

评级: 买入(维持)

市场价格: 15.94

目标价格: 20—20.32

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

联系人: 孟兴亚

电话:

Email: mengxy@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3001.98 | 6108.51 | 5743.04 | 6619.34 | 8040.46 |
| 增长率 yoy% | 55.38% | 103.48% | -5.98% | 15.26% | 21.47% |
| 净利润 | 145.61 | 251.53 | 262.3 | 337.75 | 588.33 |
| 增长率 yoy% | -8.47% | 72.74% | 4.28% | 28.77% | 74.19% |
| 每股收益(元) | 0.15 | 0.25 | 0.26 | 0.34 | 0.59 |
| 每股现金流量 | -0.23 | 1.13 | -0.1 | 0.38 | 0.63 |
| 净资产收益率 | 0.06 | 0.09 | 0.09 | 0.11 | 0.16 |
| P/E | 109.20 | 63.22 | 60.62 | 47.08 | 27.03 |
| PEG | 4.27 | 1.84 | 10.97 | 1.84 | 0.79 |
| P/B | 6.46 | 5.86 | 5.46 | 4.99 | 4.35 |

备注:

投资要点

■ **业绩符合预期,充电服务收入实现高增长:** 2017上半年公司实现营业收入26.19亿元,同比增长12.43%,归母净利润1.02亿元,同比增长7.61%,经营性现金流净额-11.63亿元, EPS 0.10元(其中二季度实现收入16.77亿元,同比增长15.34%,归属于母公司的净利润0.46亿元,同比增长2.22%)。营业收入的增加主要系箱式开关站、户内开关柜、新能源汽车及充电服务收入同比分别增长34.32%/65.64%/73.93%;利润增速较小的原因主要系本期三大期间费用5.15亿元,同比增长29.40%。

2017年上半年公司综合毛利率22.25%,同比下降1.56个pct,其中箱式变电站/箱式开关站/户内开关柜/安装工程/EPC/新能源汽车及充电服务毛利率分别为24.71%/31.98%/25.63%/30.10%/14.35%/16.86%,综合毛利率下降主要原因系箱式变电站和户内开关柜本期毛利率分别降低2.32/3.49个pct。销售/管理/财务费用为2.13/2.48/0.54亿元,相应费率同比变动1.20/1.26/1.15个pct。其中销售费用增加的原因主要系销售人员工资的上升,管理费用上升主要系本期咨询和租赁费用的大幅增加,财务费用上升的原因因为本期公司改善负债结构,长期借款增加所致。

■ **多管齐下保障传统主业稳健增长:** 公司传统主业为变配电产品,主要针对配网与轨交领域。受益新能源汽车、分布式光伏接入对配网稳定性与可靠性要求提高等因素推动,相关部委要求充分重视全国电网同步建设格局,同时铁路近年固定资产投资维持高位,轨交“十三五”期间同样具备高预期投资水平,公司轨交电气与配网设备位居行业前列,望享受行业红利。

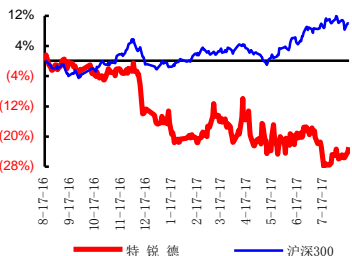
公司公告称其目前凭借自身系统集成技术和箱变产品优势,进一步优化了“110kV模块化智能变电站”等创新产品,并作为唯一设备厂家参与了国网第三代预装式智能变电站标准的制定。2017年上半年公司签订模块化变电站23个站,累计签订83个站,为公司创造新的业务增长点,奠定了行业领先地位。2017H1公司在传统电力设备领域实现收入22.75亿元,同比增长7.07%。我们预计公司传统主业望实现10-15%的收入增长。

■ **充电桩运营数量领先行业,充电生态圈已显雏形:** 我们坚定认为车桩缺口缩小大势所趋,政策也在背书助推充电桩市场发展。根据充电桩联盟数据,截止今年6月公司累计投建充电桩约17.7万个、上线运营10万余个,位列全国第一,龙头地位不言而喻。公司以充电运营为基础,开拓创新商业模式,目前已实现线上销售新能源汽车,后台充电大数据管理为客户提供个性化服务等多种商业模式,并实现部分盈利,充电生态圈已显雏形,目前公司日充电量约达130万度,累计充电量超过3亿度。在建立同行业合作伙伴方面,公司与国家电网达成全面战略合作协议,今年也中标成都BOT公交充电站;在跨界合作方面,公司还与新华网、上海交大、支付宝、首汽GOFUN等进行合作。其中在金融方面,公司积极开展以汽车租赁、充电支付等业务为入口的充电生态圈领域综合金融业务。我们预计公司在2019年先期充电桩布局收入望迎来明显的拐点,拉动业绩显著提升。

■ **多能生态网成为公司发展新亮点,期待储能领域起势:** 公司正积极利用太阳能、电动汽车移动储能和高电压固体电蓄热打造多能生态网。通过固体电蓄热系统的开发、应用、管理、推广等,提供电网调峰辅助等服务。固体蓄热材料蓄热能力比同体积水大五倍左右,且体积和形状能够相对自由地调节。相比传统蓄热方式更为方便、高效、环保、安全、节能。公司已建成并投运了丹东、长春及调兵山等全球首例固体电蓄热调峰项目,项目回报良好。期待固体蓄热技术在潜力巨大的储能领域获得更多成绩。

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 998 |
| 流通股本(百万股) | 870 |
| 市价(元) | 16.09 |
| 市值(百万元) | 16,051 |
| 流通市值(百万元) | 13,998 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 充电生态+多能互补,打造新时代能源服务商典范
- 2 外延式扩张带动公司快速成长
- 3 下半年经营状况有望好转

- **投资建议：**积极看好公司在充电桩领域的发展，其龙头地位已不言而喻。我们认为配网设备等传统主业为公司业绩提供支撑，同时认为公司望在多能生态网，尤其是固体蓄热领域获得新的业绩贡献点；我们判断公司在2017年业绩平稳增长后，在2019年前后会迎来转机，预测公司2017-2019年EPS分别为0.26/0.34/0.59元，给予“买入”投资评级，目标价位20.32元。
- **风险提示：**产业政策风险、电动汽车和充电桩投资业务出现的短期亏损风险、新业务拓展风险。

