

不是“猛龙”不建桩

——特锐德（300001）深度报告

2016年01月26日

强烈推荐/首次

特锐德

深度报告

报告摘要:

公司具备转型的资源禀赋。公司坚定打造全国范围的新能源汽车充电运营网络。我们认为公司当前资源禀赋齐备，具备转型优势。分别从投资额、协同性、产业规模、激励机制等角度分析，充电运营市场规模约二千亿，发展空间足够大。充电桩在生产及配套方面具备协同性，多条线协同发力。公司巨资投入积极推广，2015年投入约6亿元，未来两年仍将继续加大充电终端的布局及平台服务。公司重视人才储备及激励，吸引专业运营及互联网人才加盟，连发两期共计2.5亿元员工持股计划凸显机制优势。

充电运营生态系统趋于完善，广布局激发多点赢利。公司已完成了线下充电终端、移动app、充电管理、云端数据增值服务等大生态系统的布局，形成线下线上流量导引、高效的智能服务与反馈。完善的生态系统利于增加用户粘性，增强盈利能力。

在充电运营探索中，充电端口是联接用户的核心终端，公司利用自主研发的群充电系统，具备易拓展、规模化边际成本小的优势，便于推广。**广布局：**积极与政府、车企共营的模式正加速推动全国充电市场破局。已签约40个城市，部署充电桩超过3.7万个，预计2016年充电终端将达10万个。**抢先机：**基于充电业务已率先开拓多种衍生增值服务，包括新能源汽车销售租赁及后市场业务等，以达到多点盈利。

传统业务“出海+并购”两步走，百尺竿头更进一步。海外布局与跨区域并购是未来增长的主要动力。公司在海外计划2017年前布局10家以上落地公司来推动箱变产品海外销售。国内收购川开电气有利于实现异地扩张，提升产品的市占率，后续有望持续为公司贡献利润。110kV变电站为国内首创产品，在城市大面积普及方面极具竞争力。

财务预测与投资建议：公司2015~2017年营业收入分别为27.1亿元、37.7亿元和49.4亿元，每股收益分别为0.17元、0.31元和0.46元。经测算公司价值为326亿元，每股价值为32元，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

风险提示：电动汽车推广不及预期

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,353.25	1,932.05	2,709.69	3,771.47	4,937.90
增长率(%)	103.82%	42.77%	40.25%	39.18%	30.93%
净利润(百万元)	127.53	178.56	194.77	341.47	516.22
增长率(%)	58.67%	40.01%	9.08%	75.32%	51.18%
净资产收益率(%)	9.22%	11.25%	8.21%	13.07%	17.36%
每股收益(元)	0.59	0.40	0.17	0.31	0.46
PE	49.46	72.95	166.79	95.14	62.93
PB	4.55	8.27	13.69	12.44	10.92

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

史鑫

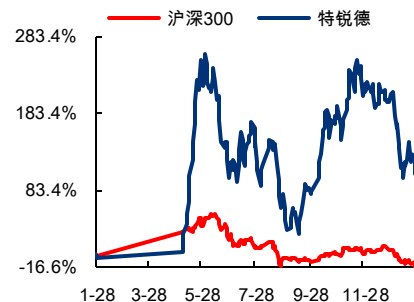
010-60554044

shixin@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	19.23-20.75
总市值(亿元)	192.68
流通市值(亿元)	163.17
总股本/流通A股(万股)	100196/84850
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.52

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 转型新能源充电行业领跑者	4
1.1 主业持续稳增长	4
1.2 谋转型：跨界新能源	6
1.3 猛龙潜质，禀赋齐备	7
2. 箱变业务再迎新一轮高增长	8
2.1 配电网建设将拉动设备需求	8
2.2 坚定双步走：异地并购+海外扩张	9
2.2.1 创新贡献内生增长动力	9
2.2.2 跨区域并购直接提升公司业绩	10
2.2.3 海外走出去战略奠定成长基础	11
3. 充电运营生态潜力待放	12
3.1 新能源汽车拉动下的充电设施千亿市场	12
3.2 互联网思维构建超级充电平台生态系统	15
3.3 打基石：产品先发优势介入充电竞争	16
3.4 广布局：依靠多合作模式快速扩张	17
3.5 抢先机：平台化生态体系尽显王者风范	19
4. 盈利预测及估值	20
5. 投资建议	21
6. 风险	21

表格目录

表 1:股权激励计划覆盖范围	7
表 2:110Kv 变电站特点	9
表 3:川开业绩承诺	11
表 4:公司总裁简历	12
表 5:充电桩政策密集出台	13
表 6:充电桩政策密集出台	14
表 7:充电桩规模近千亿	15
表 8:群充系统特锐德电动汽车群智能充电系统技术创新点	17
表 9:充电基础架构各级功能	20
表 10:收入分行业预测	21
表 12:公司盈利预测表	22

插图目录

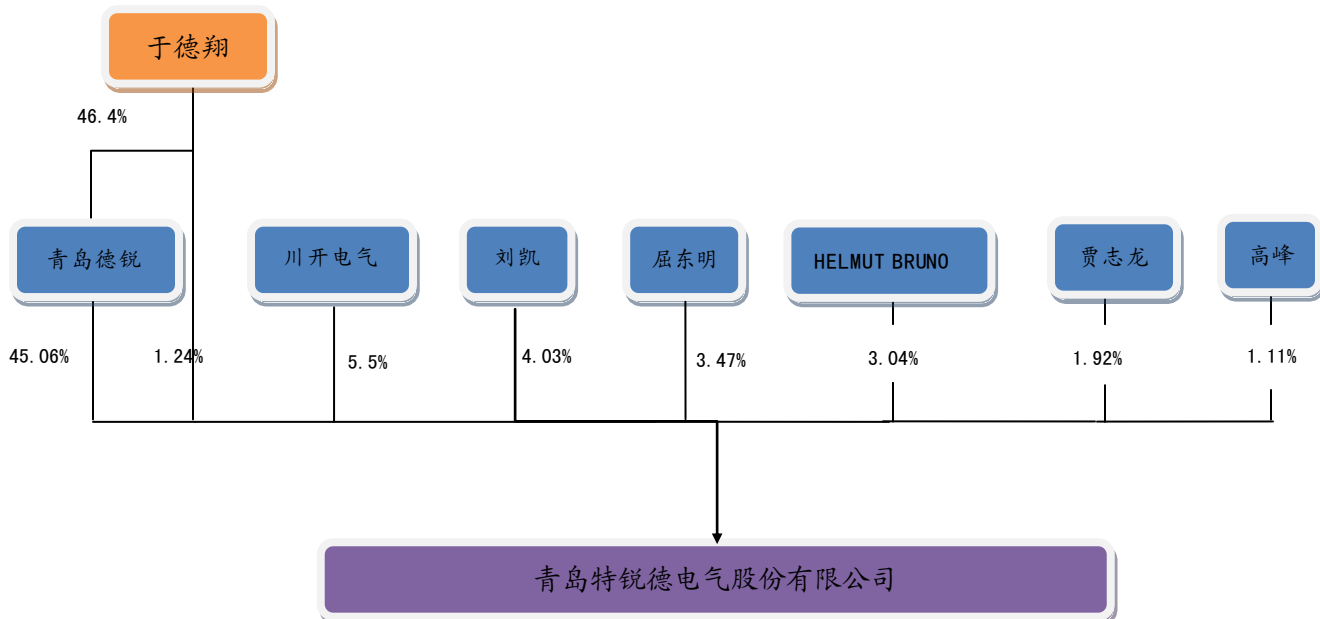
图 1:公司股权结构	4
图 2:公司经营业务的收入及增速	5
图 3:公司净利润及增速	5
图 4:公司各项业务占比变化趋势	5
图 5:公司主营业务的毛利率变化趋势	5
图 6:公司在各行业的收入变化	6
图 7:公司加权净资产收益率的变化	6
图 8:公司二次创业转型战略	6
图 9:国家电网投资额变化	8
图 10:未来配电网投资额将持续增长	8
图 11:110KV 配送式智能变电站	10
图 12:110KV 配送式智能变电站	10
图 13:川开电气地区收入占比结构	10
图 14:产品具备协同性	11
图 15:新能源汽车增速高于充电桩发展导致车桩比失衡	13
图 16:公司介入充电领域的 SWOT 分析	15
图 17:充电运营云平台系统功能	16
图 18:特锐德群充示意图	17
图 19:传统充电桩示意图	17
图 20:充电设施全国范围内实现快速布局	18
图 21:充电端口数量增长快速	18
图 22:特锐德多种合作模式并举积极落地运营公司	18
图 23:特锐德基于充电形成的三网互联生态系统	19
图 24:充电服务及导航服务	20
图 25:O2O 网上售车服务	20

