

特锐德 (300001.SZ)

输配电及控制行业

评级: 买入 首次评级

公司研究简报

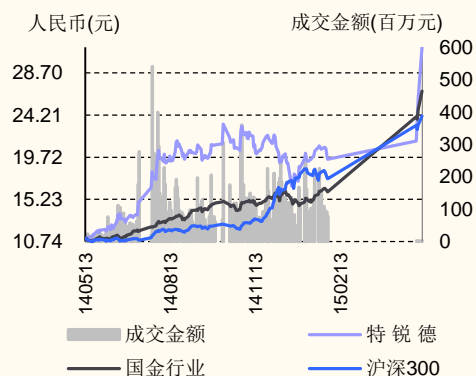
市场价格 (人民币): 31.42 元

目标价格 (人民币): 50.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	385.68
总市值(百万元)	12,593.14
年内股价最高最低(元)	31.42/11.04
沪深 300 指数	4747.42



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.591	0.397	0.659	0.800	1.004
每股净资产(元)	6.41	3.53	4.19	5.01	6.07
每股经营性现金流(元)	0.32	0.28	-0.08	0.44	0.49
市盈率(倍)	38.74	46.83	75.88	62.52	49.78
行业优化市盈率(倍)	43.14	56.84	93.97	93.97	93.97
净利润增长率(%)	47.27%	34.40%	81.67%	21.36%	25.59%
净资产收益率(%)	9.22%	11.25%	17.22%	17.46%	18.10%
总股本(百万股)	200.40	400.80	438.59	438.59	438.59

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **并购川开电气凸显协同效应:** 川开电气质地优良, 此次并购溢价较低, PE11.28, PB1.84, 分别相当于可比并购交易的 70%和 56%, 直接增厚 EPS 22.5%; 川开地处西南, 与公司具有明显的资源互补性, 一方面降低物流营销成本, 另一方面也利于公司充电业务在西南市场推广;
- **打造 O2O 卖车平台延长私人充电运营产业链:** 在我们之前的深度报告中, 分析得到结论, 对于公共领域, 充电运营 2 年内可收回成本; 私家车市场由于用户的不可控性, 投资回报率低。我们看好特锐德通过打造最大 O2O 卖车平台, 提高整个充电产业链的盈利能力和竞争能力。一方面, 充电网络将成为公司获取卖车比较优势的的决定性武器; 另一方面, 产业链延伸将使公司不再完全依赖充电服务费, 获得竞争优势。
- **充电桩入口价值, 指向公司迈向汽车工业大数据之路:** “充电”行为给充电桩企业提供了诊断汽车状态的机会, 提供相关诊断报告和维修建议将成为很好的盈利模式; 长期来看, 通过充电桩收集的汽车数据, 将成为宝贵的电动汽车工业大数据资源, 相关数据挖掘将带来广阔想象空间。此外, 全部操作通过 APP 完成, 互联网金融、电商、广告等增值服务都将带来超额收益。
- **群充电系统除了具有少占地、设备安全、负荷区域调度等优点外, 系统的模块化、可扩展等优势将非常适合未来电动汽车大规模普及下, 对配电网主接线的变动要求, 是适用于未来“充电网”的充电体系。**
- **传统领域产品创新带来新的利润增长点:** 目前常规电压等级电力投资、铁路投资呈现下行趋势, 公司 2014 年开发出“世界首创”的 110kV 城市中心模块化智能变电站, 以及“太阳能光伏一体化箱变”、“有轨电车智能箱变”等新产品, 将有效保证公司传统业务平稳增长。
- **公司通过特殊股权结构在香港成立平台公司, 未来海外市场增长可期。**

估值

- 考虑公司群充电系统产业链的广阔空间, 并对标可比上市公司估值, 给予目标价 50 元, 对应 15 年 76 倍 PE。

风险

- 群充电设备/系统大规模应用可靠性有待观察;
- 市场开拓进度低于预期;
- 产业链延伸后变现能力低于预期。

苏广宁

联系人
(8621)61620766
suguangning@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

并购川开电气，增厚利润、拓展营销渠道一举两得	3
川开电气是西南地区电气开关龙头企业	3
收购溢价较低，显著增厚公司盈利水平	4
协同效应显著，同时利于西南市场拓展充电业务	5
智能群充电系统——通往汽车工业大数据平台之路	6
兵贵神速，公司表现出很强的执行力	6
群充电系统架构完善，满足未来电动汽车大规模充电要求	7
打造 O2O 卖车平台，延长充电运营产业链	8
充电桩入口功能凸显，汽车工业大数据充满想象空间	9
110kV 城市中心站和海外市场将成为近 3 年主要增长点	10
估值	11

图表目录

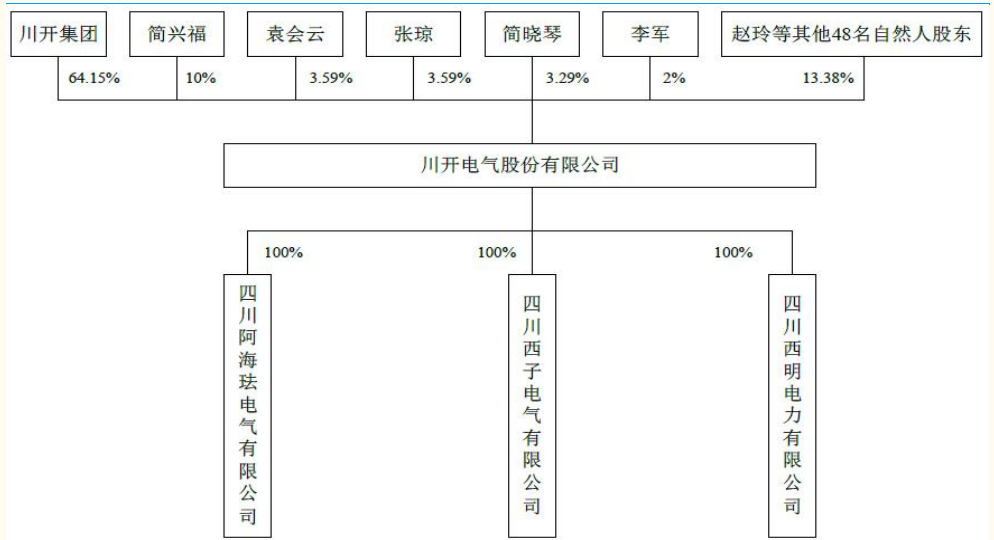
图表 1：川开电气股权结构	3
图表 2：川开电气主营业务收入分类（万元）	3
图表 3：川开电气相对估值水平	4
图表 4：可比上市公司市盈率、市净率情况（2014 年 12 月 31 日）	4
图表 5：可比交易估值情况	4
图表 6：并购前后特锐德主要财务数据比较（模拟）	5
图表 7：川开电气主营业务收入按地域分类	5
图表 8：可比公司资产负债率情况（2014 年末）	5
图表 9：特来电 APP 截图	6
图表 10：特锐德推广电动汽车群充电业务所做的工作	6
图表 11：群充电终端	7
图表 12：群充电箱变	7
图表 13：智能群充电四层系统结构	8
图表 14：汽车充电箱变和终端	8
图表 15：经过负荷调度后的曲线	8
图表 16：充电桩入口打造的互联网生态系统	9
图表 17：110kV 城市中心模块化智能变电站	10

并购川开电气，增厚利润、拓展营销渠道一举两得

川开电气是西南地区电气开关龙头企业

- 公司 5 月 5 日晚间公告，拟以发行股份方式购买川开集团以及简兴福等 53 名自然人持有的川开电气 100% 股权，支付对价 6.9 亿元，发行股份 37,787,409 股，发行价格 18.26 元/股。同时，拟向简兴福、华夏基金、乾鑫投资非公开发行股份募集配套资金，总额不超过 2.3 亿元。
- 川开电气是我国电气成套设备产品系列最完善、规格最全面的专业制造企业之一，主要产品包括 126kV、40.5kV、12kV、0.4kV 等各种类型的高、中、低压开关设备等，客户涉及电网、核电、发电、通信、交通、石油石化等多个行业。
- 公司 2014 年营业收入 7.58 亿元，净利润 6115.86 万元。业绩承诺：2015 年-2017 年预测净利润分别为 6,787.83 万元、7,510.21 万元、8,297.77 万元。
- 公司质地优良，开关柜技术国内领先。2015 年 4 月 9 日，川开电气开发的 ACP1000 核电站用 1E 级 BLOKSET 低压成套开关设备、1E 级 KYN28A-7.2 (F-C) 交流金属封闭开关设备、1E 级 KYN28A-12 交流金属封闭开关设备顺利通过了中国机械工业联合会组织的新产品技术鉴定。根据机械工业发电设备中心 2015 年 4 月 14 日出具的证明，川开电气系国内首家通过中国机械工业联合会组织的 ACP1000 核电站用 1E 级中低压成套开关设备新产品技术鉴定会的企业。

图表 1：川开电气股权结构



来源：国金证券研究所

图表 2：川开电气主营业务收入分类 (万元)

产品名称	2014 年度		2013 年度	
	金额	比例	金额	比例
高压类	1,377.89	1.82%	1,171.89	1.47%
40.5KV 开关柜	976.88	1.29%	1,866.93	2.34%
12KV 开关柜	17,779.00	23.48%	15,929.16	19.93%
0.4KV 开关柜	22,469.99	29.67%	22,664.63	28.36%
箱变	1,634.16	2.16%	2,328.16	2.91%
三箱类	5,965.67	7.88%	4,880.82	6.11%
桥架类	7,928.51	10.47%	7,234.99	9.05%
电源类	3,230.90	4.27%	2,980.47	3.73%
输配电装置	2,774.91	3.66%	4,021.46	5.03%

产品名称	2014 年度		2013 年度	
	安装工程	5,902.10	7.79%	10,702.71
其他	5,693.67	7.52%	6,129.59	7.67%
合计	75,733.68	100.00%	79910.81	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

收购溢价较低，显著增厚公司盈利水平

- 本次收购相对川开电气 2014 年 11.28 倍 PE，1.84 倍 PB，估值不仅明显低于可比上市公司，而且在近两年类似并购案例中，亦处于较低水平。同时考虑到川开电气自身质地及行业地位，本次资产注入较为理想。

