

## 2B王者强化2C属性，充电业务望进入加速增长长期

评级：增持(首次)

市场价格：18.65

分析师：邹玲玲

执业证书编号：S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

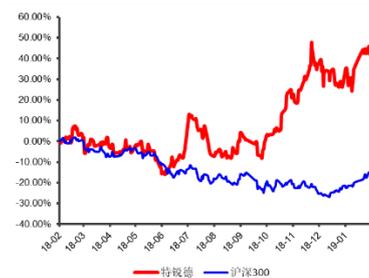
研究助理：花秀宁

Email: huaxn@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	998
流通股本(百万股)	925
市价(元)	18.65
市值(百万元)	18605
流通市值(百万元)	17246

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6108.51	5105.00	5308.53	6121.17	7334.21
增长率 yoy%	103.48%	-16.43%	3.99%	15.31%	19.82%
净利润	251.53	278.32	199.67	375.15	529.54
增长率 yoy%	72.74%	10.65%	-28.26%	87.89%	41.15%
每股收益(元)	0.25	0.28	0.20	0.37	0.53
每股现金流量	0.79	-0.26	-0.04	0.24	0.36
净资产收益率	9.28%	9.37%	6.37%	10.50%	13.15%
P/E	73.97	66.85	93.18	49.82	35.30
PEG	4.69	2.76	13.63	3.16	1.45
P/B	6.86	6.26	5.94	5.23	4.64

### 投资要点

- **箱式电力设备龙头历时四载打造全国最大汽车充电生态网。**公司作为箱式电力设备龙头，制定了“一机两翼”的发展战略，即以智能制造为“机身”，两翼分别为汽车充电生态网和新能源微网，是公司发展的两个新引擎。经过四年的布局，充电桩的投建及上线运营数量均居全国第一，市场占有率超40%。
- **充电板块：运营迎来收获期，“共建共享”模式拉动设备销售。**公司在充电板块的布局涉及运营、设备销售等业务。(1)运营端：截至2018年6月底，公司上线运营充电桩超过12万个，其中公共充电桩超过11万个，由于存在物理垄断和资金垄断作用，公司在充电运营领域具有先发的规模优势，随着新能源汽车存量不断扩大，运营效率不断提升；(2)设备端：公司在充电板块主要实施“共建共享”轻资产模式和“合资合作”的平台模式，将带动充电设备销量高速增长，2018H1充电设备销售2.26亿元，同比增长1640.80%。
- **2020年充电运营市场规模约65亿元，2020年前充电设施建设市场空间约327亿元。**充电业务包括充电运营和充电设备销售。《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020年)》指出的到2020年全国电动汽车保有量将超过500万辆，我们推测到2020年，公共桩充电运营服务费市场规模约65亿。此外，《指南》指出到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，我们推测到2020年，充电设施建设的累积市场空间约327亿元。
- **2B王者强化2C属性，充电业务望进入加速增长长期。**公司进入充电运营领域之前是一个2B企业，未来2C属性将会不断强化，将大幅提升充电运营效率，带来业绩弹性。当利用率由15%提升至17.5%时，公共桩IRR提升9.7PCT。
- **智能制造板块：箱式电力设备细分龙头，四大领域助力稳定增长。**公司作为中国最大的箱式电力产品系统集成商，取得了中国铁路市场占有率第一、煤炭市场第一、局部电力市场第一的好成绩。受配网改造、铁路建设、城市轨道交通以及新能源等领域的发展带动，公司作为细分龙头，或将保持稳健增长态势。
- **新能源微网：精准研发和推广，中标多个优质项目。**公司新能源微系统的创新研发与市场推广，针对性对多场景设计应用方案与商业模式，已成功中标多个优质项目，并积累重点储备项目近50个，得到用户的认可，发展势头良好。
- **投资建议：**预计2018-2020年分别实现净利2.00、3.75和5.30亿元，同比分别增长-28.26%、87.89%、41.15%，当前股价对应三年PE分别为93、50、35倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**产业政策风险、电动汽车投资业务出现的短期亏损风险、新业务拓展风险。

## 内容目录

<b>1、公司现状：箱式电力设备龙头，充电板块或迎拐点</b> .....	<b>- 5 -</b>
1.1 公司简介：专注箱式电力设备，布局充电生态网和新能源微网 .....	- 5 -
1.2 主营业务：智能制造、充电生态网和新能源微网布局成型 .....	- 6 -
1.3 财务状况：充电业务步入收获期，业绩或迎反转 .....	- 6 -
<b>2、主业层面：智能制造稳发展，充电业务迎来收获期</b> .....	<b>- 10 -</b>
2.1 充电生态网：运营迎来收获期，“共建共享”拉动设备销售 .....	- 10 -
2.2 智能制造：箱式电力设备细分行业龙头，四大领域助力稳定增长 .....	- 17 -
2.3 新能源微网：积极布局，迎接能源互联网时代 .....	- 19 -
<b>3、增长点：2B 王者强化 2C 属性，充电业务望进入加速增长期</b> .....	<b>- 21 -</b>
3.1 2B 王者强化 2C 属性，充电运营效率加速增长 .....	- 21 -
3.2 运营效率提升，业绩弹性大 .....	- 22 -
<b>4、盈利预测和投资建议</b> .....	<b>- 23 -</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>- 24 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: “一机两翼”图示.....	- 5 -
图表 3: 2013 年以来主营构成 (亿元) .....	- 6 -
图表 4: 2018 上半年主营业务构成.....	- 6 -
图表 5: 2018Q1-3 营收 38.82 亿元, 同增 2.38% .....	- 6 -
图表 6: 2018Q3 营收 12.55 亿元, 同增 6.10%.....	- 6 -
图表 7: 2018Q1-3 归母净利 1.44 亿元, 同增 2.91%.....	- 7 -
图表 8: 2018Q3 归母净利 0.21 亿元, 同降 44.17% .....	- 7 -
图表 9: 2018Q1-3 毛利率、净利率为 25.29%、3.27%.....	- 7 -
图表 10: 2018Q3 毛利率、净利率为 26.89%、1.41%.....	- 7 -
图表 11: 2018Q1-3ROE 为 4.76%, 同降 0.28PCT .....	- 8 -
图表 12: 杜邦分析中销售净利率变化.....	- 8 -
图表 13: 杜邦分析中资产周转率变化.....	- 8 -
图表 14: 杜邦分析中权益乘数变化.....	- 8 -
图表 15: 2018Q3 资产负债率为 73.61% .....	- 9 -
图表 16: 充电网的四大布局.....	- 10 -
图表 17: 2020 年公共充电运营市场空间测算.....	- 11 -
图表 18: 2020 年前充电设备市场空间测算 .....	- 11 -
图表 19: 2018 年 6 月底各运营商公共充电桩总量 (单位: 个) .....	- 12 -
图表 20: 十大研发中心 .....	- 12 -
图表 21: 六大商业模式 .....	- 12 -
图表 22: 公司技术发展历程, 一直保持行业领先 .....	- 13 -
图表 23: “王”字技术体系架构图.....	- 13 -
图表 24: 特来电云平台 .....	- 13 -
图表 25: 18H1 新能源汽车及充电营收同增 45.50%.....	- 14 -
图表 26: 18H1 新能源汽车及充电毛利率 19.23% .....	- 14 -
图表 27: 18H1 上线运营桩 12.5 万根, 复合增长 60%.....	- 14 -
图表 28: 18H1 累计充电量 10 亿度, 复合增长 533%.....	- 14 -
图表 29: 18H1 日充电量复合增长 312% .....	- 15 -
图表 30: 18H1 注册用户数 83 万人, 复合增长 207%.....	- 15 -
图表 31: 充电板块亏损情况 (万元) .....	- 15 -
图表 32: 公共快充桩内部收益率 (IRR) 受利用率和充电服务费的影响.....	- 16 -
图表 33: 政府资本和企业已经成为特来电合伙人股东.....	- 17 -

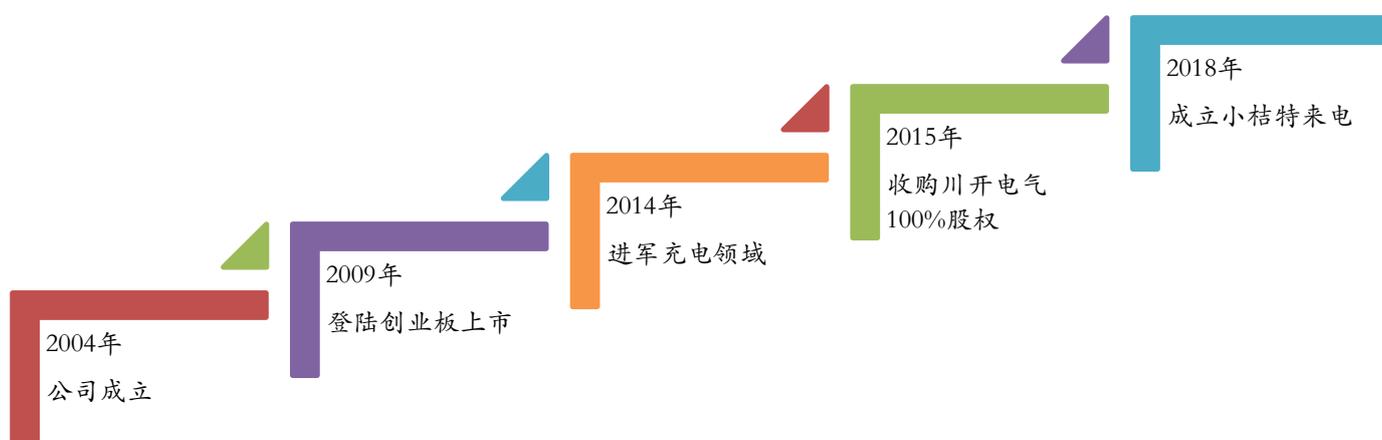
图表 34: 四大领域带动电力设备行业稳定增长.....	- 17 -
图表 35: 18H1 智能制造营收 17.86 亿元, 同增 20%.....	- 18 -
图表 36: 电气设备智能制造毛利率保持稳定.....	- 18 -
图表 37: 新能源微电网 VS 传统配用电网.....	- 19 -
图表 38: 新能源微电网政策一览.....	- 20 -
图表 39: 微电网技术国内领先.....	- 20 -
图表 40: 新能源微电网四大价值体现.....	- 20 -
图表 41: 2014 年进入充电领域后团队规模扩大.....	- 21 -
图表 42: 2016 年中以来日充电量复合增长 312%.....	- 21 -
图表 43: 公共充电桩 IRR 随利用率明显增加.....	- 22 -
图表 44: PE Band.....	- 23 -
图表 45: PB Band.....	- 23 -
图表 46: 公司财务数据预测 (单位: 百万元).....	- 25 -

## 1、公司现状：箱式电力设备龙头，充电板块或迎拐点

### 1.1 公司简介：专注箱式电力设备，布局充电生态网和新能源微网

- 发挥传统箱变业务优势，进行“一机两翼”新布局。公司自成立以来一直专注于箱式电力设备的研发与制造，是中国最大的户外箱式电力产品系统集成商、国内最大的箱变研发生产企业。公司制定了“一机两翼”的总体发展战略，即以智能制造为“机身”，持续推动电力设备研发、生产及平台管理水平，夯实企业发展的基础；两翼分别为汽车充电生态网和新能源微网，是公司发展的两个新引擎。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 2：“一机两翼”图示

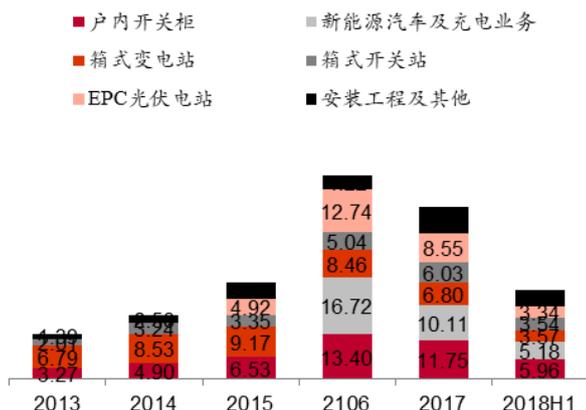


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 1.2 主营业务：智能制造、充电生态网和新能源微网布局成型

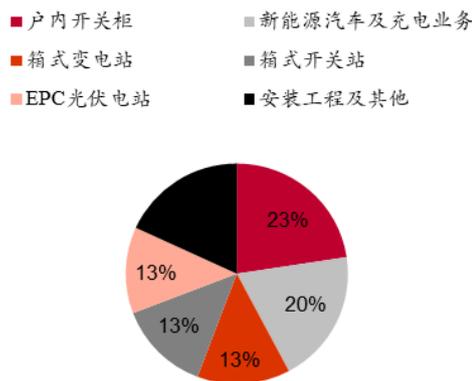
- **智能制造是公司第一大主营业务，充电业务占比稳步提升。**从公司的营收情况可以看出，智能制造板块（户内开关柜、箱式变电站、箱式开关站、安装工程及其他）是公司最大的主营业务，2018年上半年智能制造板块实现营收17.86亿元，在总营收中占比达到67.73%。新能源汽车及充电业务实现营收5.18亿元，在总营收中占比达到19.64%，占比较去年同期提高6.05PCT。

图表3：2013年以来主营构成（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表4：2018上半年主营业务构成

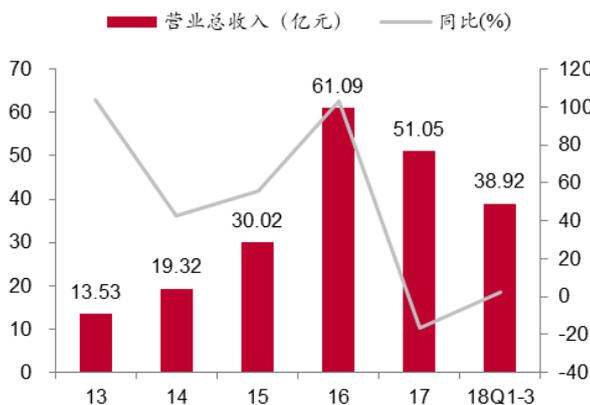


来源：WIND，中泰证券研究所

### 1.3 财务状况：充电业务步入收获期，业绩或迎反转

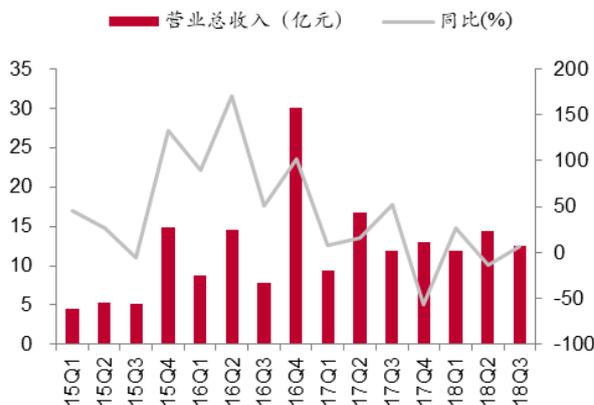
- **电动汽车保有量的快速增加，充电量呈爆发式增长，2018Q1-3 营收同增 2.38%。**公司2018Q1-3实现营收38.82亿元，同增2.38%。这主要原因是，2018年电动汽车产销量快速增长，对充电需求越来越大。2018年上半年公司充电量达到4.4亿度，充电业务收入达到2亿元，与去年全年水平相当，同增193.80%；充电设备销售2.26亿元，同增1640.80%。2018年全年充电量约11.3亿度，实现充电设备的销售收入约6.5亿元。

图表5：2018Q1-3 营收 38.82 亿元，同增 2.38%



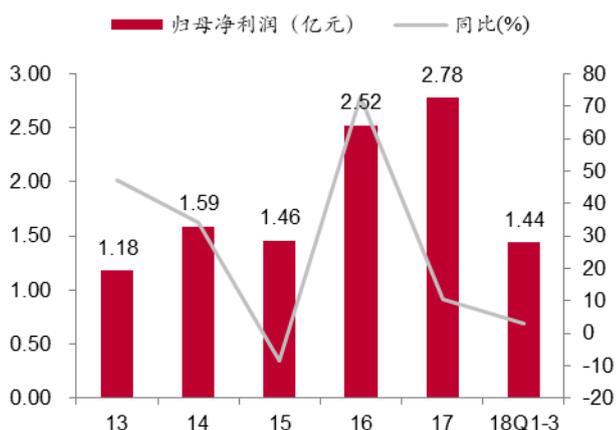
来源：WIND，中泰证券研究所

图表6：2018Q3 营收 12.55 亿元，同增 6.10%

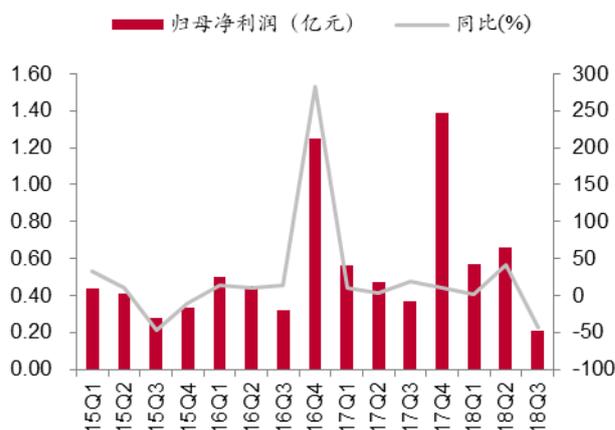


来源：WIND，中泰证券研究所

- 箱变产品优势明显，充电网格局基本形成，2018Q1-3 归母净利润同增 2.91%。**在公司继续发挥箱变产品龙头优势，充电网格局基本形成，迎来盈利期的情况下，公司经营业绩取得稳健增长。2018Q1-3 归母净利润 1.44 亿元，同比增加 2.91%。

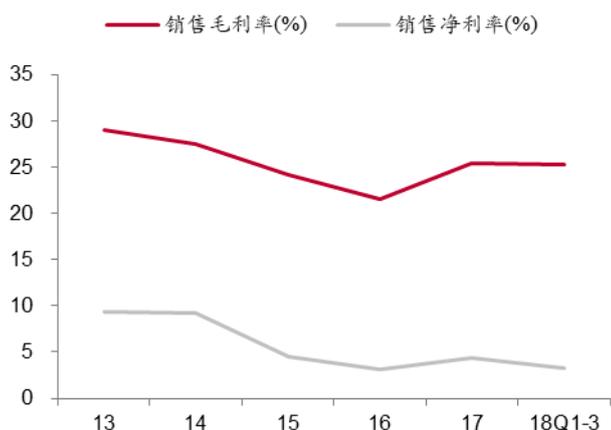
**图表 7: 2018Q1-3 归母净利 1.44 亿元，同增 2.91%**


来源: WIND, 中泰证券研究所

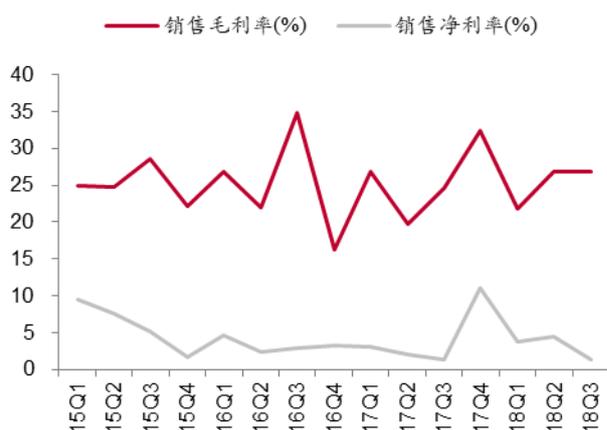
**图表 8: 2018Q3 归母净利 0.21 亿元，同降 44.17%**


来源: WIND, 中泰证券研究所

- 公司盈利水平相对稳定。**2018Q1-3 公司毛利率、净利率分别为 25.29%、3.27%，同比分别增加 2.31、1.16PCT。就业务来看，2018 上半年，新能源汽车及充电业务毛利率 19.23%，较上期增加 2.37%；箱变系列产品毛利率稳定，维持在 25%以上。

**图表 9: 2018Q1-3 毛利率、净利率为 25.29%、3.27%**


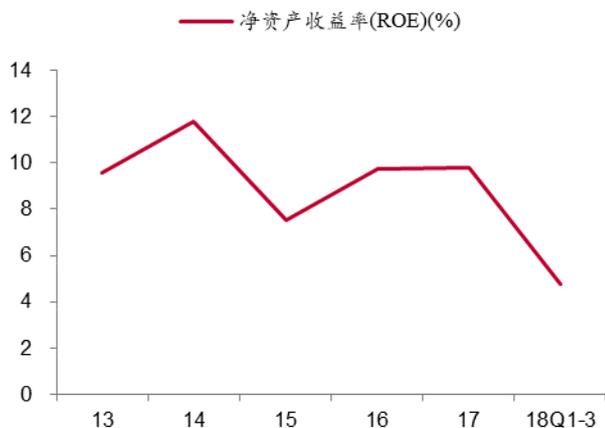
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 10: 2018Q3 毛利率、净利率为 26.89%、1.41%**


来源: WIND, 中泰证券研究所

- 净资产收益率基本持平。2018Q1-3 公司净资产收益率(ROE)为 4.76%，同降 0.28PCT。

图表 11: 2018Q1-3ROE 为 4.76%，同降 0.28PCT



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 12: 杜邦分析中销售净利率变化



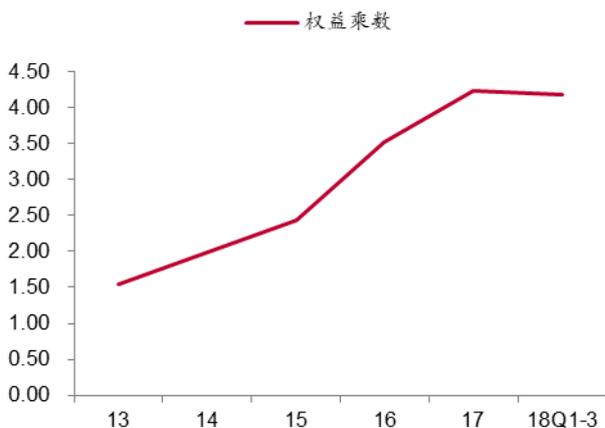
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 13: 杜邦分析中资产周转率变化



来源: WIND, 中泰证券研究所

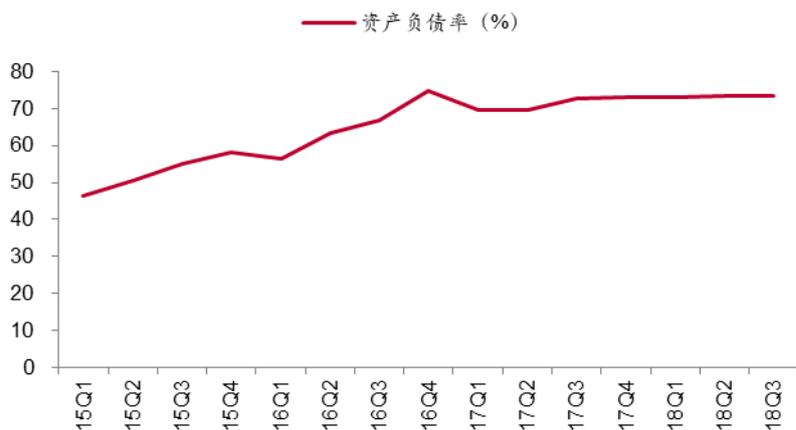
图表 14: 杜邦分析中权益乘数变化



来源: WIND, 中泰证券研究所

- 资产负债率较高，但经营模式转变后，财务状况有望改善。2018 年三季度末公司资产负债率为 73.61%，同比增加 1.00 PCT。公司电动汽车充电的早期商业模式是免费投资汽车充电系统，由于前期投入较大，而资金的来源主要是通过银行融资，从而资产负债率较高。未来，电动汽车充电业务将发展“共建共享”模式，由“重资产模式”向“轻资产模式”转变，资产负债率将有所下降，财务状况将有望改善。

**图表 15: 2018Q3 资产负债率为 73.61%**



来源: WIND, 中泰证券研究所

## 2、主业层面：智能制造稳发展，充电业务迎来收获期

### 2.1 充电生态网：运营迎来收获期，“共建共享”拉动设备销售

- **充电生态网是电动汽车赖以生存的基础设施网络。**充电生态网是指运用互联网思维，构建全新的融智能制造、充电运营、数据服务为一体的新兴产业。整个充电生态产业链条，以充电服务网络为依托，衍生出售电、购物、约车、修车、支付等增值服务，涵盖吃住行游购娱等各个方面。新能源汽车充电网生态产业是新能源和新交通双向深度融合的新产业，未来或将成为支撑我国经济发展的重要支柱性产业。

图表 16：充电网的四大布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2020 年充电运营市场规模约 65 亿元，2020 年前充电设施建设市场空间约 327 亿元。**通常，充电业务包括充电运营和充电设备销售。《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》指出的到 2020 年全国电动汽车保有量将超过 500 万辆，其中电动公交车超过 20 万辆，电动出租车超过 30 万辆，电动环卫、物流等专用车超过 20 万辆，电动公务与私人乘用车超过 430 万辆。据此，我们推测到 2020 年，公共桩充电运营服务费市场规模约 65 亿。此外，《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》指出到 2020 年需要新建公交车充换电站 3850 座，出租车充换电站 2500 座，环卫、物流等专用车充电站 2450 座，公务车与私家车用户专用充电桩 430 万个，城市公共充电站 2400 座，分散式公共充电桩 50 万个，城际快充站 800 座。据此，我们推测到 2020 年，充电设施建设的市场空间约 327 亿元。

**图表 17: 2020 年公共充电运营市场空间测算**

车型	电动公务与私人乘用车	电动出租车	电动环卫、物流专车	电动公交车
2020 年电动车保有量 (万辆)	430	30	20	20
每百公里电耗 (kWh)	20	20	30	100
日均行驶里程 (km)	25	250	100	240
单车日耗电 (kWh)	5	50	30	240
年行驶里程 (km)	7500	90000	36000	86400
单车每年耗电量 (kWh)	1500	18000	10800	86400
使用公共桩的比例	10%	50%	50%	50%
充电服务费 (不含电价) (元/kWh)	0.5	0.5	0.5	0.5
单车每年充电服务费 (元)	75	4500	2700	21600
充电服务市场规模 (亿元)	3	14	5	43
<b>充电服务市场总规模 (亿元)</b>	<b>65</b>			

来源: 中泰证券研究所

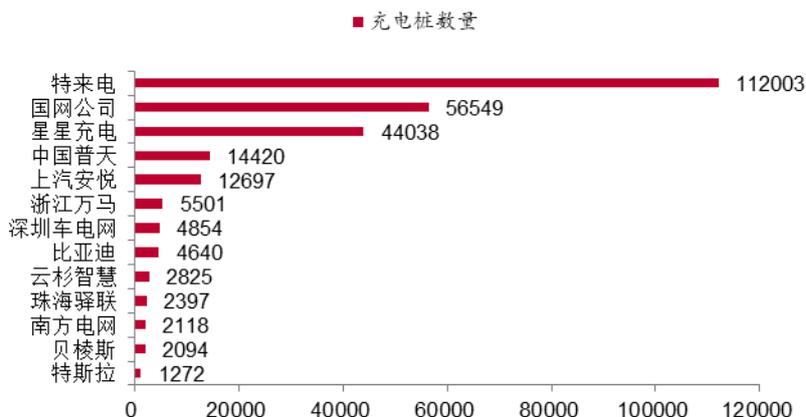
**图表 18: 2020 年前充电设备市场空间测算**

充电设施类型	分散式充电桩 (480 万个)			集中式充换电站 (1.2 万座)				
	居民用户专用	单位内部专用	分散式公共	城市公共充电站	城际快充充电站	出租专用充电站	物流、环卫专用充电站	公交专用充电站
2015-2020 新增数 (座/个)	2,800,000	1,500,000	500,000	2,400	800	2,500	2,450	3,850
充电类型	交流慢充	交流慢充	交流慢充	直流快充	直流快充	直流快充	直流快充	直流快充
充电功率 (kW)	7	7	7	60	120	60	60	120
投资成本 (万元/ 座或个)	0.3	0.3	0.3	100	400	100	100	200
2015-2020 充电设施投资额 (亿元)	84	45	15	24	32	25	25	77
<b>2015-2020 充电设施总投资额 (亿元)</b>	<b>327</b>							

来源: 中泰证券研究所

- 公司是全国规模最大的汽车充电生态网，充电桩的投建及上线运营数量均居全国第一，市场占有率超 40%。**公司电动汽车充电板块的四大业务主要有汽车群充电系统及智能充电站建设及销售、汽车充电运营服务、电动汽车销售及服务和电动汽车租赁服务。截至 2018 年 6 月底，公司累计成立子公司 88 个、项目落地城市 288 个，累计投建充电桩 19 万个，上线运营超过 12 万个，其中公共充电桩超过 11 万个，累计充电量超过 10 亿度，是国内首家充电量突破 10 亿度的充电运营商。

**图表 19: 2018 年 6 月底各运营商公共充电桩总量 (单位: 个)**



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **充电研发团队源自各细分子行业龙头, 实力雄厚, 同时高度重视技术研发, 创新的商业模式, 是成为国内最大的汽车充电生态网的原因。**公司成立了十大研发中心, 目前已经拥有研发人员上千人, 吸引了来自微软、浪潮、艾默生、中兴等著名企业的多位首席科学家以及 1000 余名顶尖人才。公司自主研发的汽车充电系统已涵盖包括“无桩充电、无电插头、群管群控、模块结构、主动防护、柔性充电”在内的六大技术体系, 越来越完善, 从而引领充电技术的发展。同时, 公司创新性地提出“大系统卖电、大平台卖车、大合作租车、大数据修车、大支付金融、大客户电商”六大商业模式, 围绕充电服务衍生的各类增值服务作为新的利润增长点。

**图表 20: 十大研发中心**



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 21: 六大商业模式**

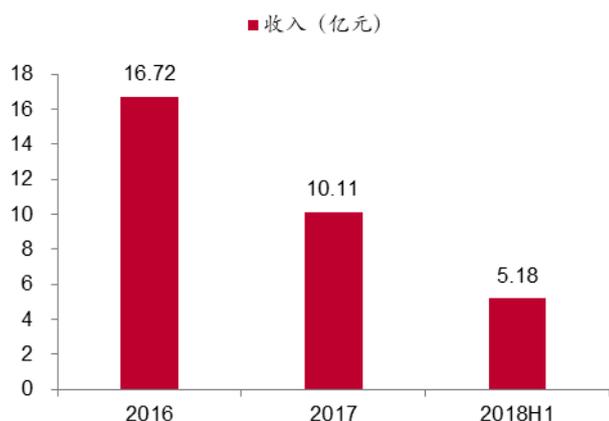


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

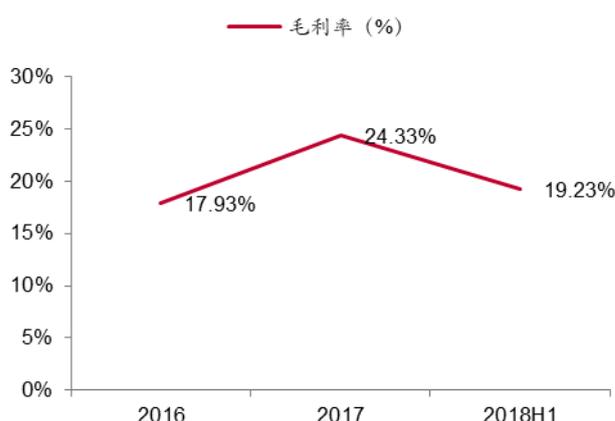
- **充电技术持续领先, 优势明显。**公司从 2014 年开始不断自主研发充电桩技术, 并一路取得重大成果。2014 年首创电动汽车群智能充电系统。2015 年, 发布 CMS 主动柔性充电系统, 技术水平国际领先, 提升电池充电安全性 100 倍以上、延长电池使用寿命 30% 左右。2016 年, 自主研发建设云平台。2017 年, 发布了“汽车充电网”与“新能源微网”双向融合系统。2018 年特来电攻克了包括无线充电技术和乘用车无人充电机器人等十七项支撑电动汽车充电网的关键技术。



- 2018H1 新能源汽车及充电业务营收和毛利润大幅改善，分别同增 45.50% 和 66.67%。** 公司作为我国投建充电桩最多的企业，随着新能源汽车存量的扩大，公司营收和毛利润都获得大幅改善。2018H1 公司在新能源汽车充电业务实现营业总收入 5.18 亿元，比去年同期增长 45.50%；毛利润 0.99 亿元，比去年同期增长 66.67%。其中，2018 年上半年公司充电量达到 4.4 亿度，充电业务收入达到 2 亿元，与去年全年水平相当，同比增长 193.8%，同时充电设备销售 2.26 亿元，同比增长 1640.80%。

**图表 25: 18H1 新能源汽车及充电营收同增 45.50%**


来源: WIND, 中泰证券研究所

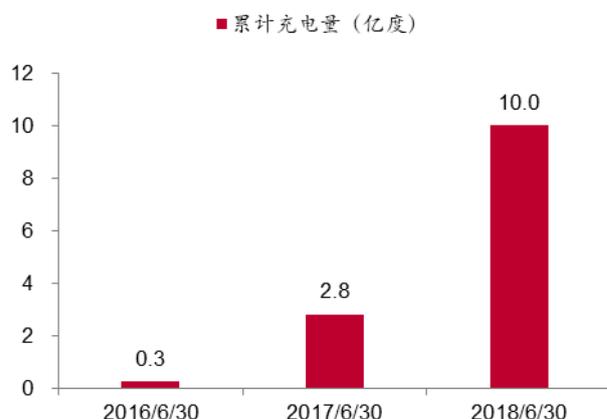
**图表 26: 18H1 新能源汽车及充电毛利率 19.23%**


来源: WIND, 中泰证券研究所

- 运营效率显著提高，规模优势逐步显现。** 近年来，公司不断进行充电站扩建及改造，提高充电功率，满足物流车辆电动化的充电需求。2018 年初，公司充电桩日充电量约为 220 万度，2018 年 6 月底，日充电量已达 340 万度，增速达 54.54%。2018 年上半年，公司充电量约为 4.4 亿度，同比增长 172.2%，已与 2017 年全年充电量持平。2018 年公司充全年电量约 11.3 亿度，2016~2018 年度复合增长率超过 200%。

**图表 27: 18H1 上线运营桩 12.5 万根，复合增长 60%**

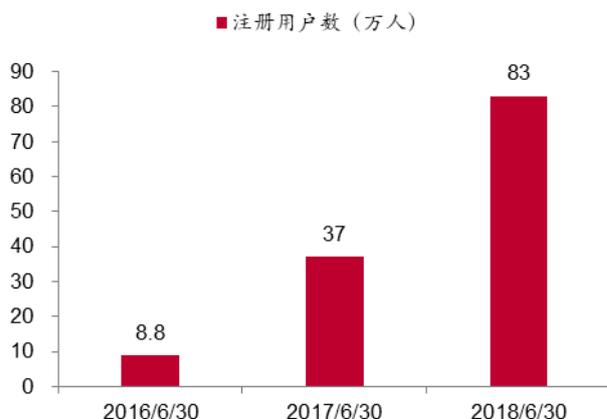

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 28: 18H1 累计充电量 10 亿度，复合增长 533%**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

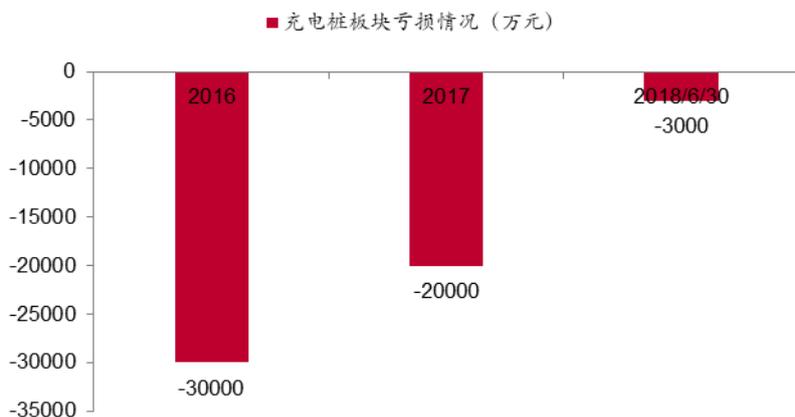
**图表 29: 18H1 日充电量复合增长 312%**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 30: 18H1 注册用户数 83 万人，复合增长 207%**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 充电板块 2018 年可实现盈亏平衡。**2018 上半年，公司充电量达到 4.4 亿度，充电业务收入达到 2 亿元，与去年全年水平相当，同比增长 193.8%，充电设备销售 2.26 亿元，和去年同比增长 1640.8%，2018H1 充电板块亏损 3000 万元，超出年初制定亏损 1 亿元的预期。2018 年公司全年充电量约 11.3 亿度，2016~2018 年度复合增长率超过 200%。此外，2018 年实现充电设备的销售收入约 6.5 亿元。随着充电量的快速增长及充电业务板块其他业务的增长，经初步测算 2018 年公司充电业务已实现盈亏平衡。

**图表 31: 充电板块亏损情况 (万元)**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 短期增长点：初具规模，抢占市场，效率提升带来充电运营高弹性。**充电桩的建设受到场地、区域电网容量的限制，在特定区域内能够运营的充电桩数量有限，存在物理垄断；同时，抢占充电桩行业布局先机需要大量、持久的资金投入，进入壁垒较高。目前公司已经投建和上线运营的充电桩数量均居全国首位，市场占有率超过 40%，确保了公司未来在充电桩领域的龙头地位。公司通过快速布局充电桩形成的规模优势是公司业务发展的重要竞争壁垒，助力公司业绩迎来高速增长。随着新能源

汽车存量规模不断扩大,公司规模优势将逐步显现,运营效率不断提升。以上海地区公共快充桩为例,在服务费为 0.55 元/kWh 的情况下,当利用率由 15.0%提高到 17.5%时,IRR 提高了 9.7 PCT。

图表 32: 公共快充桩内部收益率 (IRR) 受利用率和充电服务费的影响

		5.0%	7.5%	10.0%	12.5%	15.0%	17.5%	20.0%	22.5%	25.0%	27.5%	30.0%
充电服务费 (元/kWh, 含税)	0.45	-8.6%	9.1%	20.5%	30.3%	39.3%	47.8%	56.1%	64.1%	72.1%	79.9%	87.6%
	0.55	0.1%	15.9%	28.1%	38.9%	49.0%	58.7%	68.2%	77.6%	86.8%	95.9%	105.0%
	0.65	5.9%	22.0%	35.0%	47.0%	58.3%	69.3%	80.1%	90.7%	101.3%	111.8%	122.1%
	0.75	10.9%	27.6%	41.7%	54.8%	67.4%	79.7%	91.7%	103.7%	115.6%	127.3%	139.0%
	0.85	15.4%	32.9%	48.1%	62.4%	76.3%	89.9%	103.3%	116.6%	129.7%	142.8%	155.9%
	0.95	19.5%	37.9%	54.3%	69.9%	85.1%	100.0%	114.7%	129.3%	143.8%	158.2%	172.7%
	1.05	23.4%	42.8%	60.5%	77.3%	93.8%	110.0%	126.0%	141.9%	157.8%	173.6%	189.4%

来源: 中泰证券研究所

- **长期增长点: “共建共享”轻资产模式和“合资合作”的平台模式。**“共建共享”的转型,不但带来运营服务收入增加,也将带动充电设备销量增长;“合资合作”的平台模式,将整合资源,带来持续发展的动力。

(1) “共建共享”轻资产模式,运营服务收入增加:公司逐步从现在的充电桩投建型企业转变为充电网运营公司,挑选出盈利优质的充电站,和合伙人“共建共享”,由合伙人持有资产,由公司负责建设、运维、运营和平台服务,共同快速推进充电生态网的建设,实现公司平台化的轻资产运营。“共建共享”的运营模式可以帮助公司,在用少量资金快速推进充电生态网的建设,抢占更多市场份额,从而带来运营服务费增加。

(2) “共建共享”轻资产模式,带动充电设备的销售:在抢占市场份额,快速推动充电生态网建设的同时,“共建共享”模式也可以有效带动充电设备的销售,为公司贡献更多的收入和利润。

(3) “合资合作”的平台模式,互利共赢谋发展:公司通过与各地企业共享股权设立子公司,互利共赢。公司与滴滴成立合资子公司--小桔特来电,落地充电网络建设。同时与美国通用电气、宝马汽车、大众汽车等达成全面战略合作协议,共同推进新能源汽车以及充电基础设施产业的发展。此外,公司已经与神州优车、西安铁塔、汇金租赁、胜利股份、电咖汽车达成全面战略合作,通过“合资合作”的模式,可以整合资源,为长远可持续发展提供动力。

**图表 33: 政府资本和企业已经成为特来电合伙人股东**

类型	合伙人股东	数量
政府平台	西安城投、成都交投、成都工投、新华网、国电投、天津创投集团、双流交投、重庆两江集团、湖南财信、合肥建投、乐山交投、乐山高新投资、乐山城市资源开发、衡水 国泰、衡水市棉麻、嘉兴市嘉通新能源、平潭综合实验区市政、宝鸡天然气、淮安市金湖交通投资、泰山国信科技发展、南京淳科实业、重庆国宏新能源、石嘴山市善道交建	26
公交	廊坊交运、德州公汽、临沂公交、扬州市交通产业集团、温州交运、青岛公交、 青岛真情巴士、襄阳市公交集团	8
整车	北汽新能源、重庆长安、苏州金龙、厦门金龙、新乡新能、电蚂蚁	6
电池	国轩高科、亿纬锂能	2

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 2.2 智能制造：箱式电力设备细分行业龙头，四大领域助力稳定增长

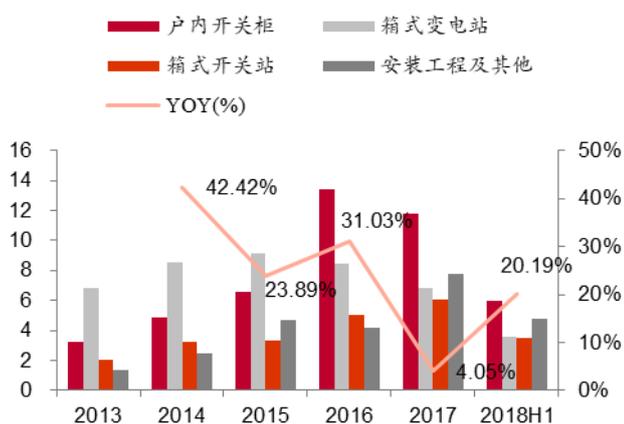
- 配网改造、铁路建设、城市轨道交通以及新能源发电四大领域带动电力设备行业稳定增长。** 国家近几年在电网、铁路、城市轨道交通、新能源发电四大领域相继发布相关政策：“十三五”期间配电网建设改造累计投资额不低于 1.7 万亿元；2018 年铁路固定资产投资额将重返 8000 亿元以上，比原计划多出 680 亿元；2016-2018 年新增城市轨道交通 2000 公里以上，预计投资额达 1.6 万亿元，年均投资额为“十二五”期间的 2 倍；根据《风电发展“十三五”规划》，2018-2020 年，我国风电装机容量还需再增长将近 30%，这也将进一步利好相关电力设备的销售。

**图表 34: 四大领域带动电力设备行业稳定增长**

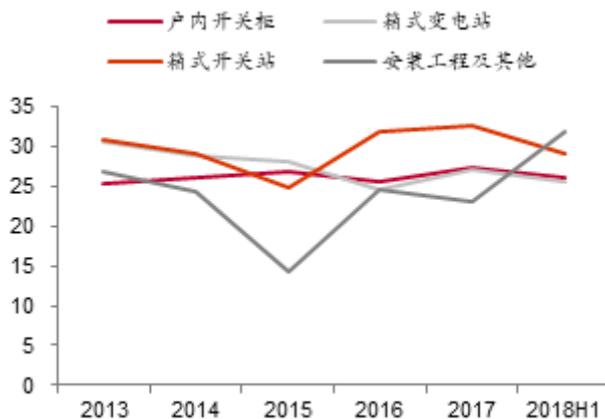
四大领域	政策简析	电力设备发展前景
电网方面	据《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，“十三五”期间配电网建设改造累计投资额不低于 1.7 万亿元，据此测算平均每年的投资额不低于 3400 亿元。2016-2017 年国家电网在配网领域的累计招标金额约为 488 亿元，低于预期。	2018-2020 年配网 改造投资还有很大的增长空间，对相关电力设备的需求也将起到积极的带动作用。
铁路方面	据《中国铁路中长期发展规划》，未来几年我国铁路整体投资额将维持稳定，对于设备和维保行业，其增长的空间仍然非常广阔。	随着“一带一路”战略的深化和实施，作为中国装备制造业的代表产业，高铁产业将迎来海外发展机遇，从而带动相关设备制造企业的发展。
城市轨道交通方面	据《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016-2018 年新增城市轨道交通 2000 公里以上，预计投资额达 1.6 万亿元，年均投资额为“十二五”期间的 2 倍。2016、2017 年我国城市轨道交通分别新增运营线路约 334、535 公里，合计新增 869 公里，完成投资额分别为 3847 亿 和 4762 亿元，合计 8,609 亿元。	2018 年我国在城市轨道交通方面的投建还将有非常大的增长空间，对相关电力设备的需求也将保持较大的增长。整个“十三五”期间，城市轨道交通将接棒国家铁路进入高速增长期。
新能源发电方面	截至到目前，我国风电累计并网装机容量约为 170GW，根据《风电发展“十三五”规划》，到 2020 年底我国风电累计并网装机容量要达到 210GW 以上。	据此测算，2018-2020 年，我国风电装机容量还需再增长将近 30%，这也将进一步利好相关电力设备的销售。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2018H1 智能制造业务营收保持稳健增长。**从 2013 年以来，公司电力设备智能制造业务保持稳定增长，营收规模从 2013 年的 13.46 亿元增加到 2017 年的 32.38 亿元，CAGR 达 24.54%。2018H1 公司电气设备智能制造营业收入 17.86 亿元，同增 20.19%，实现毛利润 5.01 亿元，同增 21.83%。同时，毛利率保持稳定，维持在 27%左右。

**图表 35: 18H1 智能制造营收 17.86 亿元, 同增 20%**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 36: 电气设备智能制造毛利率保持稳定**


来源: WIND, 中泰证券研究所

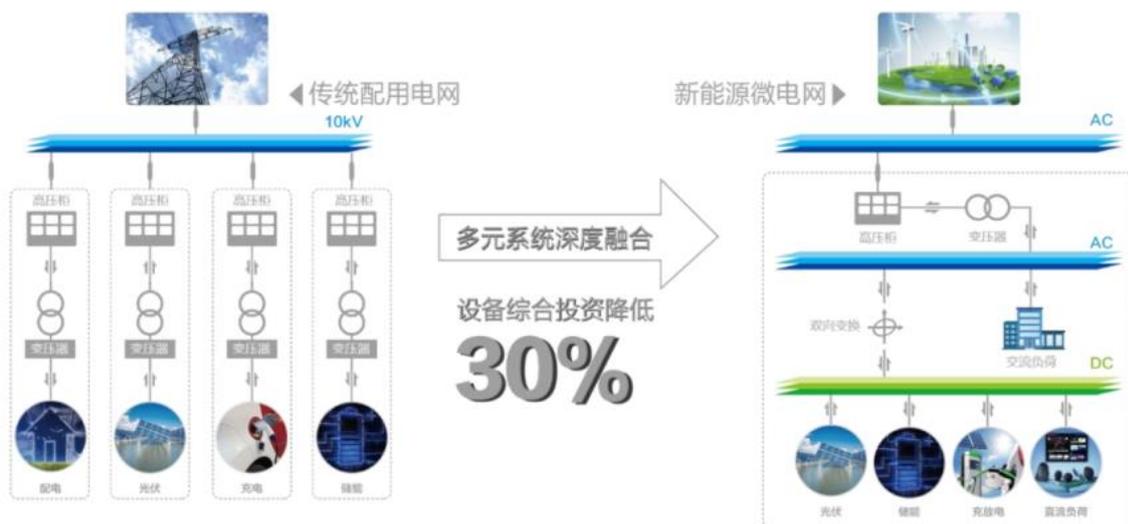
- 作为细分行业龙头，发挥系统集成技术和箱变产品优势，是业绩稳定增长的原因。**公司作为中国最大的箱式电力产品系统集成商、电力系统集成解决方案的领军者、中国最大的箱变研发生产企业，拥有世界首创的 220kV 及以下模块化智能预制舱式变电站的完整技术体系和知识产权。公司已经取得了中国铁路市场占有率第一、煤炭市场第一、局部电力市场第一的好成绩，成为细分行业龙头企业和国内箱式电力设备制造业的领军企业。此外，公司加强“220kV 及以下模块化智能预制舱式变电站”的推广，注重产品的成本优化与模式创新，从而保持业绩的稳定增长。
- 短期增长点：电网中标量的增加和海外市场高增长。**智能制造作为公司的基础业务，2018H1 智能制造贡献收入的比例达到 67.73%，目前来看智能制造业务增长主要来自于电网中标量的增加和海外市场的高增长。
  - 电网中标量的增加：**随着多领域影响力的提升，2018 年公司在电网招投标的中标量或将会有较大增幅。乌格、兰新、渝怀等项目顺利中标，再次证明了特锐德在铁路市场的龙头地位；青岛机场、地铁 1 号线高压柜相继中标，提升了公司在重点工程及地铁行业的影响力。此外，公司顺利通过南方电网 10kV 欧式箱变与美式箱变的资质审查工作，下一步为开拓南方电网奠定较好的基础。
  - 海外市场高增长：**近两年，公司凭借世界首创的智能模块化变电站的推广，海外业务发展迅速。公司成功开辟了包括香港、澳大利亚、东南亚以及中东等市场。2018H1，公司累计获得海外订单合同总额超过 6000 多万人民币，并成功中标澳大利亚、非洲的电力公司的招标。公司的智能模块化变电站、箱式变电站等技术，将助力海外市场高增长。

- **长期增长点：多个应用领域取得新的突破，模块化智能变电站系列产品获得主流企业认可。**公司利用技术优势，研发模块化智能变电站系列产品并获得主流企业认可，订单大幅增长。2018H1 公司累计中标额 4.7 亿元，并在地铁、通信、海上风电等多个应用领域取得新的突破，并获得了五大发电集团及主流发电企业的认可及推广。同时，公司签订模块化变电站 30 个站，截止 2018 年 6 月底公司累计完成签订模块化变电站 140 个站，奠定了公司在模块化变电站行业的龙头地位。

### 2.3 新能源微网：积极布局，迎接能源互联网时代

- **新能源微网可以改善能源结构、降低用能成本、提高设备利用率，是未来发展趋势。**新能源微电网是容纳高比例波动性可再生能源电力的发输（配）储用一体化的局域能源系统。新能源微网可使多种能源，以及多种用能形式融合，降低传输损耗，提高系统综合能效。同时，有效解决传统微电网投资成本高、节能增效不明显、后期运维服务成本大、互动交互差等痛点，是未来发展方向。

图表 37：新能源微电网 VS 传统配用电网



来源：公司公告，中泰证券研究所

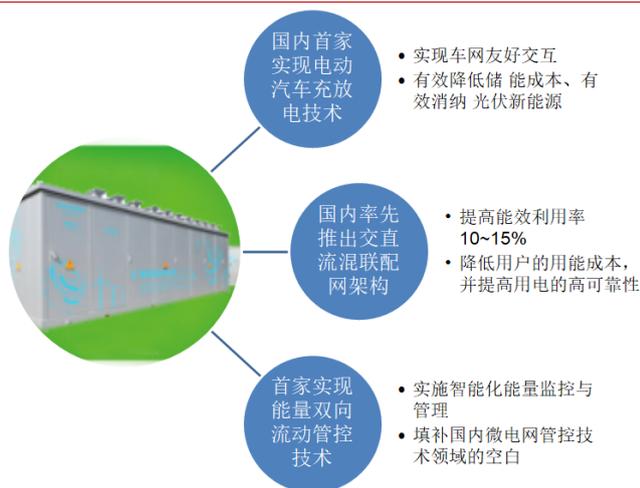
- **目前我国微电网正处于起步阶段，市场空间大。**“洁能+储能+智能”是我国未来能源互联网发展的重要方向，新能源微电网是在“互联网+”在能源领域的创新性应用，有利于我国新能源乃至整个能源整体结构的布局和调整；微电网也是电网配售侧向社会主体放开的方式之一，符合电改的方向。国家从 2015 年以来，陆续发布政策，不断推进新能源微电网的发展，目前新能源微电网行业正处于初始阶段，未来发展潜力非常大。

**图表 38: 新能源微网政策一览**

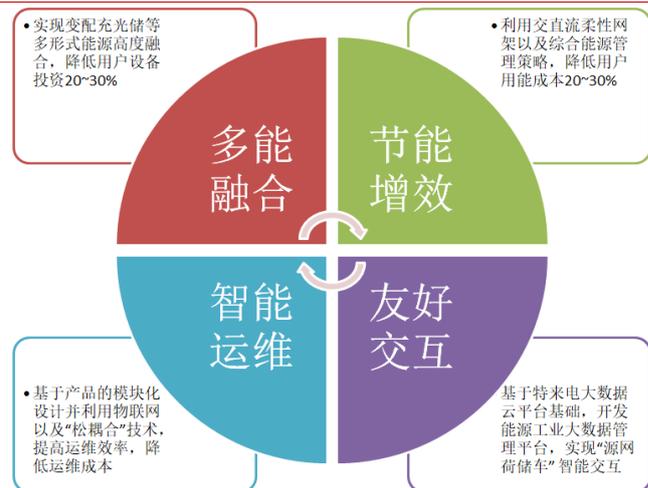
时间	政策	意义
2015 年 7 月	《关于推进新能源微电网示范项目建设的指导意见》	微电网上升至国家战略层面
2016 年 2 月	《关于推进“互联网+”智慧能源发展的指导意见》	推动能源领域供给侧结构性改革
2017 年 2 月	《微电网管理办法》	能够提高电力系统的安全性和可靠性，促进清洁能源的接入和就地消纳，提升能源利用率
2017 年 4 月	《国家重点节能低碳技术推广目录》	未来五年国内微电网工程将建设超 300 座

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 短期增长点：精准研发和推广，中标多个优质项目。**公司新能源微系统的创新研发与市场推广，有针对性对科技产业园、新型特色及工业能源小镇、公交或集中型充电场站、智能交通路网、机场、港口、学校、医院等诸多场景设计应用方案与商业模型，已成功中标多个优质项目，并积累重点储备项目近 50 个，得到用户的一致认可，业务发展势头良好。
- 长期增长点：突破传统型微电网技术，保持行业领先。**公司是国内研究微电网的少数厂商之一，且公司已率先将微网项目实施落地。公司的微电网方案在设备集成、电动汽车充放电集成、电力电子变换器件的集成复用以及拓扑形式的适应性和灵活性等方面具有显著优势，在交直流混合微电网的安全稳定控制、基于云计算和大数据的经济调度以及第三代电力电子器件的应用等方面掌握了全面的核心技术，走在行业技术发展的前端。

**图表 39: 微电网技术国内领先**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 40: 新能源微网四大价值体现**


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 3、增长点：2B 王者强化 2C 属性，充电业务望进入加速增长期

#### 3.1 2B 王者强化 2C 属性，充电运营效率加速增长

- 箱式电力设备三大细分市场占有第一，2B 领域真王者。**公司在 2014 年进入充电领域之前，主要产品是箱式电力设备，主营业务是为电力、铁路、新能源、煤炭等各行业客户提供电气成套设备及变电站系统整体解决方案，业务模式是一个典型的 2B 模式。而 2B 模式的核心是业务能力。公司凭借在户外箱式产品领域卓越的技术研发能力已经取得了中国铁路市场占有率第一、煤炭市场第一、局部电力市场第一的好成绩，证明了自己是 2B 领域的真王者。
- 充电运营业务是 2C 业务，需要与 2B 不同的特质。**我国充电基础设施体系是以用户居住地停车位、单位内部停车场、公交及出租等专用场站配建的专用充电基础设施为主体，以城市公共建筑物配建停车场、社会公共停车场、路内临时停车位配建的公共充电基础设施为辅助，以独立占地的城市快充站、换电站和高速公路服务区配建的城际快充站为补充，以充电智能服务平台为支撑。其中充电运营企业主要介入的是公交及出租等专用充电基础设施、公共充电基础设施、城际快充站，除公交和出租等专用设施之外，其他运营设施主要面向的是普通市民，是典型的 2C 业务。而 2C 业务的本质是人性、追求用户增长、促成消费或购买，这与 2B 业务的本质是业务、关注使用是不同的。
- 强化 2C 属性提升充电运营效率。**公司充电站日充电量从 2016 年年中的 20 万度/天提高到 2018 年年中的 340 万度/天，复合增长率达到 312%。充电量大幅提升主要原因有：（1）新能源车保有量增加；（2）新建场站都是精准投建，存量利用率低的场站逐步更新；（3）运营策略多样化，运营效率提高。其中，我们认为公司在 2014 年进入充电领域之前一直是一个 2B 的企业，随后以特来电这个独立主体负责充电业务，2C 属性将会不断强化，会大幅提升充电运营效率，带来业绩弹性。

图表 41：2014 年进入充电领域后团队规模扩大



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 42：2016 年中以来日充电量复合增长 312%

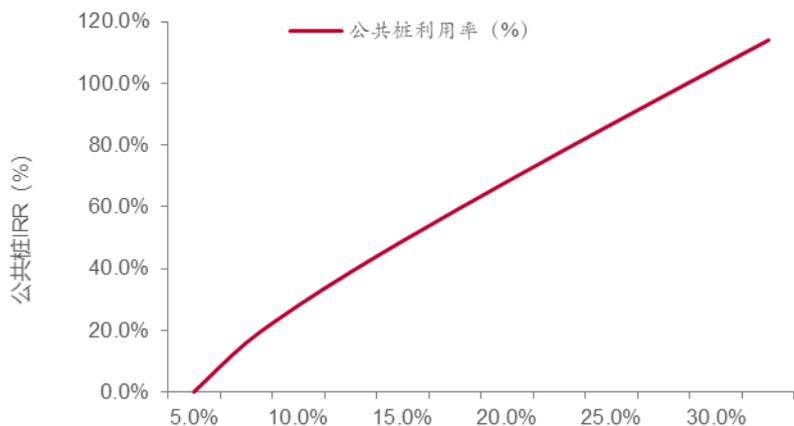


来源：中泰证券研究所

### 3.2 运营效率提升，业绩弹性大

- 运营效率提升，业绩显著增加。**公共充电桩内部收益率（IRR）影响因素包括充电服务费、建设成本、补贴以及利用率等多种因素，其中利用率（运营效率）对其影响非常明显。比如，当利用率由 15% 提升至 17.5% 时，公共桩 IRR 由 49.0% 提升 9.7PCT 至 58.7%。对于充电运营来说，边际成本很低，因此当利用率提升时，业绩弹性较大。

**图表 43：公共充电桩 IRR 随利用率明显增加**



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 4、盈利预测和投资建议

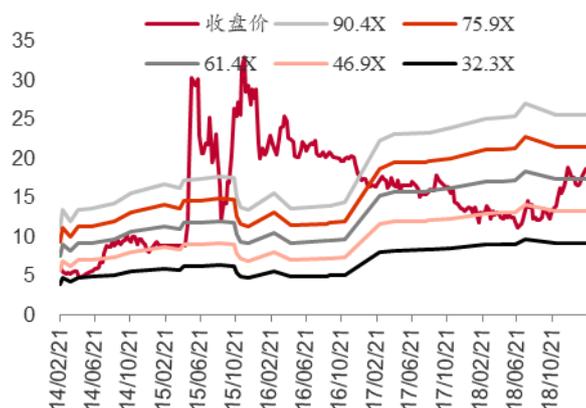
- 初步布局已形成，充电业务将迎来收获期，四大领域提升电力设备行业景气度，智能制造业务稳增长。公司作为充电业务和电力设备的细分龙头，经营主要受益于：

(1) 充电网初步布局已形成，具备规模优势，壁垒明显，利用率提升带来业绩高弹性：充电桩的建设存在物理垄断；同时，抢占充电桩行业布局先机需要大量、持久的资金投入，进入壁垒较高。目前公司已经投建和上线运营的充电桩数量均居全国首位，市场占有率超过 40%，确保了公司未来在充电桩领域的龙头地位。公司通过快速布局充电桩形成的规模优势是公司业务发展的重要竞争壁垒，同时公司强化 2C 属性，充电桩运营效率明显改善，业绩将迎来高增长。

(2) 电力设备行业景气提升，系统集成技术和箱变产品竞争力强：国家近几年在电网、铁路、城市轨道交通、新能源发电四大领域相继发布相关政策，带动电力设备行业稳定增长。作为细分行业龙头，公司的箱式电力产品具有较强竞争力，同时，公司在多个应用领域取得新的突破，模块化智能变电站系列产品获得主流企业认可，订单大幅增长。此外，公司凭借世界首创的智能模块化变电站的推广，海外市场也迎来了高增长。

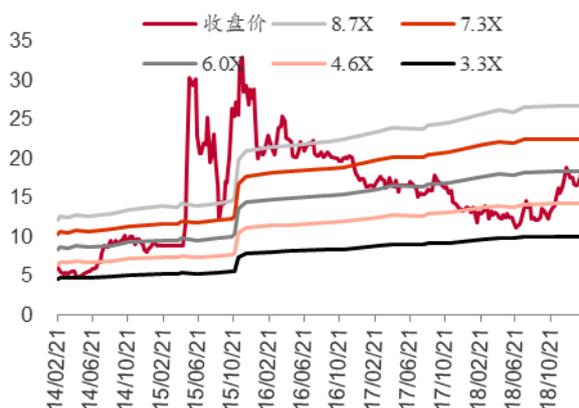
- 预计 2018-2020 年分别实现净利 2.00、3.75 和 5.30 亿元，同比分别增长-28.26%、87.89%、41.15%，当前股价对应三年 PE 分别为 93、50、35 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 44: PE Band



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 45: PB Band



来源：Wind，中泰证券研究所

## 5、风险提示

- **产业政策风险：**公司所处行业较容易受到国家总体经济政策和宏观经济环境的影响，如公司所处市场行业环境发生大幅波动，可能造成公司收入的大幅波动。而铁路、电力等行业如采用以最低价中标为导向的招标方式，将使行业毛利率急剧下滑。另外，箱式变电站是个性化定制产品，形成了竞标时的技术方案和价格差异较大，容易引发恶性竞争。此外，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：**公司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。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 46: 公司财务数据预测 (单位: 百万元)

2019年2月20日											
利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,108.5	5,105.0	5,308.5	6,121.2	7,334.2	成长性					
减: 营业成本	4,797.1	3,809.5	3,938.5	4,514.1	5,345.9	营业收入增长率	103.5%	-16.4%	4.0%	15.3%	19.8%
营业税金	56.9	48.4	46.7	56.3	67.1	营业利润增长率	30.3%	32.6%	-24.7%	85.1%	45.8%
销售费用	423.7	475.4	416.7	428.5	513.4	净利润增长率	72.7%	10.7%	-28.3%	87.9%	41.2%
管理费用	501.3	598.3	513.3	550.9	660.1	EBITDA增长率	55.0%	26.3%	57.8%	36.7%	26.4%
财务费用	54.5	188.8	225.1	257.6	290.0	EBIT增长率	33.2%	-8.0%	89.1%	45.3%	31.1%
资产减值损失	105.8	-0.9	10.0	10.0	10.0	NOPLAT增长率	39.6%	55.3%	4.7%	44.3%	27.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.5%	55.1%	3.9%	23.7%	-0.1%
投资和汇兑收益	6.1	37.1	16.6	20.0	24.6	净资产负债率	10.4%	11.6%	3.9%	10.7%	9.4%
营业利润	175.3	232.4	175.0	323.8	472.2	利润率					
加: 营业外净收支	39.9	61.6	22.5	36.6	57.4	毛利率	21.5%	25.4%	25.8%	26.3%	27.1%
利润总额	215.2	294.0	197.4	360.4	529.6	营业利润率	2.9%	4.6%	3.3%	5.3%	6.4%
减: 所得税	21.0	69.2	31.1	58.9	98.1	净利率	4.1%	5.5%	3.8%	6.1%	7.2%
净利润	251.5	278.3	199.7	375.1	529.5	EBITDA/营业收入	5.6%	8.5%	12.9%	15.3%	16.1%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	3.8%	4.1%	7.5%	9.5%	10.4%
货币资金	1,800.4	1,627.8	1,592.6	1,836.4	2,200.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	76	128	130	128	118
应收账款	4,195.9	4,237.4	4,315.2	5,546.7	6,269.5	流动营业资本周转天数	35	77	132	135	135
应收票据	173.8	758.3	210.9	906.7	432.4	流动资产周转天数	371	592	564	553	546
预付账款	446.2	475.4	477.4	614.6	678.6	应收账款周转天数	197	297	290	290	290
存货	794.2	1,241.2	863.1	1,548.7	1,307.5	存货周转天数	45	72	71	71	70
其他流动资产	609.6	429.9	409.9	483.2	441.0	总资产周转天数	535	847	806	775	741
可供出售金融资产	154.1	124.1	107.0	128.4	119.8	投资资本周转天数	163	264	314	311	287
持有至到期投资	-	8.2	2.7	3.7	4.9	投资回报率					
长期股权投资	198.4	333.7	406.1	483.0	577.9	ROE	9.3%	9.4%	6.4%	10.5%	13.2%
投资性房地产	6.3	6.1	8.2	8.7	9.5	ROA	1.7%	1.8%	1.4%	2.0%	2.8%
固定资产	1,828.4	1,792.5	2,036.9	2,309.7	2,486.2	ROIC	8.0%	11.0%	7.4%	10.3%	10.6%
在建工程	790.8	445.5	436.4	424.5	299.4	费用率					
无形资产	244.6	252.7	263.8	254.3	249.4	销售费用率	6.9%	9.3%	7.9%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	494.2	542.3	361.3	327.2	232.2	管理费用率	8.2%	11.7%	9.7%	9.0%	9.0%
资产总额	11,736.9	12,275.0	11,491.5	14,875.7	15,308.6	财务费用率	0.9%	3.7%	4.2%	4.2%	4.0%
短期债务	1,393.7	2,451.6	2,743.7	3,399.8	3,765.8	三费/营业收入	16.0%	24.7%	21.8%	20.2%	20.0%
应付账款	2,621.7	2,928.5	2,809.6	3,767.1	4,021.6	偿债能力					
应付票据	2,674.7	1,379.0	809.1	1,698.8	1,271.2	资产负债率	74.8%	73.1%	70.2%	74.5%	72.9%
其他流动负债	884.1	868.0	905.7	942.5	1,199.1	负债权益比	297.3%	272.4%	235.6%	292.4%	269.2%
长期借款	777.0	817.0	445.7	837.0	461.7	流动比率	1.06	1.15	1.08	1.12	1.10
其他非流动负债	431.6	534.8	353.7	440.0	442.8	速动比率	0.95	0.99	0.96	0.96	0.98
负债总额	8,782.9	8,978.8	8,067.6	11,085.2	11,162.2	利息保障倍数	4.21	1.12	1.78	2.26	2.63
少数股东权益	242.7	325.0	291.7	218.1	120.0	分红指标					
股本	997.6	997.6	997.6	1,002.2	1,002.2	DPS(元)	0.02	0.05	0.02	0.04	0.07
留存收益	1,711.3	1,969.1	2,134.6	2,570.3	3,024.1	分红比率	7.9%	17.9%	8.6%	11.5%	12.7%
股东权益	2,954.0	3,296.3	3,423.9	3,790.6	4,146.4	股息收益率	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.4%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	194.2	224.9	199.7	375.1	529.5	EPS(元)	0.25	0.28	0.20	0.37	0.53
加: 折旧和摊销	121.3	238.8	284.1	353.4	419.6	BVPS(元)	2.72	2.98	3.14	3.56	4.02
资产减值准备	105.8	-0.9	-	-	-	PE(X)	74.0	66.8	93.2	49.8	35.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.9	6.3	5.9	5.2	4.6
财务费用	63.7	197.1	225.1	257.6	290.0	P/FCF	16.5	-84.3	-211.5	58.7	35.3
投资收益	-6.1	-37.1	-16.6	-20.0	-24.6	P/S	3.0	3.6	3.5	3.1	2.5
少数股东损益	-57.3	-53.4	-33.3	-73.6	-98.1	EV/EBITDA	51.0	35.1	29.5	22.4	17.3
营运资金的变动	-143.1	-132.3	174.9	-910.0	55.7	CAGR(%)	15.8%	24.3%	6.8%	15.8%	24.3%
经营活动产生现金流	387.4	53.9	833.8	-17.4	1,172.3	PEG	4.7	2.8	13.6	3.2	1.5
投资活动产生现金流	-1,060.0	-1,632.2	-497.8	-608.2	-433.1	ROIC/WACC	0.8	1.1	0.7	1.0	1.1
融资活动产生现金流	1,463.3	1,318.2	-371.3	869.4	-375.3	REP	7.5	3.0	5.8	3.5	3.3

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。