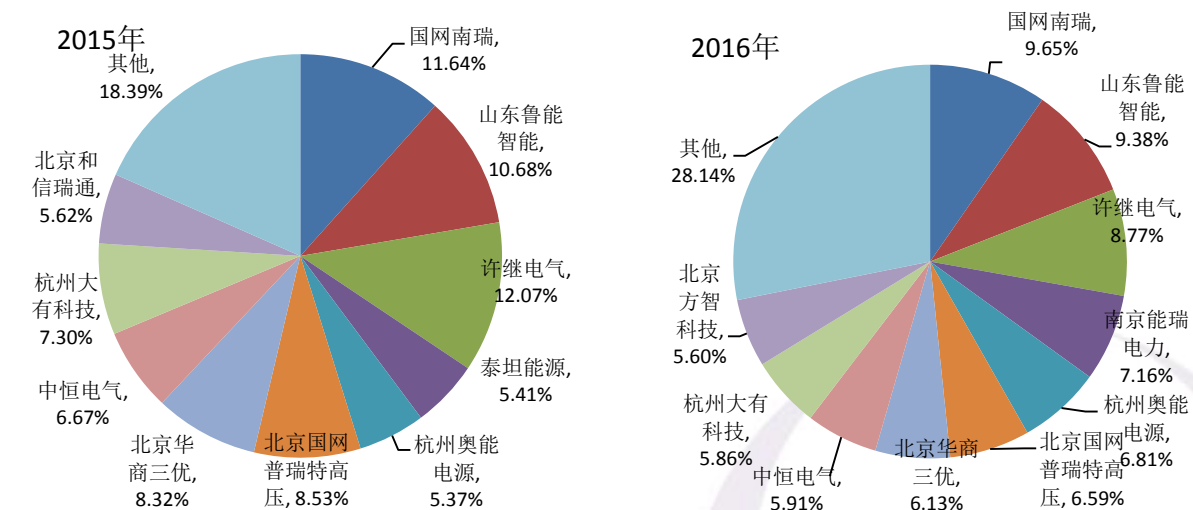
在 1.4 元/W 的价格之下，毛利率有望达到 50%左右。

## 2.2 公司充电桩业务发展迅猛，打造业绩新亮点

公司在新能源电动汽车充电市场的崛起，是来源于公司在电力电子领域长期耕耘，尤其是直流电源领域有着丰富的研发经验和技術基础。公司目前提供直流充电桩、交流充电桩，其中直流充电桩包括一体化直流充电桩（最大输出功率 60kW）和分体式直流充电桩（最大输出功率达到 120kW），交流充电桩可提供从 3.5kW、7kW、41kW 系列产品。

在国网 2016 年首轮充电桩招标中，中标金额为币 5029.19 万元，占比 5.91%，相比去年 6.67% 有小幅下降。从整体中标情况来看，入围企业从去年十五家增加至今年的十七家，且直流充电桩市场竞争十分激烈，同时今年出现了去年入选的四家公司今年落选，新增了五家民营企业，其中竞争可见一斑。中恒电气基本稳定在民营企业中第一方阵，在最近两次招标中份额稳定，公司产品获得一定认可且具备一定价格竞争力，二是该业务已纳入集团整体能源互联网发展规划，与公司能源互联网云平台对接形成云+端模式，有望给该业务注入新活力。预计全年国网招标市场份额在 6%左右，中标金额在 3 亿元左右。此外，随着新能源汽车销量不断扩大，充电桩建设也迎来发展快车道，公司将在社会市场不断扩大份额，公司全年充电桩板块营收有望超过 5 亿元。

