

评级: 买入(维持)

市场价格: 17.26

目标价格: 20.32—20.35

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

分析师: 孟兴亚

执业证书编号: S0740517090003

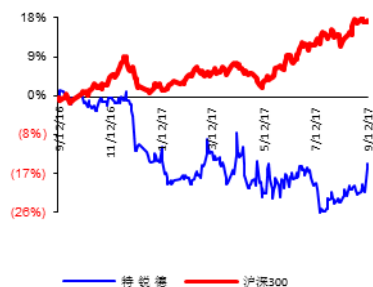
电话:

Email: mengxy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	998
流通股本(百万股)	870
市价(元)	17.26
市值(百万元)	17,218
流通市值(百万元)	15,015

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 充电桩龙头中报业绩稳健, 充电生态+多能互补生态圈持续布局
- 2 充电生态+多能互补, 打造新时代能源服务商典范
- 3 外延式扩张带动公司快速成长

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	262.30	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	-0.10	0.38	0.63
净资产收益率	0.06	0.09	0.09	0.11	0.16
P/E	117.29	67.90	65.64	51.03	29.25
PEG	4.59	1.9	11.78	1.98	0.85
P/B	6.94	6.30	5.86	5.36	4.67

投资要点

■ **二次创业, 致力打造充电与多能互补生态网:** 公司成立于 2004 年, 目前拥有子(孙)公司近 90 个(多为各地充电桩运营推广公司), 截止 2016 年底公司总资产 117.37 亿元。作为国内箱式电力设备的领军者, 公司 2014 年决心二次创业, 并依靠技术优势迅速切入充电运营和能源管理领域, 逐步形成以电力设备为主体, “充电生态网”与“多能生态网”为两翼的经营模式。公司充电桩面向各类车型与用户, 通过建设运营充电桩, 收取充电服务费, 同时后台分析充电数据并开展新能源车出售与共享租赁业务盈利。多能互补方面, 公司主要针对储能与光伏领域, 其中光伏是建设分布式与集中式电站, 储能采用固体蓄热技术用于调峰调频获得盈利。

2016 年公司新能源汽车充电等业务前期的布局投入初见成效, 盈利能力得以部分释放。据充电基础设施联盟数据统计, 公司充电桩投建及运营国内市占率第一, 后台累计充电超 2.6 亿度电, 覆盖城市超 230 个。储能方面, 公司依靠东北调峰辅助服务挖掘商机, 分布式供暖、固体蓄热方面技术行业领先, 建成全球首例固体电蓄热调峰项目。

■ **保持初心, 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。根据国家能源局数据, 截止今年 4 月公司以累计 62058 台充电桩的运营数据位列全国第一(排名第二/三的是国网和万帮), 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 1) 线上销售新能源汽车, 2) 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。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; 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。其中在金融领域, 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综合金融业务。我们预计公司在 2019 年先期充电桩布局收入将迎来明显的拐点, 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大放异彩。

■ **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, 能源局计划“十三五”期间配网累计投资不低于 1.7 万亿, 公司配电产品在国网中标额稳定, 位居前列, 望享受行业红利。铁路方面, 根据《中国铁路中长期发展规划》, 至 2020 年, 全国铁路营业里程达到 15 万公里, 复线率和电化率分别达到 50% 和 60% 以上, 因此 2017 年铁路固定资产投资仍维持 8000 亿左右规模。轨交方面, 预计“十三五”期间, 新增城轨投资 1.6 万亿, 年复合增长率达到 15%。公司近年始终位于铁路交通电气设备行业市占率第一梯队(市占率高峰期时接近 70%), 未来发展可期。预计公司传统主业望实现 10-15% 的收入增长。

■ **投资建议:** 我们积极看好公司在充电领域的发展, 公司龙头地位已不言而喻。预计光伏及配网设备为公司业绩提供支撑, 同时我们认为公司在多能

- 生态网，尤其是固体蓄热领域有望形成新的业绩贡献点；我们判断公司在2017年业绩略显平淡，但在2019年前后会迎来大幅增长，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。
- **风险提示事件：**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。

内容目录

一、公司概况	- 5 -
1、二次创业打造充电网与多能互补生态网	- 5 -
2、新能源车充电与光伏业务茁壮成长，助力 2016 年收入业绩显著增长...	- 8 -
二、多管齐下保障传统主业稳增长.....	- 11 -
1、继续补强配电业务，铁路、轨交电气化与配网投资引领未来收入增长	- 11 -
2、着力发展分布式光伏 EPC，公司采用融资租赁模式积极拓展订单.....	- 18 -
三、保持初心、厚积薄发，坚定的充电生态圈推广者	- 19 -
1、行业：车桩缺口缩小大势所趋，政策背书助推充电桩市场发展	- 19 -
2、公司：打破传统充电服务盈利难困局，充电生态圈正逐步释放盈利能力	- 21 -
四、多能生态网成为公司未来发展新亮点.....	- 28 -
1、首创高电压固体电蓄热技，环保盈利兼备	- 28 -
2、储能行业市场持续上扬，政策助力未来发展.....	- 29 -
五、估值与投资建议	- 30 -
六、风险.....	- 32 -

图表目录

图表 1：公司股本变动情况	- 6 -
图表 2：股权结构.....	- 6 -
图表 3：员工持股计划.....	- 7 -
图表 4：公司主营产品简介	- 8 -
图表 5：公司历年收入（百万）及增速	- 9 -
图表 6：公司历年归母净利润（百万）及增速	- 9 -
图表 7：公司历年毛利率.....	- 9 -
图表 8：2011-2016 年公司分业务收入占比.....	- 10 -
图表 9：2011-2016 年分业务收入情况（百万）	- 10 -
图表 10：公司经营性现金流净额（百万）及收现比.....	- 11 -
图表 11：电力设备制造收入（亿元）及增速	- 11 -
图表 12：电力设备制造毛利率（%）	- 11 -
图表 13：川开电气承诺业绩完成情况.....	- 12 -
图表 14：川开电气代表性产品及客户.....	- 12 -
图表 15：110kV 配送式城市中心智能变电站特点	- 13 -
图表 16：铁路供电系统分类及公司对应产品.....	- 13 -
图表 17：交通行业部分中标项目.....	- 14 -
图表 18：八横八纵.....	- 15 -

图表 19: 中长期高速铁路网规划图	- 15 -
图表 20: 全国铁路固定资产投资及增速	- 15 -
图表 21: 2016 城市轨道交通制式结构	- 16 -
图表 22: 各类轨交主要制式特点	- 16 -
图表 23: “十三五”期间部分已获批城市轨道交通投资项目	- 17 -
图表 24: 2012~2016 电力投资概况	- 17 -
图表 25: 光伏 EPC 订单	- 18 -
图表 26: 新能源汽车产销状况	- 19 -
图表 27: 全国公共充电桩数量	- 19 -
图表 28: 2020 年充电桩建设目标	- 20 -
图表 29: 2020 年充电桩建设目标	- 20 -
图表 30: 部分地方政府“十三五”充电桩规划	- 21 -
图表 31: 2017 年 4 月底各运营商充电桩总量	- 22 -
图表 32: 15 家充电桩建设运营企业综合评价得分排名	- 22 -
图表 33: 充电桩技术特性	- 24 -
图表 34: 北京电动出租车三类充电桩赢利性测算	- 24 -
图表 35: 特来电新能源车网上商城	- 25 -
图表 36: 特来电新能源车网上商城	- 25 -
图表 37: “王”字技术体系架构图	- 26 -
图表 38: 特来电云平台监控界面	- 27 -
图表 39: 特来电充电网络充电端口接入流程	- 27 -
图表 40: 特来电合作厂商	- 27 -
图表 41: 公司多领域的合作伙伴	- 28 -
图表 42: 公司多能生态网	- 28 -
图表 43: 电蓄热锅炉工作原理	- 29 -
图表 44: 国家储能政策梳理	- 30 -
图表 45: 可比公司估值情况	- 31 -
图表 46: 公司分业务盈利预测	- 31 -
图表 47: 特锐德财务预测表	- 33 -

一、公司概况

1、二次创业打造充电网与多能互补生态网

- 公司成立于 2004 年，是中德合资公司及国家级高新技术企业，2009 年成为在创业板上市的首家公司，代码 300001。目前拥有子（孙）公司近 90 个（多为各地充电桩运营推广公司），截止 2016 年底公司总资产 117.37 亿元。

公司经营战略为“一机两翼”，坚持以电力设备为主体，打造“充电生态网”与“多能生态网”两翼。作为国内箱式电力设备制造业的领军企业，公司 2014 年决心二次创业，依靠技术优势迅速切入**充电运营和能源管理**领域。

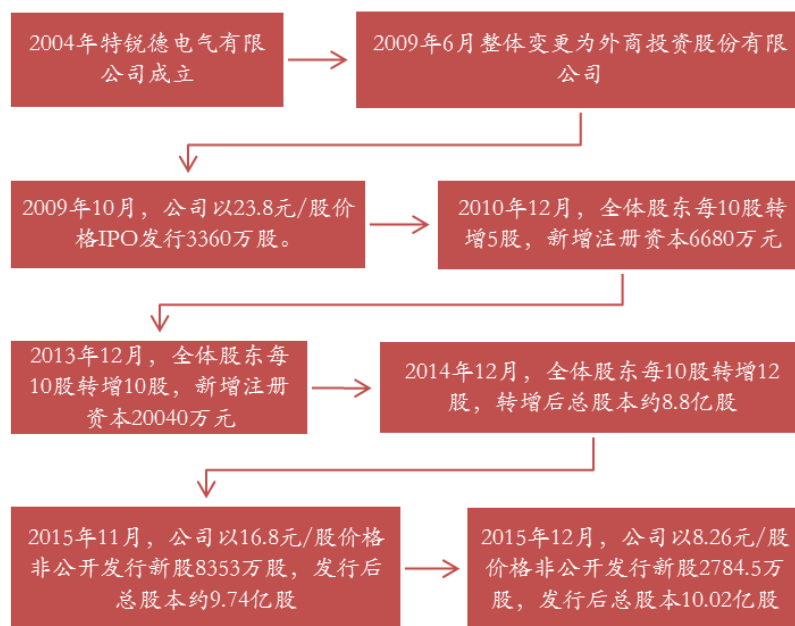
公司充电运营面向各类车型（商用车、专用车、乘用车）与用户（政府、商业、居民），通过**建设运营充电桩、收取充电服务费**，同时**后台分析充电数据**并开展**新能源车出售与共享租赁业务**。在多能互补方面公司目前主要针对**储能与光伏**领域，其中光伏是建设分布式与集中式电站，储能采用固体蓄热技术用于电厂调峰调频。

2016 年公司新能源汽车充电及相关业务前期的布局投入初见成效，盈利能力得以部分释放，据充电基础设施联盟数据统计，公司**充电桩投建及运营国内市占率第一**，目前日充电量约达 130 万度，后台累计充电超 3.9 亿度电，覆盖城市 249 个。储能方面，公司依靠东北调峰辅助服务挖掘商机，分布式供暖、固体蓄热方面技术行业领先，建成全球首例固体电蓄热调峰项目。