图表 3：川开电气相对估值水平

项目	2014 年实现数	2015 年预测数	2016 年预测数	2017 年预测数
川开电气交易价格 (万元)			69,000.00	
川开电气归属于母公司所有者的净利润 (万元)	6,115.86	6,787.83	7,510.21	8,297.77
交易市盈率 (倍)	11.28	10.17	9.19	8.32
项目 2014 年 12 月 31 日				
川开电气归属于母公司所有者权益 (万元)			37,526.57	
交易市净率 (倍)			1.84	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：可比上市公司市盈率、市净率情况 (2014 年 12 月 31 日)

证券代码	证券简称	市盈率	市净率
002298.SZ	鑫龙电器	149.74	2.91
002350.SZ	北京科锐	39.32	2.56
002358.SZ	森源电气	52.88	6.96
300062.SZ	中能电气	53.90	2.42
	平均值	48.70	3.71

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：可比交易估值情况

上市公司	标的股权	评估基准日	评估值 (万元)	标的股权交易价格 (万元)	基准日前 1 年		基准日		进展
					归母净利润 (万元)	市盈率	归属于母公司股东权益 (万元)	市净率	
鼎汉技术 (300011)	海兴电缆 100%股权	2014 年 2 月 28 日	76,000.00	76,000.00	6,227.70	12.20	19,720.62	3.85	完成
银河电子 (002519)	同智机电 100%股权	2013 年 10 月 31 日	102,868.58	102,800.00	6,207.92	16.56	22,358.92	4.60	完成
卧龙电气 (600580)	香港卧龙 100%股权	2012 年 12 月 31 日	208,912.19	208,912.19	11,689.34	17.87	103,016.75	2.03	完成
新时达 (002527)	众为兴 100%股份	2013 年 12 月 31 日	60,400.00	60,000.00	2,479.93	24.19	13,479.51	4.45	完成
柘中建设 (002346)	柘中电气	2013 年 12 月 31 日	57,800.00	57,800.00	4,663.95	12.39	28,906.18	2.00	完成

100%股权	月 31 日								
太原刚玉 (000795)	联宜电机 100%股权	2014 年 9 月 30 日	70,000.00	70,000.00	4,961.13	14.11	24,138.62	2.90	正在 进行
平均值						16.22		3.31	
特锐德 (300001)	川开电气 100%股权	2014 年 12 月 31 日	70,259.30	69,000.00		11.28		1.84	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：并购前后特锐德主要财务数据比较（模拟）

项目	2014 年 12 月 31 日			2013 年 12 月 31 日		
	并购前	并购后	变动幅度	并购前	并购后	变动幅度
资产总额	303,016.54	425,074.42	40.28%	232,353.41	345,658.31	48.76%
负债总额	146,351.41	199,409.30	36.25%	90,195.91	139,017.91	54.13%
归属于母公司 所有者权益	141,373.96	210,373.96	48.81%	128,432.43	192,915.33	50.21%
营业收入	193,205.42	268,963.66	39.21%	135,324.93	215,255.83	59.07%
营业利润	19,114.14	25,670.01	34.30%	14,107.96	19,559.04	38.64%
利润总额	21,163.96	27,668.76	30.74%	15,380.91	21,420.95	39.27%
归属于母公司 所有者的净利润	15,908.82	21,292.70	33.84%	11,837.07	16,700.89	41.09%
基本每股收益 (元/股)	0.40	0.49	22.50%	0.30	0.38	26.67%

来源：公司公告，国金证券研究所

协同效应显著，同时利于西南市场拓展充电业务

- 川开电气是四川省百强企业，西南地区电气开关设备龙头企业，客户涉及电网、核电、发电、通信、交通、石油石化等多个行业。并购后一方面优化公司产品结构，提高市占率；另一方面可以降低公司物流成本和营销成本，交叉开拓市场，实现规模效应。
- 川开电气主要销售市场在西南、华中地区，本次收购可借助川开的区位优势与地方资源优势，大力开拓当地电动汽车充电运营业务，事半功倍，协同效应显著。

图表 7：川开电气主营业务收入按地域分类

	2014 年度		2013 年度	
	金额	占比	金额	占比
西南区	48,316.64	63.80%	46,660.28	58.39%
华北区	2,250.64	2.97%	2,814.16	3.52%
华南区	6,286.22	8.30%	7,604.01	9.52%
华东区	4,901.58	6.47%	5,780.67	7.23%
西北区	3,623.07	4.78%	4,145.64	5.19%
华中区	10,355.53	13.67%	12,906.06	16.15%
合计	75,733.68	100.00%	79,910.81	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 从川开角度看，川开电气资产负债率较高，制约其融资能力，同时行业普遍存在回款周期长的特点，现金流紧张。此次并入上市公司，有利于缓解其营运压力，并通过增发获得技术改造升级所需的资金支持。