1. 转型新能源充电行业领跑者

青岛德锐投资公司成立于 2004 年，主要为电力、煤炭等行业提供变配电设备及技术服务。2009 年 11 月公司登陆创业板，开启快速发展的序幕，总资产规模扩张的复合增速达 31%，目前已是国内最大的箱式电力成套设备集成商。公司依靠技术创新，自主研发的电动汽车群充电系统助力公司快速介入充电运营领域。

公司的法人、董事长是于德翔先生，通过持有德锐投资 46.4% 的股权，实际控制特锐德公司，是特锐德公司的实际控制人。

图 1:公司股权结构



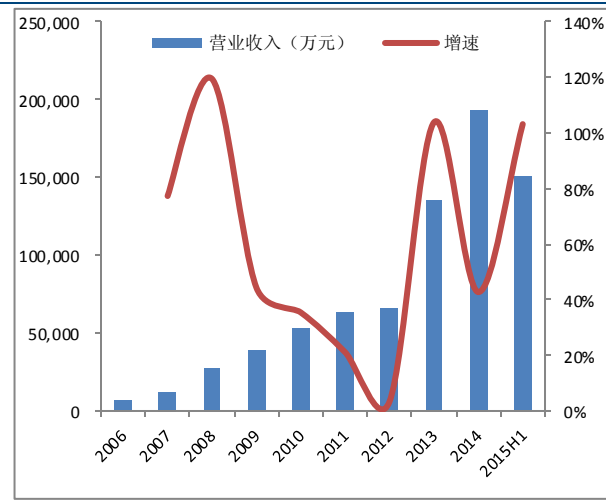
资料来源：特锐德、东兴证券研究所

1.1 主业持续稳增长

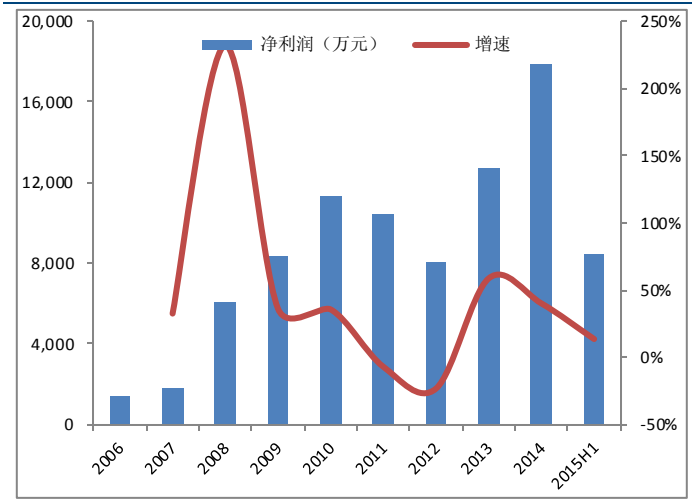
公司主业包括户外箱式变电站、箱式开关柜、户内开关柜为主、兼具 HGIS、GIS、变压器、断路器等电力设备的制造。

从收入结构上看，箱式变电站占比接近 45%，为最主要收入来源。箱式变电站是定制化产品，用户需求差异较大，公司在高铁及铁路等细分行业深耕多年，具备较强的竞争优势，长期占据市场龙头地位。

公司的客户主要是铁路电力相关的大型国有企业，应收账款与客户关系较为稳定，公司业绩增长主要受宏观投资的影响。2006~2013 年期间国内电力大规模投资的高景气期，2008~2012 年是国内高铁建设的高投资期，公司在此阶段实现快速发展，营业收入与净利润在 2006~2014 年复合增长率分别达到 51.5% 和 37.6%。

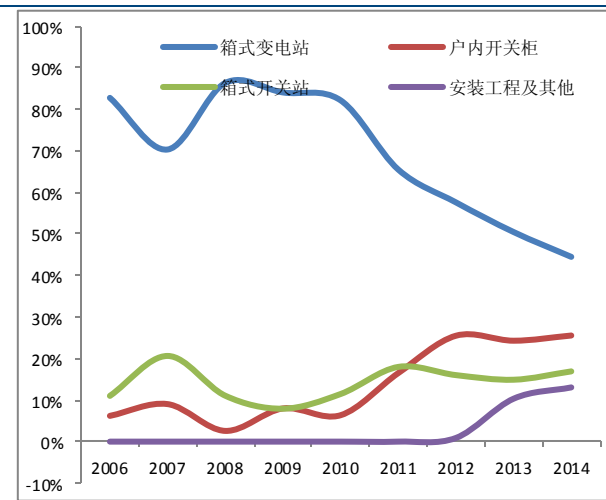
图 2:公司经营业务的收入及增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

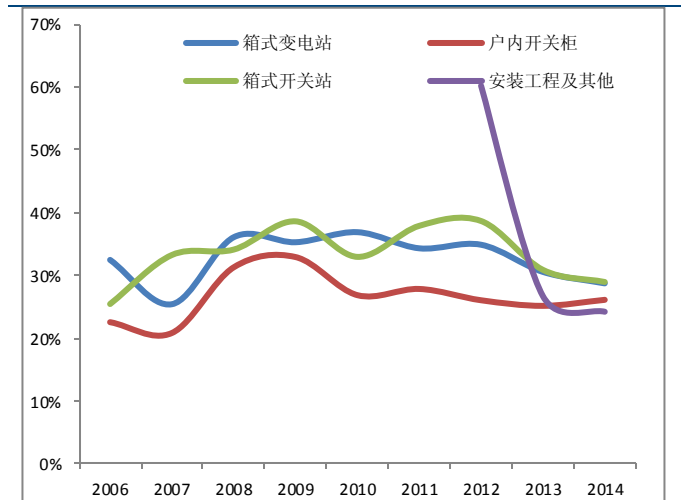
图 3:公司净利润及增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

从产品毛利率方面看, 公司箱式变电站、箱式开关柜、户内开关柜这三项传统业务毛利率总体保持稳中略降的趋势。2014 年公司箱式变电站、箱式开关柜、户内开关柜, 分别为 28.3%, 24.6%, 23.3%。

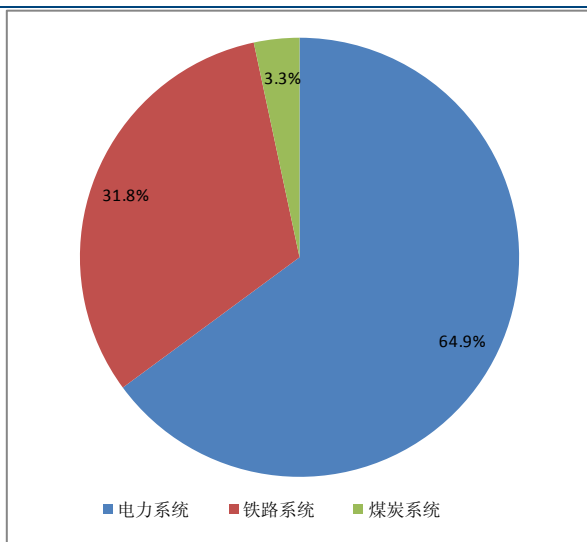
图 4:公司各项业务占比变化趋势


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5:公司主营业务的毛利率变化趋势


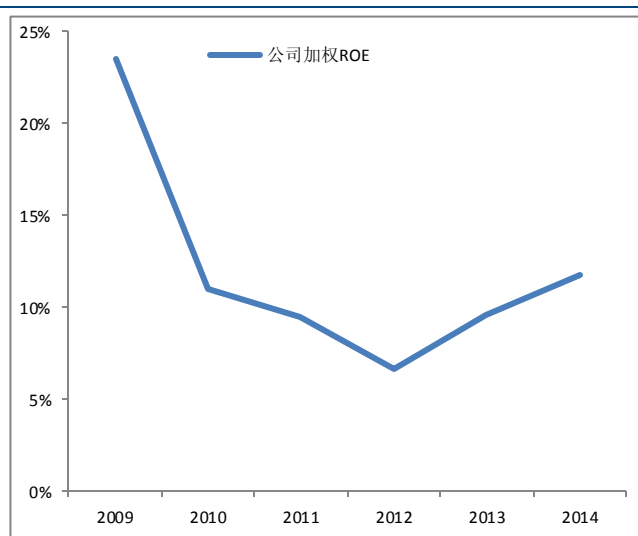
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6:公司在各行业的收入变化