图表 1: 公司财务预测表

| 利润表 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 财务指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|---------|----------|---------|----------|----------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 3,002.0 | 6,108.5 | 5,743.0 | 6,619.3 | 8,040.5 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 2,277.1 | 4,797.1 | 4,437.1 | 5,074.0 | 5,992.5 | 营业收入增长率 | 55.4% | 103.5% | -6.0% | 15.3% | 21.5% |
| 营业税费 | 22.8 | 56.9 | 51.7 | 59.6 | 72.4 | 营业利润增长率 | -29.6% | 30.3% | 10.9% | 35.2% | 85.5% |
| 销售费用 | 190.7 | 423.7 | 390.5 | 450.1 | 546.8 | 净利润增长率 | -8.5% | 72.7% | 4.3% | 28.8% | 74.2% |
| 管理费用 | 272.7 | 501.3 | 488.2 | 516.3 | 635.2 | EBITDA增长率 | -8.0% | 55.0% | 34.4% | 42.5% | 49.4% |
| 财务费用 | 38.0 | 54.5 | 97.1 | 152.4 | 187.0 | EBIT增长率 | -17.9% | 33.2% | 26.9% | 42.4% | 62.5% |
| 资产减值损失 | 72.8 | 105.8 | 90.0 | 110.0 | 125.0 | NOPLAT增长率 | -16.2% | 39.6% | 25.8% | 42.0% | 62.5% |
| 加: 公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 62.5% | 12.5% | 45.7% | 36.9% | 1.9% |
| 投资和汇兑收益 | 6.7 | 6.1 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 净资产增长率 | 70.8% | 10.4% | 5.1% | 6.5% | 10.7% |
| 营业利润 | 134.6 | 175.3 | 194.5 | 262.9 | 487.7 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 23.9 | 39.9 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 毛利率 | 24.1% | 21.5% | 22.7% | 23.3% | 25.5% |
| 利润总额 | 158.5 | 215.2 | 234.5 | 302.9 | 527.7 | 营业利润率 | 4.5% | 2.9% | 3.4% | 4.0% | 6.1% |
| 减: 所得税 | 22.0 | 21.0 | 24.6 | 32.7 | 57.0 | 净利率 | 4.9% | 4.1% | 4.6% | 5.1% | 7.3% |
| 净利润 | 145.6 | 251.5 | 262.3 | 337.8 | 588.3 | EBITDA/营业收入 | 7.4% | 5.6% | 8.0% | 9.9% | 12.2% |
| 资产负债表 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | EBIT/营业收入 | 5.7% | 3.6% | 5.1% | 6.3% | 6.4% |
| 货币资金 | 936.0 | 1,800.4 | 1,608.1 | 1,853.4 | 2,251.3 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 固定资产周转天数 | 67 | 76 | 149 | 177 | 173 |
| 应收账款 | 2,479.0 | 4,195.9 | 2,185.2 | 5,169.6 | 3,764.3 | 流动营业资本周转天数 | 111 | 35 | 32 | 77 | 78 |
| 应收票据 | 141.0 | 173.8 | 17.7 | 203.0 | 65.0 | 流动资产周转天数 | 404 | 371 | 411 | 391 | 382 |
| 预付账款 | 98.9 | 446.2 | 46.9 | 516.9 | 148.9 | 应收账款周转天数 | 233 | 197 | 200 | 200 | 200 |
| 存货 | 733.5 | 794.2 | 684.8 | 1,006.5 | 991.0 | 存货周转天数 | 65 | 45 | 46 | 46 | 45 |
| 其他流动资产 | 190.2 | 609.6 | 550.2 | 550.2 | 550.2 | 总资产周转天数 | 566 | 535 | 660 | 637 | 608 |
| 可供出售金融资产 | 43.0 | 154.1 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 投资资本周转天数 | 252 | 163 | 226 | 275 | 264 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | 175.1 | 198.4 | 198.4 | 198.4 | 198.4 | ROE | 5.9% | 9.3% | 9.0% | 10.6% | 16.1% |
| 投资性房地产 | 6.5 | 6.3 | 6.3 | 6.3 | 6.3 | ROA | 2.1% | 1.7% | 2.2% | 1.9% | 3.6% |
| 固定资产 | 750.8 | 1,828.4 | 2,922.1 | 3,601.6 | 4,127.4 | ROIC | 9.3% | 8.0% | 8.9% | 8.7% | 10.3% |