图表 8：可比公司资产负债率情况（2014 年末）

证券代码	证券简称	资产负债率 (%)
002298.SZ	鑫龙电器	41.84
002350.SZ	北京科锐	34.18

002358.SZ	森源电气	37.48
300062.SZ	中能电气	19.93
	平均值	33.36
	标的公司	川开电气
		58.11

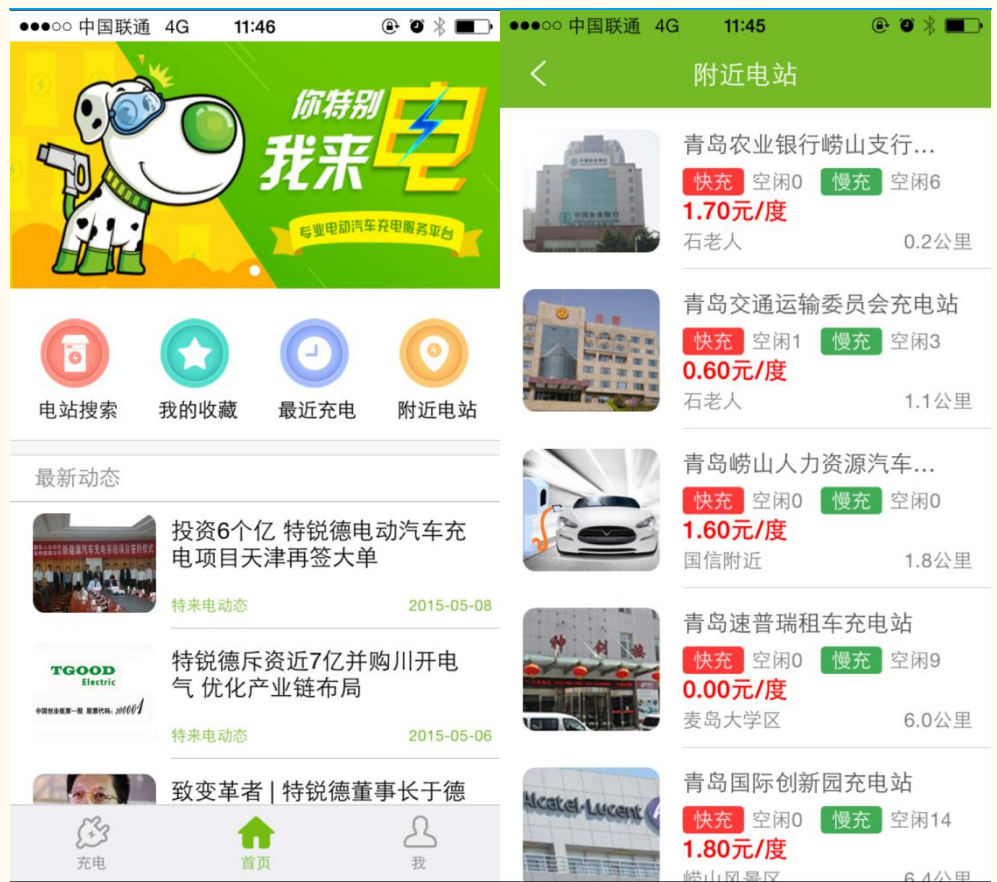
来源：国金证券研究所

智能群充电系统——通往汽车工业大数据平台之路

兵贵神速，公司表现出很强的执行力

- 我们认为电动汽车充电设施 2015-2016 年是建设的黄金期，公司在 2014 年发布群充电系统后，已在北京、天津、青岛、合肥、惠州、潍坊、芜湖、新乡、长株潭等 12 个城市建立了汽车充电合资公司，计划 2015 年底和 40 个以上城市政府建立战略合作，并成立合资运营公司，2017 年底目标占领全国 50% 的充电市场。目前公司在建和已建终端超过 5000 个。“特来电”APP 已上线。
- 公司公告称，2015 年下半年基于新能源汽车的 O2O 线上销售平台也将上线运行，初步实现以充带车、车充并举，2015 年底基本建成为 10 万台车充电的汽车充电网。

图表 9：特来电 APP 截图



来源：国金证券研究所

图表 10：特锐德推广电动汽车群充电业务所做的工作

序号	主要内容
1	2014 年 7 月 23 日，正式进军汽车充电业务。本次共使用自筹资金 60,000 万元，其中拟出资 30,000 万元在青岛市高新区成立“青岛特锐德汽车充电有限公司”，并以该公司为主体进行投资。
2	2014 年 10 月 8 日，公司与山东天恩综合能源有限公司（以下简称“潍坊天恩”）签署《合资经营协议书》，公司拟与潍坊天