资料来源:公司公告、东兴证券研究所

图 7:公司加权净资产收益率的变化

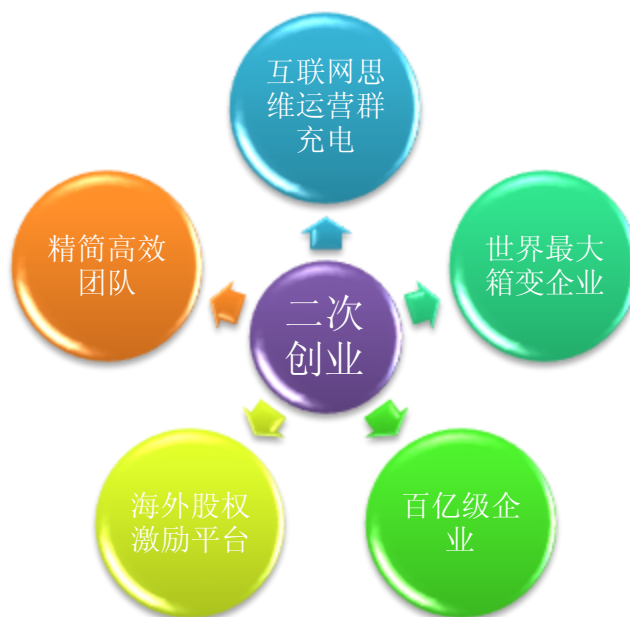


资料来源:公司公告、东兴证券研究所

1.2 谋转型：跨界新能源

公司坚定推进“二次创业”战略，对于传统箱变业务，加大对海外市场的拓展，致力成为世界规模最大的生产商。此外，公司着力发展新能源业务，2014年汽车群充电系统已投放市场，并同步完成了充电云平台、电动车租赁、售车等新能源汽车业务的部署。公司当前部署的充电桩已超3万个，但投入期尚未实现盈利，预计随着电动汽车存量的攀升，充电系统的使用率及投资回报均有望提高。

图 8:公司二次创业转型战略



资料来源:特锐德、东兴证券研究所

光伏 epc 业务拓展迅速, 2012 年介入至今收入占比已升至 13.1%, 随着业务量的增大毛利率逐渐下降, 从 65% 降至 17% 左右, 未来将趋于平缓。

1.3 猛龙潜质, 禀赋齐备

我们对于特锐德公司的推荐是基于传统主业运营稳定的基础上, 对其长期外延成长的看好, 通过对产业转型战略进行分析, 以判断其是否具备良好的外延成长的基础。分别从公司资金投入、产业协同、激励机制、转型产业前景等方面进行了分析。

- ◆ **持续巨资投入彰显发展决心。**从财务状况来看, 公司 2014 年账上现金 3 亿元, 资产负债率为 48% 左右。公司重视充电业务的长期成长驱动, 2015 年预计的总投入 6 亿元左右, 扩张态度积极。在负债率逐步提高的背景下, 我们认为公司未来有可能通过股权融资等方式再融资, 补充现金流, 持续加大充电设施业务的投入, 预计 2016 年将投资 30 亿元。
- ◆ **转型布局具备协同性。**从现有的研发设计、电气集成、制造加工、配件采购、渠道销售等方面来看, 公司具备优秀的电力设备制造领域的工业生产与设备集成能力, 跨界自主研发充电桩已具备设计制造的先天优势。群充系统需配套箱变等设备, 自产产品的配套设计能保证在充电与配电行为之间建立良好的微调, 达到高效管理的效用。此外国网、南网等是公司电力设备的采购客户, 同时作为市场上充电站建设的主力, 也有望深化合作, 故两大业务在客户基础方面具备协同性。
- ◆ **员工持股凸显公司人才激励机制充分。**第一期员工持股计划已于 2015 年 8 月获得证监会审核通过, 公司以 5.66 元/股的价格非公开发行不超过 883 万股 (实施了利润分派及公积金转增股本方案), 筹资不超过 5000 万元, 存续期 48 个月。激励范围包括公司高管及工作满一年的员工, 覆盖面广, 有助于绑定了公司与员工利益, 激发员工的工作热情和动力。公司 1 月 6 日已公告, 拟推出总额为 2 亿元的第二期员工持股计划, 如若通过将于未来六个月内从二级市场买入。第二期员工持股计划范围包括高管及核心骨干, 凸显公司的发展决心及重视人才的激励机制。

表 1: 股权激励计划覆盖范围

姓名	职务	数量/万股	占持有计划的比例
于德翔	董事长	44.35	5.03%
屈东明	董事、执行总裁	44.35	5.03%
宋国峰	董事、副总裁	44.35	5.03%
陈忠强	董事、副总裁	22.17	2.51%
常美华	副总裁	22.17	2.51%
王聚辰	副总裁	22.17	2.51%
王克业	副总裁	19.96	2.26%
李会	副总裁	19.96	2.26%
杜波	副总裁、财务总监	19.96	2.26%
康晓兵	副总裁	11.09	1.26%

孙有彬	监事	4.44	0.5%
刘立中	副董事长	2.22	0.25%
刘甲坤	副总裁、董秘	2.22	0.25%
杨小龙	监事会主席	2.22	0.25%
郭宪军	监事	2.22	0.25%
其它员工		598.67	67.84%

资料来源：特锐德公告、东兴证券研究所

2. 箱变业务再迎新一轮高增长

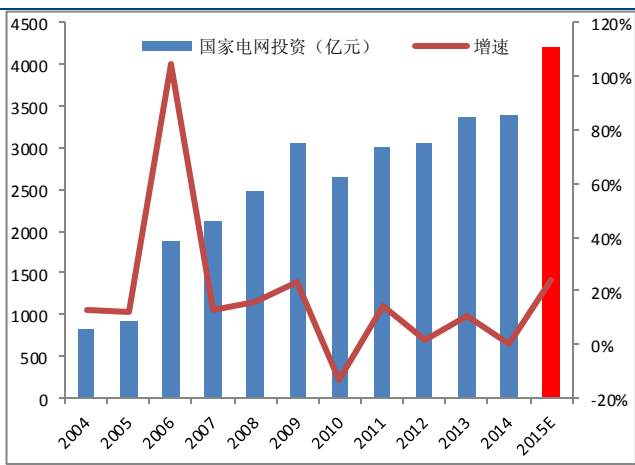
2.1 配电网建设将拉动设备需求

配电网投资建设热潮来袭。2010年~2015年期间我国的电力行业投资重心集中于完善及加强主干网建设，电网建设投资额由2010年3000亿元增长到2015年4521亿元，CAGR约为8.5%，在社会用电量增速放缓及供电可靠性亟需提高等背景下，我国电网建设的重心将由电源及主干网侧向配电网侧进行转移。2015年国网提高农网改造投资达到1600亿元，预计未来配网投资仍将加大。

投资重心将向配电网自动化和主动配电网建设转移。我国配电网建设相对落后，网架薄弱，供电质量有待改善。配电网未来最大压力是来自于分布式能源的大量接入和电网智能化升级要求。分布式发电及储能、新能源汽车等大容量的接入将会给电网带来双向流动需求等压力。变电、配电、用电、调度和通信信息平台等环节均有优化要求，配电网升级改造任务紧迫。

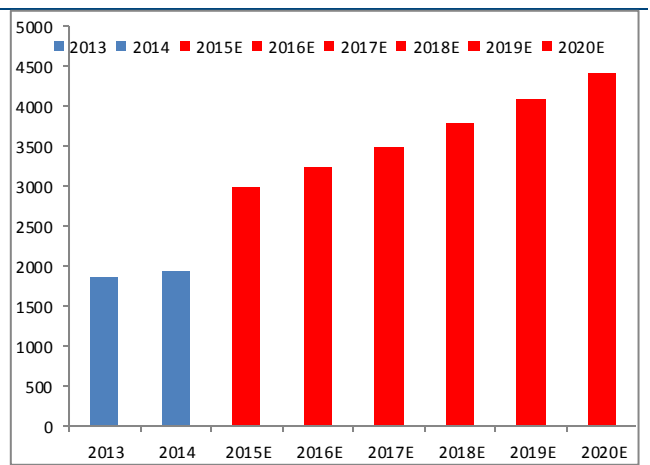
我们认为2015年电改稳步推进，未来电网迫于稳定收益的压力，需降低配电损耗来缩减运营成本，提高利润水平。国务院提出“加强城市配电网建设，推进电网智能化”，把电网智能化和配电网建设作为投资方向。故综合看，未来电网建设将围绕配电网及电网智能化。

图 9:国家电网投资额变化



资料来源：国家电网、东兴证券研究所

图 10:未来配电网投资额将持续增长



资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

十三五期间配电网的投资额同比将持续增加。2015 年能源局最新发布的《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，规划要求，2020 年全面建成“结构合理、技术先进、灵活可靠、经济高效”的现代配电网。同时提出将在 2015-2020 年期间投资不低于 2 万亿元，2015 年配电网投资金额不低于 3000 亿元，远高于 2014 年国网配电网投资的 1580 亿元。到 2020 年中心城区和城镇地区的供电可靠率达到 99.99% 和 99.88% 以上，供电质量达到国际水平。

