

# 特锐德 (300001): 大浪淘沙, 沉者为金

2020年05月15日

强烈推荐/维持

特锐德

公司报告

风口之下,充电桩行业是否会再次进入无序竞争?充电桩成为“新基建”重要一环,充电桩市场空间巨大,对资本具有持续吸引力,但盲目的资本投入,单纯赚取“电费+服务费”是很难盈利,因此需要企业具有资金优势、技术优势、资源优势、互联网思维和服务意识。目前行业还处在起步阶段,充电服务的价值也在慢慢凸显,因此将持续高强度的竞争,同时“大鱼吃小鱼”,最终形成少数寡头的垄断格局,这个阶段之前行业“红海”属性不会变化,因此再次站在风口的充电桩行业不会变得“更差”。

**特来电优势何在?** ①独创的采用群管群控技术,打造智能充电系统——降低运维和升级成本,提供柔性充电和两层防护系统;②目光长远,初期就看到充电背后“数据和网络”价值,建立数据中心和网络平台——电力、电池、车辆及用户数据,APP用户突破240万人,具有极大增值空间;③打造平台型公司——建立多层级合作方式,充分利用社会资源。**特来电不是做充电桩,而是充电网,从某种程度上讲,公司是在定义充电行业。**

**特来电价值几何?** 我们认为长期的增长(平台充电量、经营现金流、用户数)比短期盈利更加重要。2030年我国电动车有望将超过1亿辆。年均用电量约1500亿度,未来10年特来电成长空间不止10倍,尤其是当平台用户数和GMV双双高速增长,公司互联网属性凸显,数据中心价值和增值服务市场也将打开,配得千亿市值。中短期来看,我们认为分部估值比较合理,充电服务用PS估值,充电桩销售用PE估值。2020年我们预计特来电确认收入电量约15亿度,收入18亿元,给予8倍PS;充电桩销售12亿元,贡献净利润约1亿,给予40倍PE,特来电总体估值182亿元。

**公司盈利预测及投资评级:** 我们预计公司2020-2022年净利润分别为4.30、5.47和7.51亿元,对应EPS分别为0.43、0.55和0.75元。当前股价对应2020-2022年PE值分别为47、37、27倍。看好公司未来市场空间巨大,独角兽属性逐步凸显,维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 充电市场发展不及预期,公司充电量提升不及预期。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,903.62	6,739.09	7,732.05	9,557.29	11,250.12
增长率(%)	15.64%	14.15%	14.73%	23.61%	17.71%
归母净利润(百万元)	178.99	270.21	430.49	546.87	751.46
增长率(%)	-35.69%	50.96%	59.31%	27.03%	37.41%
净资产收益率(%)	5.73%	8.05%	9.69%	11.59%	14.76%
每股收益(元)	0.18	0.27	0.43	0.55	0.75
PE	113.44	75.63	47.32	37.25	27.11
PB	6.53	6.07	4.58	4.32	4.00

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

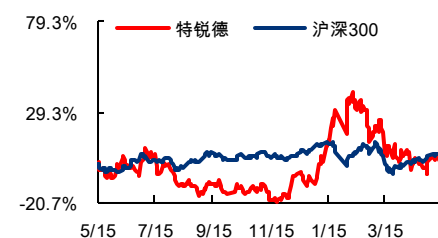
特锐德是中国最大的户外箱式电力产品系统集成商、中国最大的箱变研发生产企业之一,主要业务包括电力装备制造、新能源汽车充电网和新能源微网三大领域。2014年进军充电领域,成立全资子公司特来电新能源有限公司,目前特来电已经投建的充电桩数量和充电量均居全国首位,充分利用互联网云平台、大数据技术,充电网络格局已经基本形成,充电领域龙头地位稳固。

## 未来3-6个月重大事项提示:

## 交易数据

52周股价区间(元)	26.96-15.21
总市值(亿元)	203.7
流通市值(亿元)	191.93
总股本/流通A股(万股)	99,757/93,992
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.56

## 52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

## 分析师: 李远山

010-66554024

liysh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519040001

## 首席分析师: 郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070001

## 研究助理: 张阳

010-66554033

zhangyang\_yjs@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 风口之下, 充电桩行业是否会再次进入无序竞争? .....	4
2. 特来电优势何在? 能否继续领先? .....	7
2.1 优势一: 群管群控, 打造智能充电系统 .....	7
2.2 优势二: 重视充电背后“数据和网络”价值 .....	9
2.3 优势三: 多层合作方式, 打造轻资产平台管理公司 .....	10
3. 特来电价值几何? .....	10
4. 盈利预测及投资建议 .....	13
5. 风险提示 .....	13
相关报告汇总 .....	15

## 插图目录

图 1: 2013-2020 年 4 月我国公用充电桩保有量 (单位: 万台) .....	4
图 2: 2013-2020 年 4 月每月公用充电桩装机量 (单位: 千台) .....	4
图 3: 2020 年 4 月我国规模化运营商 24 家充电桩总量 (单位: 台) .....	4
图 4: “新基建”七大领域涉及诸多产业链 .....	5
图 5: 我国新能源汽车保有量和充电桩数据 .....	6
图 6: 2025-2030 年我国新能源汽车保有量测算 (单位: 万辆) .....	6
图 7: 2018 年底我国充电桩前十 (单位: 万台) .....	6
图 8: 截止 2020 年 4 月我国充电桩运营前十 (单位: 万台) .....	6
图 9: 2016-2019 年公司累计充电量 (单位: 亿度) .....	7
图 10: 特来电全球充电网络布局 (单位: 充电站) .....	7
图 11: 特来电群管群控系统示意图 .....	7
图 12: 特来电充电箱变与终端实物图 .....	7
图 13: 特来电柔性充电 .....	8
图 14: 特来电 CMS 防护系统 .....	8
图 15: 充电网是解决大规模电动汽车充电的唯一途径 .....	8
图 16: 特来电新能源汽车大数据云平台 .....	9
图 17: 特来电 APP 用户量增长 (单位: 万人) .....	9
图 18: 充电类型 APP 安卓、IOS 累计下载量 (单位: 万) .....	9
图 19: 特来电合作伙伴 .....	10
图 20: 直流充电模块成本 (元/w) .....	11
图 21: 充电桩投入成本构成 .....	11