股权集中，员工持股计划充分绑定多方利益

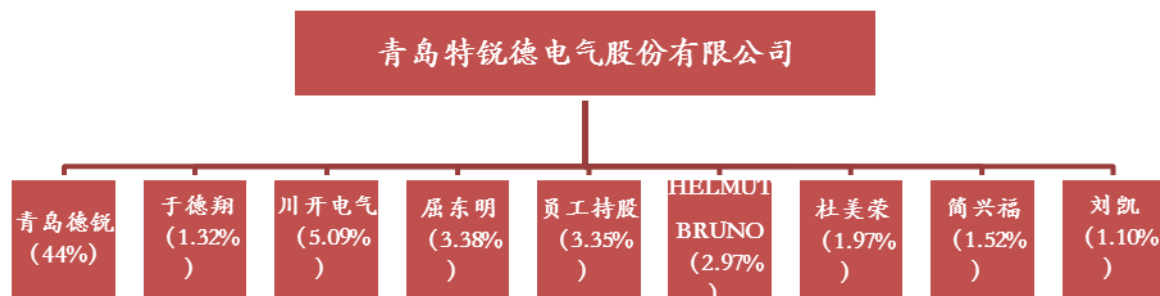
- 公司自上市以来历经 3 次资本公积转增股本，共实施 3 期员工持股计划，现总股本 9.98 亿股。公司董事长于德翔通过持股青岛德锐 46.4%成为公司实际控制人，股权较为集中。

图表 1：公司股本变动情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

公司 3 次员工持股计划的锁定期时间都较长，首期员工持股计划解锁的时间是 2019.10，公司股价短期不存在因员工持股到期的抛售压力。我们认为较长的锁定期限更有助于将员工与公司利益进行充分绑定，调动员工积极性，助力公司长远发展。

图表 3：员工持股计划

	股票来源	锁定期	覆盖人员
第一期员工持股	公司于 2015 年 10 月 16 日以 5.66 元/股公开发行 0.088 亿股，占公司总股本 .88%	2015/10/16~2019/10/15	高级管理人员及工作满一年的其他员工共 338 人
第二期员工持股	二级市场以 19.69 元/股购入 0.1 亿股，占公司总股本 1.02	2015/1/25~2020/7/24	公司及子公司高管和核心骨干员工共 99 人
第三期员工持股	二级市场以 21.450 元/股购入 0.23 亿股，占公司总股本 2.33%	2016/6/2~2023/6/1	公司及子公司高管和核心骨干员工共 363 人

来源：公司公告，中泰证券研究所

主营产品介绍

- 公司专注电力设备产品的制造、研发与销售，主要从事**变配电产品与充电桩产品**两大类。变配电板块，公司坚持以技术为核心，产品创新成果显著，近两年开发的新产品如 110kV 城市中心模块化智能变电站、城市轨道交通智能箱式变电站、一体式光伏发电箱变等已较为广泛的应用于铁路、电网等行业。

充电桩板块，公司主打**汽车群充电智能系统**投建及运营、**电动汽车销售及租赁**等，努力打造充电网、车联网、互联网三网融合；**多能生态网**板块，公司主要从事**能源管理网（新微网）户外箱式系统设备**及**固体电蓄热系统**的开发、应用和管理等，并提供电网调峰辅助等服务。

图表 4: 公司主营产品简介

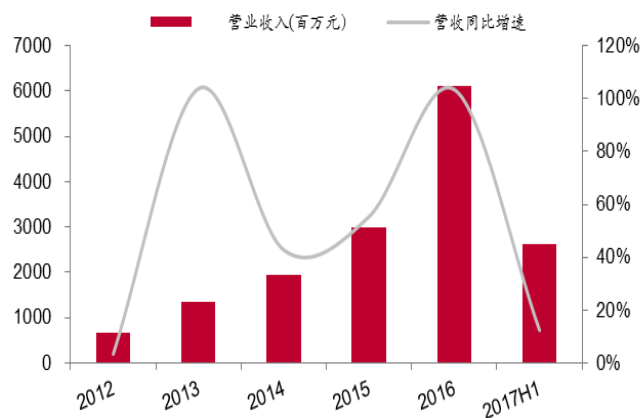
产品类别	主要产品	应用范围	实物图形
箱式变配电	35kV 智能移动式箱变, 10kV 智能箱式环网柜等	变电设备应用于城网、农网、大型工矿企业、煤矿、石油管道系统的供电; 配电设备应用于城市配电网的中心配电, 进行电源的再分配	
铁路专用变配电	普速铁路电力远动箱变, 牵引供电智能箱式分区所(开闭所)等	应用于客运专线铁路通讯信号系统的供电以及电气化铁路牵引供电系统, 作为两个供电臂的连接和分段用	
开关柜	KYN28-12 金属铠装移开式开关柜, Blokset 高可靠性低压开关柜等	应用于变配电室, 起到电源的通断作用, 进行电源的再分配	
变压器 & HGIS/GIS	美式变压器, 干式变压器, HGIS, GIS	变压器适用于环网供电, 双电源供电或终端供电系统中, 作为变电、配电、计量、补偿、控制和保护装置。HGIS/GIS 为气体绝缘金属封闭开关设备	
智能充电桩	电动汽车群智能充电系统, 110kV 新一代配送式城市中心变电站	首创电动汽车群智能充电系统, 群管群控充电、无桩充电、无电插头, 安全、经济、便捷。110kV 新一代配送式城市中心变电站具有“标准化设计、工厂化加工、装配式建设”的特点, 是新型变电站产品。	

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

2、新能源车充电与光伏业务茁壮成长, 助力 2016 年收入业绩显著增长

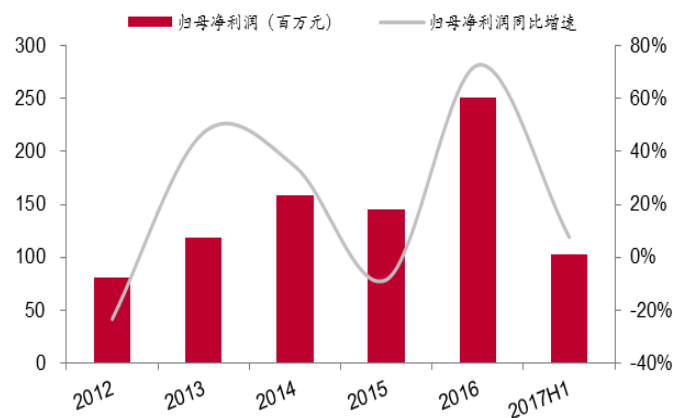
- 新能源车充电与光伏助力营收快速增长。**公司营业收入自 2013 年起快速增长, 2012~2016 收入 CAGR 为 69.22%。2017 上半年公司实现营业收入 26.19 亿元, 同比增长 12.43%, 归母净利润 1.02 亿元, 同比增长 7.61%, 整体平稳发展。上半年涨势回落的主要原因为: 1) 公司 2015 年收购完成的川开电气在 2016 年全年合并报表, 贡献业绩收入 9.90 亿元, 因此 2016 年同比增长幅度较高; 2) 季节性因素影响, 下半年特别是第四季度, 一般是电力设备企业的收入的集中确认期, 上半年增速相对不高。

图表 5: 公司历年收入及增速



来源: wind, 中泰证券研究所

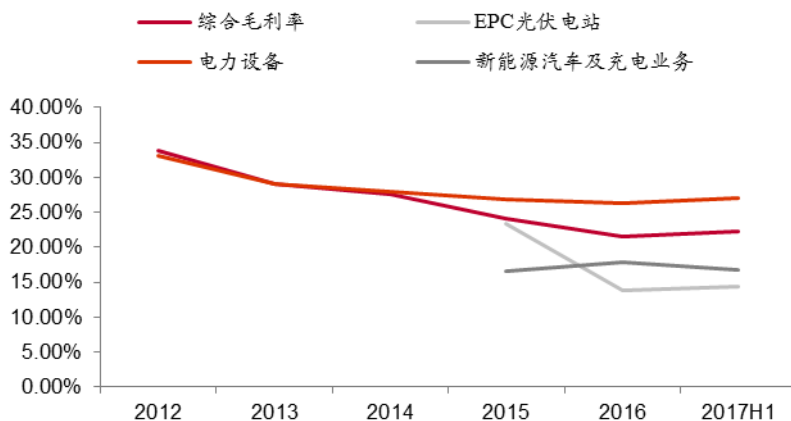
图表 6: 公司历年归母净利润及增速



来源: wind, 中泰证券研究所

- 综合毛利率呈下降趋势。**公司综合毛利率从 2011 年 34% 下降至 2017H1 的 22.4%，一方面是因为公司传统主业对应的铁路、电力等行业，近年多采用最低价中标为导向的招标方式，使行业毛利率明显下滑；另一方面，公司自 2015 年大力发展光伏 EPC 项目，也明显降低了公司整体毛利率。但是公司整体毛利率下滑更为主要的原因是公司布局新能源汽车充电桩仍属跑马圈地阶段，前期设备利用率低，多为亏损。
- 我们认为公司充电桩与光伏 EPC 的大力布局是打造充电网与多能生态网的必经之路，前期储备阶段的阵痛只为未来更好的发展。**

图表 7: 公司历年毛利率



来源: wind, 中泰证券研究所

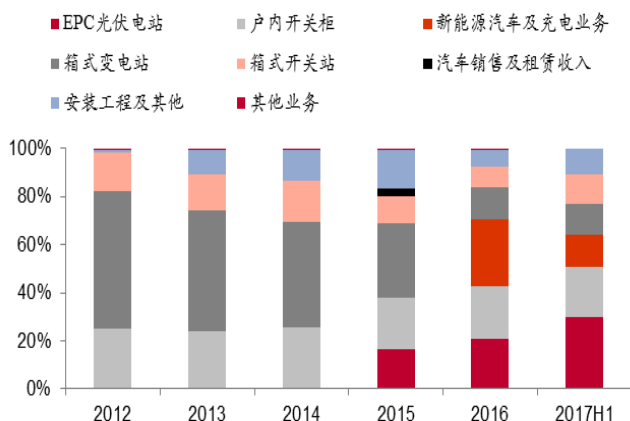
- 主营结构更加多元化。**2015 年开始，公司陆续增加了 EPC 光伏电站、汽车销售及租赁、新能源汽车及充电业务，营收结构逐步实现多元化。2017H1 传统箱变及配电设备收入占比 45.9%，光伏 EPC 业务占比大幅提升，其与新能源汽车及充电业务分别占比 29.7%/13.6%，三者构成公司的三大主要业务线。

公司传统主业箱式变电站和户内开关柜为定制化产品，客户需求差异大，

是公司主要收入来源,2012年~2015年相关产品收入占比基本维持在50%以上,2016-2017H1略有下滑,依然占收入主导。

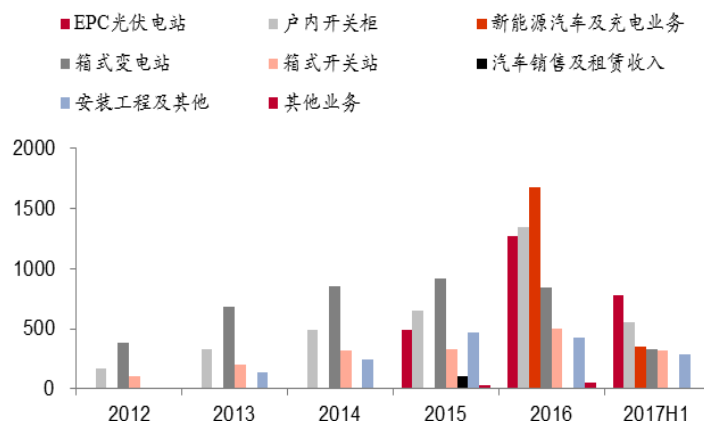
受益光伏产业发展,公司近两年光伏EPC屡获订单,2017H1光伏EPC确认收入7.78亿元,收入占比29.7%,较2015年年度提升13.3个pct。公司自2015年起大力推动的充电生态网建设,在2016年有所收获,促进收入结构转变,2016/2017H1新能源汽车及充电业务收入占比分别为27.4%/13.6%,商业模式初步实现盈利功能,未来业绩可期。

图表 8: 2011-2016 年公司分业务收入占比



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 2011-2016 年分业务收入情况 (百万)

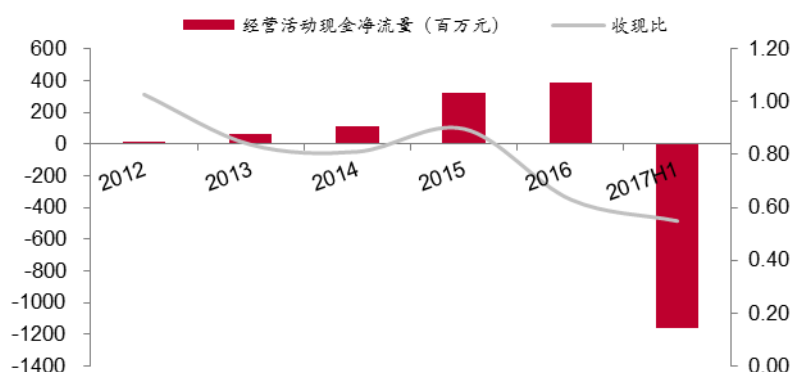


来源: wind, 中泰证券研究所

- **现金流状况良好。**公司主要业务收入确认时间较短,变配电业务主要为销售产品(交货周期一年内),光伏EPC为提供劳务,一般分布式光伏项目周期约3~6个月。关键风险在于充电桩前期建设投入高,且充电业务投入速度高于电动汽车发展速度,短期内设备利用率低,现金支出压力大且回收困难。

由于半年报数据存在季节性因素影响,仅以年度为考察对象看,目前公司的收现比基本保持在70%以上,具备较良好的现金回收水平。应收账款增速保持平稳,周转率状况略有改善,2016年有9.77亿应收账款为新能源汽车补贴,占比约24.06%。总体而言,公司传统变配电业务和光伏EPC现金流状况良好,能够支撑充电桩业务资金支出压力。

图表 10: 公司经营性现金流净额 (百万) 及收现比



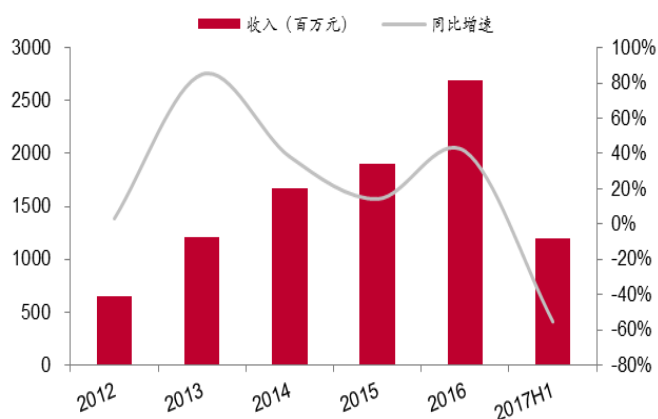
来源: wind, 中泰证券研究所

二、多管齐下保障传统主业稳增长

1、继续补强配电业务，铁路、轨交电气化与配网投资引领未来收入增长

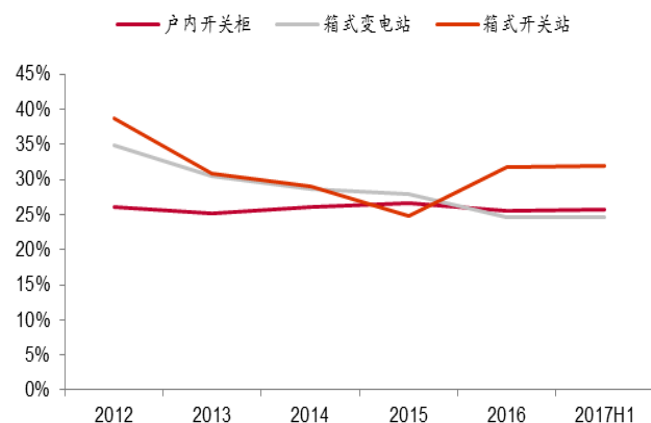
- 得益于子公司“川开电气”对公司变配电业务的补强，公司传统电力设备制造业 2016/2017H1 营收分别为 44.36/22.75 亿元，同比分别增长 55.53%/7.07%，毛利润 13.11/5.33 亿元，同比增长 80.91%/11.02%。2017H1 电力设备制造综合毛利率在 27.06%，毛利率略有上升，整体保持平稳。

图表 11: 电力设备制造收入及增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 电力设备制造毛利率



来源: wind, 中泰证券研究所

川开电气 2016 年超额完成业绩承诺，并购协同效应显著

- 公司于 2015 年以 6.9 亿元对价收购西南地区最具影响力的开关厂商——川开电气 100% 股权。川开电气承诺 2015~2017 年净利润分别不低于 0.68 亿元、0.75 亿元、0.83 亿元，其 2016 年实际实现营收 9.90 亿元，对公司收入贡献比为 16.21%，实现净利润 0.92 亿元，承诺业绩完成率 122.67%。2017H1 川开电气实现净利润 0.43 亿元，完成全年承诺的 52.4%，考虑季节性影响，下半年继续补强，全年望实现业绩承诺。

图表 13：川开电气承诺业绩完成情况

年份	承诺净利润	实现净利润	承诺业绩完成率
2015	6787.8 万	5599.1 万	82.49%
2016	7510.2 万	9242.0 万	122.67%
2017	8297.8 万		

来源：公司公告，中泰证券研究所

目前，川开电气主要产品包括 126kV、40.5kV、12kV、0.4kV 等各种类型的高、中、低压开关设备以及箱变、三箱、桥架、电源设备，并从事输配电设备的安装工程服务，与公司传统箱变产品对应**客户重合度高**。

同时在被收购后，又依托上市公司财务基础，改变原来的债务融资模式，**财务成本下降**，缓解流动资金紧张状况，提高了自身资金实力。在技术方面，双方也充分协同，2016 年川开电气与母公司特锐德联合开发 10kV 气体绝缘环网柜完成整体设计并顺利通过意大利 CESI 验证，川开**品牌知名度和技术实力再度提升**。

图表 14：川开电气代表性产品及客户

行业	代表性客户	主要供应产品
电网	国家电网公司输变项目	中压开关设备
	四川省电力公司	中压开关设备、母线桥
通讯	中国移动国际信息港一期电源、空调配套工程	中低压开关设备、直流屏
	中国移动通信	中低压开关设备、直流屏、配电箱、母
核电	中国中原对外工程公司巴基斯坦恰希玛核电站二期、三期工程	中低压开关设备
	泰山核电有限公司	低压开关设备、直流屏、配电箱
交通	成都地铁 1、2 号线、局部改造项目	高中低压开关设备、直流屏、配电箱、
发电	云南牛栏江天板水电站	中低压开关设备
石油石化	四川石油管理局物资总公司	低压开关设备、配电箱
	中国石油广西石化公司	低压开关设备、箱式变电站、户外开关

来源：公司公告，中泰证券研究所

我们认为川开电气在客户、资本、技术等方面与公司充分发挥协同优势，未来仍存超预期完成业绩承诺机会，将持续为公司贡献业绩收入，增厚 EPS。

产品创新贡献未来业绩收入

- 在未来，我们认为产品创新也有望成为公司传统产品业务稳健增长的重要动力。公司自成立以来坚持以技术为核心，为代表的产品是公司创新研发的 110kV 配送式城市中心智能变电站。其采用模块化设计、紧凑式布局，集成西门子卧式 GIS 组合电器、高档固定式开关柜等，能够做到免维修，为城市变配电提供便捷服务。

2016 年公司创新产品“110kV 城市中心模块化智能变电站”得到进一步推广，共销售 27 套，实现销售收入 1.83 亿元，为在城市中大面积普及打下良好基础。

- 2017 年，公司进一步优化了“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。我们预计公司传统主业全年望实现 10-15% 的收入增长。

图表 15: 110kV 配送式城市中心智能变电站特点

优势	特点
高可靠	主要元器件采用世界最先进的西门子技术,安全可靠,完全免维护预制舱结构,结合微正压空调,恒温恒湿,无尘,超越室内运行环境
寿命高	主要元器件完全免维护,外壳 30 年防锈蚀,使用寿命 60 年
无辐射	全金属封闭外壳,降低电磁辐射
占地小	设备最小占地 340 平米,地面以上建筑物被预制舱取代,施工量减少 90%
建站快	3~6 个月建站周期,1 个月现场安装调试

来源：公司官网，中泰证券研究所

1.1 铁路箱变市场份额稳居第一梯队

- 公司近年始终位于铁路交通电气设备行业市占率第一梯队（市占率高峰期时接近 70%），提供普速铁路电力远动箱变，客运专线电力远动箱变，牵引供电智能箱式分区所（开闭所）等产品。

铁路供电系统包括两部分：**铁路牵引供电系统**和**铁路电力系统**，前者主要是向铁路机车供电，电压等级为 27.5kV；后者主要向通信信号系统、道岔执行机构等一级负荷供电，此外还需要为红外摄像头、看守房等场所供电，电压等级为 10/0.4kV 或 35/0.4kV。

图表 16: 铁路供电系统分类及公司对应产品

供电系统分类	使用场所	电力设备	使用情况	公司对应产品
铁路牵引供电系统	牵引变电所	GIS		
	牵引开闭所	牵引供电箱式开闭所	50km/台	牵引供电智能箱式开闭所
	牵引分区所	牵引供电箱式分区所	50km/台	牵引供电智能箱式分区所
铁路电力系统	变电所	35/10kv 开关柜		KYN28-12 金属铠装移开式开关
	配电所	35/11kv 开关柜		..
		箱式配电所	30km/台	10kV 智能箱式环网柜等
	通讯基站、随	铁路电力远动箱变	8km/台	普速电力远动箱变
		客运专线电力远动箱变	2km/台	客运专线电力远动箱变
		35kV 智能箱式变电站		35kV 智能移动式箱变
车站	10/0.4kV 箱式变电站	每车站/台	10kV 智能欧式箱变	
	10kV 箱式环网柜		10kV 智能箱式环网柜	

来源：公开资料，中泰证券研究所

公司旗下的普速铁路电力远动箱变、铁路专用变配电产品主要应用于铁路电力系统，在高速铁路、城际铁路、客运专线等领域都有应用。自 2006 年以来公司相继参与青藏铁路、京津城际客运专线、铁路电气化改造项目和隧道改造项目，积累了丰富的经验与口碑。2016 年公司在交通行业依然保持良好中标率，呼张客专、杭黄铁路、京沈客专、滇南有轨电车、青连铁路、阳安铁路、长白铁路等十多个千万级项目相继中标。同时公司铁路牵引供电系统领域的牵引供电智能箱式分区所等产品近年销量亦较为良好，继续巩固了自身在铁路电气设备细分领域的龙头地位。

图表 17：交通行业部分中标项目

时间	中标项目	中标产品	中标金额 (万元)
2017 年 7 月	新建济南至青岛高速铁路“四电”及相关工程 JQGTSDSG-1 标第四批自购物资设备招标采购	箱式变电站	4296.00
2017 年 4 月	滇南中心城市群现代有轨电车示范线项目	供电设备	3698.67
2016 年 3 月	青岛-海阳城际（蓝色硅谷段）轨道交通工程	交流 40.5kV 开关柜 及继电保护装置	5156.35
2015 年 12 月	青岛市地铁 2 号线一期工程	交流 0.4kV 开关柜	3050.74
	青岛市红岛-胶南城际轨道交通工程	交流 40.5kV 开关柜 及继电保护装置	6350.80
2015 年 10 月	新建宝鸡至兰州客运专线	箱式变电站	6178.53

来源：中泰证券研究所

铁路投资仍维持高位，出海成为新方向

- 铁路方面，根据《中国铁路中长期发展规划》，至 2020 年，全国铁路营业里程达到 15 万公里，复线率和电化率分别达到 50%和 60%以上，其中高速铁路达到 3 万公里、覆盖 80%以上的大城市。高速铁路网具体规划方案包括三个方面：一是构建“八纵八横”高速铁路主通道，搭建铁路网主骨架；二是拓展区域铁路连接线，进一步完善路网，扩大高速铁路覆盖；三是发展城际客运铁路，引领新型城镇化发展，服务城市通勤。

图表 18：八横八纵

“八纵八横”高速铁路主通道	
“八纵”通道	“八纵八横”高速铁路主通道
沿海通道	大连（丹东）～秦皇岛～天津～东营～潍坊～青岛（烟台）～连云港～盐城～南通～上海～宁波～福州～厦门～深圳～湛江～北海（防城港）高速铁路
京沪通道	北京～天津～济南～南京～上海（杭州）高速铁路，包括南京～杭州、蚌埠～合肥～杭州高速铁路
京港（台）通道	北京～衡水～菏泽～商丘～阜阳～合肥（黄冈）～九江～南昌～赣州～深圳～香港（九龙）高速铁路；另一支为合肥～福州～台北，包括南昌～福州（莆田）铁路
京哈～京港澳通道	哈尔滨～长春～沈阳～北京～石家庄～郑州～武汉～长沙～广州～深圳～香港高速铁路，包括广州～珠海～澳门高速铁路
呼南通道	呼和浩特～大同～太原～郑州～襄阳～常德～益阳～邵阳～永州～桂林～南宁高速铁路
京昆通道	北京～石家庄～太原～西安～成都（重庆）～昆明高速铁路，包括北京～张家口～大同～太原高速铁路
包（银）海通道	包头～延安～西安～重庆～贵阳～南宁～湛江～海口（三亚）高速铁路，包括银川～西安以及海南环岛高速铁路
兰（西）广通道	兰州（西宁）～成都（重庆）～贵阳～广州高速铁路
“八横”通道	
绥滨通道	绥芬河～牡丹江～哈尔滨～齐齐哈尔～海拉尔～满洲里高速铁路
京兰通道	北京～呼和浩特～银川～兰州高速铁路
青银通道	青岛～济南～石家庄～太原～银川高速铁路
陆桥通道	连云港～徐州～郑州～西安～兰州～西宁～乌鲁木齐高速铁路
沿江通道	上海～南京～合肥～武汉～重庆～成都高速铁路，包括南京～安庆～九江～武汉～宜昌～重庆、万州～达州～遂宁～成都高速铁路
沪昆通道	上海～杭州～南昌～长沙～贵阳～昆明高速铁路
厦渝通道	厦门～龙岩～赣州～长沙～常德～张家界～黔江～重庆高速铁路
广昆通道	广州～南宁～昆明高速铁路

来源：Wind，中泰证券研究所

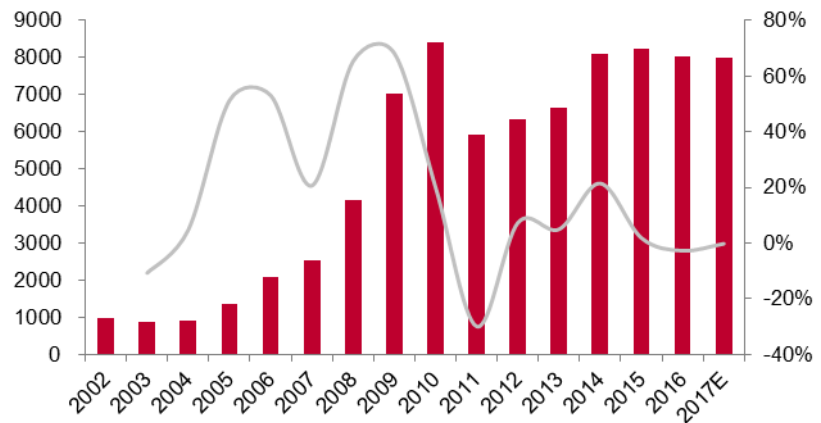
图表 19：中长期高速铁路网规划图



来源：Wind，中泰证券研究所

我国铁路固定资产投资受 2008 年“四万亿”经济刺激计划，于 2010 年到达 8426.5 亿元投资额峰值，但因 2011 年 7 月甬温线动车追尾事故，全国铁路建设一度处于停滞状态，其后自 2012 年起铁路固定投资逐步回升，2016 年全年铁路固定投资为 8015 亿元，接近 2010 年高点。2017 年计划投资维持近年来 8000 亿元左右规模。铁路整体投资额维持高位，对于设备和维保行业，其增长的空间仍然广阔。

图表 20：全国铁路固定资产投资及增速



来源：发改委，中泰证券研究所

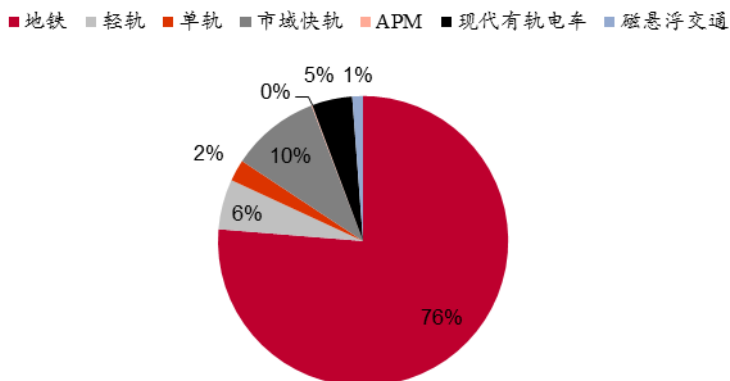
此外，高铁是我国高端装备制造业走出去的代表产业，随着“一带一路”战略的深化和实施，海外基础设施建设规模提高，作为中国装备制造业代表的高铁在海外拥有众多发展机遇。

1.2 “十三五”城市轨道交通进入高速增长期

- 2007~2016 年，我国汽车保有量从 0.57 亿辆提升至 1.94 亿辆，但城市实有道路面积仅提升 60%，伴随人口和汽车保有量的稳定增长，解决城市拥堵问题已成为燃眉之急，而城市轨道交通以其安全性、全天候、运量大、节能等特点成为解决城市拥堵问题的最佳方案。2016 年我国城市

轨道交通运营线路为 4152.8 公里，其中地铁占 76.3%，轻轨、单轨、市域快轨等其他制式占 23.7%。

图表 21：2016 城市轨道交通制式结构



来源：中国城市轨道交通协会，中泰证券研究所

图表 22：各类轨交主要制式特点

	地铁	轻轨	有轨电车
车辆编组	5-10 节/列	2-4 节/列	1-2 节/列
运力	6 万人次/小时	1-3 万人次/小时	1 万人次/小时
造价	5-7 亿元/公里	3-4 亿元/公里	1 亿元/公里
车辆造价	5-10 千万/列	2-4 千万/列	2.5-3 千万/列
建设周期	4-5 年	3-4 年	1.5-2 年
特点	运量大、速度快、投资大	地面线路，土建少，重量轻	投资低、建设期短、能耗少

来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

2016 年 5 月，国家发改委与交通部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016~2018 年重点推进 103 个项目的前期工作，将新建城市轨道交通 2000 公里以上，投资额达 1.6 万亿元。根据城市轨道交通协会统计，全国 58 座城市已经获批城市轨道交通建设投资总额 3.70 万亿元，预计“十三五”期间，新增城轨通车里程将达到 5000 公里，年投资额年复合增长率达到 15%。

按以往经验，电气化率 100%的客运专线每 2km 需 1 台远动箱变，十三五期间轨交领域便可释放 2500 余台箱变。

图表 23：“十三五”期间部分已获批城市轨道交通投资项目

城市	规划长度 (公里)	车站 (座)	批复总投资额(亿元)
北京	454.9	174	3257.0
武汉	512.6	319	2855.7
成都	379.8	275	230.4
上海	277.3	72	2015.5
广州	417.8	139	1945.2
青岛	363.8	190	1887.1
厦门	227.5	125	1450.0
重庆	214.2	126	1226.5
西安	195.2	143	1182.5
杭州	420	170	1168.1

来源：中国城市轨道交通协会，中泰证券研究所

1.3 配电网投资增速拉动电气成套设备需求

- “十二五”期间我国电力发展呈稳定增长态势，主要特点是电力总投资增速缓慢，电网投资占比加重。前期电源投资占比大，电力基础设施投资基本完成，后期将着重改造电源结构，发展风电、光电、核电等清洁能源发电，并加速进行电网设置和改造。

《电力发展“十三五规划”》明确到 2020 年，非化石能源发电装机达 7.7 亿千瓦，装机占比提高到 39%，发电量占比提高到 31%，煤电装机力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%。随着城镇化率不断提高，城市配网升级改造需求迫切，农网建设结构薄弱，供电可靠率低，以及新能源汽车、分布式光伏接入，对配网稳定性与可靠性要求提高等因素共同作用，要求充分重视全国电网同步建设格局，国家能源局发布《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿。

图表 24：2012~2016 电力投资概况

项目	2012	2013	2014	2015	2016
电力投资 (亿元)	732.82	7611.00	7805.46	8576.00	8855.00
增长率		2.95%	2.55%	9.87%	0.25%
电源投资 (亿元)	3731.82	3717.00	3686.13	3936.00	3429.00
电网投资 (亿元)	3661.00	3894.00	4119.32	4640.00	5426.00
主网投资	1764.60	2055.20	113.00	2319.10	2278.90
占比	48.20%	52.78%	51.29%	49.98%	42.00%
配网投资	1896.40	1800.80	2006.00	2320.90	3147.10
占比	51.80%	46.25%	48.70%	50.02%	58.00%
国家电网投资 (亿元)	3054	3379	3855	4521	4977

来源：中电联，中泰证券研究所

公司于 2017 年 5 月和 7 月分别中标国家电网第一/三批配网设备协议库存招标采购项目，公司及子公司分别在冀北、河北、湖南、辽宁、山东、

山西、西藏、北京、江苏等多省公司中标，中标产品包括箱式变电站、开关柜、环网柜、环网箱、电缆分支箱、配电变台成套化设备、10kV 开关柜等产品，两次累计中标金额合计约 1.44 亿元。

电力投资尤其是配网投资依然维持在高水平，为我国电力设备企业发展提供有利环境，有效拉动电气成套设备市场空间，为公司业绩收入带来确定性增量。

2、着力发展分布式光伏 EPC，公司采用融资租赁模式积极拓展订单

2.1 “十三五”分布式光伏行业仍有一定发展空间

- 根据《电力发展“十三五”规划》，2020 年全国太阳能发电装机目标为 110GW 以上，其中分布式光伏 60GW 以上、光热发电 5GW。截止 2016 年底，全年新增装机 34.24GW，占“十三五”规划量的 55.4%，致使 2017-2020 年间年均新增装机规划量仅为 6.90GW，低于“十二五”期间年均 8.62GW 的新增装机。经计算，“十三五”期间分布式光伏的 CAGR 能达到 58.2%，远超集中式电站的 3.9%。分布式光伏可就近消纳、容量灵活、可用装机面积多、补贴高、回报率高的特点使今后的几年内分布式光伏的发展较集中式更有优势，发展潜力更大，分布式光伏行业仍将有一定增长空间。
- 公司自 2015 年开始以融资租赁方式开展光伏 EPC 承包业务，2015 年实现业务收入 4.92 亿元，2016 年实现营业收入 12.74 亿元，同比增长 158.94%，毛利率为 13.91%，收入大幅增长的主要原因是公司 2016 年业务拓展能力加强，新签订单不断，且部分订单集中确认。

2017 年一季度，公司通过全资子公司特锐德设计与星辉电力、星火电力分别签订 EPC 工程承包合同(园区分布式光伏电站)，合同金额约 2.1~2.5 亿元，占当季营业收入 22.3%~26.6%。我们认为随着政策在十三五期间对分布式光伏的支持力度不断加大，公司会坚持通过金融助力着重发展分布式光伏项目，同时也为公司多能互补网的建设积累新能源发电的建设经验。

图表 25：光伏 EPC 订单

时间	中标项目	中标金额 (亿元)
2017 年 5 月	陕西铜川巨光印台 30 兆瓦光伏电站项目	1.88
2017 年 3 月	河南驻马店确山县 26.4MW 分布式光伏发电项目	1.40
	河南驻马店汝南县 13MW 分布式光伏发电项目	0.69-0.83
2016 年 12 月	齐发大市场 10MW 屋顶分布式光伏电站项目	0.58
2016 年 11 月	华能伊春热电厂固体电蓄热调峰项目	3.52
2016 年 9 月	山东莘县观城恒阳 20 兆瓦菌菇大棚光伏电站项目	1.51
	邹城赛维煤炭塌陷区光伏生态园二期 20 兆瓦光伏电站项目	1.49
2016 年 3 月	山西浑源县驼峰乡 20 兆瓦光伏电站项目	1.79
	山西国昶太原不锈钢产业园区 20 兆瓦光伏电站项目	1.7
	山西国昶天津 20 兆瓦光伏电站项目	1.7

来源：公司公告，中泰证券研究所

三、保持初心、厚积薄发，坚定的充电生态圈推广者

1、行业：车桩缺口缩小大势所趋，政策背书助推充电桩市场发展

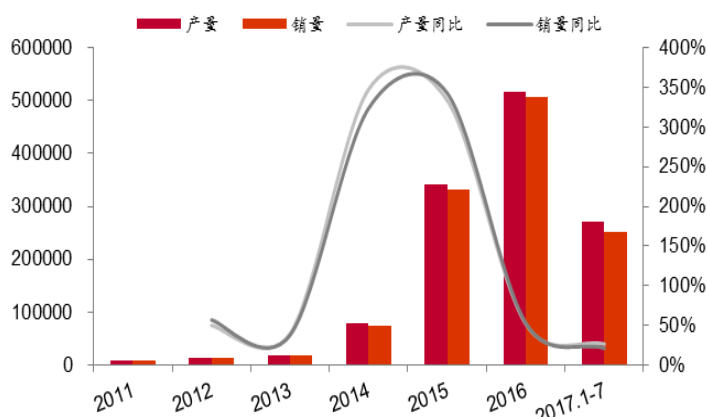
1.1 新能源车发展趋势好于充电桩，充电桩需加速发展

- 国家正坚定推动发展绿色节能环保产业，新能源汽车望保持长期持续发展态势。据中国汽车工业协会数据统计，2011年至2016年，新能源汽车销量从0.8万辆增长到50.7万辆，CAGR超过100%。2016年，纯电动汽车产销41.7万辆和40.9万辆，同比增长63.9%和65.1%，插电式混合动力汽车产销9.9万辆和9.8万辆，同比增长15.2%和17.1%。目前，我国新能源汽车保有量约100万辆，根据中国新能源汽车“十三五”规划，到2020年我国新能源汽车保有量将达500万辆，年产量将达200万辆，到2025年，新能源汽车销量占汽车总销量的比例达20%以上。

截止2017年7月，新能源车累计销量27.2万辆，同比增长26.2%，环比增长55.2%，我们预计随着专用车的放量，新能源车整体销量在2017年有望实现产销超70万辆的目标。

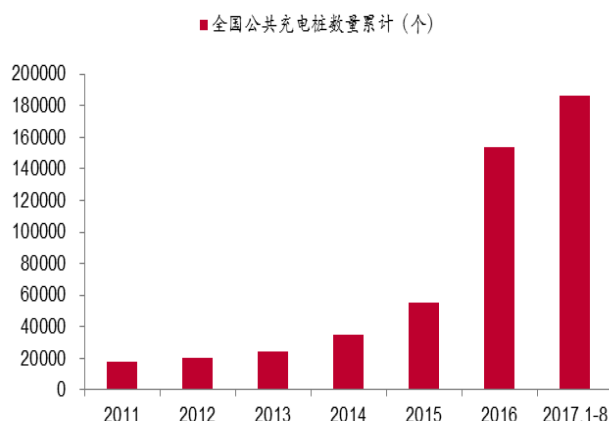
反观新能源车重要配套设施充电桩，据中国充电联盟统计，截至2017年8月，我国公共类充电桩18.60万个，同比增长101.1%，其中交流桩/直流桩/交直流一体桩分别为7.22/4.77/6.61万个。从2016.9-2017.8，月均新增公共类充电设施约7791个。虽然充电桩建设如火如荼，但与规划目标1:1的车桩比仍存在差距。政府政策意图明确，“桩站先行”的方向没有变化，我们认为新能源汽车配套建设目前仍未满足规划需求，充电桩市场未来望加速发展，弥补车桩比目前的缺口。

图表 26：新能源汽车产销状况



来源：wind，中泰证券研究所

图表 27：全国公共充电桩数量



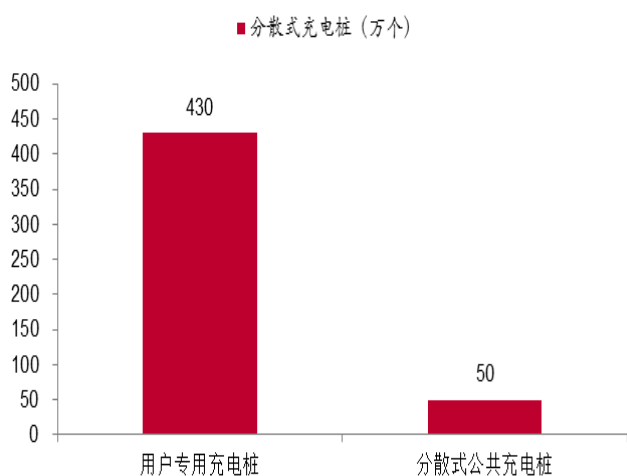
来源：EVCIPA 中泰证券研究所

1.2 充电桩政策支持力度不减

- 2014年以来，国家出台一系列政策推动充电设施建设。2015年10月国

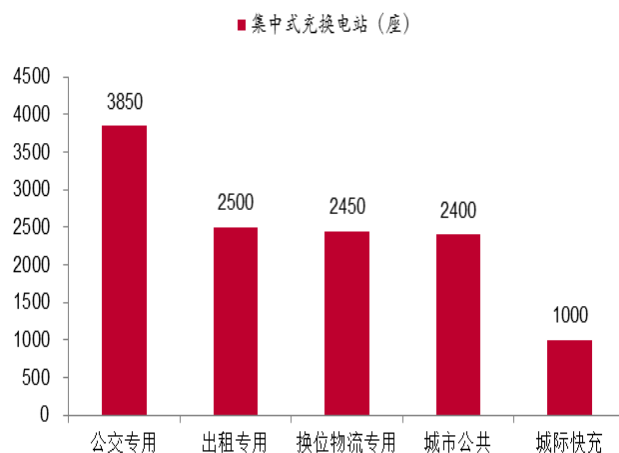
务院颁布《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》，要求 2020 年基本满足超过 500 万辆电动汽车的充电需求；11 月发改委等四部委发布《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020）》，提出分区域和分场所建设的目标与路线图，目标新增集中式充换电站逾 1.2 万座，分散式充电桩超 480 万个，以满足全国 500 万辆电动汽车的充电需求；2016 年 4 月国家能源局《2016 年能源工作指导意见》计划建设充电站 2000 多座、分散式公共充电桩 10 万个，私人专用充电桩 86 万个，各类充电设施总投资 300 亿元。2017 年 2 月能源局继续提出全年计划建成充电桩 90 万个的计划。其中，公共充电桩 10 万个，私人充电桩 80 万个。

图表 28：2020 年充电桩建设目标



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

图表 29：2020 年充电桩建设目标



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

除中央政策外，各地方政府（北京、上海、深圳、天津等）也在大背景下，不断完善政策支持。伴随各地对充电设施建设投入加大，市场、政策的双重推动下，充电桩产业的发展脚步不会停歇。

图表 30：部分地方政府“十三五”充电桩规划

省份	政策	摘要
北京	《北京市新能源小客车公用充电设施投资建设管理办法(试行)》	投资建设单位可按照《北京市发展和改革委员会关于政府投资管理的暂行规定》，申请不高于项目总投资30%的市政府固定资产投资补助资金支持。
	《北京市电动汽车充电基础设施专项规划(2016-2020年)》	充电设施方面，2016年至2020年需配建电动汽车充电桩约43.5万个。其中，社会公用领域，按照公用充电桩与电动汽车的比例不低于1:7的要求；公共专用领域，公交、物流、公务、出租等领域配建公共专用充电桩约1万个。
上海	《上海市鼓励电动汽车充换电设施发展扶持办法》	对充换电设施建设运营公司投资，且符合扶持条件的充换电设施给予不超过30%的财政资金支持，补贴资金在市节能减排专项资金中安排。
	《关于进一步加强本市电动汽车充电基础设施规划建设运营管理的通知》	住宅配建停车位应100%建设充电设施或预留充电设施建设安装条件（包括预留充电设施、管线桥架、配电设施、电表箱安装位置及用地，电力容量预留、管线预埋），鼓励在公共停车位配建一定数量的充电设施。
重庆	《重庆市加快电动汽车充电基础设施建设实施方案》	按照都市功能核心区与都市功能拓展区加快布局，其余区县（自治县）城区试点示范、高速公路沿线和重点旅游景区同步推进的原则，着力构建布局合理、运行规范、安全高效的电动汽车充电基础设施体系。
山东	《关于加快全省电动汽车充电基础设施建设的实施意见》	到2020年，在全省建成充电站920座、充电桩35万个。
河北	《关于加快全省电动汽车充电基础设施建设的实施意见》	意见明确，到2020年，基本建成车桩相随、适度超前、智能高效的充电基础设施体系，具备满足20万辆以上电动汽车(标车)充电的能力。到“十三五”末，河北省建设充电站1970座，充电桩65625个。其中，公用充电站1533座，充电桩25730个；专用充电站437座，充电桩39895个。
陕西	《陕西省电动汽车充电基础设施专项规划（2016-2020年）》	每年设置不少于5000万元资金，用于充电设施建设补贴，比例不高于充电站总投资的30%。新能源汽车充电设施用地按照城市基础设施建设用地供给。
安徽	《关于加快电动汽车充电基础设施建设的实施意见》	到2020年，新增集中式充换电站500座，分散式充电桩18万个。新建公共建筑物停车场和社会公共停车场，按不少于规划停车位20%的比例配建充电桩；新建住宅小区停车位应全部预留充电桩建设安装条件，配建的充电桩原则上不少于规划停车位的10%。
浙江	《浙江省电动汽车充电基础设施“十三五”发展规划的通知》	到2020年，新建集中式充换电站800座以上、分散式充电桩21万个以上，具备满足23万辆以上电动汽车充电需求的能力。
云南	《云南省电动汽车充电基础设施规划(2016—2020年)》	到2020年，规划建设超过350座集中式充换电站，超过16.3万个分散式充电桩，以满足全省16万辆电动车充电需求
青海	《青海省人民政府办公厅关于加快电动汽车充电基础设施建设的实施意见》	到2020年，建成充换电站40座，充电桩2万个，届时满足2万辆电动汽车充电需求。
江西	《江西省人民政府办公厅关于加快电动汽车充电基础设施建设的实施意见》	到2020年底，全省建成充电站260座，充电桩约10万根，满足超过10万辆电动汽车的充电需求；建立较完善的市场监管体系，形成统一开放、竞争有序的充电服务市场；在技术和商业创新上取得突破，培育一批具有较强市场竞争力的充电服务企业。

来源：各地政府网站，中泰证券研究所

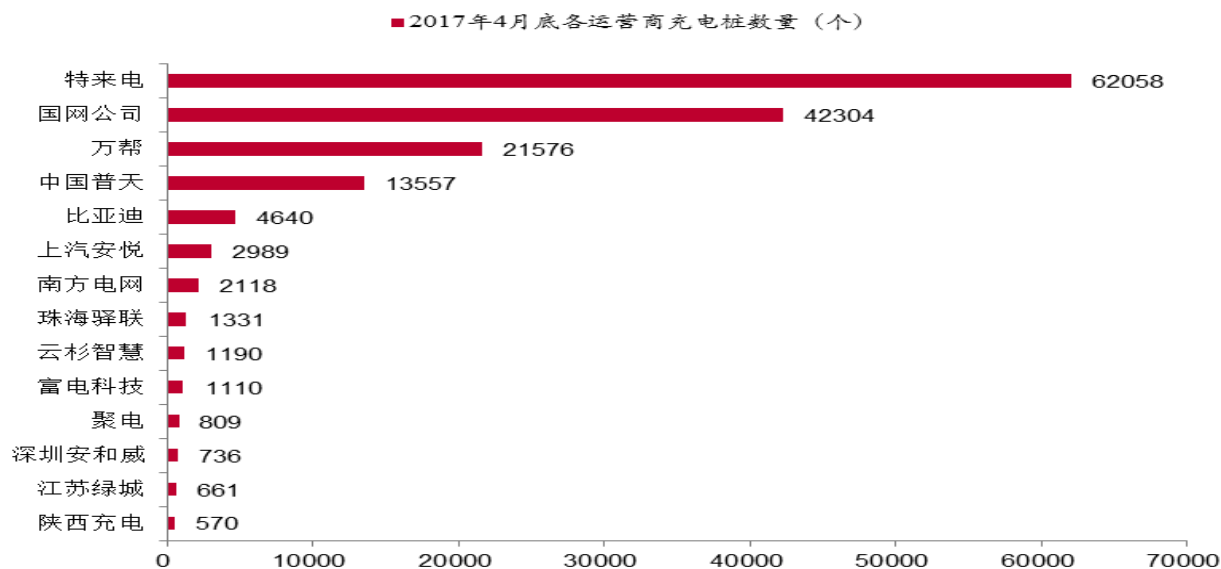
2、公司：打破传统充电服务盈利难困局，充电生态圈正逐步释放盈利能力

2.1 充电桩行业龙头，布局仍在继续

- 公司于2014年开始切入汽车群充电系统及智能充电终端建设，至2016年，公司已成为充电桩行业的领军企业。截止2017年中，公司累计成立合资公司67个、项目落地城市237个，全国累计投建充电桩约17.7万个、上线运营10万余个。根据中国电动汽车充电基础设施促进联盟统计，公司在电动汽车充电桩的投建及上线运营数量均居全国第一。

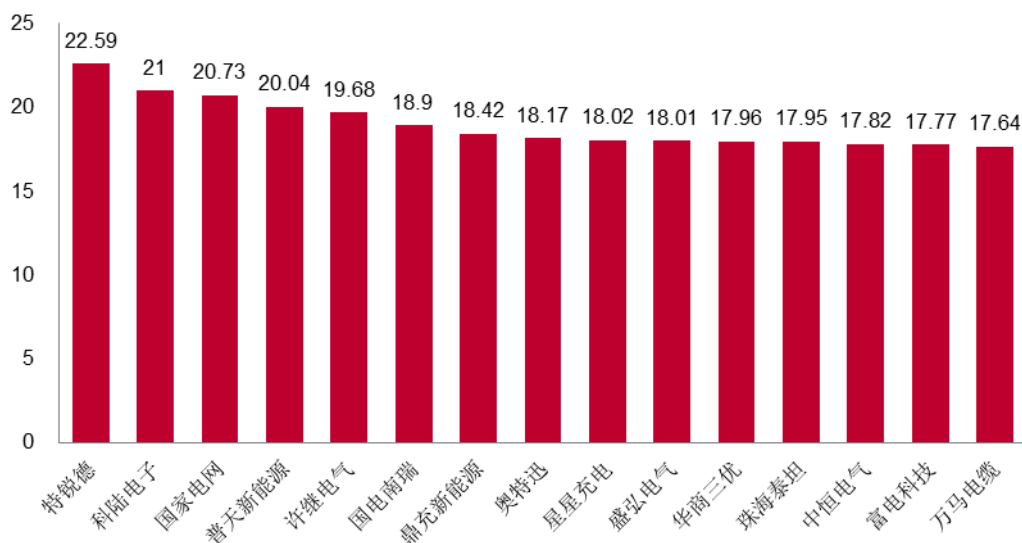
据充电设施企业综合评价调查结果显示，特锐德的充电桩产品在综合技术、产品创新、智能化水平、品牌影响力、市场规模等方面综合得分第一，客户满意度高。可以说公司充电桩产品从市场到质量均为国内首屈一指。

图表 31: 2017 年 4 月底各运营商充电桩总量



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 32: 15 家充电桩建设运营企业综合评价得分排名



来源: 第一电动网, 中泰证券研究所

目前充电桩运营的基本盈利模式为**服务费、电力价差、国家补贴、增值服务**，作为新兴行业，服务费和电价受国家指导，无法自由定价，增值服务的商业模式依然在探索中，多数充电运营企业盈利性仍有待考证。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。本文将从**充电基础运营、新能源汽车销售与搭建数据云平台、实现多方合作**三大维度来阐述公司目前的成果与未来愿景。

2.2 加速市场和技术步伐，盈利成为可能

- 目前充电运营实现盈利性最核心的要素为充分的充电使用频率。实现超

高的充电使用频率需要 1) 足够的新能源车充电频次保证充电桩不被闲置, 2) 快速充电技术使充电桩单位时间内为新能源车充电能力提升。为实现以上两大目标, 公司分别在市场与技术上做出了卓有成效的努力。

市场方面, 公司充电桩已落地城市 237 个, 与当年政府形成框架协议的城市近 80 个, 并积极开拓充电站 PPP 模式保障有足够的充电车次。2016-2017 年分别中标**安庆市新能源电动汽车充电基础设施 PPP 项目**(公司牵头的项目共同体负责以上 700 个公共充电桩的规划、设计、投融资、建设和运营, 并在 13 年项目经营周期后将设施无偿移交政府) 与**成都市新能源电动汽车充电系统网络 BOT 项目**(拟建设集中式充电站 32 个, 社区巴士与社会车辆共用的充电站 100 个, 并在 8 年项目经营周期后将设施无偿移交政府)

***注:** 2017 年 5 月, 公司中标成都市新能源电动汽车充电系统网络 BOT 项目, 项目投资总额约为 7 亿元, 建设周期为 2017-2020 年, 全部项目完工后, 可服务新能源公交电动汽车 8500 辆及社会其他电动车辆。假设公交车年行驶距离 60000 公里, 以比亚迪纯电动大巴 K9 为例, 其每公里耗电约 1.08 度, 则一台 K9 年耗电量 6.48 万度。目前已公布的各地区电动公交车充电服务费 0.35-1.36 元/度不等, 以平均数 0.7 元/度计算, 该 BOT 项目完工后每年可实现充电服务费收入 3.86 亿元。

项目首期工程 2017 年 8 月 31 日完工, 拟建设集中式充电站 32 个, 社区巴士与社会车辆共用的充电站 100 个。假设第一期完成全部项目的 1/3, 则 2017 年 9 月开始, 每年对特来电充电运营收入贡献 1.3 亿元, 对公司利润产生较大的助力作用。

据公告, 成都充电站项目作是迄今全国最大的公交及社会车辆公共充电站 BOT 案例。公司中标进一步印证了其在新能源汽车充电方面的领先地位, 同时除了为新能源公交车充电以为, 充电站同时可为社会车辆提供充电服务, 实现大巴充电资源和社会乘用车共享, 实现成都地区充电生态圈的全覆盖。

技术方面, 公司累计获得汽车充电相关专利 336 项, 累计共拥有专利 400 多项。拥有世界首创的具有“无桩充电、无电插头、群管群控、模块结构”技术特性的电动汽车群智能充电系统。独有 CMS 主动柔性智能充电系统可以将电池充电的安全性大幅提高、电池使用寿命延长 30% 左右

图表 33：充电桩技术特性

<p>无桩充电</p> <p>人机交互和充电控制功能模块移至后台管控系统，将传统充电桩升级为“抗碾压、防浸水、不占空间”的车挡式充电终端，安全、不占空间。</p>	<p>无电插头</p> <p>拔下充电枪，即刻断电，插上充电枪并认证通过后才可通电，防护等级IP54，彻底杜绝安全隐患。</p>
<p>群管群控</p> <p>专利箱变技术，实现电路系统、管控系统的高度集成，通过统一调度、统一管理，实现削峰填谷，降低对电网的冲击。</p>	<p>模块结构</p> <p>充电系统模块化设计，抽屉式交、直流充电模块可根据需要灵活配置。维护便捷、扩容方便、一次性投资少。</p>
<p>主动防护</p> <p>通过对BMS报文和充电过程数据分析，对异常数据采取主动性保护措施，保证充电过程安全和充电后的车辆电池安全。</p>	<p>柔性充电</p> <p>通过多区段调节，多维度补偿，历史充电趋势追溯，实现电流、电压柔性输出，延长电池寿命周期。</p>

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 我们认为充电运营的盈利拐点会优先青睐未雨绸缪的公司。据我们测算，以小型电动出租车为例，在北京假设出租车日行驶里程 150 公里，年均行驶 360 天，那么年行驶就有 5.4 万公里。出租车百公里耗电约 20 度，因此 5.4 万公里年耗电量约在 1.08 万度电。

北京的充电服务费现在 0.6 元/度电，加上不同时间段丰谷电价差，充电运营商度电收入（刨除过手电费）可在 0.8 元/度左右，我们以三类不同功率直流充电桩做测算，盈利性突出，具体测算见下表。

图表 34：北京电动出租车三类充电桩赢利性测算

	单桩造价 4 万元 (40KW)	单桩造价 6 万元 (60KW)	单桩造价 9 万元 (90KW)
出租车年行驶里程 (km)	54000	54000	54000
每 km 用电量 [满载与空载耗电程度不一]	0.2	0.2	0.2
度电充电服务费 (包含电价差, 元)	0.8	0.8	0.8
单桩日均服务出租车数量 (辆)	4	5	6
年单桩充电服务费收入(元)	34560	43200	51840
年充电损耗电量 (度, 5%)	2160	2700	3240
用电成本 (元/度)	0.85	0.85	0.85
年损耗成本 (元)	1836	2295	2754
年设备维修费 (万元)	0.12	0.18	0.27
年运营费用 (万元)	0.23	0.34	0.52
年折旧费用 (万元)	0.4	0.6	0.9
年充电站收入总额 (万元)	3.46	4.32	5.18
年不含折旧的现金流 (万元)	2.92	3.57	4.12
年充电桩利润总额 (万元)	2.52	2.97	3.22

投资收回年限(年)	1.59	2.02	2.80
-----------	------	------	------

来源：中泰证券研究所

2.3 互联网售卖新能源车

- 公司自设立充电生态圈构想之初，便将“大平台卖车”纳入体系内。公司与新能源车产业链生众多知名厂家的合作关系十分紧密（成立众多合资公司，包括吉利、北汽等主流车厂，亿纬锂能、中航锂电等主流电池厂），在向新能源车后端产业链延伸时已有了先发优势。

目前公司已成为部分区域中北汽新能源、江淮、吉利等车型的代理商，并成立了新能源车网上商城，提供众泰云 100、北汽 EV160、江淮 ieV5 等 10 款车型的出售。商城界面友好，操作简单，只需要 1) 填写订单信息；2) 订金支付（可选择支付宝、微信等支付方式）；3) 等待审核；4) 审核成功；5) 完成提车等 5 大步骤即可购得车辆。

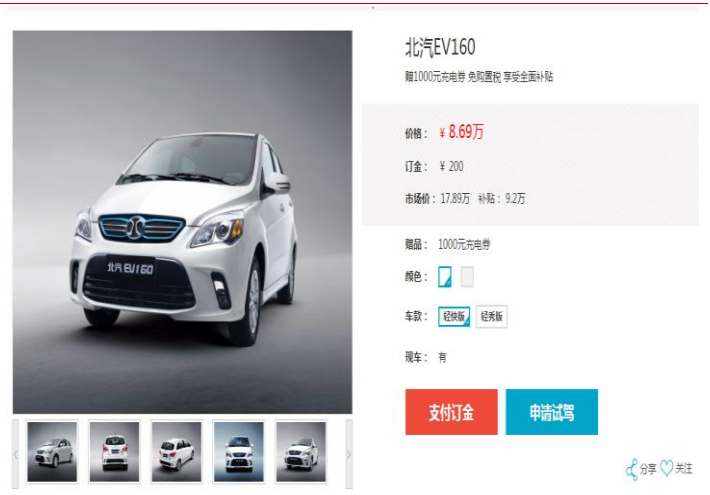
公司利用自身在充电桩领域技术与市场的优势，为每一位在其网上商城购买新能源汽车的用户提供高达 1000 元的充电券，同时辅以免购置税，享受全面补贴等优惠政策，对众多消费者极具吸引力。

图表 35：特来电新能源车网上商城



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 36：特来电新能源车网上商城



来源：公司官网，中泰证券研究所

2016/2017H1 公司在充电桩与新能源售车领域分别取得了 16.72/3.56 亿的收入（我们推测公司售车数量分别在 1.5/0.3 万台左右），主要盈利模式包括 1) 获得地补；2) 赚取售车差价等。

在未来公司将利用售车积累的客户资源与数据资料完善自身充电生态圈布局。打造新能源车售卖领域的“国美”，建设更为广泛的售车体验店，形成规模效应。

2.4 搭建互联网云平台，实现数据共享互通

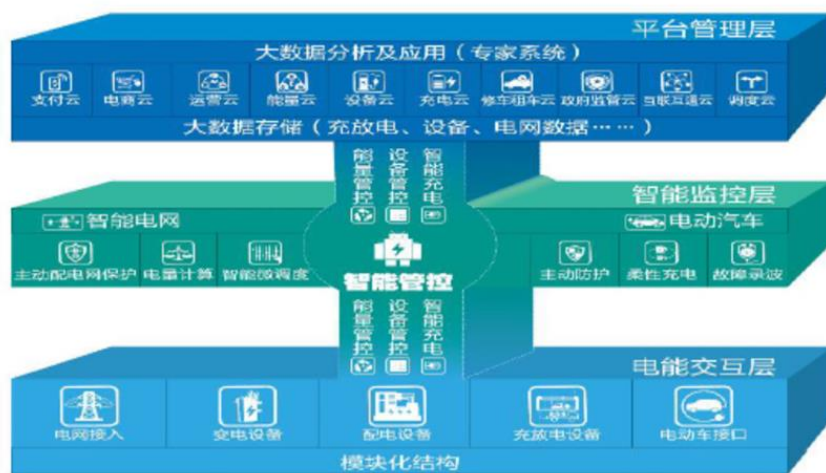
- 2016 年公司自主研发特来电云数据平台，实现信息传递、业务运营和管

理监控，构建整个生态体系中互联互通的大数据平台。公司创新的采用“王”字体系，包括三项“横向技术”（电能交互层、智能监控层、平台管理层）与三项“纵向技术”（实现设备管控、能量管控和智能充电的连接）相结合。

*注：云平台中的电能交互层为硬件层，通过公司多功能的智能箱变实现变电、配电和充放电一体化，与电网之间交互后直接连接到电动汽车上，实现电能的交互；云平台中的智能监控层通过公司与国家电网之间形成的微调度，实现电能的计量功能，包括主动配电网的保护过程，其次借助电动汽车上的一些功能实现主动防护、柔性充电以及故障路波；云平台中的平台管理层实现大数据存储，分析及应用，通过十朵数据云平台协同联动，展现多方面的服务价值。

该数据云平台是实现充电网、车联网、互联网“三网融合”的生态云平台，具有很强的数据处理与分析能力，且可以支持更多各类数据纳入系统。同时，云平台具有将平台数据对接到第三方互联网服务平台或其他合作方等机构平台的开放接口，打通全产业链的数据信息以及整合公交系统等系统，实现电池全生命周期模型分析、共享大数据分析结果。

图表 37：“王”字技术体系架构图



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 我们认为充电数据的统计与分析将成为行业发展的关键点。根据国家对于充电基础设施的发展规划预测，为保证 2020 年全国 500 万辆电动汽车能够得到有效的充电服务，在没有大数据平台支持的前提下，每天产生的数据量会使维运成本远高于 10 亿，因此公司与整个行业都将会因这项技术获益。

2016 年末，云平台已初步搭建完毕，截至 2017.9.12 运行累计充电量约 3.9 亿度，支持终端 17.79 万个，平台服务企业 437 家在线运营；在大数据方面，云平台提供了 43 组监控面板，1500+ 监控元数据，1700+ 监控项，300+ 预警项，可以支撑每天多达 50TB 的充电数据。

图表 38：特来电云平台监控界面



来源：公司年报，中泰证券研究所

目前公司的充电网端口已向社会充分开放，其余充电运营网络与公司平台的接入仅需要提交申请完成审核后即可接入。接入公司充电平台的充电网络有充电网、第一电动网、电桩等等。

图表 39：特来电充电网络充电端口接入流程



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 40：特来电合作厂商



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 在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，共同合作进行充电基础设施建设与运营；跨界合作方面，公司与新华网、上海交大、支付宝、首汽 GOFUN、一度用车、上海国际汽车城等进行合作。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网领域综合金融业务。未来公司将继续拓展与各领域机构平台的合作关系，携手实现产业发展。

图表 41：公司多领域的合作伙伴

主体类型	合作方
政府资本	天津创投、西安城投、双流交投、重庆两江集团、湖南彩信经投、上海中电投融、合肥建投、安徽国轩
公交	廊坊交运、德州公汽、临沂公交、扬州交通、温州交运、青岛真情巴士、瑞源工程
整车	北汽新能源、重庆长安、苏州金龙、厦门金龙、新乡新能电动、电蚂蚁
电池	CATL 长春、亿纬锂能、中航锂电
整车	国网电动汽车、宇通客车、众泰汽车、吉利集团、江淮汽车、东风电动车、南京金龙、东南汽车

来源：公司年报，中泰证券研究所

四、多能生态网成为公司未来发展新亮点

- 公司不仅专注于充电生态网建设，目前正积极利用太阳能、电动汽车移动储能和高电压固体电蓄热，以智能化新能源箱变为核心装备，以分布式新能源利用和需求侧负荷管理为目标，打造电能、太阳能、热能、风能等多维能源管理生态网。具体业务主要为能源管理网（新V网）户外箱式系统设备及固体电蓄热系统的开发、应用、管理、推广等，并提供电网调峰辅助等服务。

图表 42：公司多能生态网



来源：公司年报，中泰证券研究所

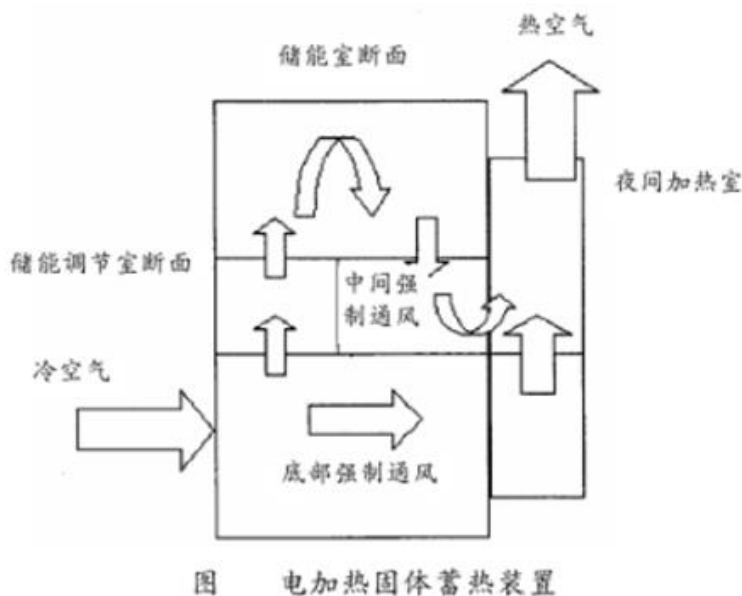
1、首创高电压固体电蓄热技，环保盈利兼备

- 高电压固体电蓄热是多能生态网体系的核心设备。电蓄热储能装置按照介质的不同，分为固态与液态两种。传统液态蓄热电锅炉多以水或导热油为介质，由于导热油价格较高，国内多数场合仍使用水介质蓄热电锅炉，但受到水保和温度的限制，水箱体积和壁厚过大，使安装和管理颇为不便。而固体蓄热储能装置能够解决上述问题。

固体蓄热材料蓄热能力比同体积水大五倍左右，蓄热温度可达

800~1000℃以上，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。而电加热固体电蓄热装置除了拥有前述优势，还由于转变老式燃煤能源体系，采用电能转化为热能储备，更加节能环保。

图表 43：电蓄热锅炉工作原理



来源：公开资料，中泰证券研究所

公司控股股东青岛德锐投资有限公司和公司在固体蓄热方面研发了“产品国内唯一，技术世界领先”的高电压固体电蓄热技术，解决了由于燃煤热电比例高，调峰电源建设条件差，冬季供暖期调峰困难，弃风问题严重等问题，利用发电机组电能转换成热能补充到热网，使燃煤火电机组在不降低运行的情况下，实现对电网的深度调峰，符合新型环保理念，具有很高的社会效益。

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，投建规模分别为 260MW、320MW、280MW。同时，根据相关政策，电厂负荷率超过一定比例需要分摊调峰辅助服务费，而负荷率低于一定比例的电厂则获得调峰辅助服务费，公司的调峰项目为电厂降低了负荷率从而获取盈利。

2、储能行业市场持续上扬，政策助力未来发展

- 储能产业近年来成为国家能源产业的发展重点之一。2016 年，储能产业在政策的支持下经历了快速发展的小高潮，电热储能作为绿色能源发展项目受到多项政策的支持。2017 年国家也依旧强调相关产业发展。

图表 44：国家储能政策梳理

时间	部委	政策	摘要
2016 年 5 月	国家发展改革委、 国家能源局、财政 部等九部委	《关于推进电能替代的指导意见》	“十三五”期间将全面推进北方居民采暖、生产制造、交通运输和电力供应与消费等 4 个领域的电能替代散烧煤、燃油工作，并提到拉大峰谷价差的政策预期
2016 年 6 月	国家能源局	《关于促进电储能参与“三北”地区电力辅助服务补偿(市场)机制试点工作的通知》	通知鼓励“三北”地区发电企业、售电企业、电力用户、电储能企业等投资建设电储能设施。
2017 年 3 月	国家能源局	《关于促进储能技术与产业发展的指导意见(征求意见稿)》	将储能与电力体制改革相结合，提出要为储能产业发展建立补偿机制，并允许储能通过市场化方式参与电能交易

来源：能源局官网，中泰证券研究所

根据《能源发展“十三五”规划》当前是储能产业发展的关键时期，储能参与调峰辅助服务，可以大大缩短项目投资回收期，正在进入商业化提速的阶段。据《中国储能行业市场前瞻与投资预测分析报告》预计，由于近五年全球储能行业的年复合增长率达到 193%，预计未来十年我国储能市场的容量将达到 1000 亿美元。储能应用前景广阔，未来将为我国经济增长、绿色能源发展创造巨大的价值。公司作为国内固体储热储能领域领军企业，相信在“多能生态网”的概念背景下，能够乘市场东风为多方带来巨大价值。

五、估值与投资建议

- 我们认为：1) 公司在得到川开电气补强后，传统电力一次设备领域（箱变、开关等）**望保持 10~15% 的增速**，伴随国家对配网投资的力度加大与十三五期间轨交建设的加速拓展，公司原主业会保持平稳增势。2) 公司在充电桩领域布局的决心在行业中堪称最为坚决，公司充电桩产品在**市场布局、技术研发、后续盈利模式（大数据、售车等）**等领域所取得的成绩充分证明公司在充电桩领域的领先地位，我们认为作为高速增长新能源汽车行业的重要配套设施——充电桩，其发展会是大势所趋。经历行业充分竞争走出的企业会成为行业巨头，享受龙头溢价，公司具备充足潜力。我们预计 2019 年，随着新能源车的广泛普及，公司各地充电桩布局望迎来明显的收入拐点，拉动业绩显著提升。3) 公司多能互补针对**光伏+固体储能**布局，我们看好储能在我国的发展，公司的先发布局在储能行业曙光来临之时亦有望受益。
- 我们对于公司原有业务进行了分项分析，成长情况预测请见图
- 我们预计 2017 至 2019 年的年营业收入分别为 57.43/66.19/80.41 亿元，同比分别增长 -6.0%/15.3%/21.5%；2017-2019 年净利润分别为 2.62/3.38/5.88 亿元，对应增速 4.3%/28.8%/74.2%，EPS 分别为 0.26/0.34/0.59 元。根据可比公司 2018 年平均市盈率 50.06X 作参考，考虑公司充电桩业务的高增长预期，给予 2018 年公司整体 60 倍市盈率

的估值溢价，对应收购完成后目标市值 203 亿，目标价 20.32 元。

图表 45：可比公司估值情况

	收盘价	EPS			PE		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
通合科技	34.35	0.51	0.34	0.41	67.35	101.63	83.50
万马股份	10.36	0.23	0.23	0.24	45.04	45.86	42.77
中恒电气	13.72	0.29	0.43	0.57	47.31	31.81	23.92
均值					53.24	59.77	50.06

来源：wind，中泰证券研究所（*注收盘价去 6-12 日收盘价，公司预测 EPS 取 wind 一致预期）

图表 46：公司分业务盈利预测

单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
特锐德合计								
营业收入	658.03	1,345.72	1,917.50	3,042.980	6,108.520	5,743.050	6,619.359	8,040.481
增长率		104.51%	42.49%	58.70%	100.74%	-5.98%	15.26%	21.47%
成本	567.80	1,062.43	1,445.50	2,277.05	4,769.37	4,437.11	5,074.06	5,992.48
毛利润	90.23	283.29	472.00	765.93	1,339.15	1,305.94	1,545.30	2,048.00
综合毛利率	13.71%	21.05%	24.62%	25.17%	21.92%	22.74%	23.35%	25.47%
箱式变电站								
收入	379.03	679.03	853.02	917.38	846.31	930.94	1,024.04	1,177.64
增长率		79.1%	25.6%	7.5%	-8%	10%	10%	15%
成本	246.88	471.61	608.02	660.81	638.25	698.21	757.79	871.45
毛利	132.15	207.42	245.00	256.57	208.06	232.74	266.25	306.19
毛利率(%)	34.87	30.55	28.72	27.97	24.58	25.00	26.00	26.00
户内开关柜								
收入	167.79	326.97	489.88	652.56	1,339.91	1,473.90	1,694.99	1,949.23
增长率		94.9%	49.8%	33.2%	105%	10%	15%	15%
成本	124.12	244.76	362.03	478.69	998.94	1090.69	1254.29	1442.43
毛利	43.68	82.21	127.85	173.87	340.97	383.21	440.70	506.80
毛利率(%)	26.03	25.14	26.10	26.64%	25.45	26.00%	26.00%	26.00%
箱式开关站								
收入	105.38	200.57	324.30	335.27	504.37	554.81	610.29	671.32
增长率		90.3%	61.7%	3.4%	50%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	64.65	138.64	230.45	252.10	344.38	377.27	427.20	469.92
毛利	40.73	61.92	93.85	83.17	159.99	177.54	183.09	201.39
毛利率(%)	38.65	30.87	28.94	24.81%	31.72	32.00%	30.00%	30.00%
安装工程及其他								
收入	5.83	139.15	250.30	496.38	421.66	463.83	533.40	613.41
增长率		2286.8%	79.9%	98.3%	-15%	10%	15%	15%
成本	246.88	471.61	608.02	417.84	318.57	347.87	400.05	460.06
毛利	132.15	207.42	245.00	78.54	103.09	115.96	133.35	153.35
毛利率(%)	34.87	30.55	28.72	15.82%	24.45	25.00%	25.00%	25.00%
光伏 EPC								

收入	491.68	1,274.15	700.78	875.98	1,094.97
增长率		159%	-45%	25%	25%
成本	376.96	1,096.87	595.67	744.58	930.73
毛利	114.72	177.29	105.12	131.40	164.25
毛利率(%)	23.33%	13.91	15.00%	15.00%	15.00%
新能源汽车及充电服务					
收入	149.71	1,722.12	1,618.79	1,780.67	2,403.91
增长率		1050%	-6%	10%	35%
成本	90.65	1,372.36	1327.41	1460.15	1778.89
毛利	59.06	299.90	291.38	320.52	625.02
毛利率(%)	39.45%	17.93	18.00%	18.00%	26.00%
储能业务					
收入				100.00	130.00
增长率					30%
成本				30.00	39.00
毛利				70.00	91.00
毛利率(%)				70.00%	70.00%

来源: wind, 中泰证券研究所

六、风险

- **产业政策风险:** 电力行业的发展受国家宏观政策（如宏观经济政策、能源政策、环保政策等）影响较大。未来宏观经济的周期性波动，可能致使相关行业的经营环境发生变化，项目投资或技术改造不及预期，上市公司盈利能力存在一定的波动风险。同时公司电动汽车业务市场发展受政策的影响，国家大力发展新能源行业和推广电动汽车充电设施建设成为未来方向，但如果政策未及时落地、扶持效果不及预期，将对公司经营产生影响。
- **电动汽车投资业务出现的短期亏损风险:** 电动汽车充电的商业模式是免费投资汽车充电系统，通过收取充电服务费盈利，由于汽车充电系统前期投入较大，而资金的来源主要是通过银行融资解决，融资的财务成本较高，电动汽车市场又处于培育期，充电系统的投入速度要远大于电动汽车发展的速度，短期内设备空置率很高，很难盈利，存在着较大亏损的风险。
- **新业务拓展风险:** 公司在保持箱变业务细分行业龙头的前提下，积极在新能源等业务领域开拓业务，力争为股东创造更大价值。但由于不同行业、不同业务的管理模式、经营模式存在差异，存在公司管理不能适应新业务发展或外部条件变化而使公司业务不能达到预期的风险。

图表 47: 特锐德财务预测表

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%	3.8%	5.1%	6.3%	8.4%
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	1,628.4	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%	74.8%	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)	118.2	68.5	65.6	51.0	29.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.0	6.4	5.9	5.4	4.7
财务费用	39.5	63.7	97.1	152.4	187.0	P/FCF	-73.8	15.3	-170.4	45.5	27.2
投资收益	-6.7	-6.1	-6.0	-6.0	-6.0	P/S	5.7	2.8	3.0	2.6	2.1
少数股东损益	-9.2	-57.3	-52.5	-67.6	-117.7	EV/EBITDA	131.9	51.0	40.2	30.2	19.9
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	4.6	2.0	11.9	2.0	0.9
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	10.4	6.5	4.2	3.4	2.7

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。