2.2 坚定双步走：异地并购+海外扩张

地方龙头领跑。我国中低压电气设备的格局较为分散，地域性强，行业集中度低。公司在山东区域已占据第一市场份额，并进入国家电网直接招标体系及 10 余个省的代招体系。据 2015 年国网配网设备中标公告，40.5Kv 和 12Kv 箱式变电站和开关柜等产品在辽宁、冀北、河北、黑龙江、山东、宁夏、蒙东、山西、福建、四川、西藏等 11 个省中标。从中标结果来看，进入供给体系是公司竞争力的体现，高集成度产品的陆续推广将遏制毛利率下滑的趋势，随着输配电投资加大，公司差异化营销，产品销售有望持续增长。

2.2.1 创新贡献内生增长动力

110kV 配送式智能变电站，将成为新的业务增长点。110kV 配送式城市中心智能变电站是变电站建设的颠覆性方案，集成了 GIS 组合电器、变压器、10kV 开关柜、二次设备等产品，采用“标准化设计、工厂化生产、装配式建设”的理念和“立体建站”的模式被评价为世界首创、技术水平国际领先。

表 2:110Kv 变电站特点

模式	特点
小型化	采用系统集成技术，实现整站所有一二次设备的预制舱建设模式，占地面积减小 30%-70%
工厂化	所有结构加工、电气装配及联调联试均在工厂内完成，施工质量、安全可靠性强
建站快	2~3 个月工厂加工周期，1 个月现场安装和调试即可投运
模块化	可采用“一”字型、“L”型等灵活多样的预制舱布局方式建站
土建少	地面以上建筑物被预制舱取代，施工工作量减少 90% 以上
智能化	一体化设备、网络及系统构架，结合预制舱、预制电缆、预制光缆等最新技术成果
人性化	最大限度消除噪音与电磁辐射、用电安全

资料来源：特锐德、东兴证券研究所

创新设计兼具工厂化潜力。采用一体化设计的概念，占地面积小至 500 平方米以内（仅为常规变电站的 1/6），创新性的系统集成技术和先进的预制舱制造技术，具有高可靠、占地小、建站快、低噪音、无辐射、寿命高的特点。该变电站户外采用全套封闭式 GIS 一次设备，站内设备不受污染、潮湿等环境影响，技术领先并获得了 38 项专利技术。2014 年已实现“零供应”的突破，整个城市中心变电站的设计及生产仅用 7 周时间即完成，开创了工厂化生产 110kV 变电站的先河，为城市中大面积普及打下良好基础，新的业务增长点。

图 11:110KV 配送式智能变电站



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 12:110KV 配送式智能变电站



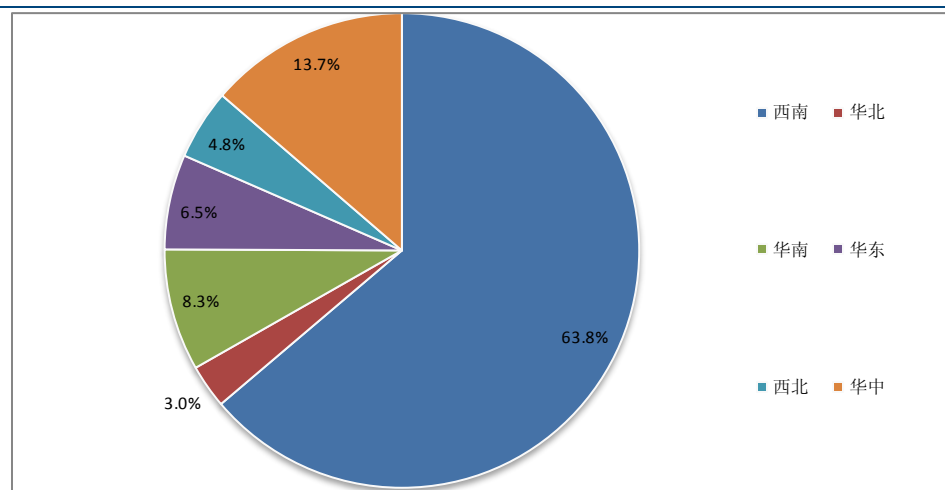
资料来源：特锐德，东兴证券研究所

2.2.2 跨区域并购直接提升公司业绩

公司以 6.9 亿元的交易对价发行股份收购川开电气 100% 的股权，交易完成公司股本增至 9.7 亿股。目前川开电气已成为公司全资子公司。

并购加速提升市占率及规模优势。全国中低压设备行业的格局呈现为区域性分散，集中度低且难跨区域销售，并购是中低压设备企业快速开拓市场的捷径。公司实施“分散式集团化”的经营战略，通过投资控股其他省份的龙头企业，快速获得异地的生产及营销渠道，打破区域垄断。

图 13:川开电气地区收入占比结构

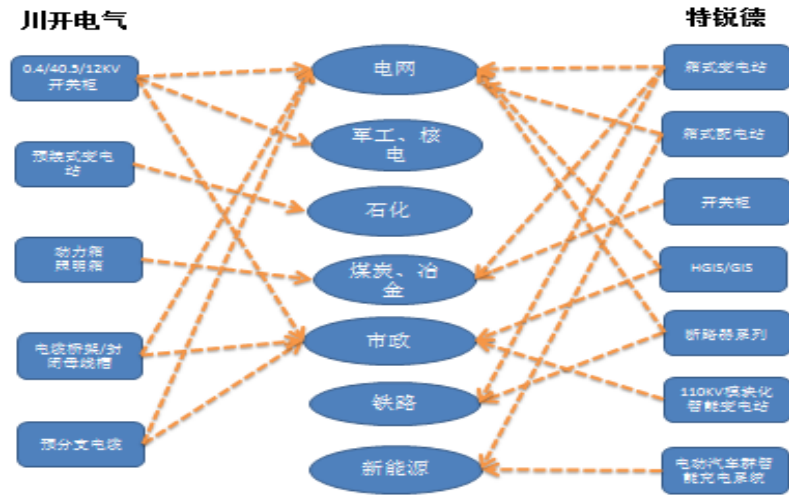


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

川开电气以生产 12kv、0.4kv 中低压开关柜、40.5~252KV 高压开关柜以及三项类、桥架类产品为主。川开电气总资产为 8.8 亿元，是西南部地区最大的电力设备制造企业，川开电气 2014 年收入 7.58 亿元，销售市场集中于西南、华中、华南地区，收入占比近 86%，具备区域性的市场开发优势。通过此次收购，有助于打开西南市场，

实现东西互补, 开拓了上市公司市场版图, 预计未来将提高产品市占率。总体上看, 并购成功实现集团资产规模及市场竞争力的强力扩张。

图 14: 产品具备协同性



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

从客户类型来看, 具备相同的国家电网等重量级客户, 具备市场开拓的协同性。从产品方面来看, 公司多种产品已分别进入核电、军工、石化、电厂等领域。如公司核级中低压成套产品通过国家级专家鉴定, 先后承接了秦山一期、二期、浙江三门等项目。行业分布的多样与特锐德的铁路、电力、煤炭领域可形成互补之势, 取得“1+1 大于 2”的协同效果。

业绩承诺利于确保增厚公司 EPS。川开公司经营状况为: 2013/2014 年营收 135324/193205 万元, 扣非后归母净利润 11837/15908 万元。营收和净利润均在逐步改善。公司承诺 2015~2017 年净利润分别不低于 6787.8、7510.2、8297.8 万元。如若未达到, 全体股东将按约定的补偿原则进行补偿。由于此次发行股份数量 8353 万股, 相比上市公司股本较小, 并表仍有益于提升公司每股收益。

表 3: 川开业绩承诺

年份	承诺净利润金额
2015 年	6787.8 万
2016 年	7510.2 万
2017 年	8297.8 万

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2.3 海外走出去战略奠定成长基础

搭建国际化营销平台, 推动电力设备走出去。2014 年成立特锐德香港、特锐德控股、特锐德全球等公司, 同时在多个国家成立落地公司, 预计到 2017 年在 10 个国家和