## 表格目录

表 1: 充电桩运营商类型 .....	5
表 2: 充电桩效应分析 (服务费=0.6 元/度) .....	10

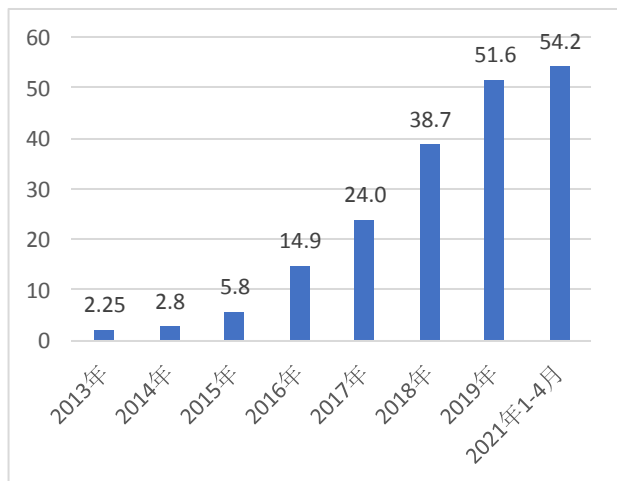
---

表 3: 特来电未来市场空间测算 (2019 年特来电平台充电量约 21 亿度) .....	11
表 4: 特来电估值测算.....	12

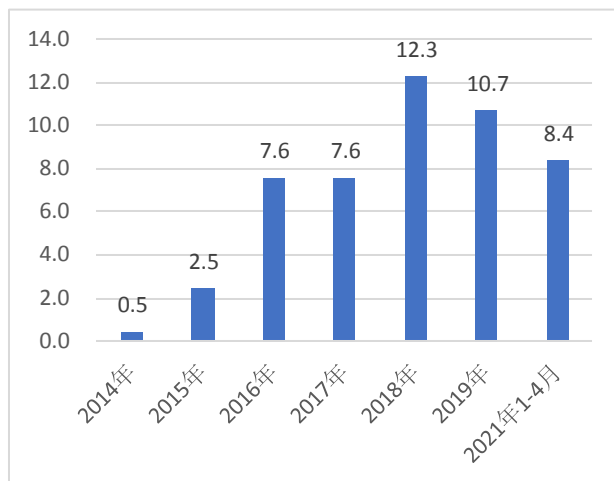
## 1. 风口之下, 充电桩行业是否会再次进入无序竞争?

看似“蓝海”, 实则“红海”。为匹配新能源汽车发展我国充电桩行业自 2014 年开始大规模发展, 2017-2018 年鼎盛时期全国从事充电运营企业超过 1000 家, 2018 年每月安装量超过 1.2 万台, 但是行业资本投入大, 资金回收周期长, 充电利用率低等因素困扰企业发展, 使得充电行业普遍亏损, 看似“蓝海”的新兴市场, 实际是一片“红海”。优胜劣汰使得行业加速洗牌, 目前全国剩余充电运营商不超过 100 家。

图1: 2013-2020年4月我国公用充电桩保有量(单位:万台) 图2: 2013-2020年4月每月公用充电桩装机量(单位:千台)



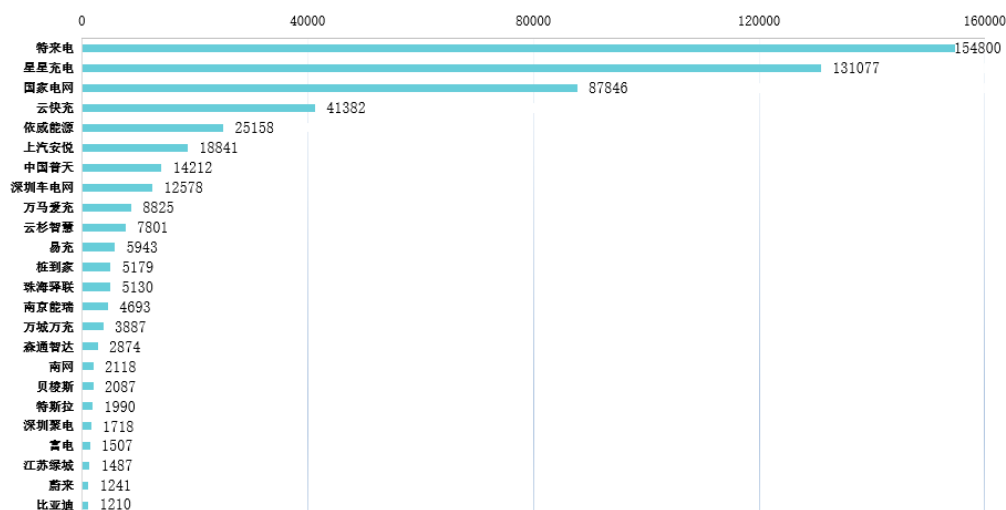
资料来源: 中国充电联盟, 东兴证券研究所



资料来源: 中国充电联盟, 东兴证券研究所

截止 2020 年 4 月全国超过 1 万台充电桩运营企业不超过 8 家, 现阶段行业已经成为“三足鼎立”格局, 特来电 (15.5 万台)、星星充电 (13.1 万台)、国家电网 (8.8 万台) 位列前三, 具有绝对领先优势。

