

2016年11月28日

公司研究

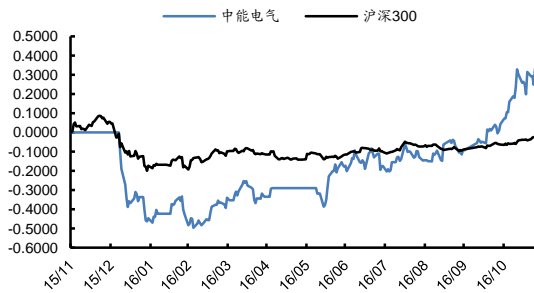
评级：增持（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 傅鸿浩 S0350115080013
0755-23936019 fuhh@ghzq.com.cn

海外市场“从0到1”，新能源布局战略可期 ——中能电气（300062）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中能电气	35.1	56.5	36.4
沪深300	5.4	6.5	-1.0

市场数据	2016/11/28
当前价格（元）	39.95
52周价格区间（元）	14.11 - 40.40
总市值（百万）	6152.30
流通市值（百万）	3302.74
总股本（万股）	15400.00
流通股（万股）	8267.18
日均成交额（百万）	89.52
近一月换手（%）	132.75

相关报告

《中能电气（300062）事件点评：三季度业绩超预期，关注新能源物流车运营进展》——
2016-10-31

《中能电气（300062）事件点评：剥离旧资产，进军新能源物流车运营铸就经营拐点》——
2016-09-20

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **小市值配网设备公司，打响进军海外市场第一枪。**公司占比48%的SPE公司中标巴西200公里电网BOT项目，特许经营收益为首年4000万雷亚尔（约人民币0.78亿元），后期回报根据当地通胀率调整。公司于2015年全资并购大连瑞优，其余股东承诺大连瑞优经审计的2015年度、2016年度、2017年度标的公司净利润将分别不低于1,400万元人民币、2,100万元人民币、3,150万元人民币，三年合计承诺实现净利润为6,650万元。该项目是收购大连瑞优后拿下的首个海外电网工程订单，此次中标也意味着公司海外电网工程“从0到1”的突破，持续获得海外项目可期。
- **新能源业务战略布局大有可为。**公司首批3000台物流车及充电桩项目若成功实施，可为公司带来净利润约0.4至0.6亿元左右。分布式光伏板块目前公司并网实施28.68MW，在案规划铺设100MW，基于现有并网规模2017年可为公司带来超过1千万的利润。遭电网禁入的金宏威已经剥离，目前公司已收到部分回售对价款1.5亿元，回收现金流可用于公司业务发展。
- **高增长行权目标，管理层激励削减代理成本。**公司近期针对管理层实施股权激励计划，行权条件为2016年-2019年净利润较上年增长30%、20%、20%、20%。多年稳健增长目标彰显公司快速发展决心，有助于降低管理层代理成本，达成股东与管理层目标一致。
- **盈利预测和投资评级：**盈利暂不考虑物流车运营等新业务的贡献，不考虑增发影响，预计公司2016-2018年EPS分别是0.34元、0.41元、0.50元。对应PE分别是119倍、99倍和80倍。我们看好公司传统业务的外延增长以及新能源业务拓展对业绩和估值的提升，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**1) 大盘系统性风险；2) 新能源业务拓展不及预期；3) 公司海外营收汇率波动风险；4) 传统业务客户集中度高及市场风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	731	1023	1248	1623
增长率(%)	60%	40%	22%	30%
净利润(百万元)	20	52	62	77
增长率(%)	-33%	155%	20%	23%
摊薄每股收益(元)	0.13	0.34	0.41	0.50
ROE(%)	1.89%	4.58%	5.20%	5.99%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、 公司介绍：电力设备行业的“小而美”	5
1.1、 公司主营配电网及轨交设备	5
1.2、 主力产品毛利相对较高.....	6
1.3、 公司组织架构清晰，实际控制人股权占比较高	6
2、 营收增长稳健，负债率偏低具备外延预期	7
2.1、 营收增长平稳，净利润大幅攀升	7
2.2、 运营效率较高、负债结构支持外延预期	8
3、 主业、外延联动，新能源物流车桩前景可期.....	8
3.1、 “合纵连横”一电网、轨交设备布局	8
3.2、 坚定不移进军配网二次设备	9
3.3、 中标巴西电网 BOT 项目，打响海外市场第一枪	10
4、 新能源业务布局大有可为	10
4.1、 “3000 台新能源物流车”及充电桩网项目	11
4.2、 分布式光伏建设稳步推进	14
5、 股权激励降代理成本，高增长行权条件促发展	15
6、 盈利预测与评级	16
7、 风险提示	16

图表目录

图 1: 公司产品应用	6
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 公司近年营业收入及成本情况 (单位: 百万元)	8
图 4: 公司近年利润变化情况 (单位: 百万元)	8
图 5: 存货周转率	8
图 6: 偿债比率	8
图 7: 公司发展历程及未来规划	9
图 8: 三大专批市场位置	12
图 9: 宝骏物流车品类	13
表 1: 公司主营产品及特点	5
表 2: 公司产品盈利情况 (2016 年中报)	6
表 3: 剥离金宏威业绩还原	9
表 4: 公司定向增发募集资金用途	11
表 5: 新能源物流车产业政策	11
表 6: 物流车项目投资概算	13
表 7: 充电桩项目收益测算	14
表 8: 公司光伏项目投资计划	14
表 9: 公司光伏项目实施情况	15
表 10: 公司股权激励行权条件	16
表 11: 股权激励方案行权期及比例	16