地区成立 10 家以上本地化公司，200 人以上的营销团队，计划 3 到 5 年时间国际销售合同达 10 亿元。

股权激励机制利于促进国际化战略的人才储备。公司聘请原西门子（中国）副总裁的 Dr. Ruhland 为公司总裁，西门子是全球工业 4.0 的引领者，长期专注于提升电气化、自动化、数字化以提升生产效率，发展互联网智能制造。Ruhland 博士在电气设备领域富有创新及管理经验，其加盟有利于提升公司自动化、数字化生产潜力及国际化发展，符合特锐德立志做全球最大的箱变企业的经营战略。2014 年以来陆续推动思维植入、全面财务成本思维升级，进行事业部改革，提升产品内控、优化执行流程，提升公司运营效率。

表 4:公司总裁简历

简历	从业经历
Siegfried Arno Ruhland	50 岁，德国国籍，毕业于德国慕尼黑工业大学，电气和信息技术学院电磁兼容专业博士。曾任阿海珐输配电集团研发总监，西门子（中国）有限公司高级副总裁，西门子（德国）有限公司高级副总裁。现任公司总裁，任期至 2017 年 3 月 1 日。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

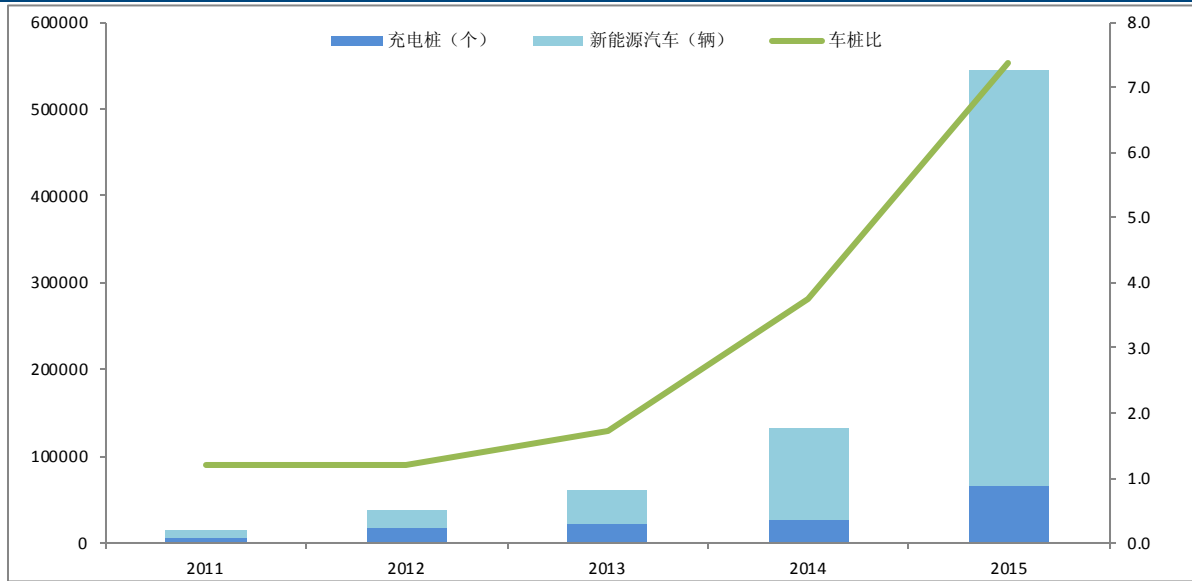
3. 充电运营生态潜力待放

3.1 新能源汽车拉动下的充电设施千亿市场

新能源汽车产业迎来爆发，充电桩配套设施进入发展快车道。新能源汽车已上升到国家战略层面的规划，同时我国新能源汽车产业已逐步开始批量化生产，在央地政策联动的推动下以及各地补贴细则落地的背景下电动汽车呈现快速放量。根据《节能与新能源汽车发展规划》至 2020 年年产销量达 200 万辆，累计销量达 500 万辆，预计复合增速接近 55%。

当前充电桩设施的短缺已成为桎梏新能源汽车的关键因素。核心在于保证充电桩与新能源汽车的均衡匹配，2015 年新能源汽车增速远超充电桩，同比增长 4 倍，总产量达到 47 万辆，车桩比失衡达到 5 以上，我们预计 2016 年新能源汽车仍将维持 65% 以上的高增长，在需求终端的持续放量下，车桩的严重不匹配将加速开启充电产业的投资热潮。

图 15:新能源汽车增速高于充电桩发展导致车桩比失衡



资料来源: wind, 东兴证券研究所

补贴政策出台, 加速充电设施的建设。2015 年国家多部委密集的出台了一系列充电桩的扶持政策, 我们认为最重要的有两点, 一是将于 2016 年 1 月份执行的新国标, 彻底解决了新能源充电接口不规范的痛点。二是充电桩补贴政策的出台将极大推动充电桩的建设, 同时提出了根据新能源汽车的推广量进行梯次补贴, 显示了坚决助力新能源汽车及充电桩产业走出发展困境的决心。

《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020)》提出了充电基础设施分区域和分场所建设的目标与路线图, 侧重于对充电基础设施布局提供指导, 提出了我国“十三五”阶段充电基础设施发展的总体目标, 综上所述我们认为充电产业已拉开快速建设大幕。

表 5:充电桩政策密集出台

时间	部门	政策	内容
2014 年 7 月	发改委	《关于电动汽车用电价格政策有关问题的通知》	集中式充电执行大工业电价住宅执行居民电价党政机关执行一般工商业类电价
2015 年 5 月	科技部、财政部	《关于开展新能源汽车推广应用城市考核工作的通知》	考查重点主要集中在各有关城市新能源汽车的推广应用数量、充电设施建设、
2015 年 9 月	国务院常务会	《加快电动汽车充电基础设施和城市停车场建设》	新建住宅停车位建设或预留安装充电设施的比例应达到 100%, 公共停车场不低于 10%放宽准入, 鼓励民间资本参建
2015 年 10 月	发改委、能源局、工信部、住建部	《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020)》	到 2020 年, 建成集中充换电站 1.2 万座, 分散充电桩 480 万个, 满足全国 500 万辆电动汽车充电需求
2015 年 10 月	能源局	《电动汽车充电基础设施建设规划》	2020 年国内充换电站数量达到 1.2 万个, 充电桩达到 450 万个, 电动汽车与充电设施的比例接近标配的 1:1

2015年 10月	国务院办公厅	《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》	确定2016-2020年新能源汽车的财政政策，加快新能源公交车替代，实行差异化的交通管理政策
2015年 12月	质检总局、国家标准委、能源局、工信部、科技部	《电动汽车传导充电系统 第1部分：一般要求》 《电动汽车传导充电用连接装置 第1部分：通用要求》 《电动汽车传导充电用连接装置 第2部分：交流充电接口》 《电动汽车传导充电用连接装置 第3部分：直流充电接口》 《电动汽车非车载传导式充电机与电池管理系统之间的通信协议》	5项标准对充电接口和通信协议进行了全面系统的规范，为充电设施质量保证体系提供了技术保障，确保了电动汽车与充电设施的互联互通
2015年 12月	财政部、科技部、工信部、能源局	《关于“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知（征求意见稿）》	大气污染重点省市2016年完成3万辆推广目标，可获得9000万元奖励，2020年奖励门槛为7万辆，每辆奖励12600元，每增加6000辆，增加奖励资金1100万元，最高2亿元封顶。

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

表 6:充电桩政策密集出台

地区		2016	2017	2018	2019	2020
奖励门槛 (新能源车推广量)	一类地区(大气污染重点城市)	30000	35000	43000	55000	70000
	二类地区(中部省市)	18000	22000	28000	38000	50000
	其它地区	10000	12000	15000	20000	30000
奖励标准(万元)	一类地区(大气污染重点城市)	9000	9500	10400	10500	12600
	二类地区(中部省市)	5400	5950	6700	8000	9000
	其它地区	3000	3250	3600	4200	5400
超额奖励标准(万元)	一类地区(大气污染重点城市)	每增2500, 奖750万	每增3000, 奖800万	每增4000, 奖950万	每增5000, 奖1000万	每增6000, 奖1100万
	二类地区(中部省市)	每增1500, 奖450万	每增2000, 奖550万	每增2500, 奖600万	每增3500, 奖700万	每增4500, 奖800万
	其它地区	每增800, 奖240万	每增1000, 奖280万	每增1200, 奖300万	每增1500, 奖320万	每增2500, 奖450万

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

充电千亿级市场待开发。充电桩市场包括充电设备和运营两部分，根据《发展指南》提出我国十三五充电基础设施发展目标是到2020年，建成集中充换电站1.2万座，分散充电桩480万个，满足全国500万辆电动汽车充电需求。根据我们在前期充电行业报告中的测算，对充电设备而言，假设2020年500万辆目标能实现，届时充电服务市场空间约1000亿元。

充电运营服务市场主要是以收取充电服务费的方式实现。对充电运营环节的市场规模测算：新能源汽车与交流充电桩约实现 1:1 配套，与直流充电桩比例为 5:1，以 2020 年共计充电运营的市场空间约为 1026 亿元。