图3: 2020年4月我国规模化运营商24家充电桩总量(单位:台)



资料来源: 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 东兴证券研究所

充电桩成为“新基建”，再次受到市场热捧。央视网消息：中央经济工作会议把 5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设列为 2019 年经济建设的重点任务之一。2019 年，在中国宏观经济发展“六稳”的总基调下，新型基础设施建设必将为新一轮经济增长提供强劲动力。传统基建是指铁路、公路、桥梁、水利工程等大建筑，“新基建”指发力于科技端的基础设施建设，主要包括七大领域：5G 基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网。

图4：“新基建”七大领域涉及诸多产业链



资料来源：央视网，东兴证券研究所

充电桩成为“新基建”重要一环，再次站在风口浪尖，首先国网、南网积极响应公布大规模投建计划；新能源汽车行业中广汇汽车、宁德时代、均胜电子等也进入充电桩行业；滴滴旗下小桔充电、蚂蚁金服投资“简单充”也表明互联网公司对充电行业充满兴趣。目前充电桩设备运营商大致可以分为四类，各有优劣势。

表1：充电桩运营商类型

类型	代表企业	优势	劣势
国企	国家电网、南方电网	具有电网资源属性，资金实力强	市场化机制和服务意识一般
充电桩运营	特锐德、星星充电等	机制灵活，网络效应凸显，服务能力强	运营风险大，资金成本压力大
新能源汽车行业	特斯拉、蔚来、比亚迪、广汇汽车 宁德时代、均胜电子等	有自主车型，具有客户粘性 具有专业技术，具有行业资源	非主营业务，难以大规模发展
互联网+	滴滴、蚂蚁金服等	具有流量优势，融资能力强	没有核心技术，充电桩重资产与互联网轻资产运营相悖

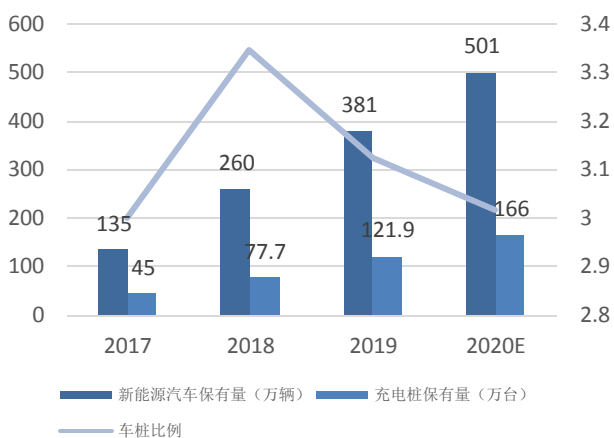
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

未来充电桩行业注定是“寡头游戏”。我们认为充电桩市场空间巨大，对资本具有持续吸引力，但是行业特性决定了优胜劣汰速度更快，物理壁垒凸显，马太效应更加明显。盲目的资本投入，单纯赚取“电费+服务费”是很难盈利，因此需要企业具有资金优势、技术优势、资源优势、互联网思维和服务意识。因此未来行业一定是寡头垄断的格局，强者恒强。

未来 10 年，充电桩行业空间不止 10 倍。2019 年我国新能源汽车保有量超过 300 万，根据工信部官网发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿），2025 年新能源汽车销量占比 25% 的目标，则 2025 年新能源汽车销量将达到 650 万辆；预计到 2025 年我国新能源汽车保有量将接近 2500 万辆；2030

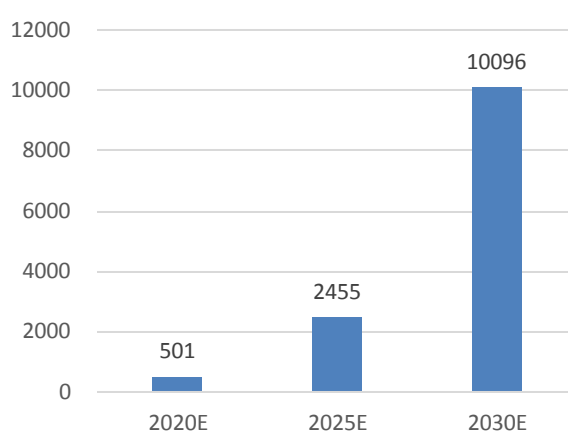
年保有量有望突破 1 亿辆, 2019 年底车桩比例为 3.1:1, 预计到 2020 年比例约为 3:1, 距离我国 1:1 目标还有较大差距, 随着新能源汽车保有量提升, 未来 10 年充电桩市场空间不止 10 倍, 除了充电设备的巨大空间外, 充电服务费用和充电网络的增值空间也是充满想象空间的。

图5: 我国新能源汽车保有量和充电桩数据



资料来源: 中国充电联盟, 东兴证券研究所

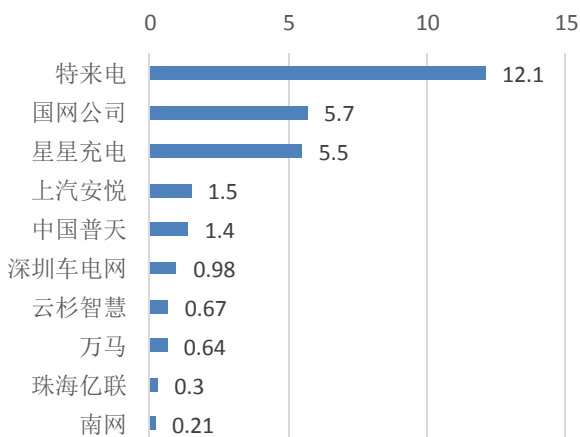
图6: 2025-2030年我国新能源汽车保有量测算 (单位: 万辆)