图 8：国网公司 2015、2016 充电桩招标市场份额



资料来源：国家电网，长城国瑞证券研究所

## 3 电力电子中流砥柱，主业营收稳步增长

### 3.1 通信电源占半壁江山，4G 基站建设依然火热

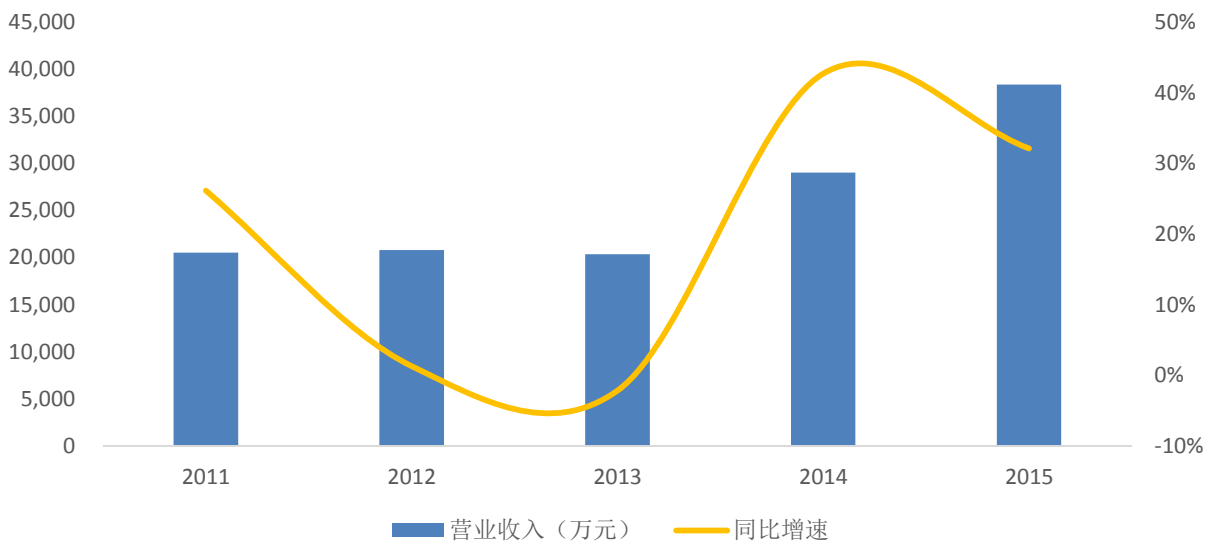
电力电子产品业务板块是中恒电气早期最核心的业务，经过多年深耕，公司在通信电源系统，高压直流电源系统（HVDC），电力用一体化电源和新能源电动汽车充电系统等有



着较为丰富的产品和解决方案，公司尤其在直流电源技术方面有着长期的技术积累与优势。通信电源系统一直是公司最主要的收益来源，2015 年实现收入 3.83 亿，占据公司总收益的 45.56%，同比增长 32.1%，销售量同比上升 53.28%，主要系 2014 年为中国移动备货的成品在本期确认收入。

中恒电气通过不断的技术创新，快速满足客户的个性化需求，为三大运营商、铁塔公司、电厂电网以及石油化工等用户提供了大量的优质的通信电源产品及解决方案，是目前公司营业收入占比最大的业务板块。我们预计今年公司的通信电源系统仍将保持 30% 以上的快速增长。

图 9：近 5 年通信电源营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2016 年，中国移动将新建 4G 基站 30 万个；中国电信计划新建基站 13 万个；联通在 2016-2017 两年将建设基站 46.9 万个。三大运营商基站建设总量远超上一年，由此带来的通信电源行业也将迎来新一轮的发展机遇，公司凭借扎实的技术基础及响应能力，成为国内少数几家能满足客户个性化定制需求及成套电源系统解决方案的行业领先者，因此我们看好在新一轮电源市场投资背景下公司在该业务的发展前景。