表 7:充电桩规模近千亿

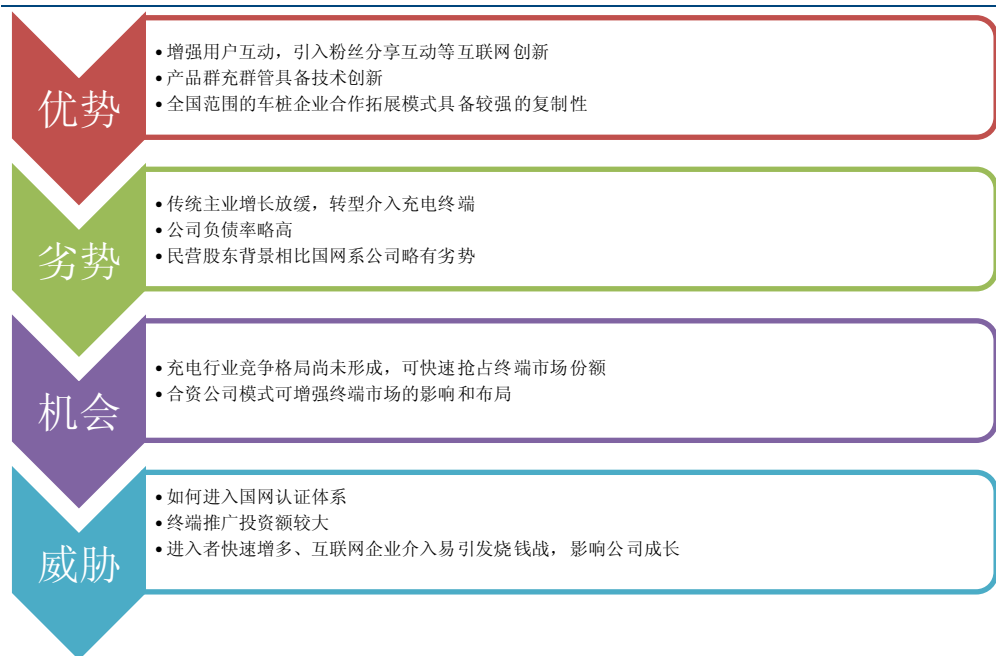
项目	交流慢充设备	直流快充设备
功率	10kw	100kw
日充电时间	5h	5h
充电服务费	1.5 元/度	1.5 元/度
年收入	6843 元	68437 元
单桩使用率	25%	25%
市场规模	342 亿元	684 亿元

资料来源：东兴证券研究所

3.2 互联网思维构建超级充电平台生态系统

立足充电运营，布局平台化系统。投资 6 亿元成立“青岛特锐德汽车充电有限公司”，从事汽车充电建设及运营、电动汽车租赁服务、电动汽车销售及服务等业务。引入利用“互联网+”的思维进行业务扩张，战略布局电动汽车充电运营，打造基于新能源汽车的“充电能源互联网”的技术体系和运营模式，构建起“地面终端+运营管理平台+车辆销售租赁服务”的充电云生态体系。在我们看来，公司摒弃了依靠硬件销售赚钱的模式，预计公司的主要变现模式是在充电设施配套后来获取用户的充电服务费及其他的内容服务价值。

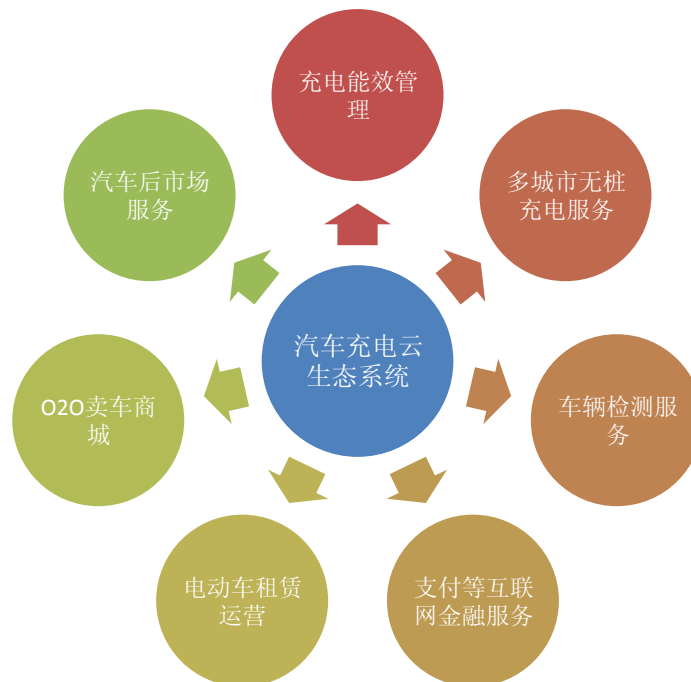
图 16:公司介绍充电领域的 SWOT 分析



资料来源：东兴证券研究所

具体已落地的产品包括：“电动汽车群充电箱变系统”、“无桩充电终端”、“智能充电管理平台”、“用户充电服务 APP”，移动终端人机界面的云管理信息平台。

图 17:充电运营云平台系统功能



资料来源：特锐德、东兴证券研究所

3.3 打基石：产品先发优势介入充电竞争

首创群充电系统，以先发优势介入竞争。电动汽车群充电系统是布局未来新能源汽车的规模化而设计的集中充电系统解决方案。公司技术储备雄厚，“电动汽车群智能充电系统”具备 84 项技术专利。基于在配电侧的设计与管理经验，开发出集中管理、高效、模块化、易扩容的充配电管理系统。可在固定区域内(小区或停车场)快速安装车挡式充电端口、通过插入管理模块快速完成配电管理。摒弃了市场上的一桩一车的充电模式，覆盖面广，且省掉了设备的屏显等配件成本，规模化后将具备更小的边际成本。

图 18:特锐德群充示意图


资料来源: 特来电、东兴证券研究所

图 19:传统充电桩示意图


资料来源: Google、东兴证券研究所

一桩一车模式的缺点是规模化充电时面临运营管理及安全问题,如电网安全隐患、设备安全隐患、用户安全隐患、充电成本高、电网投资巨大、设别占地增大停车位面积、一桩一车接入申请难、维护成本高等。群充电系统能有效降低电网、设备、用户的安全隐患,提升充电效率和经济性。另外公司新开发的 CMS 主动柔性智能充电系统,减少电池过充等事故的概率,电池充电过程的安全性提高 100 倍以上,使用寿命延长 30%左右。

表 8:群充系统特锐德电动汽车群智能充电系统技术创新点

群充电系统	实现功能
高效的负荷管理	有序充电调度管理,避免高负荷冲击、控制总负荷均衡,防止三相不平衡
低成本充电	充电经济 利用低谷电、低价电,降低充电成本
建设造价低	集成了供电、充电、控制电路和区域监控模块到充电箱变内,降低充电设施的造价
接入方便	一群一接入,一次性申请电网接入
安全性高	无桩、防水、抗碾压、占地小、非充电状态下插头不带电
模块化设计	集中且灵活的插拔方式,提高了充电设施接入群充系统效率
移动 APP 管理	采用云管理平台 and 移动终端人机互动,智能化程度高,服务便利

资料来源: 特锐德网站、东兴证券研究所

3.4 广布局: 依靠多合作模式快速扩张

加速布局终端,实现充电流量的导入。公司采取多种合作模式推进全国范围内充电终端的落地,以纳入更广泛的用户。主要是通过和政府、车企、电池等企业合作并成立合资运营公司。优势在于政府承诺提供高效的政府服务,协助办理与推动市场的开拓。

公司在北京、天津、青岛、合肥、惠州、潍坊、长沙等 30 个城市建立了汽车充电合资公司,据特来电网站披露,累计入驻 82 个城市、已建设充电终端 3.7 万个。预计 2017 年底完成占领全国 50%以上的电动汽车充电市场。

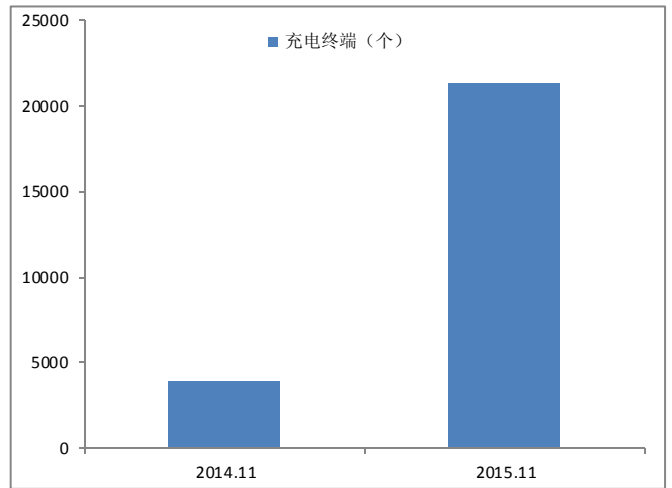
公司中标武汉市约43座充电站BOT项目及东莞市新能源汽车推广项目的第三方运营资质采购项目，项目订单验证了公司模式的可行，增强了公司推行充电业务的信心，我们预计未来随着新能源汽车的规模化，合作模式有望取得显著效果、实现遍地开花。