1、公司介绍：电力设备行业的“小而美”

1.1、公司主营配电网及轨交设备

福建中能电气股份有限公司（以下简称“公司”）致力于成为能源互联网系统解决方案运营商，主要业务包括配网产品的研发、生产、销售，新能源项目运营投资，以及海外电网工程等。主要从事 35kV 及以下电压等级电力电缆配电系统相关产品的技术开发、生产制造和销售，产品包括 **C-GIS 环网柜及其配件、电缆附件及其成套件、SMC 箱体及其配件、智能型预装式变电站、高低压成套开关设备等产品**，主要应用于城市及农村配电系统、铁路电力系统、发电厂及工矿企业配电系统。公司目前已经形成福建、武汉、上海三地运营格局，近年来公司也在能源互联网领域布局，实现业务模式由电力设备制造向电力系统集成服务、新能源项目建设与运营、海外电网能源与新能源发电产业延伸。公司主要客户包括国家电网、南方电网及各级电力公司、铁路系统及国外电网运营商及各大下游产业集团。

表 1：公司主营产品及特点

产品名称	产品类别	应用领域	产品优势
C-GIS 环网柜及其配件	12kV C-GIS	电力系统、铁路系统、工矿企业	12-40.5kV 智能化免维护型环网设备 (C-GIS), 是利用 SF6 气体异的绝缘及灭弧特性, 具备小型化、全封闭、免维护和高可靠性的特征; 它通过遥控、遥信、遥测部件, 与自动化和数字化控制装配一起构成智能电网基础层面的智能化配电开关设备, 并且具备信息化、数字化、自动化和互动化的特征。
	24kV C-GIS	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	40.5kV C-GIS	电力系统、铁路系统、工矿企业	
电缆附件及其成套件	12kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	公司是国内最早生产中压预制式电缆附件的企业之一, 生产历史长, 是国内同行的龙头, 产品竞争力强; 同时掌握了三元乙丙橡胶 (EPDM) 和硅橡胶 (SR) 两类橡胶原材料配方的关键技术; 产品电压等级覆盖范围为 10kV~35kV; 四类产品 15kV/200A、15kV/600A、24kV/250A、24kV/630A 通过荷兰 KEMA 型式试验和墨西哥 LAPEM 认证。
	24kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	40.5kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	110kV 电缆附件	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	12kV 电缆分支箱	电力系统、铁路系统、工矿企业	
	40.5kV 电缆分支箱	电力系统、铁路系统、工矿企业	
SMC 箱体及其配件	低压电缆分支箱箱体	电力系统	利用 SMC 板材制品简单拼装而成的箱体, 代替目前电力行业中广泛使用的金属材质配电设备箱体, 主要优势: 1. 绝缘材料, 安全系数高; 2. 耐高低温、耐老化、美观环保; 3. 阴燃低烟、防腐防盗; 4. 绝热材料, 隔热效果好。5. 比重小, 机械性能优异。6. 无电磁屏蔽。
	电表箱箱体	电力系统	
	动力箱箱体	电力系统、工矿企业	
	高压电缆分支箱箱体	电力系统、工矿企业	
	户外环网柜箱体	电力系统、工矿企业	
箱式变电站	铁路电力远动箱变	铁路系统专用	1. 参与 GB_17467-2010 国家标准的制定。

	高速铁路电力远动箱变	高铁专用	2. 产品通过了型式试验，型式试验项目合格。 3. 产品取得多项专利：(1)铁路隧道内组合式智能箱式变电站(2)变电站(3)电力远动开关操作电源(4)电力远动开关箱
	10/0.4kV 预装式变电站	电力系统、铁路系统、工矿企业	

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 1：公司产品应用



资料来源：公司官网，国海证券研究所

1.2、主力产品毛利相对较高

2013年至2015年，公司营业收入分别为4.46亿元、4.58亿元和5.08亿元(剥离金宏威后)，根据公司2016年半年报数据，其主要产品利润率相对较高，反映出公司产品在市场上较有竞争力。