### 3.2 高压直流电源技术领先，中高端市场逐步替代

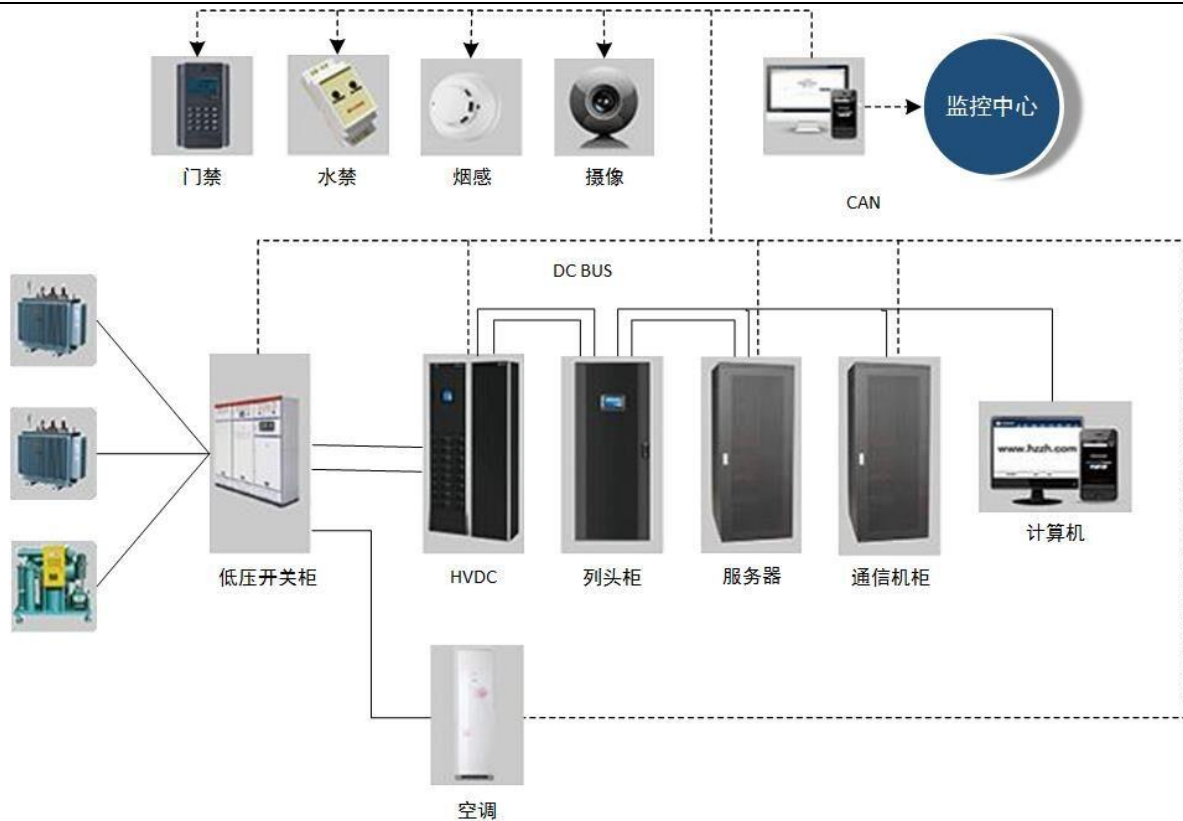
高压直流电源 (HVDC) 相比于 UPS，结构简单，控制逻辑简单，根本上克服了 UPS 供电效率低、扩容难、维护成本高等缺陷，节能性提高 30%，对 UPS 有很强的替代作用。首先，UPS 的电池在输入端，如果 UPS 本身出故障，负载仍然停电；而 HVDC 的电池在输出端，即使 HVDC 本身出故障，电池仍然可以给负载供电，保障不间断供电，所以 HVDC 是真正的不间断电源；其次 UPS 系统并机是交流并联，需要同频、同相、同电位，并机复杂控



制难度大，并机失败率高，而且，一旦并机失败后会导致系统瘫痪；最后由于 UPS 并联数量上的限制，电信系统一般采用 1+1 并联运行，单台 UPS 的实际运行负荷小于 30%，这样就导致 UPS 的运行效率小于 70%，HVDC 采用 N+X 并联，整机系统的负荷可以工作在 60%—70% 的负载，整机效率可以达到 90 以上。