图 20:充电设施全国范围内实现快速布局



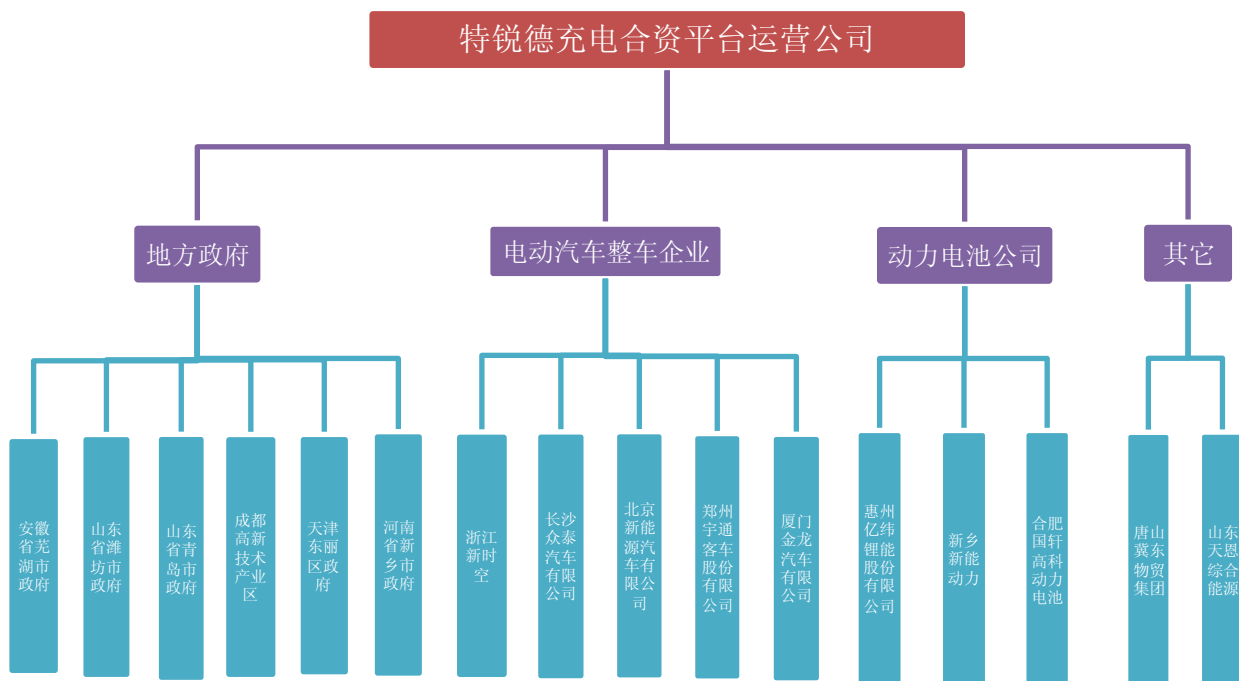
资料来源：特来电、东兴证券研究所

图 21:充电端口数量增长快速



资料来源：特来电、东兴证券研究所

图 22:特锐德多种合作模式并举积极落地运营公司



资料来源：特锐德、东兴证券研究所

3.5 抢先机：平台化生态体系尽显王者风范

充电系统架构设计秉承大格局：不满足于充电桩的布局及运营，目标直指电动车充电生态体系，实现车联网、充电网、互联网的三网互通。充电系统架构由前微软的黄伟团队打造，建立电气设备层、智能充电层、负荷调度层、云平台管理层结构，实现高并发数据的云端计算和智能调控，减少终端的设备、人力及资金等运维成本消耗。

图 23:特锐德基于充电形成的三网互联生态系统

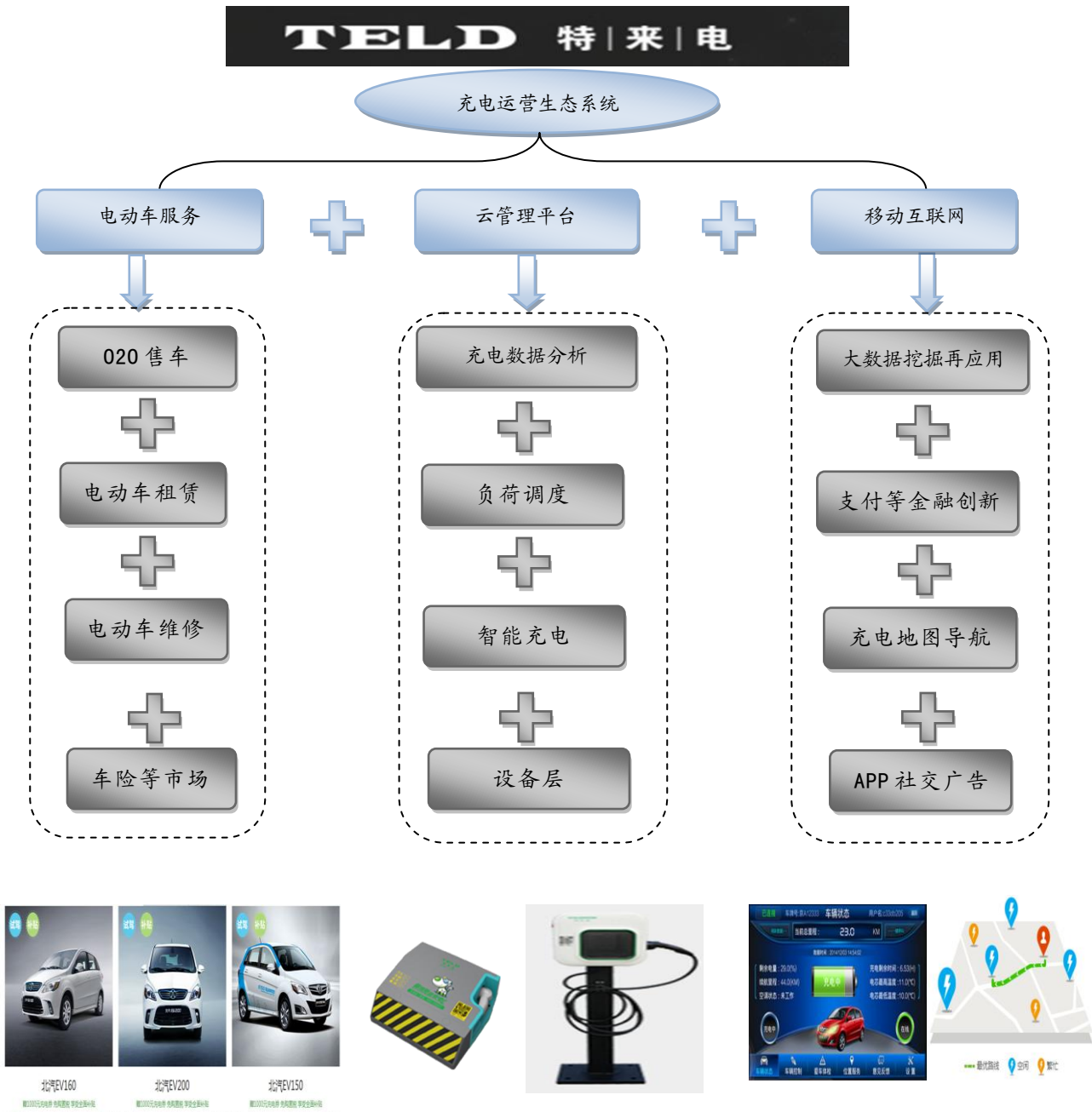


表 9:充电基础架构各级功能

系统层	功能
平台层	充电策略控制、低成本、数据安全、高速数据运算、充电状态查询、平台拓展
调度层	汽车充电调度、电网安全管理和负荷平衡
控制层	系统检测、充电智能控制、自动计量计费
设备层	终端交直流充电及上传电量、车辆信息监测