表 2：公司产品盈利情况（2016 年中报）

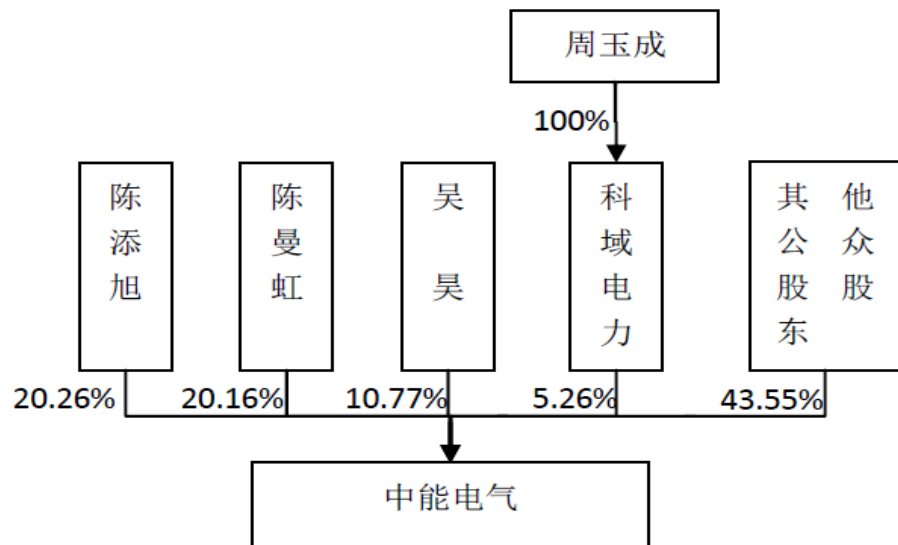
分产品（单位：亿元）	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率同比
C-GIS 环网柜及其配件	1.07	0.64	39.88%	78.33%	77.85%	0.16%
箱式变电站及高低压成套设置	1.96	1.40	28.52%	50.78%	47.03%	1.82%
电子电源业务	0.89	0.69	22.27%			
信息系统集成业务	1.09	0.84	23.03%			

1.3、公司组织架构清晰，实际控制人股权占比较高

中能电气（福清）有限公司负责传统电力设备业务；深圳市金宏威技术有限责任公司（已剥离）负责配电自动化、信息系统集成及新能源设备的经营；武汉市武昌电控设备有限公司负责轨道交通系统业务；上海臻源电力电子有限公司负责电力电子产品业务；国际业务由大连瑞优能源发展有限公司和中能国际控股集团有限公司协作进行，大连瑞优能源发展有限公司负责进出口业务，中能国际控股集团有限公司负责国外投资及融资业务、国外电网能源与新能源建设与运营；国内新能源光伏电站的投资与运营业务由上海熠冠新能源有限公司进行，主要负责光伏电站投资、建设、运营与服务；电动汽车的充电站运营管理由深圳中能能源管理公司开展。

公司为家族控制，实际控制人为共同实际控制人陈添旭、陈曼虹、吴昊及周玉成，其中周玉成通过福州科域电力技术有限公司间接持有上市公司股份。实际控制人之间的关系为：陈曼虹系陈添旭的妹妹，陈曼虹系吴昊的配偶，周玉成系陈添旭和陈曼虹的舅舅。在2016年2月5日公司发布公告称，陈添旭、陈曼虹与沈玮先签署了《股份转让协议》，协议约定陈添旭、陈曼虹分别将其持有的800万股（合计1600万股，占当时公司股份10.39%）中能电气无限售流通股转让给沈玮，交易均价为15.11元。截至2016年6月30日，公司实际控制人合计持有公司8,691.88万股，占总股本的56.45%。

图 2：公司股权结构



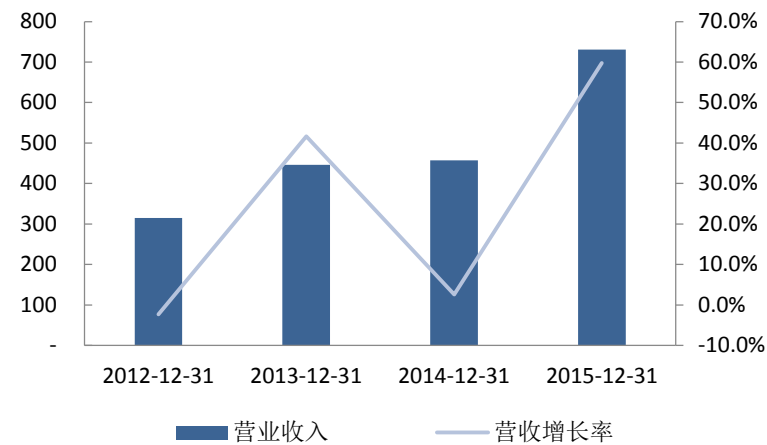
资料来源：公司公告，国海证券研究所

2、营收增长稳健，负债率偏低具备外延预期

2.1、营收增长平稳，净利润大幅攀升

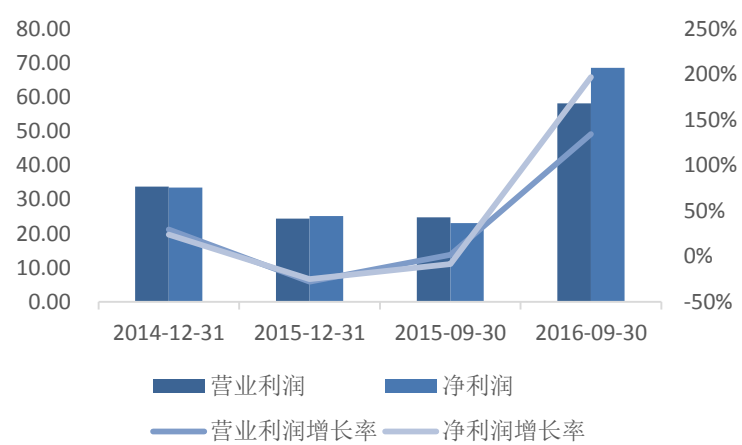
由于销售渠道拓展，中标城市增加，近年来公司营业收入保持了良好的增长态势。公司营业利润及净利润均有较大幅度增长，主要是由于内生业务增长以及金宏威并表等因素有较大幅度攀升，公司剥离金宏威后主业净利润也有一定幅度增长。