序号	主要内容
	恩在山东省潍坊市共同出资成立“潍坊天恩特锐德汽车充电有限公司”（暂定名，实际以工商核准登记为准），合资公司注册资本不低于5,000万元，其中公司出资占注册资本的51%。
3	2014年10月24日，公司与长沙众泰汽车工业有限公司（以下简称“众泰汽车”）、湖南经济技术投资担保公司（以下简称“担保公司”）签署了关于共同出资成立新公司的《合作协议》，公司拟与众泰汽车、担保公司共同出资成立合资公司，注册资本为人民币5,000万元，其中公司出资450万元，占注册资本的9%。
4	2014年11月6日，公司通过全资子公司青岛特锐德汽车充电有限公司（以下简称“特充公司”）与惠州亿纬锂能股份有限公司（以下简称“亿纬锂能”）签署了关于共同出资成立新公司的《合资经营协议书》，公司拟与亿纬锂能共同出资成立“惠州亿纬特锐德汽车充电有限公司”（暂定名，实际以工商核准登记为准），新公司注册资本为人民币10,000万元，特锐德以现金出资5,100万元整，占合资公司51%的股份。
5	2014年12月25日，公司通过特充公司与新乡市新能电动汽车有限公司（以下简称“新能电动”）签署了关于共同出资成立新公司的《合资经营协议书》，公司拟与新能电动共同出资成立“新乡新能特锐德汽车充电有限公司”（暂定名，实际以工商核准登记为准），新公司注册资本为人民币3,000万元，特锐德以现金出资2,700万元，占合资公司90%的股份。
6	2014年12月12日，青岛特锐德汽车充电有限公司使用自有资金5,000万元成立全资子公司“青岛特锐德新能源汽车租赁有限公司”。
7	2014年12月24日，公司通过特充公司（“甲方”）与安徽国轩新能源投资有限公司（“乙方”）签署《战略合作协议》，公司董事会决议使用自有资金出资11,000万元与国轩新能源、合肥市建设投资控股（集团）有限公司（“丙方”）共同成立“合肥国轩特锐德汽车充电有限公司”（暂定名，以工商名称核准为准），新公司注册资本20,000元，其中甲、乙、丙三方出资比例分别为55%、35%、10%。
8	2015年1月24日，公司与北京智电未来信息科技有限公司（主要运营“第一电动网”）实际控制人庞义成先生签署《战略合作投资合作协议》。特锐德拟使用自有资金3,000万元战略投资第一电动网，支持第一电动网的创业计划（主要用于分时租赁业务）。
9	2015年5月，特充公司更名为“青岛特来电新能源有限公司”并发布特来电APP
9	2015年5月8日，“特来电新能源”与天津天创华鑫现代服务产业创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“华鑫创投”或“乙方”）、天津天创鼎鑫创业投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“鼎鑫创投”或“丙方”）确定了关于共同出资成立新公司的《合资经营协议书》，拟共同出资成立“天津创投特来电新能源有限公司”（暂定名，实际以工商核准登记为准；以下简称“合资公司”或“新公司”），新公司注册资本为人民币10000万元，特来电新能源以现金出资8600万元整，占合资公司87.3%的股份。
10	2015年5月8日，与天津市东丽区人民政府确定了《合作框架协议》，公司拟与天津市东丽区人民政府合作，在电动汽车充电系统及终端网络投资建设、充电运营、电动汽车销售、新能源汽车销售及维修服务、新能源汽车租赁、电子支付、互联网金融等方面展开合作，同时共同开发互联网增值服务。项目总投资不少于6亿元。

来源：公司公告，国金证券研究所

群充电系统架构完善，满足未来电动汽车大规模充电要求

■ 特锐德群充电采用4层架构，主要优点总结如下：

- **设备层：**采用无桩充电、无电插头，减少充电终端占地，降低设备物理损坏风险；以停车场为单位群接入，降低造价和申请、施工难度；具备可扩展性；
- **调度层：**实现区域微调度，避免无序充电造成和居民抢负荷、电网过负荷问题，减少电网改造投资；
- **平台层：**城市充电群管理，通过APP实现充电预约、定位导航、金融支付、远程诊断、数据挖掘等增值服务。