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

电动汽车销售及后市场的延伸。目前已与北汽、众泰、江淮、奇瑞等车企达成合作，开展了电动车 O2O 销售业务，已上线的车型达 10 款，包括北汽 E200、E160、众泰云 100 等。此外还试点了在青岛运营了数百辆纯电动汽车进行租赁业务，后续将再增加 500-1000 辆电动车上路。电动车销售业务一方面有助于增加公司收入，另外最重要的是车桩同销具备一定协同性，可加强公司车充匹配及数据采集后的开发变现。

大生态激发多赢利点。公司目前已完成了充电终端、移动 app 掌上应用、合作运营模式、互联网销售、云平台智能管理等布局，形成线下到线上流量快速导引互动，达到高效的对充电行为的智能控制与反馈。广业务的布局同时有助于形成品牌、规模优势、增加用户粘性优化大生态闭环。

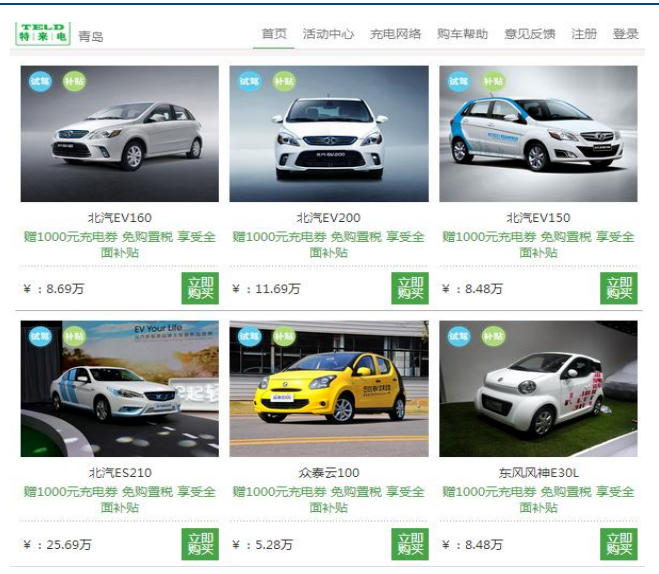
从盈利模式来说，充电运营的盈利模式清晰将逐步提升价值，公司当前的盈利主要来自充电收入、运营服务、还有车辆租赁、销售、后市场等相关业务的收入。

图 24:充电服务及导航服务



资料来源：特来电、东兴证券研究所

图 25:O2O 网上售车服务



资料来源：特来电、东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们认为公司处于战略转型期，充电业务运作模式可类比互联网模式，充电运营网络搭建成型，快速增长的端口数将助力公司成为市场的引领者。传统箱变设备等主业受

益与国网配电网投资的增加, 预计 2015~2017 年营业收入分别为 27.1 亿元、37.7 亿元和 49.4 亿元, 每股收益分别为 0.17 元、0.31 元和 0.46 元。

表 10: 收入分行业预测

分行业收入预测 (百万)	2014A	2015E	2016E	2017E
铁路系统	609.1	684.3	703.6	731.4
电力系统	993.9	1387.5	2005.4	2842.2
煤炭系统	64.2	62.2	63.8	66.03
光伏及其他	250.3	570.9	883.1	994.6
充电业务	0	4.8	115.6	303.7
合计	1917.5	2709.7	3771.5	4937.9

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

公司两大业务相差较大, 我们采用分部估值加总的方式, 对于传统箱变业务进行现金流折现估值, 基于以下参数前提: 税前债务成本是 9%、税率为 25%、无风险利率为 1.8%、市场收益率为 6.5%、 β 系数为 1.5、wacc 为 9.7%、永续增长为 2%, 测算传统箱变业务的价值为 110 亿元。

对充电业务依据现金流折现进行估值, 基于以下参数前提: 税前债务成本是 5.95%、税率为 15%、无风险利率为 1.8%、市场收益率为 6.5%、 β 系数为 1.1、wacc 为 6.4%、永续增长为 3%, 经计算充电业务的价值为 216 亿元。

结合以上两块业务测算, 特锐德公司价值为 326 亿元, 每股价值为 32 元。

5. 投资建议

从产业角度看, 新能源汽车产销两旺, 呈高增长态势。随着充电桩国标及补贴政策的执行, 充电桩产业进入快速建设期。公司在充电业务领域布局完善, 有望快速抢占充电市场, 奠定高增长的基础。

公司 2015~2017 年营业收入分别为 27.1 亿元、37.7 亿元和 49.4 亿元, 公司 2015~2017 年归母净利润分别为 1.75 亿元、3.1 亿元和 4.7 亿元, 每股收益分别为 0.17 元 0.31 元和 0.46 元。我们测算公司价值 326 亿元, 每股价值为 32 元, 相比当前 19.2 的价格有较大的上涨空间, 给予公司强烈推荐的投资评级。

6. 风险

- 1、新能源汽车政策后续乏力导致数量增长缓慢。
- 2、充电站业务的规模扩张需要强大的资金后盾, 防止公司资金供给不足, 规模扩张不及预期。

表 11: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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	1727	2162	3075	4378	5947	营业收入	1353	1932	2710	3771	4938
货币资金	303	343	1403	2056	2918	营业成本	960	1400	2014	2790	3599
应收账款	964	1372	1114	1550	2029	营业税金及附加	8	12	16	21	26
其他应收款	76	36	51	71	93	营业费用	104	119	176	226	296
预付款项	20	12	16	22	29	管理费用	110	150	244	302	370
存货	344	353	441	611	789	财务费用	3	19	30	35	43
其他流动资产	1	4	5	6	7	资产减值损失	28.26	47.34	25.00	25.00	25.00
非流动资产合计	595	869	777	717	657	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	86	116	116	116	116	投资净收益	1.08	5.44	5.00	5.00	5.00
固定资产	351.96	367.69	469.05	425.11	381.17	营业利润	141	191	209	378	583
无形资产	77	161	145	129	113	营业外收入	13.45	21.24	21.00	25.00	25.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.72	0.74	1.00	1.00	1.00
资产总计	2322	3030	3852	5095	6604	利润总额	154	212	229	402	607
流动负债合计	898	1462	1044	1438	1869	所得税	26	33	34	60	91
短期借款	203	435	0	0	0	净利润	128	179	195	341	516
应付账款	358	569	552	764	986	少数股东损益	9	19	19	34	52
预收款项	118	68	122	198	297	归属母公司净利润	118	159	175	307	465
一年内到期的非	0	1	1	1	1	EBITDA	243	399	299	473	686
非流动负债合计	3	1	500	1100	1800	EPS (元)	0.59	0.40	0.17	0.31	0.46
长期借款	0	0	500	1100	1800	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	901	1464	1544	2538	3669	成长能力					
少数股东权益	137	153	172	207	258	营业收入增长	103.82%	42.77%	40.25%	39.18%	30.93%
实收资本(或股	200	401	1002	1002	1002	营业利润增长	65.34%	35.48%	9.42%	80.60%	54.43%
资本公积	710	509	509	509	509	归属于母公司净利润	10.19%	75.32%	10.19%	75.32%	51.18%
未分配利润	324	438	499	607	770	获利能力					
归属母公司股东	1284	1414	2136	2351	2676	毛利率(%)	29.05%	27.55%	25.66%	26.03%	27.12%
负债和所有者权	2322	3030	3852	5095	6604	净利率(%)	9.42%	9.24%	7.19%	9.05%	10.45%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
经营活动现金流	64	113	466	200	364	偿债能力					
净利润	128	179	195	341	516	资产负债率(%)	39%	48%	40%	50%	
折旧摊销	99.28	188.46	0.00	60.05	60.05	流动比率	1.92	1.48	2.95	3.05	3.18
财务费用	3	19	30	35	43	速动比率	1.54	1.24	2.52	2.62	2.76
应收账款减少	0	0	258	-436	-479	营运能力					
预收帐款增加	0	0	54	75	99	总资产周转率	0.71	0.72	0.79	0.84	0.84
投资活动现金流	-86	-253	12	-20	-20	应收账款周转率	2	2	2	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.12	4.17	4.84	5.73	5.64
长期股权投资减	0	0	32	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	5	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.59	0.40	0.17	0.31	0.46
筹资活动现金流	5	149	583	473	518	每股净现金流(最新	-0.08	0.02	1.06	0.65	0.86
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.41	3.53	2.13	2.35	2.67
长期借款增加	0	0	500	600	700	估值比率					
普通股增加	0	200	601	0	0	P/E	49.46	72.95	166.79	95.14	62.93
资本公积增加	0	-200	0	0	0	P/B	4.55	8.27	13.69	12.44	10.92
现金净增加额	-16	9	1061	653	862	EV/EBITDA	23.63	29.57	94.71	59.82	40.97

资料来源:公司年报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

史鑫

新能源行业研究员。具备两年以上新能源产业经验，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏等。

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。

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。