图 3: 公司近年营业收入及成本情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 公式近年利润变化情况 (单位: 百万元)

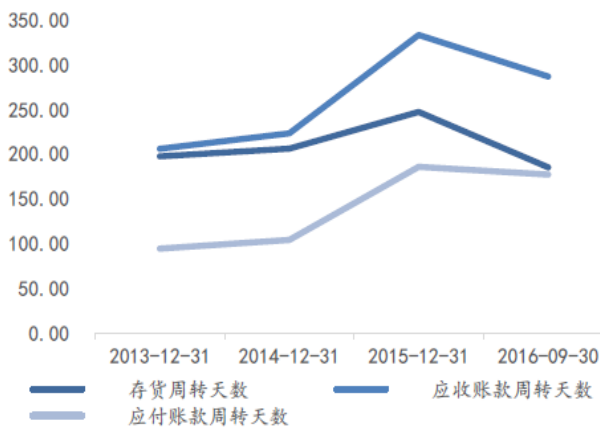


资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、运营效率较高、负债结构支持外延预期

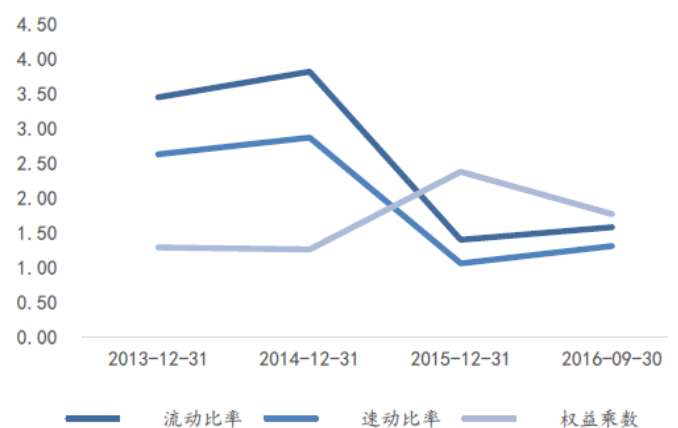
从应付账款期限可以看出公司对供应商管理水平良好, 议价能力较强。存货周转率高, 显示了公司较强的业务运营能力。由于近年来公司采用了较为保守的财务政策, 上市后未向资本市场进行融资活动。公司 100%收购大连瑞优及金宏威 51% 股权均使用自有现金, 公司目前主要负债是应付账款及短期银行贷款, 目前资产负债率为 43.21%, 财务状况稳健, 负债结构有进一步扩张空间, 具备支持外延业务的预期。

图 5: 存货周转率



资料来源: 国海证券研究所

图 6: 偿债比率



资料来源: 国海证券研究所

3、主业、外延联动, 新能源物流车桩前景可期

3.1、“合纵连横”——电网、轨交设备布局

公司发展战略着重在由元器件供应商向一二次设备结合的成套设备供应商转型。

公司主要生产中压配电设备，上市之前主要以元器件的形式面对客户，C-GIS 环网柜、预制式电缆附件、SMC 箱体这三种产品在细分领域有领先地位。但产品结构相对单一，公司上市在产业链上做纵向一体化延伸，期间增加箱变和开关成套业务，下游积极拓展铁路轨道交通领域和行业大客户市场，以分散对电网客户依赖。2015 年公司进行多元化布局战略，在巩固配网系统份额的同时，成功地进入轨道交通、新能源光伏与智能微网、新能源汽车充电、国际市场等领域。

图 7：公司发展历程及未来规划



资料来源：国海证券研究所

3.2、坚定不移进军配网二次设备

主业方面，公司近年来一直希望通过并购等方式往二次设备转型。2015 年 10 月公司发布公告以现金收购金宏威 51% 股权，成为金宏威控股股东。收购金宏威后，公司产品可全面涵盖输配电的一次设备与二次设备，形成较为完整的输配电设备制造产业链，同时金宏威在业内具备一定的品牌形象，公司可快速切入电网智能化领域。此外，金宏威的光伏逆变器、汇流箱、充电桩等硬件产品以及自行开发的光伏发电管理系统和充电站管理系统等软件已在能源互联网领域的光伏发电（含分布式光伏发电）、电动汽车充电站上得到较为广泛的应用。可在公司收购金宏威 51% 股权完成仅三个月后，金宏威因行贿受到南网的禁入。2013 年度、2014 年度，金宏威来自南方电网和国家电网的收入占当年营业收入的比例分别为 74.89% 和 69.48%，市场禁入对金宏威经营将产生重大不利影响。公司 5 月 24 日晚间公告称，拟 2.99 亿元的价格将金宏威 51% 股权出售给自然人王桂兰，目前已经受到 1.5 亿元对价款。该事件对上市公司造成的影响基本消除，同时有利于公司进一步熟悉二次设备业务及储备相关技术人才。

表 3：剥离金宏威业绩还原

2015 年 12 月 31 日				
项目	交易前	交易后	变动额	变动比率
总资产（万元）	255,000.64	140,624.13	-114,376.51	-44.85%

负债总额 (万元)	147,416.40	57,175.69	-90,240.72	-61.21%
归属上市公司股东的 所有者权益 (万元)	76,773.33	77,704.45	931.12	1.21%
营业收入 (万元)	73,084.11	50,815.24	-22,268.87	-30.47%
营业成本 (万元)	49,349.40	33,952.02	-15,397.38	-31.20%
营业利润 (万元)	2,436.05	2,874.16	438.11	17.98%
利润总额 (万元)	3,218.49	3,344.35	125.86	3.91%
净利润 (万元)	2,515.54	2,994.37	478.83	19.04%
归属于上市公司股东的 净利润 (万元)	2,035.62	2,966.75	931.12	45.74%
资产负债率	57.81%	40.66%	-17.15%	-29.67%
销售毛利率	32.48%	33.19%	0.71%	2.18%
每股收益 (元)	0.13	0.19	0.06	45.74%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

3.3、中标巴西电网 BOT 项目，打响海外市场第一枪

2016年5月，公司占比48%的SPE公司中标巴西200公里电网项目，预计总投资2.514亿雷亚尔(约人民币4.93亿元)。项目为特许经营项目BOT操作模式，首年特许经营收益为4000万雷亚尔(约人民币0.78亿元)，后续回报根据当地通胀率调整。SPE公司负责整个特许经营项目的建设、运营和维护，项目投入运营后按照特许经营合同，把每月收取的特许经营费扣除偿还债务资金和合资公司运营费用后，按SPE股东出资比例支付给各出资方。项目资金30%采用自有资本金，由SPE项目公司各股东按比例投入；70%采用项目配套债务融资。此项目建成后将大幅增厚公司利润，同时项目建设实施周期较长，有稳定现金流回报，同时也可带动公司主营电力设备出口。

该项目也是公司全资并购大连瑞优之后的首个电网工程订单，大连瑞优原为公司最大的外贸客户和参股子公司，是公司产品销往国外的重要途径。公司于2015年全资并购大连瑞优，其余股东承诺大连瑞优经审计的2015年度、2016年度、2017年度标的公司净利润将分别不低于1,400万元人民币、2,100万元人民币、3,150万元人民币，三年合计承诺实现净利润为6,650万元。中标巴西项目也意味着公司“从0到1”的突破，向海外电网市场迈出了坚实的一步，持续获得海外项目可期。随着我国“一带一路”战略纵深及美国特朗普政府上台后的本土保护主义抬头，相信会给公司带来更多拉美国家以及一带一路沿线国家电网工程、设备订单，同时伴随着美元升值预期强烈，公司海外业务板块营收值得期待。

4、新能源业务布局大有可为

公司新能源业务主要围绕两大板块。第一个是新能源物流车及充电桩板块，该板块公司依托自有资金、技术优势打造运营平台，以及后期的大数据管理平台。第二个是能源互联网分布式光伏板块，布局分布式光伏目的也是顺势与下游生产企业产生呼应，公司除了建设光伏产生的收益之外，同时致力于与下游客户建立长

期能源合同管理的关系。

4.1、“3000 台新能源物流车”及充电桩网项目

9月13日,公司子公司深圳中能与北京锦绣大地电子商务有限公司签署《合作框架协议》,总金额暂定为6亿元人民币。拟共同建设新能源电动车租赁及充电网络项目,运营规模3000辆电动物流车。分两期投入,其中:一期项目投资2000辆新能源纯电动汽车及其配套的充电设施与网络;二期项目投资1000辆新能源纯电动汽车及其配套充电设施与网络。主要服务北京锦绣大地农副产品批发市场、北京新发地农副产品批发市场以及锦绣大地涿州物流仓储基地,为三大市场提供纯电动物流车租赁和电动汽车充电服务。通过车联网和桩联网平台,打造三大批发市场1小时绿色、节能、统一调度、资源合理有效利用的物流经济圈,项目主要通过电动物流车租赁和电动汽车充电服务产生收入。公司发布定增预案拟向不超过五名特定投资者非公开发行不超过5000万股,募资不超过8.16亿元,投入新能源业务。

表4: 公司定向增发募集资金用途

序号	项目名称	项目实施主体	拟使用募集资金(万元)
1	北京新能源纯电动物流车租赁及充电网络项目	深圳市中能能源管理有限公司	59,565
2	充电桩研发与制造项目	中能电气(福清)有限公司	10,000
3	研发中心项目	发行人	12,000
合计			81,565

资料来源:公司公告,国海证券研究所

4.1.1、新能源物流车板块

新能源物流车主打经济性和道路使用权,目前城市物流车保有量在200万台左右,新能源物流车渗透率不足4%。同时前年来年生产的首批物流车普遍性能和质量较差,寿命期较短,不能满足物流业“多拉快跑”的行业需求,市场替代空间巨大。目前新能源物流车运营模式是租赁运营商购置车辆,然后针对下游物流运营商提供长期租赁和充电服务。

新能源物流车、充电桩相关产业政策

表5: 新能源物流车产业政策

颁发时间	文件名称	主要内容
2015年5月	《中国制造2025》	为自主品牌汽车厂家今后十年的销量和市场份额设定了具体的目标。按照《中国制造2025》的规划,到2020年自主品牌纯电动和插电式混合动力汽车的年销量需突破100万辆,到2025年则需达到300万辆。
2015年10月	《国务院办公厅关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》	2020年,基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系,满足超过500万辆电动汽车的充电需求;建立较完善的标准规范和市场监管体系,形成统一开放、竞争有序的充电服务市场;形成可持续发展的“互联

		网+充电基础设施”产业生态体系，在技术和商业创新上取得突破，培育一批具有国际竞争力的充电服务企业。
2015年10月	《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020年)》	大力发展电动汽车，加快燃油替代，减少汽车尾气排放，保障能源安全、促进节能减排、防治大气污染、推动我国从汽车大国迈向汽车强国，到2020年，新增集中式充换电站超过1.2万座，分散式充电桩超过480万个，以满足全国500万辆电动汽车充电需求。
2016年1月	《关于“十三五”新能源汽车充电基础设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》	2016-2020年中央财政将继续安排资金对充电基础设施建设、运营给予奖励。
2014年6月	《北京市电动汽车推广应用行动计划(2014~2017年)》	北京市将全力推进末端物流电动化。适应电子商务快速发展需要，聚焦末端物流配送，在邮政快递、电子商务末端物流等领域推广应用电动物流车。在购车环节，邮政、物流等企业购买的纯电动专用车，按照国家标准1:1比例给予市级财政补贴。
2016年8月	《北京市“十三五”时期节能降耗及应对气候变化规划》	提出到2020年，全市电动汽车推广应用规模达到40万辆左右。

资料来源：国海证券研究所

项目实施背景

项目通过绿色纯电动物流以及充电设施运营，服务北京锦绣大地农副产品批发市场、北京新发地农副产品批发市场以及锦绣大地在涿州新建的物流仓储基地，为三大市场提供纯电动物流车租赁和电动汽车充电服务。通过车联网和桩联网平台，打造三大批发市场1小时绿色、节能、统一调度、资源合理有效利用的物流经济圈。按照京津冀协同发展的定位，河北将作为现代商贸物流重要基地，成为新的商品市场集聚发展地区。目前，锦绣大地已在河北、六环周边及保税区建设仓储基地和周转库。今后市场交易通过线上下单，再由锦绣大地物流完成配送。未来，线下市场将升级为体验店和业务洽谈中心。

图 8: 三大专批市场位置



资料来源：百度地图，国海证券研究所

4.1.2、充电桩

充电桩一直是公司的主营战略之一，并购长期合作伙伴金宏威也是意欲进一步加强二次设备和充电桩技术储备，是长期内生发展做出的必然选择。公司目前拥有（7KW/48KW）交流充电桩、(<40KW)/（40KW~120KW）一体式直流充电机、（<150KW）/（200KW~400KW）分体式直流充电机等产品种类，主要客户是电网公司。

4.1.3、项目收益估算

新能源物流车项目

根据公司公告，新能源物流车项目建设期 2.5 年，主要通过电动物流车租赁和电动汽车充电服务产生收入。项目预计投资 5.96 亿元，税后内部收益率为 12.79%，项目税后回收期（含建设期）5.91 年。

表 6：物流车项目投资概算

序号	项目名称	金额（万元）	比例
1	车辆投资	39,700	66.65%
2	充电设施	11,382	19.11%
3	运营管理平台软件投资	6,500	10.91%
4	运营管理平台硬件投资	1,983	3.33%
5	合计	59,565	100.00%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司与芜湖宝骏汽车制造有限公司签订合作协议，我们认为双方合作在未来将持续推进。宝骏新能源物流车主打两款，一款是小型物流车智骏，额定载质量为 350kg，续航里程可达 200km，最大装载空间 2.3 立方米。另一款劲骏，属于 1 吨以上的物流车，在车身尺寸和装载空间方面都高于智骏。最大装载空间可达 4 立方米，额定载质量为 620kg(单排)460kg(双排)。最高车速可达 80km/h，搭载电池容量为 35.4kwh 的三元锂电，续航最高可达 230km。

图 9：宝骏物流车品类



资料来源：国海证券研究所

我们假设两款车型售价在 4.5 万元左右（含两补），使用寿命期 5 年。公司一般与下游物流商签订长期租赁合同，假设每年租赁费收入 2.5 万元，公司车辆每年管理维护费用在 1200 元。预计明年项目实施顺利，可以为公司带来不少于 7500 万元的营收，扣除运营和折旧成本，3000 台物流车毛利润年均 0.44 亿元，毛利率为 32.6%。

充电桩项目

按照公司建设快充桩 1000 根（成本均价 6 万元）和慢桩 2000 根（成本均价 3 万元），共计投资 1.2 亿元，折旧期为 10 年。预计 3000 根充电桩可为公司带来每年 0.23 亿元毛利润。

表 7：充电桩项目收益测算

充电桩种类	数量	充电费收入	充电桩建设成本	充电桩折旧	充电站配套设施折旧、场地租金	毛利润
快速充电桩	1000 根	1.7 万元/年/根	6000 万元	600 万/年	200 万/年	900 万元/年
慢速充电桩	2000 根	1.2 万元/年/根	6000 万元	600 万/年	400 万/年	1400 万元/年

资料来源：国海证券研究所

据以上测算，3000 台物流车及配套充电设施项目每年可为公司带来毛利润 0.67 亿元。综上分析，公司 3000 台物流车及充电桩项目如成功实施且运营顺利，每年可为公司带来税后净利润为 0.4~0.6 亿元左右。

4.2、分布式光伏建设稳步推进

公司去年成立了上海熠冠能新能源有限公司作为能源互联网项目建设实施主体，主要是开发分布式光伏项目，寻找优质的业主。项目三年计划总投资 28 亿元人民币，其中自有资金 20%，项目配套融资 80%，项目投资将用于以下内容：

表 8：公司光伏项目投资计划

使用项目	金额概算	备注
2015 年 50MWp	4 亿元	项目金额根据当前规划而定，在项目具体执行过程中，存在因基建问题、各业务板块推进速度问题等而修订预算的可能。如出现重大项目预算修订造成总投资额发生变化，公司将及时履行审批及信息披露程序
2016 年 100MWp	8 亿元	
2017 年 200MWp	16 亿元	
合计	28 亿元	

资料来源：公司公告，国海证券研究所

目前公司光伏项目进展如下：

表 9: 公司光伏项目实施情况

项目	投资额度	进展
阜阳市临泉县宋集镇、庙岔镇、韦寨镇 100MW 农业光伏项目 (意向协议)	14 亿元	宋集镇项目一期投资 4 亿元、建设规模 40MW, 二期计划投资 6 亿元、建设规模 60MW。庙岔镇项目投资约 2 亿元, 建设规模为 20MW; 韦寨镇投资约 2 亿元, 建设规模为 20MW。宋集镇一期, 计划今年 6 月底前开工, 年底前并网发电。
萧县 20MWp 农光互补光伏发电项目	1.9 亿元	目前, 该项目主体工程已基本完工, 待地方电力公司验收通过后即可并网发电, 本项目预计年均发电约 2148.29 万度, 年均电费收入约 1836.14 万元。
江阴兴澄特钢 7MW 分布式光伏发电项目	0.4 亿元	该项目于 2015 年 10 月开始建设, 并于 2016 年 2 月完成并网发电。项目第一年发电量约 721 万度, 以后逐年递减 0.8%, 25 年总上网电量约 16400 万 KWh, 预计可为公司带来平均每年 252 万左右的净利润。
上海捷普 1.68MW 分布式光伏发电项目	0.12 亿元	项目于 2015 年 11 月开始建设, 于 2016 年 3 月完成并网发电。该项目 25 年总上网电量约 4,011.5 万 KWh, 预计可为公司带来平均每年 76 万左右的净利润。

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

从上表中可以看出, 截至目前公司并网发电规模在 28.68MW, 在案规划铺设 100MW。目前公司正在积极对接下游光伏铺设资源。公司基于现有规模的光伏设施 2017 年可为公司带来年均 0.08~0.12 亿元净利润。若公司宋集镇一期项目进展顺利明年中旬实现并网发电, 2017 年净利润可达 0.28~0.32 亿元。

5、股权激励降代理成本, 高增长行权条件促发展

公司上市后前三年一直是家族控股和管理模式指导公司发展, 2013 年 5 月公司去家族化管理正式落地。实际控制人陈曼虹隐退, 由当初主导中能电气上市工作的黄楠任总经理, 原销售总监陈骏斌担任副总经理 (已于 2015 年初离职)。总经理黄楠曾在 2005 年至 2010 年六年间就职于中能电气, 对推动中能电气上市发挥了巨大作用。时任公司副总经理兼任销售总监的陈骏斌对公司发展、市场拓展和经营管理贡献较大, 财务总监黄孝奎补充了团队管理层面的不足。总经理黄楠具有资本市场深厚经验, 财务总监黄孝奎在企业重组、并购等财务审核方面具有专长。董事长陈添旭和时任公司总工程师的汪童志 (已于 2015 年底离职), 均拥有 20 年以上电力行业经验。公司形成了一批专业化的技术、管理团队。

2016 年 8 月, 公司公告针对管理层的股权激励计划, 其中向包括总经理和副总经理在内的 14 人授予合计 1170 万份股票期权 (占到本计划签署时公司股本总额 15,400 股的 7.60%), 分三期行权, 行权价格为 23.42 元, 具有一定的安全边际。同时公司还预留 290 万份期权, 预留股份主要授予尚未到岗或尚在公司处于试用期的中、高级管理人员或核心骨干员工。行权条件为 2016 年-2019 年分别较上年增长 30%、20%、20%、20%。多年稳健增长目标彰显公司快速发展的决心信心。预留部分的股票期权自相应的授权日起满 12 个月后, 激励对象应在未来 36 个月内分三期行权, 行权时间如下表所示:

表 10: 公司股权激励行权条件

行权期	考核年度	业绩考核目标
第一个行权期	2016 年	以 2015 年净利润为基数, 2016 年相对于 2015 年的净利润增长率不低于 30%
第二个行权期 (预留部分第一个行权期)	2017 年	以 2016 年净利润为基数, 2017 年相对于 2016 年的净利润增长率不低于 20%
第三个行权期 (预留部分第二个行权期)	2018 年	以 2017 年净利润为基数, 2018 年相对于 2017 年的净利润增长率不低于 20%
第四个行权期 (预留部分第三个行权期)	2019 年	以 2018 年净利润为基数, 2019 年相对于 2018 年的净利润增长率不低于 20%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 11: 股权激励方案行权期及比例

行权期间	行权时间	可行权比例
第一个行权期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	40%
第二个行权期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	30%
第三个行权期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	30%

资料来源: 国海证券研究所

根据上述剥离金宏威后的净利润以 2015 年 2966 万元净利润为基数, 30% 增长率测算, 即 2016 年公司达到 3855.8 万元净利润管理层即可在授予日 12 个月后行权解锁 40% 的股票期权。(授予日定为 2016 年 8 月 31 日) 随着近期公司股价连创新高, 该期权对管理团队的激励作用不言而喻, 该激励计划有利于管理层和股东之间达成目标利益一致, 降低代理成本。

6、盈利预测与评级

盈利暂不考虑物流车运营等新业务的贡献, 不考虑增发影响, 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别是 0.34 元, 0.41 元, 0.50 元。对应 PE 分别是 119 倍, 99 倍和 80 倍。我们看好公司传统业务的外延增长以及新能源业务拓展对业绩和估值的提升, 维持公司“增持”评级。

7、风险提示

- 1) 大盘系统性风险;
- 2) 新业务拓展落地不及预期;
- 3) 传统业务客户集中及度较高以及市场风险;
- 4) 增发具有不确定性;

5) 公司海外营收汇率波动风险等。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	731	1023	1248	1623
增长率(%)	60%	40%	22%	30%
净利润(百万元)	20	52	62	77
增长率(%)	-33%	155%	20%	23%
摊薄每股收益(元)	0.13	0.34	0.41	0.50
ROE(%)	1.89%	4.58%	5.20%	5.99%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 6: 中能电气盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	300062.SZ				股价:	39.95	投资评级:	增持	日期:	2016/11/28
财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标					
ROE	2%	5%	5%	6%	EPS	0.13	0.34	0.41	0.50	
毛利率	32%	37%	37%	37%	BVPS	4.99	5.27	5.62	6.04	
期间费率	25%	30%	30%	30%	估值					
销售净利率	3%	5%	5%	5%	P/E	212.51	83.43	69.35	56.21	
成长能力					P/B	5.63	5.33	5.00	4.65	
收入增长率	60%	40%	22%	30%	P/S	5.92	4.23	3.47	2.67	
利润增长率	-33%	155%	20%	23%						
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	0.29	0.33	0.35	0.37	营业收入	731	1023	1248	1623	
应收账款周转率	0.64	0.64	0.64	0.64	营业成本	493	645	786	1022	
存货周转率	1.00	1.00	1.00	1.00	营业税金及附加	7	9	11	15	
偿债能力					销售费用	78	109	133	173	
资产负债率	58%	64%	67%	70%	管理费用	92	129	157	204	
流动比	1.39	1.57	1.66	1.74	财务费用	8	58	74	99	
速动比	1.05	1.17	1.22	1.26	其他费用 / (-收入)	(28)	0	0	0	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	24	74	87	110	
现金及现金等价物	270	241	208	84	营业外净收支	8	8	12	12	
应收款项	1146	1605	1958	2546	利润总额	32	82	99	122	
存货净额	493	653	797	1036	所得税费用	7	18	22	27	
其他流动资产	58	82	100	130	净利润	25	64	77	95	
流动资产合计	1968	2581	3063	3795	少数股东损益	5	12	15	18	
固定资产	209	228	235	242	归属于母公司净利润	20	52	62	77	
在建工程	95	55	35	15	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
无形资产及其他	100	100	102	104	经营活动现金流	164	(299)	(188)	(372)	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	25	64	77	95	
资产总计	2550	3143	3613	4334	少数股东权益	5	12	15	18	
短期借款	423	423	423	423	折旧摊销	24	31	33	34	
应付款项	508	673	821	1067	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	178	249	303	394	营运资金变动	111	(878)	(718)	(1194)	
其他流动负债	303	303	303	303	投资活动现金流	(285)	21	13	14	
流动负债合计	1411	1647	1850	2187	资本支出	(105)	21	13	14	
长期借款及应付债券	25	325	525	825	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	39	39	39	39	其他	(180)	0	0	0	
长期负债合计	63	363	563	863	筹资活动现金流	92	292	191	289	
负债合计	1474	2010	2413	3050	债务融资	446	300	200	300	
股本	154	154	154	154	权益融资	15	0	0	0	
股东权益	1076	1132	1200	1284	其它	(370)	(8)	(9)	(11)	
负债和股东权益总计	2550	3143	3613	4334	现金净增加额	(29)	14	16	(70)	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

李恩国，天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，从事电力设备与新能源行业研究。

傅鸿浩，中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力设备及新能源行业及上市公司研究。

边文姣，北京大学金融学硕士、厦门大学工学学士学位，2016年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。