图表 11：群充电终端



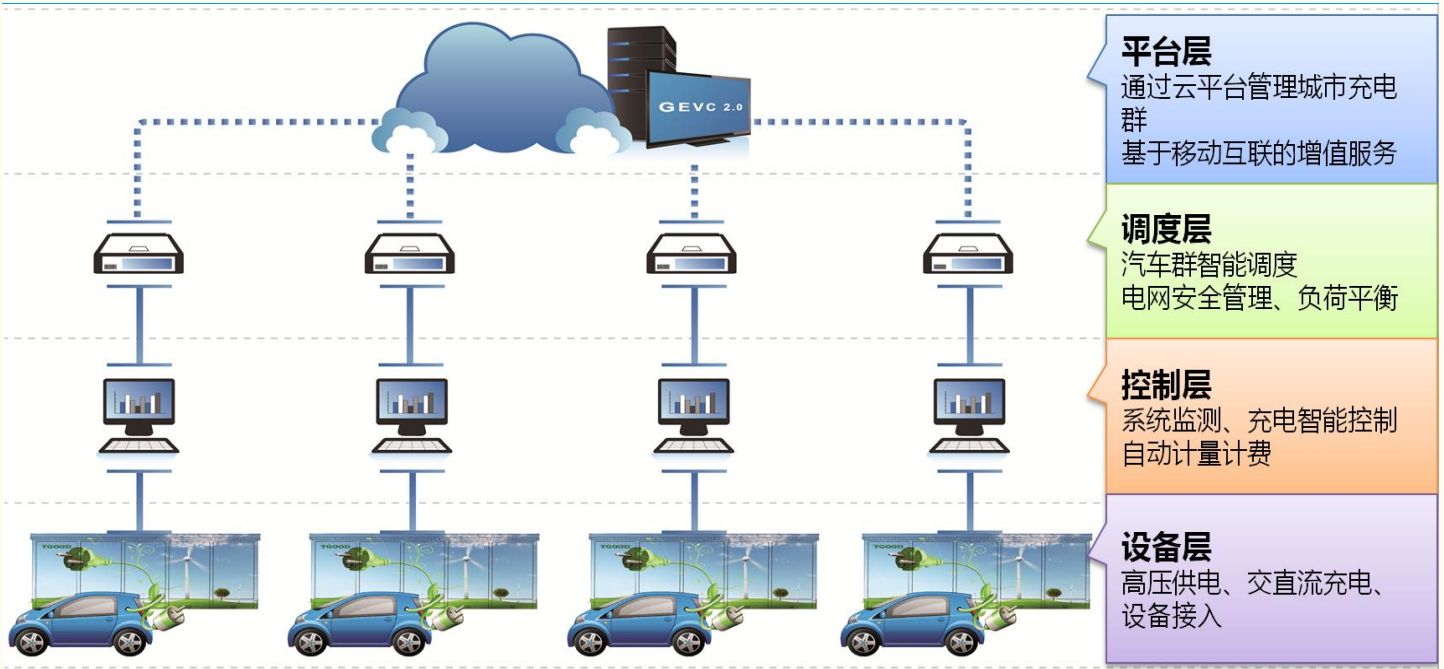
来源：国金证券研究所

图表 12：群充电箱变



来源：国金证券研究所

图表 13: 智能群充电四层系统结构



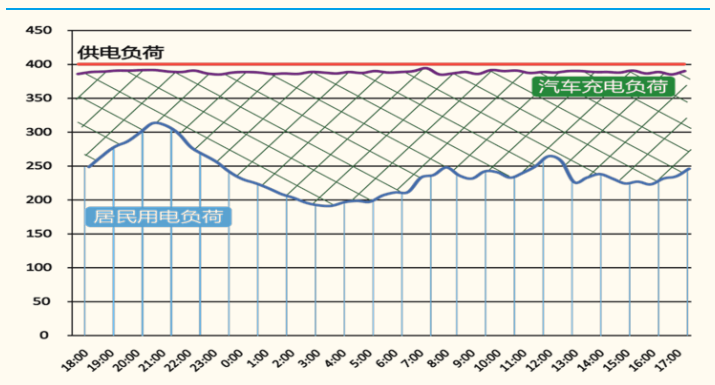
来源: 特锐德, 国金证券研究所

图表 14: 汽车充电箱变和终端



来源: 特锐德, 国金证券研究所

图表 15: 经过负荷调度后的曲线



来源: 特锐德, 国金证券研究所

- 目前群充电系统通过群管群控, 实现了错峰填谷, 从而使配网增容需求降到最低。但是未来当电动汽车发展到较大规模, 区域电动汽车充电负荷总量将达到甚至超过配电网体量, 现有配网拓扑结构将呈现严重的不合理性。
- 理想的管理模式是将电动汽车充电负荷单独管理, 与居民等其它负荷物理上隔离, 形成专用“充电网”, 即新增配电变压器给区域电动汽车供电。
- 在上述情况发生时, 传统单独建设的充电桩将面临巨大改造困难。
- 特锐德的充电箱变由于在区域内对充电终端进行集中管理, 因此电气上改接线只需在箱变网侧完成, 工程量小, 符合未来发展趋势。

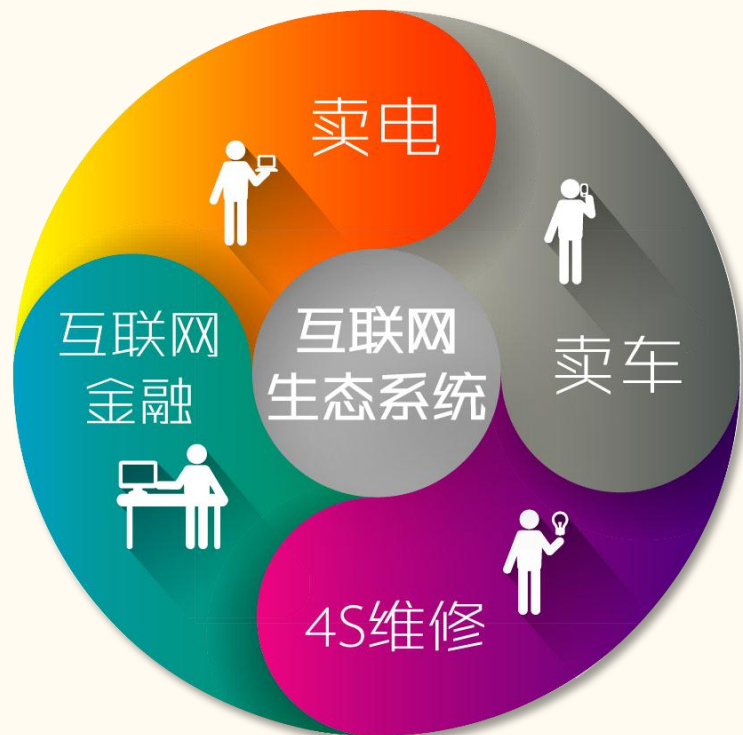
打造 O2O 卖车平台, 延长充电运营产业链

- 充电运营在经过前几年的发展试错后, 目前普遍的方式是通过收取充电服务费, 获得运营收益。在我们 2014 年 12 月 9 日发布的充电行业深度报告《新能源汽车充电运营: 大蓝海出现 盈利可实现》中, 详细分析了这种模式并对各种情况进行了详细测算, 得到的结论是: 在公共领域, 比如公交车、出租车等, 由于充电利用时间有保障, 在收取一定的充电服务费下,