公司高压直流电源主要包括 240V、336V 两种电压等级，其中以 336V 直流电源系统性能更好，也更为收到中国移动等运营商的认可。从客户基础而言，公司高压直流电源系统服务于互联网运行商、通信运营商以及华润集团、上海数据港等等社会用户，还包括政府、银行、金融、军工等领域，同时还成功中标柬埔寨数据中心项目，布局一带一路。我们认为在之前的合理布局基础上，该产品系列有望成为公司利润新亮点。

图 10：数据中心高压直流供电系统解决方案

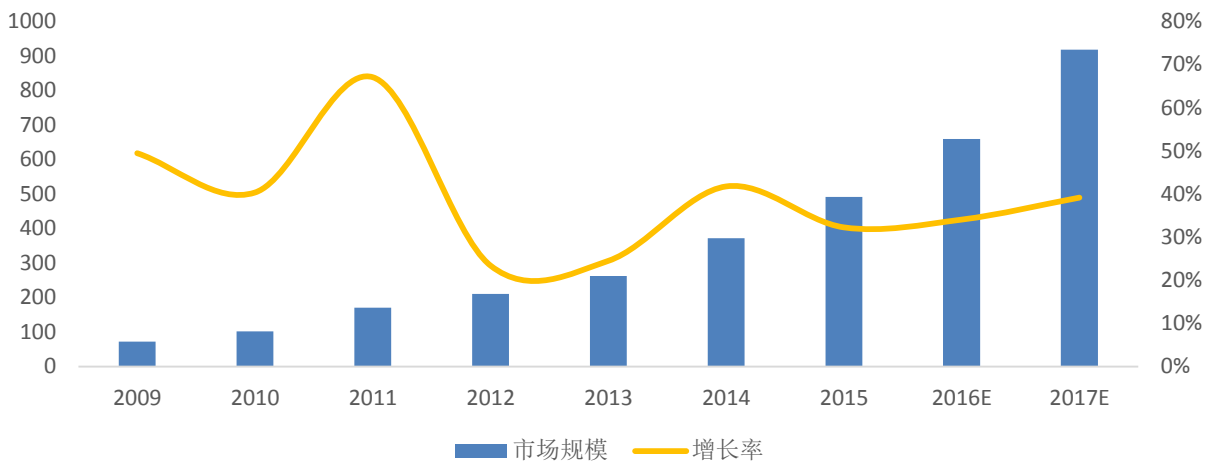


资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

HVDC 在成本和安全性优势在大数据以及高端机房中的替代效应明显，随着国内 IDC 产业的爆发，高压直流电源市场规模有望进一步扩大。

可采用 HVDC 替代的主要场合有：（1）目前通信机房中交换机使用的是-48V 系统，服务器使用的 UPS；（2）电厂或变电站中，二次控制和断路器使用的是 220V 直流操作电源；通信使用的是-48V 电源；计算机系统使用的 UPS；（3）银行、保险、证券公司中通信使用的-48V 通信电源，计算机服务器以及证券公司的显示屏等。

