

2020 年 07 月 30 日

扭亏为盈，下游订单需求拉动业绩增长动力

中恒电气 (002364)

1、事件：公司发布 2020 半年报，2020H1 实现营业收入 4.06 亿元，同比增长 7.71%；归母净利润 0.32 亿元，同比下降 21.37%。

2、Q2 业绩提升整体扭亏为盈，通信基站及数据中心 HVDC 订单拉升业绩增长动力：受疫情影响，2020 年 Q1 营收同比下降 66.8%，归母净利润同比下降 312.6%。公司在第二季度奋起直追，营收同比增长 90.7%，归母净利润同比增长 95.5%。分业务来看，通信基站及数据中心 HVDC 订单大幅增长对公司下半年业绩增长拉升动力。

3、采购成本上涨及市场竞争拉低整体毛利率水平：2020Q1 整体受疫情影响大幅下降，随着 Q2 订单数量增加，营收情况转好，但受疫情影响，材料采购成本有所上涨，导致营业成本增加，毛利率仍低于历史同期水平。

4、三费维稳，围绕 5G、HVDC、充电桩持续研发投入；

5、2020 年加大备货，逐步走出疫情影响，整体业绩走势乐观：报告期内营业收入相比去年同期增加，公司的应收账款上升到 9.6 亿元，相比去年同期 7.48 亿元增加 28.34%。库存方面，受第一季度疫情影响，公司的销量有了一定的下滑导致库存积压。随着疫情的逐步缓解，消费的逐渐恢复，公司的订单量开始增加，为适应需求的上升，公司增加了备货。

5、首套巴拿马电源系统顺利交付，宁德智享预计年内交付

6、投资建议：根据公司未来 5G、IDC、新能源充电桩等多领域布局及订单情况，我们维持 2020-2021 年公司归母净利 1.4 亿元、1.9 亿元，预计 2022 年归母净利 2.4 亿元，对应现价 PE 分别为 57/44/34 倍，维持“增持”评级。

6、风险提示：宏观经济环境变化风险；疫情持续影响业务拓展；技术产品研发及市场竞争风险；HVDC 需求不及预期风险；基站电源业务占比不及预期风险；系统性风险。

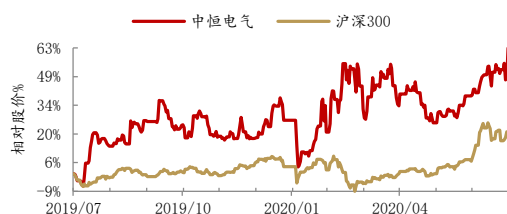
盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	984	1,174	1,727	2,209	2,849
YoY (%)	13.6%	19.3%	47.1%	27.9%	29.0%
归母净利润(百万元)	77	77	143	187	242
YoY (%)	20.1%	0.1%	86.6%	30.6%	29.6%
毛利率 (%)	33.2%	33.6%	33.8%	33.9%	33.9%
每股收益 (元)	0.14	0.14	0.25	0.33	0.43
ROE	3.5%	3.6%	5.0%	6.0%	7.1%
市盈率	106.65	106.52	57.07	43.70	33.73

资料来源：wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	15.84
股票代码：	002364
52 周最高价/最低价：	15.84/9.19
总市值(亿)	89.27
自由流通市值(亿)	82.99
自由流通股数(百万)	523.91



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

分析师：杨睿

邮箱：yangrui@hx168.com.cn

SAC NO: S11205200500032

研究助理：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119060016

联系电话：

中恒电气 华西通信&电气设备联合覆盖

相关研究

1. 认购宁德智享股权，业务边界再扩张

1. 事件

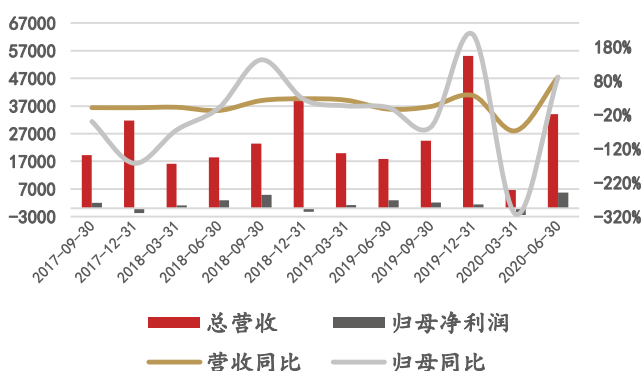
根据公司半年度公告，2020 年上半年，公司实现营业收入 4.06 亿元，相比去年同期增长 7.71%；归母净利润 0.32 亿元，较去年同期下降 21.37%。

2. 收入侧：通信基站&IDC 电源业务拉动 Q2 业绩大幅增长

从分季度营收情况来看，公司业务呈现明显季节性差异，主要业务订单集中在 2020H2 确认收入。受疫情影响，2020Q1 营收同比下降 66.8%，归母净利润同比下降 312.6%。Q2 随着 5G 和数据中心 HVDC 下游需求起量拉动收入大幅同比增长 90.7%，归母净利润同比增长 95.5%。根据公司历史的收入趋势来看，我们预期公司下半年收入有望保持持续高速增长。

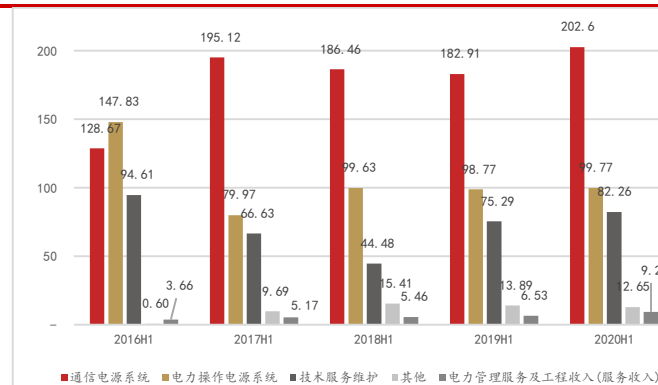
分业务来看，通信基站及数据中心 HVDC 订单大幅增长：2020 年上半年，公司紧抓 5G、数据中心等新型基础设施建设机遇，报告期内电力电子业务新增合同额 7.59 亿元，同比增长 92.3%，其中通信电源产品实现新增合同额 1.66 亿元，同比增长 164%；数据中心 HVDC 供电系统新增合同额 3.33 亿元，同比增长 350%。

图 1 公司单季度收入情况（万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 公司分业务营收情况（百万元）



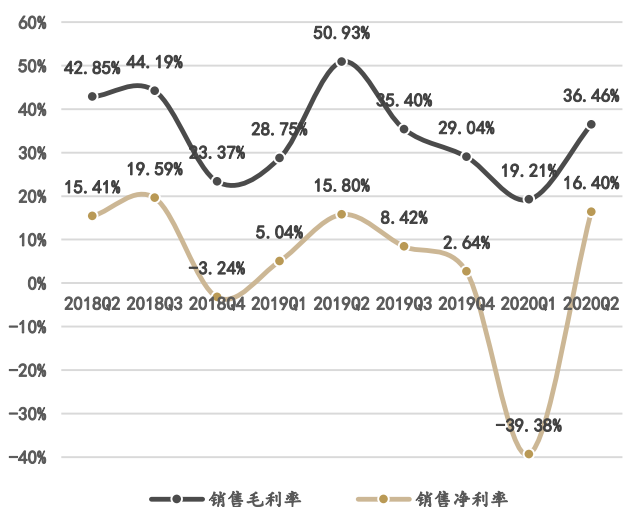
资料来源：wind，华西证券研究所

采购成本上涨及市场竞争拉低整体毛利率水平：2020Q1 整体受疫情影响大幅下降，随着 Q2 订单数量增加，营收情况转好，但受疫情影响，材料采购成本有所上涨，导致营业成本增加，毛利率仍低于历史同期水平。

分产品来看，技术服务维护业务同比变化不大。但通信电源系统，电力操作电源系统和电力管理服务及工程业务毛利率同比均为下降趋势。驱动整体毛利率下降的是电力操作电源系统业务，其业务收入同比基本持平，但成本因素导致电力操作电源系统毛利率同比下降 9.3pct。此项业务壁垒不高，市场竞争较大，未来产品价格不会有明显的提升，预期不会给公司收入带来显著提升。