投资回收期非常短，是很好的生意；但是在私人领域，由于客户分散以及充电行为的随机性，除了桩随车走外，做充电运营投资回报率非常低。

- 布局私人充电市场一定会经历一个亏损过程，而充电设施不足又是私人缺乏电动车购买动力的最主要原因。由此又回到了“鸡生蛋，蛋生鸡”的问题。我们认为，一定是先有充电网，然后私人电动车才会真正放量。
- 目前来看，最佳的解决方案就是延长整个充电运营产业链：把卖电收服务费，转变成 O2O 卖车、充电服务是议价资本。这种模式有很多优点：
 - 拥有完善的充电网络将成为电动车销售的最佳武器，拥有其它渠道经销商无法比拟的优势，比如充电服务费优惠等。
 - 避免了只做充电运营，死于价格战的悲惨结局。
 - 通过卖车，可以轻松地进入保险、配件等汽车周边消费市场。
 - 充电服务费的优惠部分，可以通过多种方式实现再回收。

图表 16：充电桩入口打造的互联网生态系统



来源：特锐德，国金证券研究所

充电桩入口功能凸显，汽车工业大数据充满想象空间

- 电动汽车是能源互联网的重要组成部分，充电桩是关键入口，每一次充电行为都是车辆与充电网的交互，也是获取车辆信息的最佳时机。
 - 通过充电桩可以对电动汽车进行诊断，尤其是电池状态。对车辆状态进行评估以及故障时提出维修建议，都是很好的盈利模式。
 - 由于整个预约充电，电子支付都是通过 APP 完成，互联网金融、电商、广告业务都会带来增值收益。
 - 通过充电桩收集的汽车工业大数据样本将是极其宝贵的资源，经过数据挖掘后产生的信息价值充满想象空间。

110kV 城市中心站和海外市场将成为近 3 年主要增长点

- 2014 年公司研制成功 110kV 城市中心模块化智能变电站，科技成果鉴定为“该产品世界首创，技术水平国际领先”。
 - 产品集合了 GIS、变压器、10kV 开关柜、二次设备等公司既有的全部线上产品，缩小占地面积至 500 平方米以内（常规变电站约 3000 平方米），解决了高密度、集群化城市中心建设 110kV 变电站“落地难”的问题，整体造价节约 10%以上（不含土地节约），未来市场潜力巨大。
 - 2014 年确认收入 1 台，意向订单 10 个（其中 3 个已经通过可研、立项进入设计阶段），为在城市中大面积普及打下良好基础。
 - 110kV 中心站单台售价 3000 万左右，相当于传统箱变 100 个，含金量很高，将成为公司未来几年的主要利润增长点之一。

图表 17: 110kV 城市中心模块化智能变电站



来源：网络图片，国金证券研究所

- 公司 2014 年还研制成功“太阳能光伏一体化箱变”，“有轨电车智能箱变”等差异化新产品，可明显节约人工及工程施工费用 30%以上，促进相关领域的设备销量增长。
- 公司公告已在香港成立了“特锐德控股有限公司”（英文名称:TGOOD Holdings Limited, 简称“香港特锐德”），公司持股比例 51%；香港特锐德成立了“特锐德国际有限公司”（英文名称:TGOOD Global Limited, 简称“特锐德国际”）。香港特锐德和特锐德国际均是以建立国际化营销平台为目的的平台型公司，将负责公司国际市场推广、全球各个分支机构的建设运营及目标企业并购等。
 - 公司设想将控股权之外的其他股权分配给拥有国际化电力设备营销经验，且非常熟悉当地市场的外籍人士及专业人员；获得香港特锐德股权的外籍人士须在特锐德具有产品优势的国家设立当地公司，当地公司由外籍人士控股、香港特锐德参股。
 - 通过这样一个特殊的股权结构设计，吸引国际优秀人才，把国际化经理人转化成当地公司老板和香港特锐德股东，用平台的理念释放资源，强强联合、优势互补，多方共赢，打造特锐德国际化大平台。未来海外市场将成为特锐德的重要增长极。

- 报告期内，公司聘请了思格弗里德·罗兰德（Dr. Siegfried Ruhland）博士担任公司总裁。罗兰德博士在通用电气、阿海珐输配电集团、西门子公司等国际企业从业 25 年，在电力配电领域尤其在研发、制造、销售和国际化管理领域积累了丰富的理论和实践经验。我们认为罗兰德博士将对特锐德的输变电业务生产管理水平、体系建设产生深远影响，推动公司国际化进程。