图 11：中国 IDC 市场规模及增速（亿元）

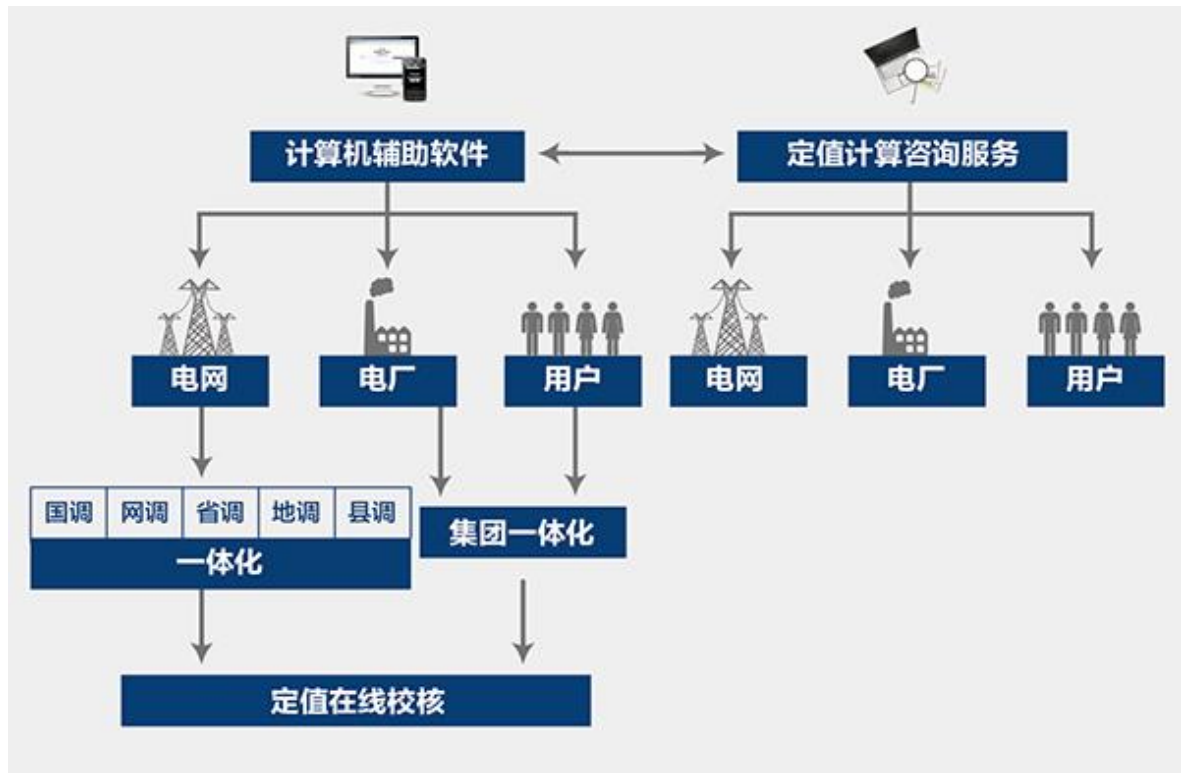


资料来源：公开资料，长城国瑞证券研究所

#### 4 电力信息化板块稳中有升，巩固细分市场龙头地位

中恒博瑞数字电力科技有限公司是中恒电气的全资子公司，该公司业务主要涵盖继电保护定值计算、电力生产精益管理、电网规划设计、电力物联网监控等四大专业方向，客户包含各级电网、电厂、厂矿、新能源发电基地、通信服务商等等，是国内领先的电力信息化服务商，其业务是中恒电气主要的两大核心业务板块。

图 12：继电保护定值计算解决方案



资料来源：公司网站，长城国瑞证券研究所

2015 年，中恒博瑞的核心产品继电保护整定计算软件继续保持该领域龙头地位，占



据约 30%市场份额。电力精益生产管理业务连续拿下国家电网总部、省市级电力公司重大项目 14 个,16 年有望继续保持在全国 PMS 领域领导地位。公司积极开拓新能源领域市场,完成了神华国华能源投资集团的生产管理信息平台,为今后的市场推广奠定了基础。因此 2015 年,该业务板块实现收益 2.91 亿,同比增长 46.02%,占公司总收益的 34.58%;同时毛利率达到 57.06%,是该公司各业务板块中最高,远高于并购时 15 年净利润 5600 万的业绩承诺。

在智能电网深度发展和能源互联网产业逐渐壮大的大背景下,随着国家能源局发布的《配电网建设改造行动计划(2015-2020 年)》等具体行动方案下,预计 2016 年电力信息化行业投资规模将达到 400 亿元以上,作为电力信息化众多细分市场的龙头企业,公司必将迎来新的发展篇章。

## 5 能源互联网布局新生态,打造公司业绩增长第三极

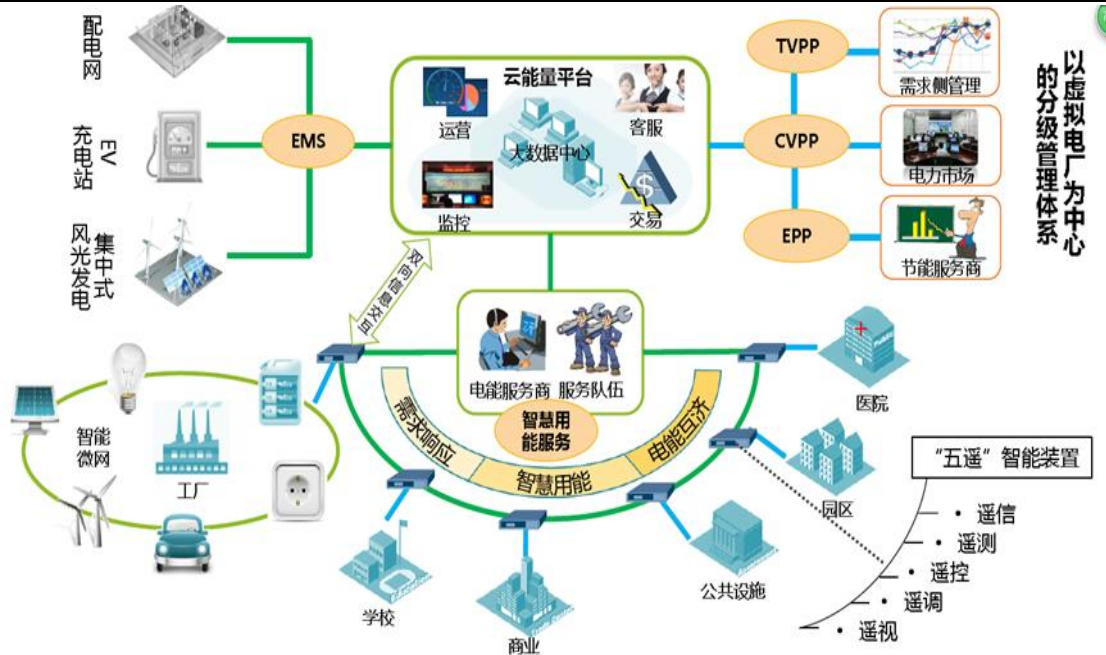
在能源转型的大背景下,能源互联网产业的投资热潮正拉开帷幕,公司依托在电力信息化、电力电子近 20 年的技术积淀,以中恒能源互联网公司为骨干,全面布局能源互联网产业生态。

2015 年 6 月,公司出资 9000 万元完成对苏州普瑞智能增资事宜,获得其 60%股份拓展用电侧节能服务业务;公司出资 5490 万元完成对北京殷图公司 60%股份的收购,利用该公司在电力系统实时数字仿真测试领域的能力为电力系统需求侧响应及虚拟发电厂等业务模式打下工具基础;同年 7 月,公司与南都电源签署《战略合作协议》,业务延伸至分布式微电网与储能领域;同年 10 月,公司募资 10 亿资金建设云能源互联网平台和研究院项目;同年 12 月,公司与上市公司安控科技达到全面合作战略伙伴关系,为能源互联网云平台夯实数据采掘基础,同时利用安控科技的行业优势,进军石油天然气领域;2016 年 3 月中恒电气控股子公司苏州中恒普瑞能源互联网科技有限公司与苏州工业园区股份有限公司分别投资 1800 万元、2000 万元成立苏州工业园区中鑫能源综合服务有限公司,从事电力购销业务及相关服务,正式进入售电侧市场;今年四月,中恒电气控股子公司中恒普瑞能源互联网科技有限公司与苏州高景科技有限公司、苏州锦祥纺织染整有限公司、苏州工业园区建屋厂商产业发展有限公司签署储能电站合作项目,总功率达到 8.58MW,基于削峰填谷商业模式的储能电站进入商用阶段。

