

## 业绩短期承压，充电桩业务腾飞在即

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2016年上半年实现营业收入1.3亿元, 同比下降14.4%, 实现归母净利润219.8万元, 同比下降86.8%。
- **营收结构调整, 业绩出现阶段性下滑:** 公司收入下滑主要是由于传统业务收入下降以及子公司苏容公司收入下滑, 而新业务还处于开拓期所致。我们认为公司正积极向电动汽车充换电设备、智能配电、新能源及用电服务纵深领域拓展, 且营收占比正在逐步提升, 业绩下滑仅为阶段性表现。
- **全面布局电动汽车充电领域, 打造新能源综合服务商:** 公司的充换电设备已经拥有系列化产品, 可以满足不同规格、功率、场合下的充电需求。设立全资子公司苏州和顺能源投资发展有限公司切入充电站投资建设运营, 目前已经在江苏、安徽等地布局, 使公司从单纯的充电设备制造商发展为集设备生产、充电站规划设计及建设、新能源汽车运营为一体的新能源综合服务商。公司今后不排除通过充电设备的运营服务、后台管理、电商平台、合资(合作)经营、BOT等多种渠道来寻求更多的盈利模式。
- **进入两网采购体系, 产品认可度得到有力提升:** 今年公司的充电设备先后进入国网和南网采购体系, 5月份, 公司在国家电网2016年电源项目第二次物资招标采购被本次评标委员会推荐为中标候选人, 推荐中标物资名称为充电设备, 包号为包19、包29; 7月份, 公司被列入南方电网公司2016年电动汽车充电装置第一批专项招标项目中标候选人, 推荐中标包号为包3, 标包名称为“直流充电机”, 数量77台。两网的设备利润率均高于市场平均水平, 公司充电设备产品进入其采购体系, 将对公司充电设备未来发展形成标杆性意义。
- **收购中导电力, 切入用电服务市场:** 公司围绕“制造+服务”的转型战略, 借并购中导电力获得电力施工资质, 扩大公司在变配电业务板块为用户所提供解决方案的广度以及深度, 未来将进一步拓展到设备租赁、工程建设等附加服务市场, 打造大用电服务平台。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2016-2018年EPS分别为0.25元、0.30元、0.36元, 对应PE为107X、90X、74X, 虽然公司目前传统业务业绩下滑明显, 但我们中长期看好公司在新能源充电设备的布局, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 充电桩推广不及预期、传统业务竞争激励导致毛利下降等风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	301.39	304.76	333.60	378.35
增长率	-7.26%	1.12%	9.46%	13.42%
归属母公司净利润(百万元)	22.60	41.54	49.71	60.43
增长率	-56.50%	83.83%	19.67%	21.56%
每股收益EPS(元)	0.14	0.25	0.30	0.36
净资产收益率ROE	3.22%	5.64%	6.43%	7.39%
PE	197	107	90	74
PB	6.35	6.05	5.77	5.45

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川  
执业证号: S1250512040001  
电话: 023-63725713  
邮箱: hsc@swsc.com.cn  
联系人: 谭菁  
电话: 010-57631196  
邮箱: tanj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.67
流通A股(亿股)	1.06
52周内股价区间(元)	11.25-37.51
总市值(亿元)	44.58
总资产(亿元)	8.32
每股净资产(元)	4.15

### 相关研究

**关键假设：**

**假设 1：**公司的充电桩业务 H1 已实现营收 2865 万元，国网约 4300 万元的订单和南网约 600 万元的订单还未体现在业绩上，同时两网销售渠道打开将极大提升公司产品的市场认可度，有利于公司后续的销售。加之我国充电基础设施发展的目标是到 2020 年，建成集中充换电站 1.2 万座，分散充电桩 480 万个，行业处于快速发展期，假定价格不变的情况下，我们预估 16-18 年充电桩的销量增速为 45%、40%、30%。

**假设 2：**公司的电力成套设备主要随电力电子产品应用领域的扩大而提升销量，15 年收入下滑主要是由于 14 年收入猛增导致 14 年基数过大所致。公司在电力成套设备已深耕多年，具有技术优势和客户优势，假定价格不变的情况下，谨慎预估 16-18 年销量增速稳定维持在 5% 左右，毛利率与今年上半年持平，维持在 25% 左右的水平。

**假设 3：**公司 2015 年设立苏州和顺能源及收购中导电力，为适应规模的扩大加大了人才引进力度，因此我们预计 16 年公司管理费用率将有所上升，17、18 年逐年回落。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务盈利预测**