| 在建工程 | 262.8 | 790.8 | 238.2 | 127.6 | 105.5 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 251.5 | 244.6 | 233.6 | 222.5 | 211.5 | 销售费用率 | 6.4% | 6.9% | 6.8% | 6.8% | 6.8% |
| 其他非流动资产 | 334.0 | 494.2 | 488.4 | 486.7 | 486.7 | 管理费用率 | 9.1% | 8.2% | 8.5% | 7.8% | 7.9% |
| 资产总额 | 6,402.2 | 11,736.9 | 9,330.0 | 14,092.9 | 13,056.6 | 财务费用率 | 1.3% | 0.9% | 1.7% | 2.3% | 2.3% |
| 短期债务 | 968.0 | 1,393.7 | 1,571.1 | 1,791.1 | 2,095.8 | 三费/营业收入 | 16.7% | 16.0% | 17.0% | 16.9% | 17.0% |
| 应付账款 | 1,398.4 | 2,621.7 | 920.8 | 2,645.1 | 1,566.3 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | 784.4 | 2,674.7 | 1,392.6 | 1,990.1 | 2,004.9 | 资产负债率 | 58.2% | 74.6% | 66.7% | 76.5% | 72.0% |
| 其他流动负债 | 416.1 | 884.1 | 331.8 | 956.1 | 473.9 | 负债权益比 | 139.3% | 297.3% | 200.5% | 326.1% | 256.7% |
| 长期借款 | 65.0 | 777.0 | 1,588.6 | 2,982.9 | 2,835.1 | 流动比率 | 1.28 | 1.06 | 1.21 | 1.26 | 1.27 |
| 其他非流动负债 | 94.9 | 431.6 | 420.0 | 420.0 | 420.0 | 速动比率 | 1.08 | 0.95 | 1.05 | 1.12 | 1.10 |
| 负债总额 | 3,726.8 | 8,782.9 | 6,225.0 | 10,785.3 | 9,396.0 | 利息保障倍数 | 4.54 | 4.21 | 3.00 | 2.73 | 3.61 |
| 少数股东权益 | 214.1 | 242.7 | 190.3 | 122.7 | 5.1 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 1,002.0 | 997.6 | 997.6 | 997.6 | 997.6 | DPS(元) | - | 0.02 | 0.05 | 0.07 | 0.12 |
| 留存收益 | 1,455.4 | 1,711.3 | 1,917.1 | 2,187.3 | 2,658.0 | 分红比率 | 0.0% | 7.9% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 股东权益 | 2,675.4 | 2,954.0 | 3,105.0 | 3,307.6 | 3,660.6 | 股息收益率 | 0.0% | 0.1% | 0.3% | 0.4% | 0.7% |
| 现金流量表 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 业绩和估值指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 136.4 | 194.2 | 262.3 | 337.8 | 588.3 | EPS(元) | 0.15 | 0.25 | 0.26 | 0.34 | 0.59 |
| 加: 折旧和摊销 | 49.9 | 121.3 | 169.9 | 242.1 | 307.3 | BVPS(元) | 2.47 | 2.72 | 2.92 | 3.19 | 3.66 |
| 资产减值准备 | 72.8 | 105.8 | - | - | - | PE(X) | 109.2 | 63.2 | 60.6 | 47.1 | 27.0 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 6.5 | 5.9 | 5.5 | 5.0 | 4.3 |
| 财务费用 | 39.5 | 63.7 | 97.1 | 152.4 | 187.0 | P/PCF | -68.1 | 14.1 | -157.4 | 42.0 | 25.1 |
| 投资收益 | -6.7 | -6.1 | -6.0 | -6.0 | -6.0 | P/S | 5.3 | 2.6 | 2.8 | 2.4 | 2.0 |
| 少数股东损益 | -9.2 | -57.3 | -52.5 | -67.6 | -117.7 | EV/EBITDA | 131.9 | 51.0 | 37.4 | 28.2 | 18.5 |
| 营运资金的变动 | -72.6 | -143.1 | -795.1 | -1,013.7 | 380.6 | CAGR(%) | 25.6% | 34.3% | 5.5% | 25.6% | 34.3% |
| 经营活动产生现金 | 319.0 | 387.4 | -324.2 | -355.0 | 1,339.7 | PEG | 4.3 | 1.8 | 11.0 | 1.8 | 0.8 |
| 投资活动产生现金 | -272.5 | -1,060.0 | -679.7 | -794.0 | -794.0 | ROIC/WACC | 1.1 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.2 |
| 融资活动产生现金 | 608.7 | 1,463.3 | 811.6 | 1,394.3 | -147.8 | REP | 10.3 | 6.4 | 3.9 | 3.1 | 2.5 |

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。