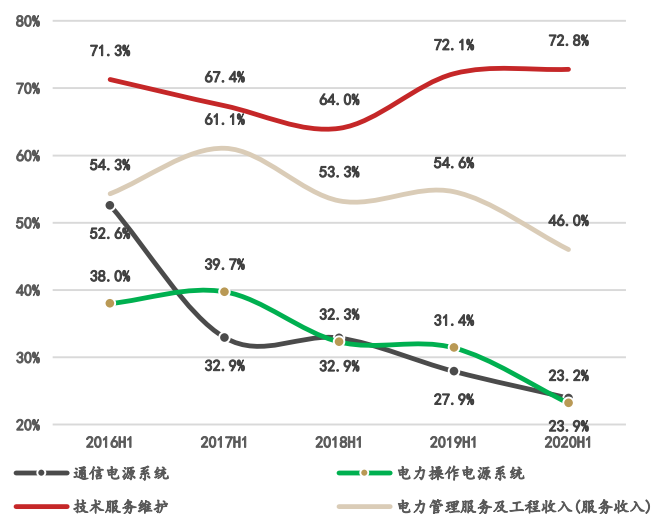
通信电源业务收入同比上升 10.8%，毛利率下降 3.75pct，下降幅度低于整体水平。此项业务营收占比约为 50%，结合身处 5G 基站建设的市场背景下，我们判断该业务拉动公司业绩增长的未来驱动力。

图3 公司分季度毛利率及净利率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

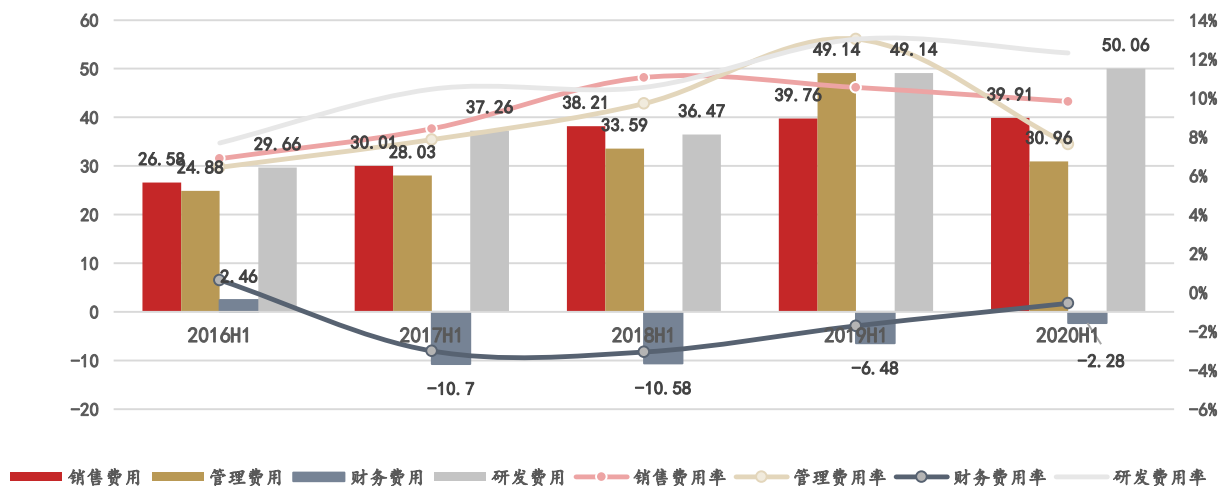
图4 公司分产品毛利率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

3. 费用情况：三费维稳，围绕5G、HVDC、充电桩持续研发

图5 公司三费及三费率情况(百万元)



资料来源：wind，华西证券研究所

投入

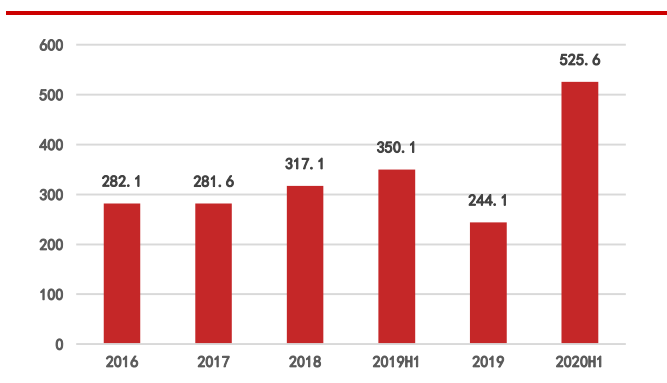
费用端维稳，持续高强度研发投入：公司整体费用端基本维持稳定，由于2020Q1 营收缩水导致该报告期内的费用率普遍升高，但实际支出依然稳定。公司保持较高的持续研发投入。公司在5G基站电源、数据中心高压直流供电系统（HVDC）、

充电桩等产品领域持续研发投入，不断推进产品智能化、升级迭代，形成了极具竞争力的产品体系。

4. 2020 年加大备货，逐步走出疫情影响，整体业绩走势乐观

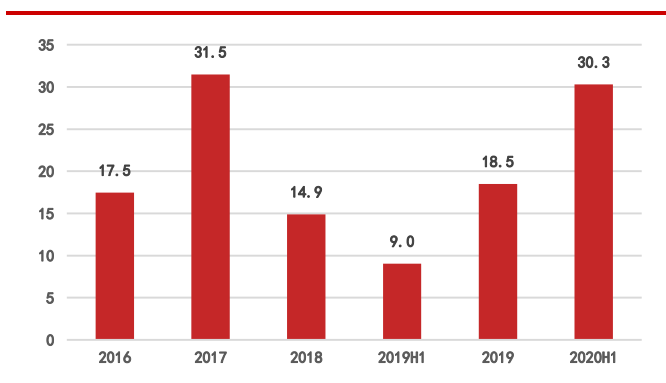
由于报告期内营业收入相比去年同期增加，公司的应收账款上升到 9.6 亿元，相比去年同期增加 28.3%。库存方面，受第一季度疫情影响，公司的销量有了一定的下滑导致库存积压。随着疫情影响逐步恢复，公司的订单量激增，为适应需求的上升，公司增加了备货。2020 年上半年库存为 5.26 亿元，较去年同期的 3.5 亿元增加了 50.29%。预收账款和预付账款都较去年同期有了较大的增幅，下半年订单驱动业绩增长。

图 6 公司存货情况（百万元）



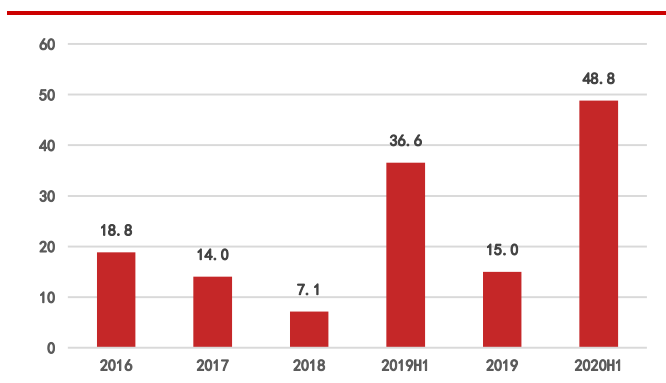
资料来源：wind，华西证券研究所

图 7 公司预收账款情况（百万元）



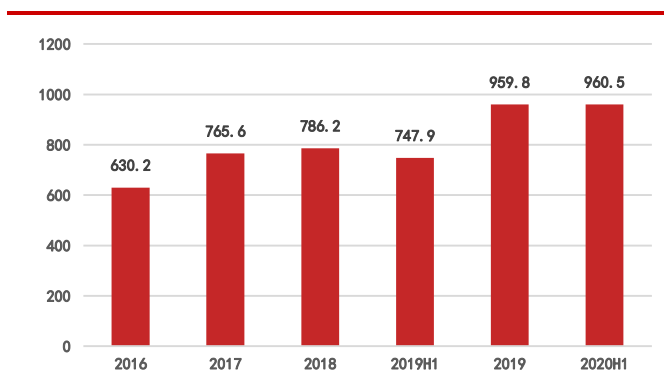
资料来源：wind，华西证券研究所

图 8 公司预付账款情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 9 公司应收账款情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

5. 首套巴拿马电源系统顺利交付，宁德智享预计年内交付

报告期内，公司持续推进核心技术优势建设、新产品研发和新市场开拓。首套预制式 10kV 直转 240V/336V HVDC 供电系统（巴拿马电源系统）顺利交付并投用。

宁德智享主要经营两轮助力车换电业务，主要用户包括共享电动助力车、B 端骑手和 C 端个人用户。同时，公司在上述领域的产品拓展，将对现有的储能、充电桩以及能源互联网业务的市场拓展带来积极影响。截至报告期末，公司已完成相关产品的样机开发工作和供应商资格审查，预期年内实现批量交付，后续公司将进一步拓展两轮电动车换电柜市场，目标打造国内领先的两轮电动车换电柜供应商。

6. 投资建议

根据公司未来 5G、IDC、新能源充电桩等多领域布局及订单情况，我们维持 2020-2021 年公司归母净利 1.4 亿元、1.9 亿元，预计 2022 年归母净利 2.4 亿元，对应现价 PE 分别为 57/44/34 倍，维持“增持”评级。

7. 风险提示

宏观经济环境变化风险；疫情持续影响业务拓展；技术产品研发及市场竞争风险；HVDC 需求不及预期风险；基站电源业务占比不及预期风险；系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,174	1,727	2,209	2,849	净利润	73	135	177	229
YoY (%)	19.3%	47.1%	27.9%	29.0%	折旧和摊销	46	304	291	278
营业成本	779	1,143	1,460	1,883	营运资金变动	-129	-538	-352	-497
营业税金及附加	10	13	14	19	经营活动现金流	19	-102	112	9
销售费用	90	155	195	248	资本开支	-53	-35	-34	-37
管理费用	77	121	152	199	投资	-7	-77	-77	-77
财务费用	-14	0	0	0	投资活动现金流	-306	-99	-94	-97
资产减值损失	-11	0	0	0	股权募资	50	564	0	0
投资收益	-4	3	4	2	债务募资	90	-90	0	0
营业利润	84	154	203	262	筹资活动现金流	-16	474	0	0
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	-302	272	18	-89
利润总额	83	154	203	262	主要财务指标				
所得税	9	19	27	33	成长能力 (%)				
净利润	73	135	177	229	营业收入增长率	19.3%	47.1%	27.9%	29.0%
归属于母公司净利润	77	143	187	242	净利润增长率	0.1%	86.6%	30.6%	29.6%
YoY (%)	0.1%	86.6%	30.6%	29.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.14	0.25	0.33	0.43	毛利率	33.6%	33.8%	33.9%	33.9%
资产负债表 (百万元)					净利率	6.3%	7.8%	8.0%	8.0%
货币资金	438	711	729	640	总资产收益率 ROA	2.9%	4.1%	4.9%	5.6%
预付款项	15	20	25	33	净资产收益率 ROE	3.6%	5.0%	6.0%	7.1%
存货	244	455	561	710	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,352	1,847	2,245	2,797	流动比率	4.24	5.35	4.92	4.46
流动资产合计	2,049	3,032	3,559	4,180	速动比率	3.70	4.51	4.11	3.67
长期股权投资	14	14	14	14	现金比率	0.91	1.25	1.01	0.68
固定资产	185	203	234	276	资产负债率	18.4%	16.5%	19.0%	21.8%
无形资产	60	56	53	49	经营效率 (%)				
非流动资产合计	598	423	265	132	总资产周转率	0.44	0.50	0.58	0.66
资产合计	2,647	3,455	3,824	4,312	每股指标 (元)				
短期借款	90	0	0	0	每股收益	0.14	0.25	0.33	0.43
应付账款及票据	239	368	469	601	每股净资产	3.81	5.11	5.50	6.01
其他流动负债	154	199	255	336	每股经营现金流	0.03	-0.18	0.20	0.02
流动负债合计	484	567	724	937	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	4	4	4	4	PE	106.52	57.07	43.70	33.73
非流动负债合计	4	4	4	4	PB	3.04	3.10	2.88	2.63
负债合计	488	571	728	941					
股本	564	1,127	1,127	1,127					
少数股东权益	14	5	-5	-18					
股东权益合计	2,159	2,884	3,096	3,371					
负债和股东权益合计	2,647	3,455	3,824	4,312					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，2年券商工作经验，主要关注5G相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。