资料来源: 中国充电联盟, 东兴证券研究所

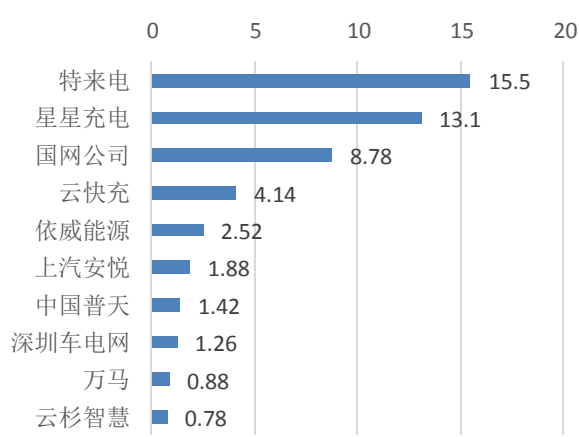
充电桩行业不会变得“更差”。充电桩行业一直都是竞争激烈的“红海”市场, 短短几年行业玩家频繁进出, 市场蛋糕太大, 总会吸引行资金入场, 从 2018 年 12 月底到 2020 年 4 月, 充电桩行业市场迎来又一波投建高峰, 特来电依然保持领先地位, 星星充电超越国网成为行业第二、云快充、依威能源杀入前十。总体来讲市场竞争更加激烈, 超过 1 万台的运营商由 2018 年 4 家扩展到 2020 年 8 家, 各家充电企业都在跑马圈地。目前充电桩行业还处在起步阶段, 充电服务的价值也在慢慢凸显, 因此行业将持续高强度的竞争, 同时“大鱼吃小鱼”, 最终形成少数寡头的垄断格局, 这个阶段之前行业“红海”属性不会变化, 因此再次站在风口的充电桩行业不会变得“更差”。

图7: 2018年底我国充电桩前十 (单位: 万台)



资料来源: 中国充电联盟, 东兴证券研究所

图8: 截止2020年4月我国充电桩运营前十 (单位: 万台)



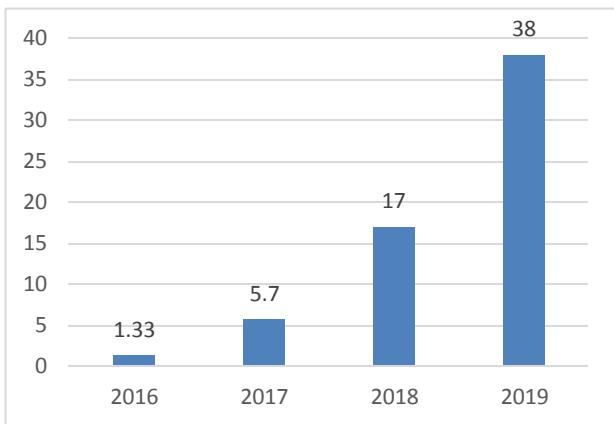
资料来源: 中国充电联盟, 东兴证券研究所

## 2. 特来电优势何在? 能否继续领先?

截止 2019 年底, 公司全国范围内累计成立子公司 93 家、项目落地城市 333 个, 上线运营公共充电桩超过 14.8 万个, 累计充电量达 38 亿度, 为近 240 万的电动汽车车主提供充电服务, 充电网络基本形成。充电桩运营规模和充电量继续排名第一。

我们认为特来电具有三大优势, 支持公司继续引领行业。特来电不是做充电桩, 而是充电网, 从某种程度上讲, 公司是在定义充电行业。

图9: 2016-2019 年公司累计充电量 (单位: 亿度)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图10: 特来电全球充电网络布局 (单位: 充电站)



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

### 2.1 优势一: 群管群控, 打造智能充电系统

公司摒弃单个充电桩的充电模式, 从成立期初就创新的提出“电动汽车群智能充电系统”, 首先充电桩建设和运营成本降低, 智能充电箱变是充电的控制系统, 终端就是插头并不带电, 运维和升级都可以直接更换箱变模块, 比起单根桩模式的各项成本大大降低; 其次智能充电系统可以提供柔性充电和两层防护系统, 提升新能源汽车使用寿命和充电安全; 最后也是最重要的一点, 智能充电网络是解决大规模充电问题的唯一途径。

图11: 特来电群管群控系统示意图



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

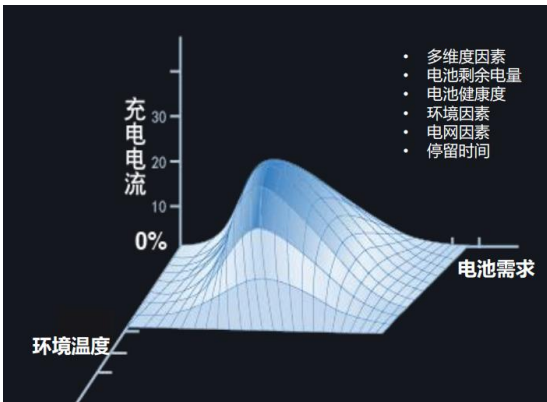
图12: 特来电充电箱变与终端实物图



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

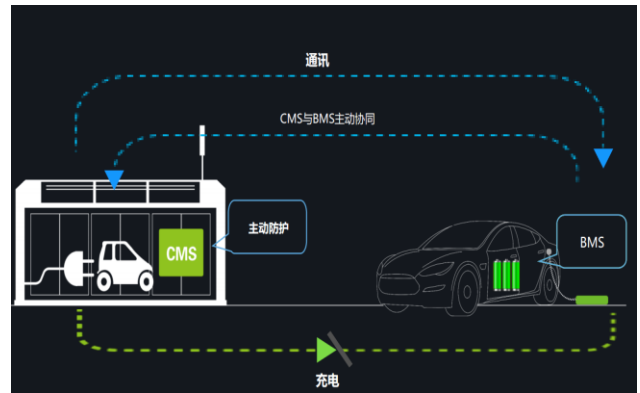
2019 年特来电提出面向新能源车安全的充电网两层防护技术, 通过 CMS (充电管理系统) 主动防护层和大数据防护层, 阻断不安全的充电行为, 并发出报警通知, 监控评估, 以提升电动汽车安全性。据特来电大数据云平台统计, 2019 年特来电防护体系共防范了 16.3 万次的充电不安全行为, 避免烧车事故 28 起, 降低烧车事故发生率约 70%, 对电动汽车的充电安全和产业发展具有重大意义。

图13: 特来电柔性充电



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

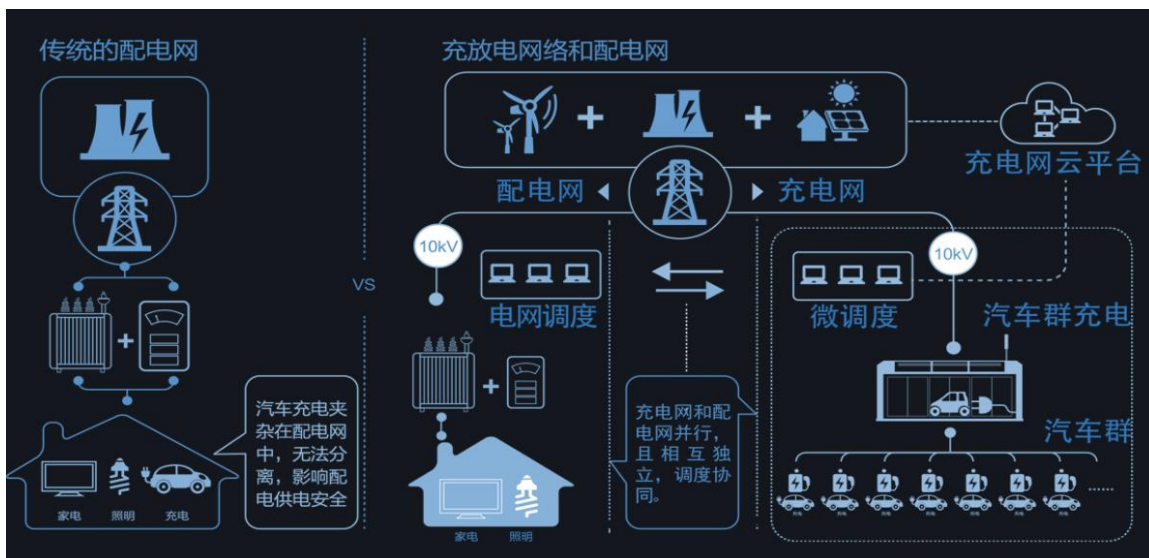
图14: 特来电 CMS 防护系统



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

大规模的用电需求, 势必会改变现有电网结构, 因此充电网是解决大规模电动汽车充电的唯一途径。当电动车保有量达到一定程度, 在充电高峰期势必会对配电网形成冲击, 因此为了保证充电安全性, 应该从配网端开始就单独建立充电网, 通过云平台调度群充电, 形成智能充电——假设每天 19:00 至次日 8:00 为充电高峰期, 智能充电网络可以根据用户习惯, 分时间段给车分批充电, 保证用电的平稳, 减少无序充电对电网的冲击。特来电从成立之初就致力于打造适用于未来的充电网络。

图15: 充电网是解决大规模电动汽车充电的唯一途径



资料来源: 特锐德公告, 东兴证券研究所



## 2.2 优势二：重视充电背后“数据和网络”价值

特来电从成立初期就看到充电背后的“数据和网络”价值，建立新能源汽车大数据云平台，不仅仅是充电-电费的数据，还包括了电网数据，电动车 BMS 数据，汽车驾驶数据及用户行为数据。充电网是连接互联网和车联网的重要一环，未来增值空间巨大。**大数据的应用：每次充电都是一次“体检”。**特来电的两层防护技术可以对电池过温、电池温度异常、电池过充、数据不刷新等 11 种情况进行实时诊断和全面防护，通过局放、直流电阻监测和故障录波技术实现对电池安全隐患的侦测。同时可以通过该车实时数据与历史数据，抓取同期、同型号车的充电和汽车数据，形成自修正的安全评估模型。

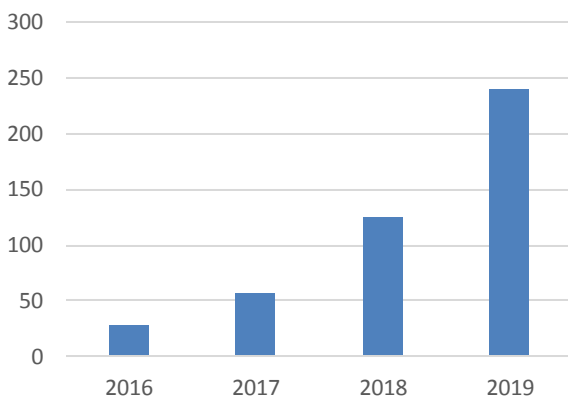
图16：特来电新能源汽车大数据云平台



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

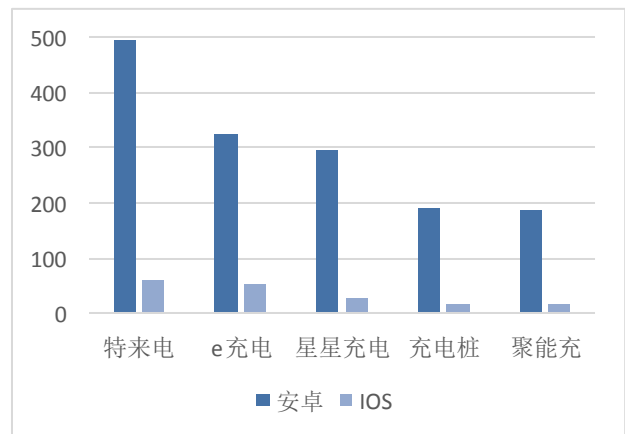
**APP 用户突破 240 万人，GMV 价值潜力巨大。**截止 2019 年报，特来电 AAP 用户数突破 240 万人，目前移动端主流的充电 app 有特来电、e 充电、星星充电等，其中特来电 app 的安卓下载量、IOS 下载量、累计下载量均为第一。**2019 年平台充电量突破 21 亿度，GMV 突破 25 亿元。**未来随着电动汽车充电量及用户数的爆发式增长，特来电的有效用户规模与电商 GMV 也将随之大幅增长。

图17：特来电 APP 用户量增长（单位：万人）



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图18：充电类型 APP 安卓、IOS 累计下载量（单位：万）



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

## 2.3 优势三：多层合作方式，打造轻资产平台管理公司

特来电对自身有较清晰的认识，公司优势在于技术、产品、运维和服务平台，而非资金与资源。因此创立多层合作方式——第一级：特来电总部战略合作人；第二级：特来电子公司合资合伙人；第三级：充电项目共建合伙人。公司充分考虑到未来充电桩市场规模巨大，依靠自身资金实力很难持续扩张规模优势，因此公司采用多级合作方式，利用社会资本，致力于打造轻资产的平台管理公司。

图19：特来电合作伙伴



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2014-2019年特来电持续投入资本超过50亿元，在线运营充电桩超过26.8万台。充电桩行业具有很强的物理壁垒（同一个地方，充电桩一旦安装，竞争对手无法再次安全，同一个区域电网容量有限，仅能支持一定的充电规模），和规模效应（目前头部三家充电运营企业均是全国布局，充电网络具有马太效应，仅在局部地区布局的充电企业天花板太低，没有长期价值，最终会被吞并或淘汰）。

因此我们认为，特来电领先优势明显，全国网络已经形成，也积极搭建投资平台，引入各级资金。与其与之竞争，不如共同发展，资源共享，只有结束盲目竞争，才能让行业由“红海”变成“蓝海”。

## 3. 特来电价值几何？

长期的增长，比短期盈利更加重要。根据中国充电联盟数据，以快充直流桩为例，直流模块占成本80%，逐年下降至2019年约0.4/w，假设投建50kw快充桩，设备投资为2.5万元，施工成本约1.5万元，电缆及其他辅材约1万元，固定成本约5万元；运营当中成本包括，电损、场地费用、运维成本及资金成本，每年约1.5万元，假设充电服务费0.6元/度，那么充电桩盈亏平衡利用率约在8%-9%，与市场调研情况相符。

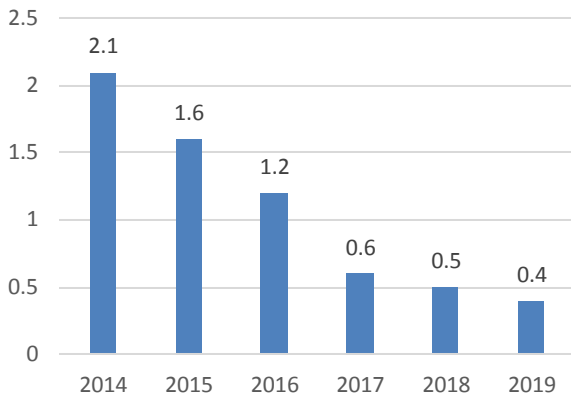
表2：充电桩效应分析（服务费=0.6元/度）

功率利用率	6%	7%	8%	9%	10%
日均充电量（度）	72	84	96	108	120
年均收入（万元）	1.58	1.84	2.10	2.37	2.63
10年折旧（万元）	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
运营成本（万元）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

资料来源：中国充电联盟，东兴证券研究所测算

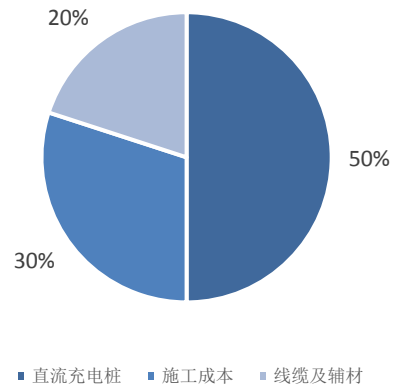
充电桩前期投入大, 严重依赖充电利用率。根据上海充换电设施公共数据采集与检测市级平台统计, 2019年上海市公共充电桩, 狭义公共充电桩、公共专用桩、小区专用桩、单位专用桩、物流专用桩充电利用率分别为 1.47%、7.54%、2.80%、1.33%、1.16%, 远未达到盈亏平衡点。

图20: 直流充电模块成本 (元/w)



资料来源: 充电联盟, 东兴证券研究所

图21: 充电桩投入成本构成



资料来源: 充电联盟, 东兴证券研究所

作为行业第一的特来电, 在 2018 年达到盈亏平衡, 平均利用率约 8%, 2019 年平均利用率约 9%, 已经迈过盈亏平衡点。对公司而言, 专用车充电桩利用率较高 (公交车、物流车、网约车、出租车等), 乘用车公用充电桩利用率偏低, 可以说公司部分对 C 端市场的公用充电桩依然在亏钱, 所以“正真”的盈利还要等待私人新能源汽车保有量继续增长, 因此我们认为长期的增长 (平台充电量、经营现金流、用户数) 比短期盈利更加重要。

远期来看特来电配得千亿市值。2019 年特来电平台充电量约 21 亿度, 平台交易资金约 25.2 亿元, 中长期来看特来电充电量, 平台收入及 APP 用户数 5 年增长 5 倍, 10 年增长不止 10 倍。2019 年 12 月特来电引入新一轮战投, 投后估值约 78 亿, 可以说未来 10 年特来电空间不止 10 倍, 配得千亿市值。

表3: 特来电未来市场空间测算 (2019 年特来电平台充电量约 21 亿度)

	2025 年	2030 年
电动车保有量 (万辆)	2500	10000
耗电量-15 度/100km	15	15
年均行驶里程 (km)	10000	10000
充电量 (亿度)	375	1500
公用桩充电比例	80%	80%
特来电市占率	35%	30%
特来电充电量 (亿度/年)	105	360
电费+服务费 (元/度)	1.2	1.2
特来电平台收入 (亿元/年)	126	432
APP 用户数 (万人)	875	3000

资料来源: 公司公告, 中国充电联盟, 东兴证券研究所测算

### 测算中一些假设说明:

①**公用桩充电比例 80%**: 我国人口密集, 家用私人充电桩不会成为主流, 小区及物业需要与第三方共同建立公用充电桩 (部分城市已经出台政策), 因此公用的智能充电网络是解决大规模充电的唯一途径;

②**特来电市占率 2025 年 35%, 2030 年 30%**: 充电桩兼具社会基础设施属性, 且市场空间巨大, 未来或许由政府 (国企) + 民企 (充电桩运营企业) + 互联网金融公司形成寡头垄断格局, 特来电未来市场份额稳定在 30%-35% 比较合理。

③**充电服务费+电费为 1.2 元/度**: 首先未来 10 年我国新能源汽车还在高速发展阶段, 需要充电基础设施的配套和支持, 从 2020 年现状来看行业处于普遍亏损中, 同时新能源汽车充电成本远低于燃油车汽油成本, 因此服务费没有下调的必要, 实际 C 端市场中充电服务费远远高于 0.5 元/度 (这里的 0.5 元是专用桩和公用桩平均价格, C 端公用桩之后市场和用电量更大, 理论来讲充电服务费应该更高, 我们这里做保守假设); 另外电费 0.7 元我们认为未来我国用电成本不会有大幅波动。

**分部估值更加合理, 充电服务用 PS 估值, 充电桩销售用 PE 估值。**2020 年我们预计特来电确认收入电量约 15 亿度, 收入 18 亿元, 给予 8 倍 PS; 充电桩销售 12 亿元, 贡献净利润约 1 亿 (毛利率 28%-30%, 净利率约 8%), 给予 40 倍 PE, 2020 年我们测算特来电总体估值 182 亿元。

**表4: 特来电估值测算**

	2019	2020E	2021E	2022E
平台充电量 (亿度)	21	35	90	150
自营比例	52%	43%	31%	30%
公司确认收入电量 (亿度)	11	15	28	45
充电服务费+电费 (1.2 元/度)	13	18	34	54
yoy		36%	87%	61%
PS	5	8	8	8
充电服务估值 (亿元)	66	144	269	432
充电设备销售 (亿元)	8	12	18	25
yoy		50%	50%	39%
净利率	8%	8%	8%	8%
净利润	0.6	1.0	1.4	2.0
PE	30	40	40	40
设备销售估值 (亿元)	19	38	58	80
特来电估值 (亿元)	85	182	326	512

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所。注: 2019 年数据为年报公告基础上测算数据。

2020 年受疫情影响, 一季度公司充电量不及预期, 业绩受到影响, 但是随着国内复工复产, 特来电充电水平迅速回升, 根据公司股权激励方案预计 2019-2022 年实现特来电平台充电量 22.5 亿度、45 亿度、90 亿度、150 亿度, 2020 年我们预期公司充电量为 35 亿度, 低于业绩承诺, 但是我们相信公司优势明显, 将在 2021-2022 年实现营业目标, 保持高速增长, 特来电市场价值还有较大空间。

## 4. 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.30、5.47 和 7.51 亿元, 对应 EPS 分别为 0.43、0.55 和 0.75 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 47、37、27 倍。看好公司未来市场空间巨大, 独角兽属性逐步凸显, 维持“强烈推荐”评级。

## 5. 风险提示

行业政策出现重大变化, 充电市场发展不及预期, 公司充电量提升不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	8231	9095	10232	12349	14309	<b>营业收入</b>	5904	6739	7732	9557	11250
货币资金	1369	1768	2029	2508	2952	<b>营业成本</b>	4533	4952	5575	6869	8052
应收账款	4717	4442	5096	6300	7415	营业税金及附加	46	32	37	45	53
其他应收款	262	383	440	544	640	营业费用	443	511	541	669	788
预付款项	192	211	211	211	211	管理费用	364	477	851	1051	1125
存货	977	889	1001	1233	1445	财务费用	264	286	309	382	450
其他流动资产	385	936	936	936	936	资产减值损失	122.61	-85.21	87.86	65.87	78.11
<b>非流动资产合计</b>	5132	5873	5552	5281	4974	公允价值变动收益	0.00	-35.96	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1071	1236	1236	1236	1236	投资净收益	99.07	140.56	119.82	130.19	125.00
固定资产	2291	2884	2799	2595	2349	<b>营业利润</b>	161	273	452	605	830
无形资产	677	728	655	590	531	营业外收入	12.15	3.57	26.61	14.11	14.76
其他非流动资产	59	15	15	15	15	营业外支出	9.43	18.43	10.12	12.66	13.73
<b>资产总计</b>	13363	14968	15784	17630	19284	<b>利润总额</b>	164	258	468	606	831
<b>流动负债合计</b>	8839	10105	9856	11442	12741	所得税	-24	13	61	73	100
短期借款	2895	3938	3197	3663	3939	<b>净利润</b>	188	245	407	534	731
应付账款	2492	3067	3405	4196	4918	少数股东损益	9	-25	-23	-13	-21
预收款项	529	333	333	333	333	归属母公司净利润	179	270	430	547	751
一年内到期的非流动负债	595	220	220	220	220	EBITDA	1306	1562	1110	1337	1624
<b>非流动负债合计</b>	991	1189	1189	1189	1189	<b>FPS (元)</b>	0.18	0.27	0.43	0.55	0.75
长期借款	167	273	273	273	273	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>负债合计</b>	9830	11295	11046	12631	13930	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	412	318	295	282	261	营业收入增长	15.64%	14.15%	14.73%	23.61%	17.71%
实收资本(或股本)	998	998	998	998	998	营业利润增长	-30.67	69.15%	65.68%	33.97%	37.12%
资本公积	872	832	1710	1710	1710	归属于母公司净利润增长	-35.69	50.96%	59.31%	27.03%	37.41%
未分配利润	1109	1357	1383	1416	1461	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	3122	3355	4443	4716	5092	毛利率(%)	23.21%	26.52%	27.90%	28.13%	28.43%
<b>负债和所有者权益</b>	13363	14968	15784	17630	19284	净利率(%)	3.18%	3.64%	5.27%	5.58%	6.50%
<b>现金流量表</b>						<b>ROE (%)</b>					
单位: 百万元						2018A					
2018A						2019A					
2019A						2020E					
2020E						2021E					
2021E						2022E					
2022E											
<b>经营活动现金流</b>	792	390	655	681	985	<b>偿债能力</b>					
净利润	188	245	407	534	731	资产负债率(%)	74%	75%	70%	72%	72%
折旧摊销	881.17	1003.49	0.00	284.00	285.80	流动比率	0.93	0.90	1.04	1.08	1.12
财务费用	264	286	309	382	450	速动比率	0.82	0.81	0.94	0.97	1.01
应收账款减少	0	0	-655	-1203	-1116	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.46	0.48	0.50	0.57	0.61
<b>投资活动现金流</b>	-1386	-460	2	-16	7	应收账款周转率	1.35	1.47	1.62	1.68	1.64
公允价值变动收益	0	-36	0	0	0	应付账款周转率	2.40	2.42	2.39	2.51	2.47
长期投资减少	0	0	-30	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	99	141	120	130	125	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.27	0.43	0.55	0.75
<b>筹资活动现金流</b>	467	102	-396	-186	-547	每股净现金流(最新摊薄)	-0.13	0.03	0.26	0.48	0.45
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.13	3.36	4.45	4.73	5.10
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	113.44	75.63	47.32	37.25	27.11
资本公积增加	20	-40	878	0	0	P/B	6.53	6.07	4.58	4.32	4.00
<b>现金净增加额</b>	-127	31	261	479	444	EV/EBITDA	17.35	14.74	19.84	16.47	13.45

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司报告	特锐德（300001）：充电网络已成型，龙头地位稳固	2020-02-12
公司深度报告	特锐德（300001）：“一机两翼”布局成型，充电独角兽将崛起	2019-05-29
行业深度报告	电力设备与新能源行业报告：未来已来，特斯拉产业链系列报告（二）：SolarCity是能源革命的重要拼图	2020-04-30
行业深度报告	未来已来，特斯拉产业链系列报告（一）：颠覆性创新，打造时代产物	2020-04-20
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：新能源汽车获政策支持，风光发电新政落地	2020-04-10
行业深度报告	特高压产业：新基建主力，新制造名片	2020-04-07

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 李远山

西安交通大学学士, 清华大学核能科学与工程硕士, 曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作, 2016 年加入新时代证券研究所, 2019 年加入东兴证券研究所, 负责电力设备新能源行业研究。

### 郑丹丹

郑丹丹, 华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA (金融方向), 2019 年 5 月加入东兴证券研究所, 任电力设备与新能源行业首席分析师, 此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜, 如: 金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师 (电气设备行业) 评选, 今日投资 2018 “天眼”中国最佳证券分析师 (电气设备行业) 评选, 《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师 (电气设备行业) 评选, 第一财经 2016 最佳卖方分析师 (电气设备行业) 评选, 以及中国证券业 2013 年金牛分析师 (高端装备行业) 评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版; 受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

## 研究助理简介

### 张阳

中国人民大学经济学硕士, 2019 年加入东兴证券, 从事电力设备与新能源行业研究, 主要研究方向为新能源汽车产业链。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526