公司目前能源互联网领域布局将会采用线上运营+线下服务的全方位智慧用能服务,线上服务是基于能源网、物联网、互联网融合基础上搭建的中恒能源互联网云平台,通过

大数据、云计算构建“互联网+智慧能源”线上数据运营中心，实现能源精细化管理，该平台目前已经成功上线，公司线下服务依托于中恒普瑞能源互联网科技有限公司，积极开展线下能源综合服务业务，形成完整的线下综合电能服务体系，在智慧能源 O2O 产业发展上迈出了坚实的一步。

图 13：中恒电气“线上运营+线下服务”模式



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

在近一年的时间内，公司通过一系列的运作完成对能源互联网领域的全面布局，且方案落地十分迅速。2016 年，公司将争取在北京、上海、深圳、成都、天津、西安等城市开展业务，力争发展客户 20000 家，以用户运维服务为基础，深挖客户需求，开展节能改造、能效管理、智能微网建设、储能电站建设、充电桩管理等业务，发展包括智能微网、电力主干网、新能源汽车充电网、智慧云商业、智慧云工业等能源互联网生态圈。

图 14：中恒电气能源互联网发展路线图



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

**6 盈利预测 (单位: 百万元)**

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	431.89	600.91	841.83	1262.74	1894.12
减: 营业成本	232.71	324.44	489.64	698.88	1048.32
营业税金及附加	3.40	3.50	7.61	11.41	17.12
营业费用	35.64	46.71	61.76	92.65	138.97
管理费用	65.61	83.45	137.62	206.43	309.65
财务费用	-5.25	-2.15	0.81	5.37	14.55
资产减值损失	6.97	9.23	22.25	0.00	0.00
加: 投资收益	-1.81	-3.42	-6.11	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	91.01	132.31	116.02	248.00	365.51
加: 其他非经营损益	11.15	11.01	15.91	0.00	0.00
利润总额	102.16	143.32	131.93	248.00	365.51
减: 所得税	13.21	17.61	-14.84	37.20	54.83
净利润	88.95	125.71	146.78	210.80	310.69
减: 少数股东损益	0.00	0.00	3.30	4.74	6.98
归母净利润	88.95	125.71	143.48	206.07	303.71

资料来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
经营性现金净流量	-8.17	-5.33	17.81	-215.41	-115.76
投资性现金净流量	-75.08	-74.14	-135.24	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-60.21	25.92	82.21	60.79	122.08
现金流量净额	-143.45	-53.55	-35.21	-154.62	6.31

资料来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	235.85	173.78	167.24	12.63	18.94
应收和预付款项	341.69	434.38	668.04	1012.48	1508.31
存货	132.26	242.70	256.93	468.69	619.75
其他流动资产	1.00	3.00	2.85	2.85	2.85
长期股权投资	2.71	3.87	28.03	28.03	28.03
投资性房地产	4.24	3.82	39.21	33.44	27.66
固定资产和在建工程	183.21	250.42	236.93	208.10	179.27
无形资产和开发支出	18.38	49.48	171.23	160.99	150.75
其他非流动资产	45.51	18.62	18.30	9.64	0.98
资产总计	964.85	1180.07	1588.78	1936.84	2536.53
短期借款	10.18	7.00	90.00	188.54	372.87
应付和预收款项	91.45	143.16	250.51	321.61	473.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.33	68.38	10.00	10.00	10.00
负债合计	103.95	218.54	350.51	520.14	856.85
股本	254.14	261.12	523.24	523.24	523.24
资本公积	209.34	202.70	79.05	79.05	79.05
留存收益	397.43	497.72	581.03	754.72	1010.72
归属母公司股东权益	860.90	961.54	1183.32	1357.02	1613.02
少数股东权益	0.00	0.00	54.95	59.68	66.66
股东权益合计	860.90	961.54	1238.27	1416.70	1679.68
负债和股东权益合计	964.85	1180.07	1588.78	1936.84	2536.53

资料来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所