估值

- 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.66, 0.80, 1.00（合并川开业务，未考虑充电运营盈利），目标价 50 元，对应 15 年 PE76 倍。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	664	1,353	1,932	3,408	4,065	4,888	货币资金	308	303	343	380	420	450
增长率		103.8%	42.8%	76.4%	19.3%	20.3%	应收款项	608	1,060	1,449	2,070	2,484	3,000
主营业务成本	-440	-960	-1,400	-2,482	-2,974	-3,575	存货	152	344	353	612	733	881
%销售收入	66.3%	70.9%	72.4%	72.8%	73.2%	73.1%	其他流动资产	17	21	17	25	30	36
毛利	224	393	532	926	1,091	1,313	流动资产	1,086	1,727	2,162	3,087	3,667	4,367
%销售收入	33.7%	29.1%	27.6%	27.2%	26.8%	26.9%	%总资产	73.7%	74.4%	71.3%	75.0%	78.1%	80.5%
营业税金及附加	-4	-8	-12	-20	-24	-29	长期投资	0	86	148	148	148	148
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	306	384	513	650	629	634
营业费用	-60	-104	-119	-239	-285	-342	%总资产	20.8%	16.5%	16.9%	15.8%	13.4%	11.7%
%销售收入	9.1%	7.7%	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%	无形资产	72	109	186	229	250	277
管理费用	-72	-110	-150	-273	-325	-391	非流动资产	388	595	869	1,029	1,028	1,060
%销售收入	10.9%	8.1%	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	26.3%	25.6%	28.7%	25.0%	21.9%	19.5%
息税前利润 (EBIT)	87	171	252	395	457	551	资产总计	1,473	2,322	3,030	4,116	4,695	5,428
%销售收入	13.2%	12.6%	13.0%	11.6%	11.2%	11.3%	短期借款	0	203	433	698	630	550
财务费用	7	-3	-19	-28	-34	-28	应付款项	256	648	969	1,410	1,688	2,030
%销售收入	-1.1%	0.2%	1.0%	0.8%	0.8%	0.6%	其他流动负债	28	47	60	143	163	188
资产减值损失	-9	-28	-47	-33	-25	-26	流动负债	283	898	1,462	2,251	2,482	2,768
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	5	2	3	4	其他长期负债	5	3	1	15	14	13
%税前利润	0.0%	0.7%	2.6%	0.5%	0.7%	0.7%	负债	289	901	1,464	2,266	2,496	2,781
营业利润	85	141	191	335	401	501	普通股股东权益	1,185	1,284	1,414	1,679	2,009	2,433
营业利润率	12.9%	10.4%	9.9%	9.8%	9.9%	10.2%	少数股东权益	0	137	153	171	191	213
营业外收支	10	13	20	30	40	50	负债股东权益合计	1,473	2,322	3,030	4,116	4,695	5,428
税前利润	96	154	212	365	441	551	比率分析						
利润率	14.4%	11.4%	11.0%	10.7%	10.9%	11.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-15	-26	-33	-58	-71	-88	每股指标						
所得税率	16.0%	17.1%	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.401	0.591	0.397	0.659	0.800	1.004
净利润	80	128	179	307	371	463	每股净资产	5.912	6.409	3.527	4.188	5.011	6.071
少数股东损益	0	9	19	18	20	22	每股经营现金净流	0.077	0.321	0.281	-0.079	0.444	0.487
归属于母公司的净利润	80	118	159	289	351	441	每股股利	0.100	0.150	0.000	0.100	0.100	0.100
净利率	12.1%	8.7%	8.2%	8.5%	8.6%	9.0%	回报率						
							净资产收益率	6.78%	9.22%	11.25%	17.22%	17.46%	18.10%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.46%	5.10%	5.25%	7.02%	7.47%	8.12%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	6.19%	8.73%	10.63%	13.01%	13.57%	14.47%
净利润	80	128	179	307	371	463	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	3.41%	103.82%	42.77%	76.38%	19.28%	20.26%
非现金支出	28	53	78	70	73	77	EBIT 增长率	-28.89%	95.88%	47.30%	56.56%	15.85%	20.47%
非经营收益	-2	0	9	25	1	-15	净利润增长率	-23.37%	47.27%	34.40%	81.67%	21.36%	25.59%
营运资金变动	-91	-117	-153	-435	-267	-330	总资产增长率	7.52%	57.61%	30.49%	35.82%	14.08%	15.59%
经营活动现金净流	15	64	113	-32	178	195	资产管理能力						
资本开支	-44	-60	-205	-188	-8	-34	应收账款周转天数	287.1	208.3	220.6	208.0	209.0	210.0
投资	0	0	-49	0	0	0	存货周转天数	111.2	94.3	90.9	90.0	90.0	90.0
其他	0	39	1	2	3	4	应付账款周转天数	150.4	100.5	120.8	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-44	-22	-253	-186	-5	-30	固定资产周转天数	168.1	94.9	69.5	62.5	52.8	42.6
股权募资	0	5	0	16	19	24	偿债能力						
债权募资	0	78	229	279	-69	-81	净负债/股东权益	-25.98%	-7.02%	5.79%	17.20%	9.56%	3.79%
其他	-40	-78	-80	-39	-84	-79	EBIT 利息保障倍数	-12.1	60.0	13.3	14.0	13.6	19.7
筹资活动现金净流	-40	5	149	255	-133	-136	资产负债率	19.59%	38.78%	48.30%	55.06%	53.16%	51.25%
现金净流量	-69	48	9	37	40	30							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD