

充电桩业务具备高弹性，外延布局打造全新增长极

——和顺电气（300141）深度报告

2017年01月17日

强烈推荐/首次

和顺电气 深度报告

报告摘要：

公司致力于电力成套设备、电力电子设备及充换电设备的研发、制造、销售和服务，并为用户提供全方位综合性电力应用解决方案。公司通过内生增长和外延布局，全面布局新能源行业，聚焦新能源汽车上下游产业，从传统的电力电子制造向“制造+服务”积极转型。

公司是最早进入我国电动汽车充电站建设的电气主要设备供应商之一，充电站项目正加速落地。公司与多地公交公司开展深入合作，为公司大功率直流充电设备建立了良好的市场基础。2016年，公司首次进入国网和南网招标充电桩体系，斩获约5000万元大单，超出市场预期，对公司发展具有标杆意义。我们预测两网未来充电设备招标有望全面提速，公司后续若能持续中标，将贡献显著业绩增量。同时，公司成立子公司和顺投资，全面布局新能源行业，聚焦新能源汽车上下游产业，稳健开拓充电桩运营市场。

收购中导电力切入用电服务市场，拓展光伏EPC打造全新增长极。公司通过收购中导电力获得与公司传统业务相配套的电力安装资质，切入变电站运维和需求侧能源管理等用电服务领域，扩大了公司在变配电网业务板块所提供解决方案的广度以及深度，并为未来省内售电侧放开后开展售电业务积累用户基础。公司还积极拓展光伏EPC市场，实现除光伏组件外全部设备自产自给，利润率显著高于行业平均水平。随着“十三五”期间光伏行业将保持快速稳定增长，光伏EPC将成为公司未来业绩的重要支柱。

盈利预测及投资评级：我们预计公司2016-2018年营业收入分别为4.5亿元、7.1亿元和9.0亿元，归母净利润分别为0.32亿元、0.78亿元和1.0亿元，EPS分别为0.19元、0.47元和0.60元，对应PE分别为119.8倍、48.5倍和37.6倍，六个月目标价为26.5元，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：充电桩建设进度低于预期，充电服务盈利模式不明晰，售电市场放开低于预期，光伏行业发展低于预期。

财务指标预测

| 指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 324.97 | 301.39 | 449.24 | 712.99 | 897.41 |
| 增长率(%) | -5.22% | -7.26% | 49.06% | 58.71% | 25.87% |
| 净利润(百万元) | 51.96 | 22.63 | 33.00 | 79.91 | 103.31 |
| 增长率(%) | -17.10% | -56.45% | 45.86% | 142.12% | 29.29% |
| 净资产收益率(%) | 7.56% | 3.26% | 1.99% | 4.81% | 6.01% |
| 每股收益(元) | 0.31 | 0.14 | 0.19 | 0.47 | 0.60 |
| PE | 72.94 | 161.50 | 119.83 | 48.46 | 37.63 |
| PB | 5.49 | 5.45 | 2.39 | 2.33 | 2.26 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：林劼

010-66554034

linjie_dxzq.net.cn

联系人：史鑫

010-60554044

shixin_dxzq.net.cn

联系人：王革

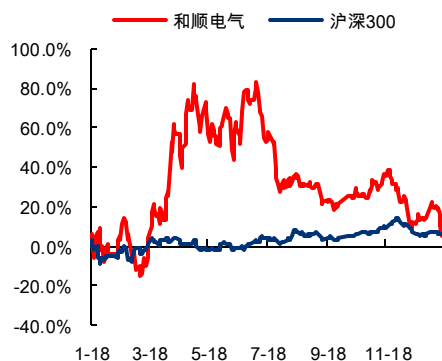
010-66554043

wangge_dxzq.net.cn

交易数据

| | |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间(元) | 22.61-17.8 |
| 总市值(亿元) | 37.75 |
| 流通市值(亿元) | 24.01 |
| 总股本/流通A股(万股) | 16697/10621 |
| 流通B股/H股(万股) | / |
| 52周日均换手率 | 5.92 |

52周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1. 内生+外延并举，“制造+服务”齐飞..... | 4 |
| 1.1 积极转型突破传统业务瓶颈..... | 4 |
| 1.2 公司业绩企稳回升..... | 5 |
| 2. 布局充电桩建设运营，业绩增长具备高弹性..... | 6 |
| 2.1 规划先行两网跟进，充电桩市场再提速..... | 6 |
| 2.2 公交项目持续推进，网内订单开花结果..... | 8 |
| 2.3 加快新能源行业投资布局..... | 9 |
| 3. 收购中导电力切入用电服务..... | 10 |
| 3.1 外延收购中导电力，获取一系列许可资质..... | 10 |
| 3.2 加快布局用电服务市场..... | 10 |
| 3.3 积累用户基础，蓄力售电业务..... | 13 |
| 4. 拓展光伏 EPC，打造重要增长极..... | 14 |
| 5. 盈利预测及投资评级..... | 15 |
| 6. 风险提示..... | 16 |

表格目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 表 1: 同类型电力设备与新能源上市公司市盈率比较表..... | 15 |
| 表 2: 公司盈利预测表..... | 17 |

插图目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 公司主要产品类型..... | 4 |
| 图 2: 公司发展历程..... | 4 |
| 图 3: 公司股权结构..... | 5 |
| 图 4: 近年来公司营业收入及归母净利润情况..... | 5 |
| 图 5: 近年来公司期间费用率情况..... | 5 |
| 图 6: 公司分业务毛利构成（百万元）..... | 6 |
| 图 7: 公司分业务毛利率率情况..... | 6 |
| 图 8: 2015-2020 充电桩基础设施分区域建设目标..... | 7 |
| 图 9: 2020 年各类型充电站规划目标..... | 7 |
| 图 10: 我国至 2020 年将建成分散式充电桩 480 万个..... | 7 |
| 图 11: 我国至 2020 年将建成充电站 1.2 万座..... | 7 |
| 图 12: 近年来国网充电设备招标规模（万 kW）..... | 8 |
| 图 13: 和顺承建金龙电动客车充电站..... | 9 |
| 图 14: 和顺投资四大业务单元..... | 9 |
| 图 15: 中导电力业务范围..... | 10 |
| 图 16: 中国智能变电环节市场容量预测..... | 11 |

| | |
|---|----|
| 图 17: 公司运维专变用户数量..... | 11 |
| 图 18: 需求侧能源管理执行流程..... | 12 |
| 图 19: 中导电力需求侧能源管理产品（SVC、SVG、MCR、VQC、APF、DCC）..... | 13 |
| 图 20: 新电改前后的电价形成机制..... | 13 |
| 图 21: 我国近年来用电量水平..... | 14 |
| 图 22: 我国光伏装机规模估测..... | 15 |

1. 内生+外延并举，“制造+服务”齐飞

1.1 积极转型突破传统业务瓶颈

公司是江苏省高新技术企业，成立于1998年，于2010年在创业板成功上市，长期致力于电力成套设备、电力电子设备及充换电设备的研发、制造、销售和服务，并为用户提供全方位综合性电力应用解决方案。

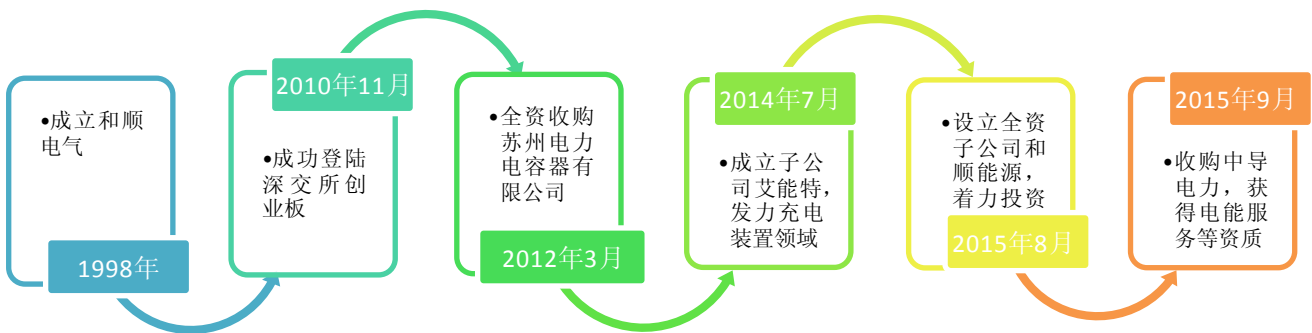
图 1：公司主要产品类型



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司通过内生增长和外延布局，全面布局新能源行业，聚焦新能源汽车上下游产业，从传统的电力电子制造向“制造+服务”积极转型。公司通过收购并增资中导电力，获得电力服务等一系列重要资质，发力变电站智能运维和用户需求侧管理领域，并外延至光伏 EPC 行业。

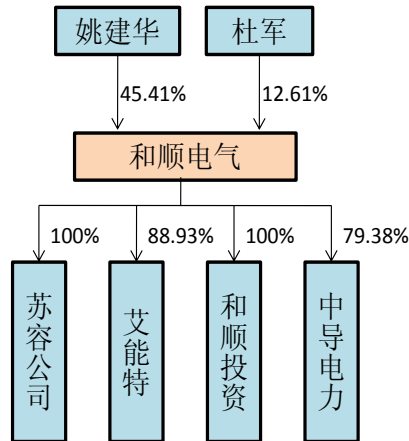
图 2：公司发展历程



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

公司股权结构稳定，第一大股东姚建华和第二大股东杜军为公司的联合创始人，合计持股比例超过50%，其余股东股权比例均在1%以下，股权相对集中。

图 3: 公司股权结构



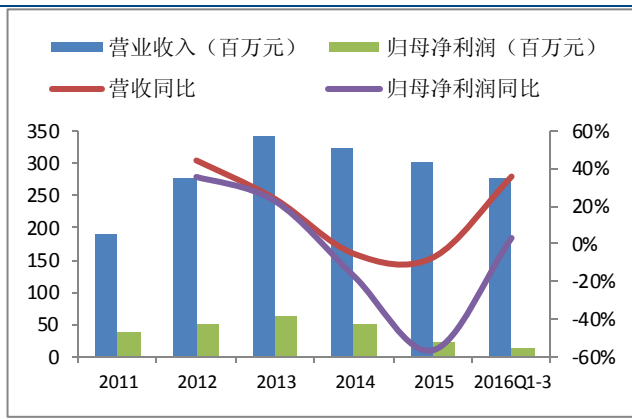
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.2 公司业绩企稳回升

公司原有主营业务为传统电力电子及成套设备的制造, 业务结构较为单一, 受传统产品市场不景气及竞争加剧影响, 近两年来公司业绩出现持续下滑。2015 年, 公司实现营业收入 3.01 亿元, 同比下降 7.26%, 实现归母净利润 2260 万元, 同比下降 57%。

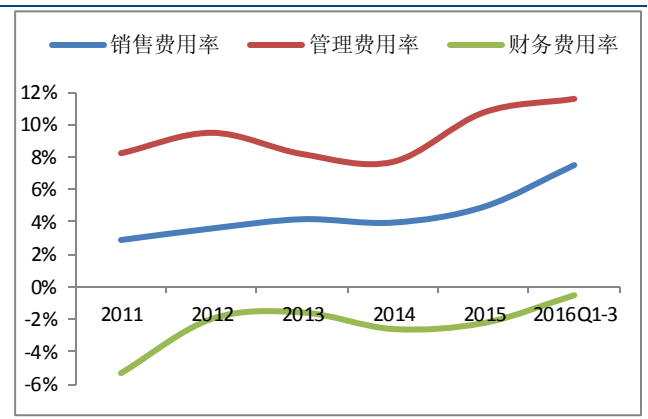
2016 年前三季度, 公司实现营业收入 2.76 亿元, 同比增长 35.84%, 实现归母净利润 1521 万元, 同比增长 3.18%。公司客户群体逐步由区域性以电力用户和非电力用户为主转变为以全国性电力用户为主, 重点向大型发电集团、国家电网、南方电网和大型工业客户进行拓展。2015 年来公司期间费用率有所上升, 其中销售费用率上升为公司搭建北方、南方、华中、华东、西部分公司销售平台所致, 管理费用率上升为公司扩大管理人才队伍所致, 财务费用率上升为 2015 年底超募资金用尽所致。

图 4: 近年来公司营业收入及归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 近年来公司期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

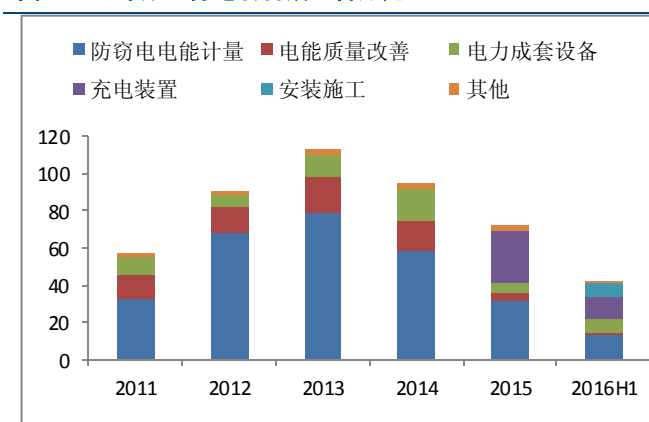
公司业务重心逐步从传统电力电子产品制造向电动汽车充换电装置和光伏 EPC 等新能源领域转移:

- ◆ 防窃电电能计量装置是公司的传统主业, 主要定位于江苏省内市场。受住宅市场建

设下滑等因素影响，省内电能计量装置市场日趋饱和，天花板效应明显，且 2014 年起江苏省电能计量箱招投标范围由省内生产厂家向全国放开，加剧了行业竞争格局，导致该项业绩从 2014 年起出现明显下滑。

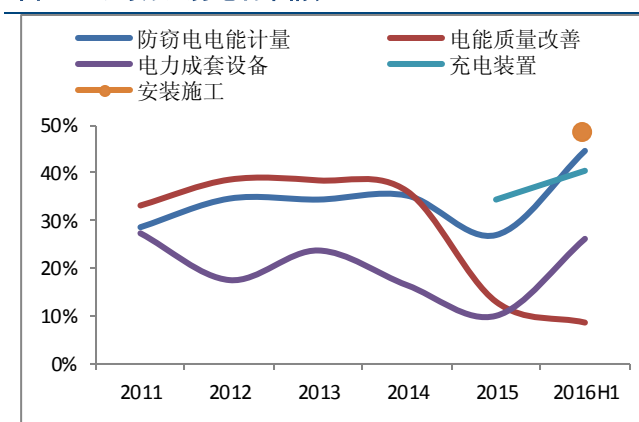
- ◆ 电能质量改善装置主要用于解决无功补偿和三相不平衡问题，由于市场竞争加剧，从 2014 年开始毛利率持续探底，2016 年中报下降至 8.6%。
- ◆ 电力成套设备产品包括高低压各类型开关设备、环网柜和配电柜等，其中动态消谐综合电力设备为公司重点扶持的旗舰产品。该项业务在经历 2014 年的短暂放量后开始萎缩，毛利率则在 2015 年触底 10%。随着国家不断推进 2 万亿配网投资计划，后期增长值得期待。
- ◆ 充电装置业务在国家新能源汽车政策驱动下，近两年实现快速增长。2016 年，公司在加强与连云港、上海等地公交公司充电站合作的基础上，大力开拓网内业务，先后首次中标国网和南网充电设备采购项目，获得超预期订单。2016 年上半年公司充电装置业务毛利润为 1158 万元，受益于网内订单价格相对较高，毛利率实现明显增长。
- ◆ 公司通过收购中导电力获得电力行业安装与建设资质，进军光伏 EPC 业务。2016 年上半年，安装施工业务实现毛利润 716 万元，主要来自 2015 年底达茂旗双水泉风光电厂 10845MWp 光伏发电项目 7375 万元的收入确认。2016 年 5 月公司再次承接临潭天朗新能源 20MW 光伏 EPC 项目，订单总额约 1.28 亿元，预计 2016 年下半年将确认大部分收入，显著增厚公司业绩。

图 6：公司分业务毛利构成（百万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

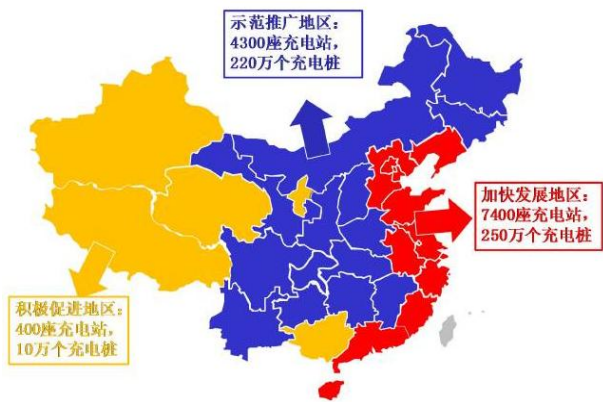
2. 布局充电桩建设运营，业绩增长具备高弹性

2.1 规划先行两网跟进，充电桩市场再提速

充电基础设施建设迎爆发式增长。根据中汽协统计，截止 2016 年底，我累计建成充电桩将近 30 万个，同比增长将近 400%，累计建成充换电站约 5500 座，同比增长约 50%。根据《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020）》规划，到 2020 年，我

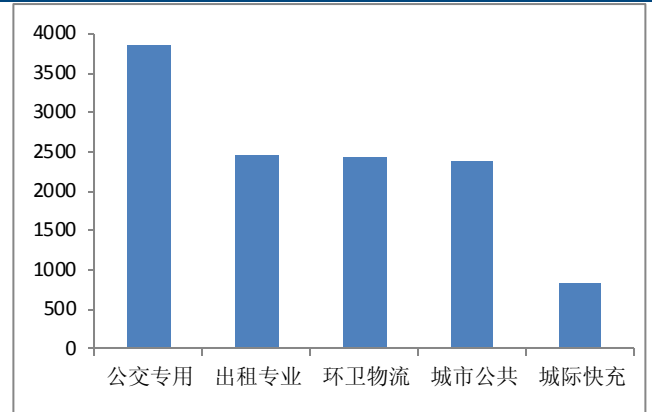
国将建成集中充电站 1.2 万座, 其中公交车充换电站 3848 座, 出租车充换电站 2462 座, 环卫、物流等专用车充电站 2438 座, 城市公共充电站 2397 座, 城际快充站 842 座, 公交车充换电站所占比例最高。另外, 根据规划, 到 2020 年将建成分散式充电桩 480 万个, 其中公务车与私家车用户专用充电桩 430 万个, 分散式公共充电桩 50 万个, 车桩比有望从 2015 年底的 9:1 降至接近 1:1。

图 8: 2015-2020 充电桩基础设施分区域建设目标



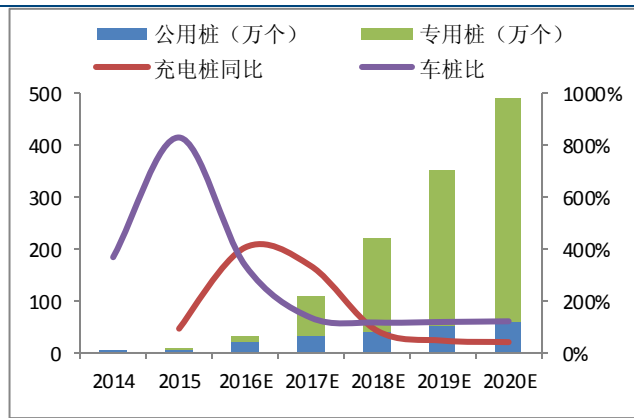
资料来源: 《电动汽车充电基础设施发展指南 (2015-2020)》, 东兴证券研究所

图 9: 2020 年各类型充电站规划目标



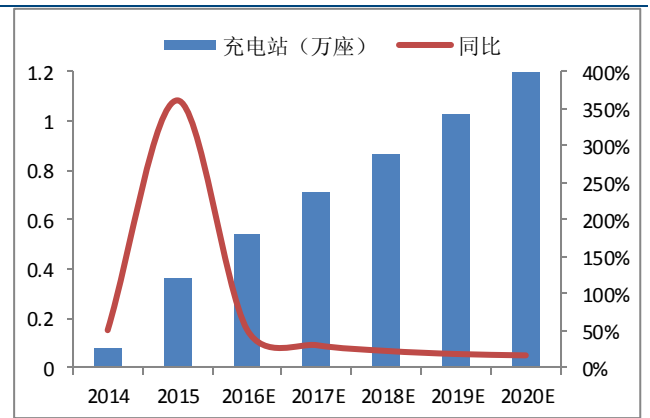
资料来源: 《电动汽车充电基础设施发展指南 (2015-2020)》, 东兴证券研究所

图 10: 我国至 2020 年将建成分散式充电桩 480 万个



资料来源: 《电动汽车充电基础设施发展指南 (2015-2020)》, 国家能源局, 东兴证券研究所

图 11: 我国至 2020 年将建成充电站 1.2 万座



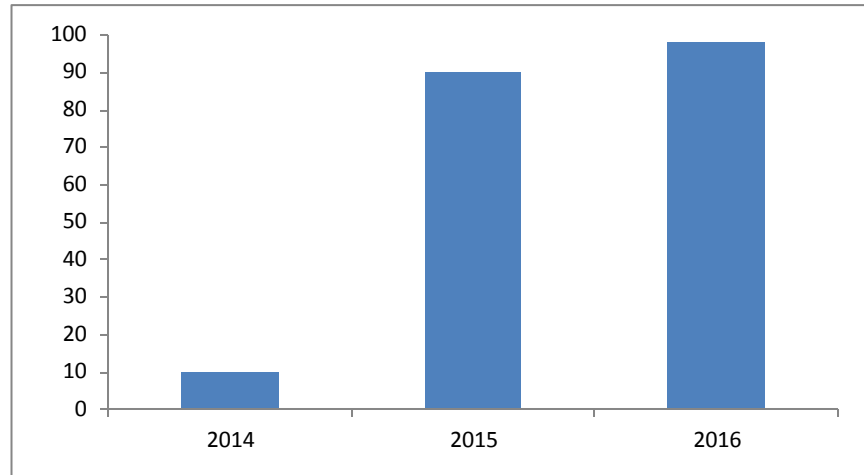
资料来源: 《电动汽车充电基础设施发展指南 (2015-2020)》, 国家能源局, 东兴证券研究所

2014 年以来, 两网参与充电桩建设的角色定位由原来的垄断者向设备的采购主体转变, 面向社会实行充电设备项目公开招标。对制造商而言, 同网外小散订单相比, 网内项目利润空间优势突显。网内项目以直流设备为主, 国网平均招标价格约为 1.5 元/W, 南网价格为 1.25 元/W 左右, 毛利率接近 40%。另外, 网内项目账款回收期短, 可确保资金流安全。

2016 年, 由于新能源汽车行业骗补事件及下半年国网人事调整等因素影响, 两网充电设备投资大幅不达预期。国网全年充电设备招标规模 98.3 万 kW, 对应金额约 14.3 亿元, 远低于此前预期的约 300 万 kW 和 50 亿元, 金额较去年的约 15 亿元也略有缩

水。随着新能源汽车行业整顿之年尘埃落定，车桩共生的核心逻辑将成为充电桩建设的本质驱动，同时，基于上层规划所形成的任务压力，我们预计 2017 年两网充电桩投资有望迎来全面提速。

图 12：近年来国网充电设备招标规模（万 kW）



资料来源：国家电网，东兴证券研究所

预计“十三五”期间充电设备市场规模约 900 亿元。参考发改委 2020 年 480 万个分散式充电桩和 1.2 万座充电站的规划，若将其平均分摊到未来几年内，并假设每年新建分散式充电桩中直、交比例为 1:9，新建充电站每座配备 20 个直流桩和 10 个交流桩。参照 2016 年国网三次充电设备招标结果，按直流桩均价按 1.5 元/W*80kW，交流桩均价按 0.6 元/W*10kW 计算，并考虑每年 10% 的降价趋势，我们测算得到“十三五”期间充电设备总市场规模约为 900 亿元。

2.2 公交项目持续推进，网内订单开花结果

公司是最早进入我国电动汽车充电站建设的电气主要设备供应商之一，从 2010 年国网系统第一批试点就开始全程参与电动汽车充电站设施的建设。依托子公司艾能特在大功率、动态功率分配模式充电设备方面拥有的长期技术储备，公司已形成二十多个系列化产品，可以满足不同规格、功率、场合下的充电需求。

公交充电站项目快速落地。公司与上海、重庆、河北、山西、江西、连云港等地公交系统合作紧密，斩获多个公交充电项目大单。2015 年，公司相继中标连云港充电站项目（3400 万，后追加至 4000 万）和上海充电站项目（1000 万），为公司大功率直流充电设备建立了良好的市场基础，极大提高了公司产品的市场认可度。

深入探索充电桩运营市场。公司积极探索 BOT、合资经营、后台管理等多种模式，与地方企业进行深度合作，布局充电桩运营市场，参与省内多个充电站的运维服务，并积极向地方政策较好、充电服务收入较高的外省地区扩张，目前已在安徽、江西等地开展项目运营。公司充电桩运营的发展思路并非盲目的圈地跑马，注重盈利的可持续性，发展步伐较为稳健。

图 13：和顺承建金龙电动客车充电站



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

两网项目迎来开门红，业绩存在高增长空间。国网和南网招标规模的不断扩大使非国网系民企显著受益，市场份额不断提升。2015年，公司副总履新，为公司进军网内充电设备招标带来丰富的经验和资源，推动公司业务重点向网内招标项目转移。2016年5月，公司首次中标国网330台直流充电机4317万元大单，中标份额超过5%，超出市场预期，目前已完成订单交付。7月，公司再次中标南网77台直流充电机订单，订单金额约600万元。成功打开两网销售渠道大门，对公司发展具有标杆意义，将显著提升公司在充电设备领域的影响力。我们预测两网未来充电设备招标存在提速预期，公司后续若能持续中标，将贡献显著的业绩增量。

2.3 加快新能源行业投资布局

公司成立全资子公司和顺能源投资发展有限公司，全面布局新能源行业，聚焦新能源汽车上下游产业，着力投资发展四大业务单元：电动汽车充电服务，电动汽车分时租赁及运营，分布式发电及储能，新能源电站及充电设施的EPC项目。目前公司正加紧进行新能源行业布局，预计未来投资力度将不断加大，使上下游产业形成有效协同。

图 14：和顺投资四大业务单元

| | |
|---------------|---|
| 电动汽车充电服务 | <ul style="list-style-type: none"> 打造“阳光充电”线上APP+充电桩服务品牌，满足远程管理、程序管理、移动操控、互联网入口、移动支付等需求。 |
| 电动汽车分时租赁及运营 | <ul style="list-style-type: none"> 电动汽车对充电场地具有较高依赖度，利用充电站运营平台，公司积极开展新能源汽车分时租赁试点。 |
| 分布式发电及储能 | <ul style="list-style-type: none"> 以电动汽车充电站平台为切入点，打造发储充一体化系统，依托电力需求侧及变电站运维管理平台向用户市场靠近。 |
| 新能源电站及充电设施EPC | <ul style="list-style-type: none"> 依托光伏电站产品的制造经验，力争用一到两年时间进入国内主流光伏及其他新能源电站EPC服务商序列。 |

资料来源：和顺电气，东兴证券研究所

3. 收购中导电力切入用电服务

3.1 外延收购中导电力，获取一系列许可资质

通过收购中导电力获得与公司传统业务相配套的电力安装资质。2015年9月，公司通过并购和增资中导电力，切入变电站智能运维、需求侧能源管理等领域，打造大用电服务平台，实现了公司“制造+服务”内容的重要拓展。江苏中导电力成立于2006年，长期致力于需求侧能源管理服务及智能变电站运维服务，具有国家电力监管委员会颁发的《承装（修、试）电力设施许可证》、建筑业企业资质证书、安全生产许可证证书等一系列资质。

公司传统变配电产品设计的招投标方式主要分为设备单独招标和电力安装总包两种，由于公司前期不具备电力安装资质，电力总包项目只能通过合作方共同参与项目招标，限制了公司配电业务的发展。通过收购中导电力，公司获得了与传统业务相配套的电力安装资质，扩大了公司在变配电业务板块所提供解决方案的广度以及深度。

图 15：中导电力业务范围



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.2 加快布局用电服务市场

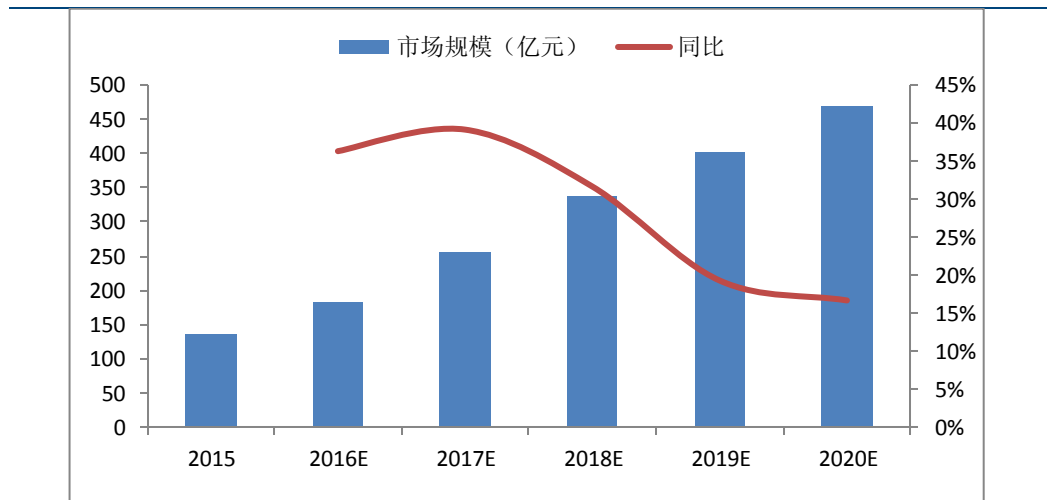
用电服务市场方兴未艾。目前我国用电服务市场尚处于初期阶段，用户快速增长，服务供给侧尚处蓝海，获取用户基础是目前企业竞争的热点。随着智慧能源建设和电力体制改革的不断推进，终端用户节能运维和售电侧用电数据采集等用电服务需求加速释放，未来我国用电服务市场规模在千亿以上。

智能变电站投资放量为运维环节提供快速增长空间。智能变电站是采用智能设备，以全站信息数字化、通信平台网络化、信息共享标准化为基本要求，自动完成信息采集、测量、控制、保护、计量和检测等基本功能，并具备电网实时自动控制、智能调节、在线分析决策和协同互动等功能的变电站。据统计，“十二五”期间，新建智能变电站智能化部分投资约为 537.6 亿元，变电站智能化改造总投资为 93.8 亿元。随着国家

电网对变电站智能化的要求逐步落地，越来越多的用户专变也趋向于智能化，预计我国“十三五”期间智能变电环节仍将保持快速增长，相关投资额将达 1600 亿元，年复合增长率接近 30%。

智能变电站与普通变电站相比在运维方专业水平方面提出了全新的要求，专业化的变电站运维团队在智能变电站建设的大形势下愈加重要。中导电力长期配合国网承担区域内公变及输电线路的巡视、运维和高压带电工作，并通过在线系统实时监测、远程管理和现场维护等手段，精简用户电工配置。

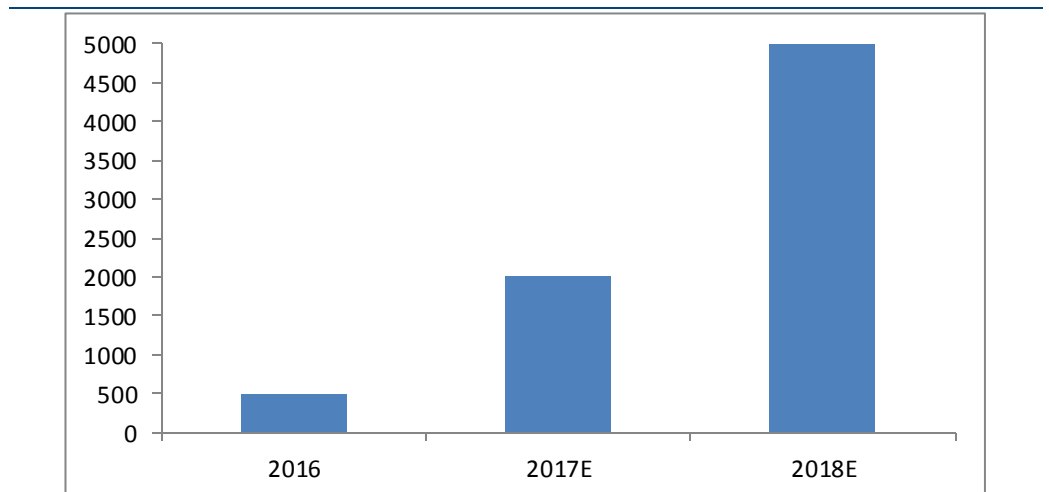
图 16: 中国智能变电环节市场容量预测



资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

同时，中导电力通过用户用电信息分析，为其变电站智能运维平台上的签约用户节能提供智能化、个性化服务，获得用户服务收益。保守估计，目前公司运维客户数量约 500 户，每户年净利润约 1 万元左右。随着智能变电站市场和公司变电站运维业务的不断扩大，未来两年公司目标用户数量有望达到 2000 户和 5000 户以上。

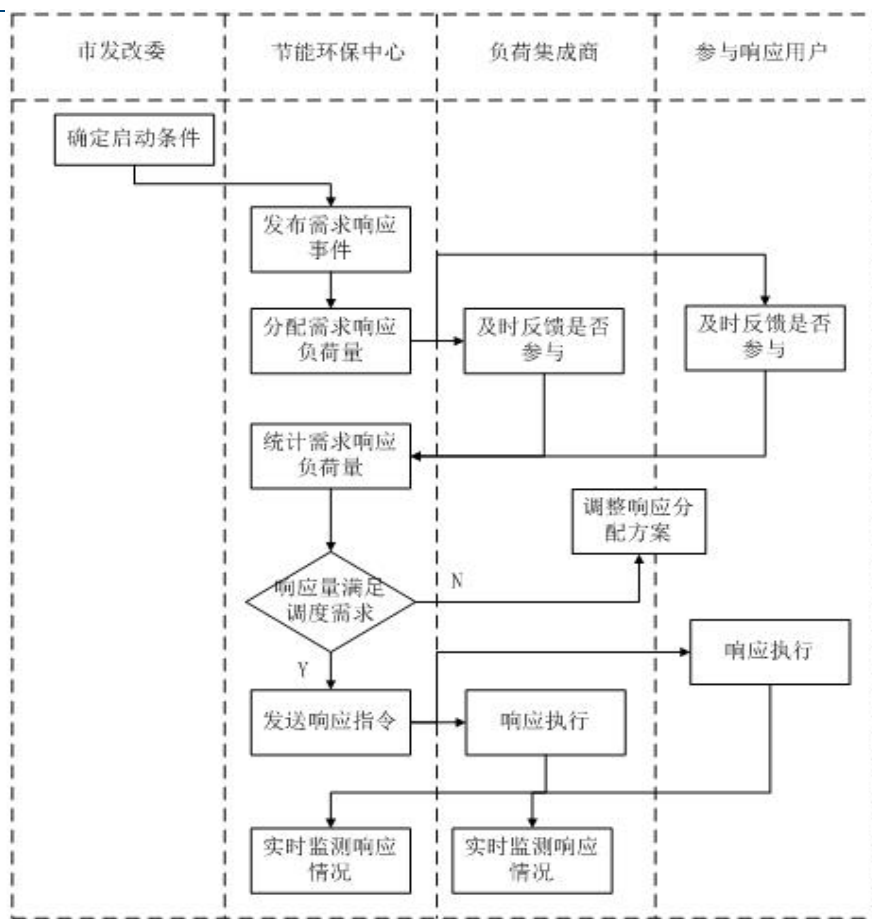
图 17: 公司运维专变用户数量



资料来源：和顺电气，东兴证券研究所

紧抓需求侧管理试点机遇, 带动电能质量治理产品销售。电力需求侧能源管理是国家通过政策措施引导用户高峰时少用电, 低谷时多用电, 提高供电效率、优化用电方式、推广节能改造的办法。2011年, 苏州与北京、唐山、佛山被国家发改委确定为首批电力需求侧管理试点城市。目前我国需求侧管理工作形成了政府主导, 电网企业支持参与, 负荷集成商规模化、系统性整合电力用户资源, 工商业用户和居民用户主动参与的需求响应工作体系, 需求侧管理市场从试点向全国推广势在必行。

图 18: 需求侧能源管理执行流程



资料来源: 北极星电力网, 东兴证券研究所

发挥数据资源优势, 带动电能质量产品销售服务增长。中导电力作为江苏省经信委需求侧管理平台下的电能服务企业, 为经信委及电力公司提供用户数据汇总, 并快速组织工业用户响应减少尖峰用电, 建立能效电厂示范要求。公司通过需求侧能源管理服务, 还将积极为客户制定个性化的电力节能降耗方案, 从而提升公司高低压电能质量产品的销售及服务。

图 19：中导电力需求侧能源管理产品（SVC、SVG、MCR、VQC、APF、DCC）



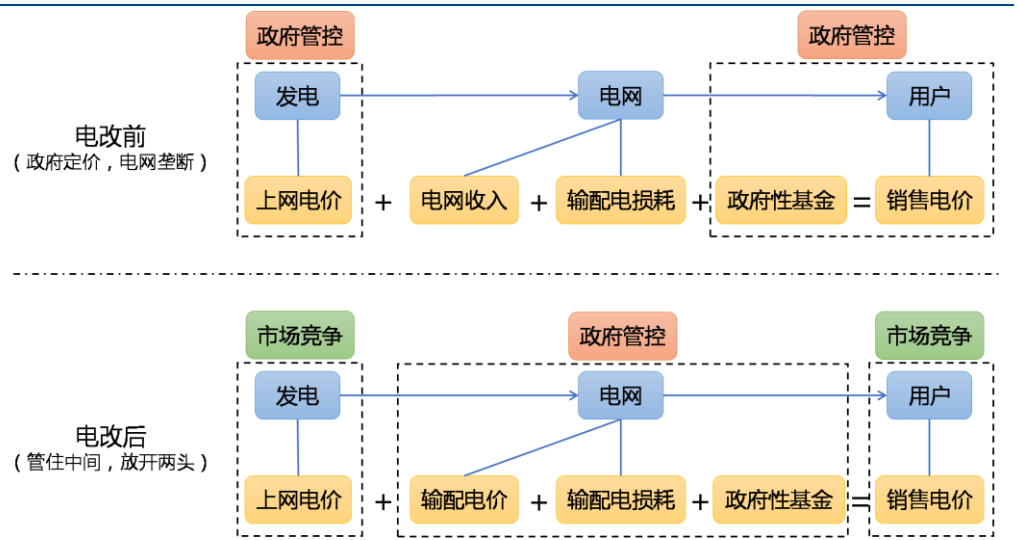
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

增资中导电力建立云管理平台，落地能源互联网。中导电力需求侧管理和智能变电站运维业务是公司探索能源互联的基础，需要大量通讯设备、软件开发及安装服务的投入。公司通过增资中导电力，并顺势收购电力软件开发公司上海智瀚，并推出中导线上智管理电云平台，夯实其在能源互联网的基础数据采集工作。公司将和顺投资平展丰富中导云管理平台业务内容，实现了远程用电监控及用电服务、充电桩后台监控、需求侧能源管理等功能，加速落地能源互联网。

3.3 积累用户基础，蓄力售电业务

新电改打开售电侧市场。新电改以“管住中间，放开两头”为核心思路，发、售电侧价格由政府定价逐步转为市场定价，电网仅作为电力输配的通道，其盈利模式由购销差价改为过网费，回归公共事业属性。售电侧放开成为本轮改革的重大红利，使得电力用户拥有向不同的市场主体购电的选择权，电力生产企业可以选择向不同的用户卖电，电力买卖双方自行决定电量、电价。

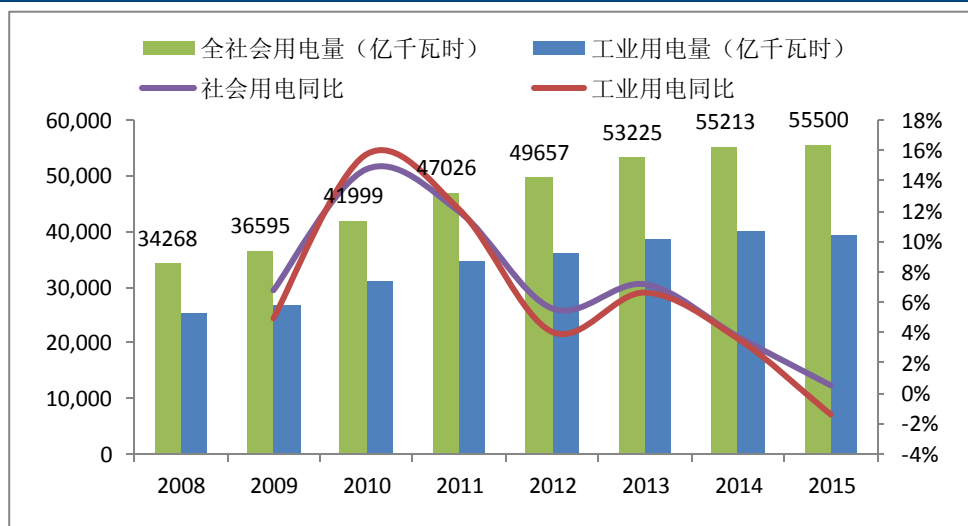
图 20：新电改前后的电价形成机制



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

售电市场全面启动，年利润空间超 400 亿。目前全国共有广东等 9 个省份启动了售电侧改革试点，除海南外，共成立省级以上电力交易中心 33 个，成立售电公司上千家，市场交易电量占总电量越来越高。电改政策的加速出台，将在未来两年内全面开启全国 4 万亿度工业售电市场。我们以售电公司每度电利润 1-2 分保守估计，则售电行业每年利润空间约 400-800 亿元，具备电改现行条件的区域性电力平台有望率先受益。用户基础将成为售电企业的核心竞争力，未来能深入接触客户，了解客户差异化需求，为客户提供增值服务的企业更能赢得客户，在配售电竞争中保持优势地位。

图 21：我国近年来用电量水平

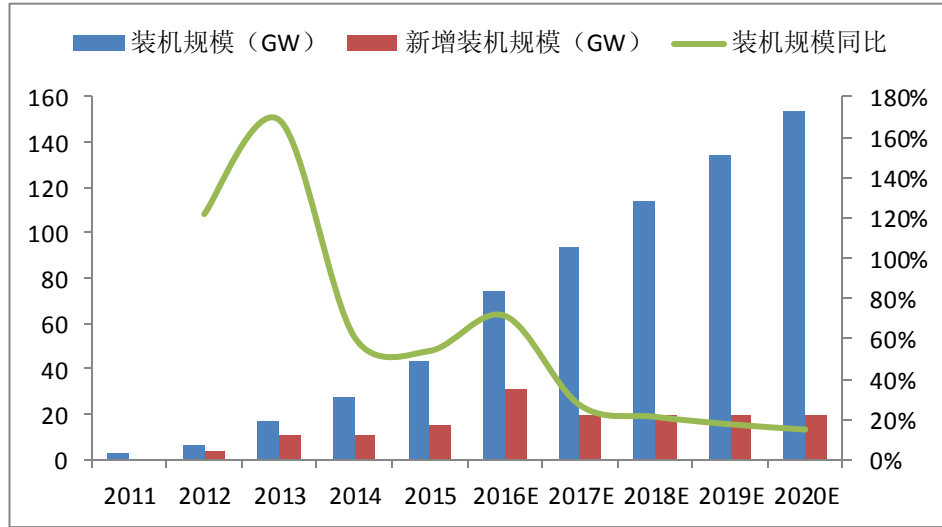


资料来源：Wind，东兴证券研究所

持续关注电改进展，期待省内电力交易市场放开。公司通过中导电力需求侧管理和智能变电站运维寻求用户突破口，在与客户服务过程中产生较强客户粘性，通过为用户提供节能改造、用电咨询等增值服务将大量的用户发展成为信任公司的长期用户，为今后电力体制改革售点放开后公司争取售电牌照积累的竞争优势。

4. 拓展光伏 EPC，打造重要增长极

光伏行业不改增长本色，分布式成未来热点。根据国家能源局《太阳能发展“十三五”规划》，到 2020 年全国太阳能发电装机达到 110GW 以上，其中光伏发电装机达到 105GW 以上、光热发电 5GW。据统计，到 2016 年 11 月累计并网规模已达到 74GW，未来装机规模超过《规划》目标可能性较大，仍将保持较快速稳定增长。另外，《规划》还提出未来分布式光伏装机占比将达 40%，而截至 2015 年底分布式光伏装机占比仅为 14%，预计未来分布式将成为光伏行业发展的热点方向。

图 22：我国光伏装机规模估测


资料来源：国家能源局，东兴证券研究所

积极拓展光伏 EPC 业务，打造业绩重要增长极。 凭借中导电力的电力行业安装与建设资质，2015 年 11 月，公司与达茂旗双水泉风光电厂签订 10845MWp 光伏 EPC 项目合同，成功切入光伏 EPC 领域。2016 年 5 月，中导电力承接临潭天朗新能源签订了 20MWp 光伏 EPC 项目，项目合同总金额 1.28 亿元，成为贡献公司业绩的重要来源。同行业平均 6%左右的利润率相比，公司光伏 EPC 利润较高，可达到 10%左右，这主要与公司除电池组件外购外，其余配套设备全部自给有关。我们认为，在“十三五”期间国内以分布式为驱动的光伏行业持续稳定增长的背景下，公司光伏 EPC 业务订单规模将实现快速拓展，并与传统电力成套产品生产与销售形成协同促进作用。

5. 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 4.5 亿元、7.1 亿元和 9.0 亿元，归母净利润分别为 0.32 亿元、0.78 亿元和 1.0 亿元，EPS 分别为 0.19 元、0.47 元和 0.60 元，对应 PE 分别为 119.8 倍、48.5 倍和 37.6 倍。我们选取了 3 家与公司的业务类似的上市公司进行比较，预计 3 家上市公司 2017 年的平均 PE 约为 56.3，高于公司的 48.5，相对估值法对应公司六个月目标价为 26.5 元，首次覆盖给予公司“**强烈推荐**”评级。

表 1：同类型电力设备与新能源上市公司市盈率比较表

| 股票代码 | 股票名称 | 当前股价 | 2015EPS | 2016EPS | 2017EPS | 2018EPS | 2015PE | 2016PE | 2017PE | 2018PE |
|-----------|------|-------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|-------------|--------|
| 300001.SZ | 特锐德 | 16.78 | 0.15 | 0.23 | 0.29 | 0.57 | 199.55 | 72.02 | 56.94 | 29.69 |
| 300062.SZ | 中能电气 | 32.34 | 0.13 | 0.44 | 0.55 | 0.71 | 221.59 | 72.99 | 59.29 | 45.72 |
| 300491.SZ | 通合科技 | 69.85 | 0.53 | 0.81 | 1.33 | 1.90 | 28.25 | 86.02 | 52.60 | 36.85 |
| 平均 PE | | | | | | | | | 56.3 | |

资料来源：东兴证券研究所

6. 风险提示

充电桩建设进度低于预期，充电服务盈利模式不明晰，售电市场放开低于预期，光伏行业发展低于预期。

表 2: 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 | | | | |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|---------|--------|---------|--------|
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产合计 | 661 | 678 | 1557 | 1677 | 1797 | 营业收入 | 325 | 301 | 449 | 713 | 897 |
| 货币资金 | 271 | 273 | 987 | 797 | 684 | 营业成本 | 230 | 229 | 325 | 509 | 648 |
| 应收账款 | 240 | 261 | 369 | 586 | 738 | 营业税金及附加 | 2 | 1 | 2 | 4 | 4 |
| 其他应收款 | 9 | 14 | 22 | 34 | 43 | 营业费用 | 13 | 15 | 34 | 39 | 45 |
| 预付款项 | 24 | 67 | 83 | 109 | 141 | 管理费用 | 25 | 32 | 52 | 71 | 81 |
| 存货 | 65 | 60 | 93 | 147 | 186 | 财务费用 | -8 | -7 | -6 | -9 | -7 |
| 其他流动资产 | 51 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 5.04 | 8.92 | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| 非流动资产合计 | 158 | 184 | 188 | 189 | 186 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 0 | 1 | 8 | 8 | 8 | 投资净收益 | 0.00 | 2.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 90.18 | 96.44 | 94.72 | 92.66 | 90.41 | 营业利润 | 58 | 24 | 39 | 96 | 124 |
| 无形资产 | 8 | 8 | 7 | 7 | 7 | 营业外收入 | 4.71 | 3.01 | 1.00 | 2.00 | 2.00 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 0.08 | 0.04 | 0.20 | 0.10 | 0.10 |
| 资产总计 | 819 | 862 | 1746 | 1866 | 1984 | 利润总额 | 63 | 27 | 40 | 97 | 126 |
| 流动负债合计 | 131 | 159 | 152 | 231 | 296 | 所得税 | 11 | 5 | 7 | 18 | 23 |
| 短期借款 | 0 | 20 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 52 | 23 | 33 | 80 | 103 |
| 应付账款 | 109 | 110 | 120 | 188 | 240 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 2 | 2 | 3 |
| 预收款项 | 14 | 18 | 27 | 38 | 51 | 归属母公司净利润 | 52 | 23 | 32 | 78 | 100 |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 66 | 36 | 45 | 99 | 129 |
| 非流动负债合计 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.31 | 0.14 | 0.19 | 0.47 | 0.60 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 负债合计 | 131 | 159 | 153 | 232 | 297 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 11 | 12 | 14 | 17 | 营业收入增长 | -5.22% | -7.26% | 49.06% | 58.71% | 25.87% |
| 实收资本(或股 | 167 | 167 | 167 | 167 | 167 | 营业利润增长 | -15.01% | -58.37% | 62.05% | 142.22% | 29.87% |
| 资本公积 | 304 | 303 | 1176 | 1176 | 1176 | 归属于母公司净利 | 39.41% | 147.30% | 39.41% | 147.30% | 28.76% |
| 未分配利润 | 192 | 195 | 186 | 163 | 132 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 687 | 692 | 1581 | 1620 | 1670 | 毛利率(%) | 29.27% | 24.11% | 27.73% | 28.57% | 27.84% |
| 负债和所有者权 | 819 | 862 | 1746 | 1866 | 1984 | 净利率(%) | 15.99% | 7.51% | 7.35% | 11.21% | 11.51% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 6.34% | 2.62% | 1.80% | 4.18% | 5.06% |
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | ROE(%) | 7.56% | 3.26% | 1.99% | 4.81% | 6.01% |
| 经营活动现金流 | 14 | -29 | -109 | -144 | -57 | 营运能力 | | | | | |
| 净利润 | 52 | 23 | 33 | 80 | 103 | 总资产周转率 | 0.40 | 0.36 | 0.34 | 0.39 | 0.47 |
| 折旧摊销 | 16.28 | 18.04 | 0.00 | 11.47 | 11.95 | 应收账款周转率 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 财务费用 | -8 | -7 | -6 | -9 | -7 | 应付账款周转率 | 2.64 | 2.75 | 3.90 | 4.62 | 4.19 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -108 | -217 | -152 | 每股指标(元) | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 9 | 11 | 13 | 每股收益(最新摊 | 0.31 | 0.14 | 0.19 | 0.47 | 0.60 |
| 投资活动现金流 | -67 | 13 | -19 | -16 | -14 | 每股净现金流(最新 | -0.33 | 0.01 | 4.28 | -1.14 | -0.68 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 4.12 | 4.15 | 9.47 | 9.70 | 10.00 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | -6 | -2 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 投资收益 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 | P/E | 72.94 | 161.50 | 119.83 | 48.46 | 37.63 |
| 筹资活动现金流 | -1 | 18 | 843 | -30 | -43 | P/B | 5.49 | 5.45 | 2.39 | 2.33 | 2.26 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 52.82 | 98.73 | 61.90 | 30.13 | 23.90 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 普通股增加 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 资本公积增加 | 12 | -1 | 873 | 0 | 0 | | | | | | |
| 现金净增加额 | -55 | 2 | 714 | -190 | -113 | | | | | | |

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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

材料学硕士，具备三年以上新能源汽车产业研发经验，两年证券从业经历，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

林劼

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016 年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

王革

中科院电气工程硕士，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，2016 年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

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。