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>合计</b>						
营业收入	342.88	324.97	301.39	304.76	333.60	378.35
yoy	23.86%	-5.22%	-7.26%	1.12%	9.46%	13.42%
营业成本	228.68	229.84	228.73	204.92	220.63	247.25
毛利率	33.31%	29.27%	24.11%	32.76%	33.86%	34.65%
<b>充电装置</b>						
营业收入			79.98	115.97	162.36	211.07
yoy				45.00%	40.00%	30.00%
营业成本			52.47	69.58	97.42	126.64
毛利率			34.39	40.00%	40.00%	40.00%
<b>电力成套设备</b>						
营业收入	48.57	103.14	60.68	63.71	66.90	70.24
yoy		112.35%	-41.17%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	37.04	86.18	54.58	47.79	50.17	52.68
毛利率	23.73	16.45	10.05	25.00%	25.00%	25.00%
<b>电力电子设备</b>						
营业收入	280.77	211.26	147.77	110.83	88.66	79.80
yoy		-24.76%	-30.05%	-25.00%	-20.00%	-10.00%
营业成本	181.96	136.44	112.52	77.58	62.06	55.86
毛利率	35.19	35.41	23.85	30.00%	30.00%	30.00%
<b>其他</b>						
营业收入	13.54	10.57	12.96	14.25	15.68	17.25
yoy		-21.93%	22.55%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	9.68	7.22	9.16	9.98	10.97	12.07
毛利率	28.51%	31.72%	29.27%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源：西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	301.39	304.76	333.60	378.35	净利润	22.63	41.59	49.76	60.48
营业成本	228.73	204.92	220.63	247.25	折旧与摊销	11.95	13.00	13.00	13.00
营业税金及附加	1.44	1.57	1.76	1.95	财务费用	-6.71	0.08	0.09	0.10
销售费用	14.85	12.19	13.34	15.13	资产减值损失	8.92	8.00	8.00	8.00
管理费用	32.37	36.57	38.36	41.62	经营营运资本变动	-6.49	45.61	-36.66	-33.66
财务费用	-6.71	0.08	0.09	0.10	其他	-58.90	-12.95	-13.02	-13.00
资产减值损失	8.92	8.00	8.00	8.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-28.60</b>	<b>95.34</b>	<b>21.17</b>	<b>34.93</b>
投资收益	2.56	5.00	5.00	5.00	资本支出	-25.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	39.42	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>13.45</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>24.34</b>	<b>46.42</b>	<b>56.42</b>	<b>69.30</b>	短期借款	20.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.97	3.17	3.35	3.22	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>27.31</b>	<b>49.59</b>	<b>59.76</b>	<b>72.52</b>	股权融资	-0.84	0.00	0.00	0.00
所得税	4.68	8.00	10.00	12.04	支付股利	-16.70	-7.26	-13.35	-15.98
净利润	22.63	41.59	49.76	60.48	其他	15.06	-0.08	-0.09	-0.10
少数股东损益	0.03	0.05	0.05	0.05	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>17.53</b>	<b>-27.34</b>	<b>-13.44</b>	<b>-16.08</b>
归属母公司股东净利润	22.60	41.54	49.71	60.43	<b>现金流量净额</b>	<b>2.38</b>	<b>72.99</b>	<b>12.73</b>	<b>23.85</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	272.87	345.86	358.59	382.44	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	345.04	296.19	337.15	381.35	销售收入增长率	-7.26%	1.12%	9.46%	13.42%
存货	60.23	53.91	58.07	65.07	营业利润增长率	-58.37%	90.71%	21.52%	22.83%
其他流动资产	0.20	0.20	0.22	0.25	净利润增长率	-56.45%	83.82%	19.65%	21.54%
长期股权投资	1.06	1.06	1.06	1.06	EBITDA 增长率	-50.76%	101.11%	16.80%	18.55%
投资性房地产	40.31	40.31	40.31	40.31	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	104.06	91.77	79.48	67.19	毛利率	24.11%	32.76%	33.86%	34.65%
无形资产和开发支出	31.04	30.46	29.88	29.30	三费率	13.44%	16.03%	15.53%	15.03%
其他非流动资产	7.27	7.13	7.00	6.87	净利率	7.51%	13.65%	14.92%	15.99%
<b>资产总计</b>	<b>862.07</b>	<b>866.90</b>	<b>911.76</b>	<b>973.85</b>	ROE	3.22%	5.64%	6.43%	7.39%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.62%	4.80%	5.46%	6.21%
应付和预收款项	137.20	127.84	136.19	153.61	ROIC	3.50%	9.66%	12.13%	13.98%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.82%	19.53%	20.84%	21.78%
其他负债	1.94	1.79	1.89	2.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>159.13</b>	<b>129.63</b>	<b>138.08</b>	<b>155.66</b>	总资产周转率	0.36	0.35	0.38	0.40
股本	166.97	166.97	166.97	166.97	固定资产周转率	3.23	3.38	4.28	5.76
资本公积	302.77	302.77	302.77	302.77	应收账款周转率	1.20	1.23	1.33	1.33
留存收益	222.67	256.95	293.31	337.77	存货周转率	3.64	3.59	3.94	4.01
归属母公司股东权益	692.41	726.69	763.05	807.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.63%	—	—	—
少数股东权益	10.53	10.58	10.63	10.68	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>702.94</b>	<b>737.27</b>	<b>773.69</b>	<b>818.19</b>	资产负债率	18.46%	14.95%	15.14%	15.98%
负债和股东权益合计	862.07	866.90	911.76	973.85	带息债务/总负债	12.57%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.28	5.39	5.48	5.34
					速动比率	3.90	4.97	5.06	4.92
					股利支付率	73.89%	17.48%	26.85%	26.44%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.14	0.25	0.30	0.36
					每股净资产	4.21	4.42	4.63	4.90
					每股经营现金	-0.17	0.57	0.13	0.21
					每股股利	0.10	0.04	0.08	0.10
业绩和估值指标									
EBITDA	29.59	59.51	69.51	82.40					
PE	197.42	107.39	89.74	73.82					
PB	6.35	6.05	5.77	5.45					
PS	14.80	14.64	13.37	11.79					
EV/EBITDA	137.95	67.03	57.20	47.96					
股息率	0.37%	0.16%	0.30%	0.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn