

户外箱式电力设备龙头，充电桩微网双翼齐飞

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 年 H1 实现营业收入 33.91 亿元，同比增长 28.15%；实现归母净利润 0.22 亿元，同比增长 79.62%；实现扣非归母净利润 0.01 亿元，同比增长 105.46%，EPS0.02 元。
- **公司是中国最大的户外箱式电力产品系统集成商。**公司拥有世界首创的 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，同时公司开窗式研发了城市轨道交通智能箱式变电站和一体化光伏箱等产品。公司的中高端箱变产品已经取得了中国铁路市场占有率第一、局部电力市场第一的行业地位。
- **新基建为输配电设备制造行业带来新一轮市场空间。**2020 年我国启动新一轮基础设施建设，其中主要方向之一为深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支持传统基础设施转型升级，进而形成的融合基础设施，如智能交通基础设施、智慧能源基础设施等，均属于公司业务范围。此外，我国“十四五”规划提出的智能电网建设、提高特高压输电效率等任务，均为公司开拓了较大的市场空间。在充电桩领域，目前国家相关政策已明确将补贴从“补车”转向“补桩”，同时加大峰谷电价实施力度，积极引导充电基础设施参与电力削峰填谷。
- **新能源汽车预期稳固，充电桩需求量上升，行业马太效应显著，公司将凭借龙头地位持续受益。**2021 年 H1，我国新能源乘用车销售约为 114 万辆，同比增长 217%，渗透率约为 11%，渗透率月均增长 1.4%。我国新能源汽车市场已经进入高速增长阶段，基础配套亟待推进。公司快速布局充电网形成的规模优势是公司业务发展的重要竞争壁垒。由于充电桩的建设收到场地、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，存在物理位置垄断；同时，抢占充电桩行业布局先机需要巨大、持久的资金投入，进入壁垒较高。未来，充电桩将成为各种车辆、能源等数据和信息的入口，充电网的规模优势将带来极具价值的的数据垄断。目前公司已经投建和上线运营的公共充电桩数量均居全国首位，确保了公司未来在充电领域的龙头地位，预计未来将受益于充电桩网络的规模优势提升用户忠诚度，进而提升充电桩利用率。
- **盈利预测与投资建议。**公司充电桩业绩将继续保持高速增长，利用率逐年升高，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 14%。考虑公司充电桩、户外箱式电力设备双龙头地位，及未来公司新业务的发展，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 公司产品未能如期投放的风险；产业政策变动的风险；应收账款发生坏账的风险；行业竞争加剧，公共充电桩利用率低的风险。

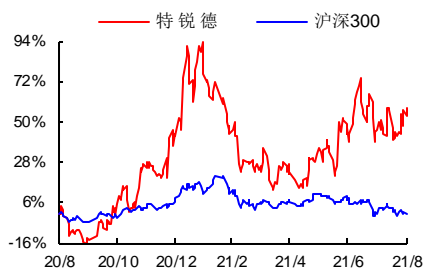
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7420.62	8481.55	9720.71	10987.48
增长率	10.11%	14.30%	14.61%	13.03%
归属母公司净利润 (百万元)	173.05	220.09	627.66	890.80
增长率	-35.96%	27.19%	185.17%	41.93%
每股收益 EPS (元)	0.17	0.21	0.60	0.86
净资产收益率 ROE	2.79%	3.15%	9.32%	12.23%
PE	195	154	54	38
PB	7.42	5.90	5.35	4.77

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

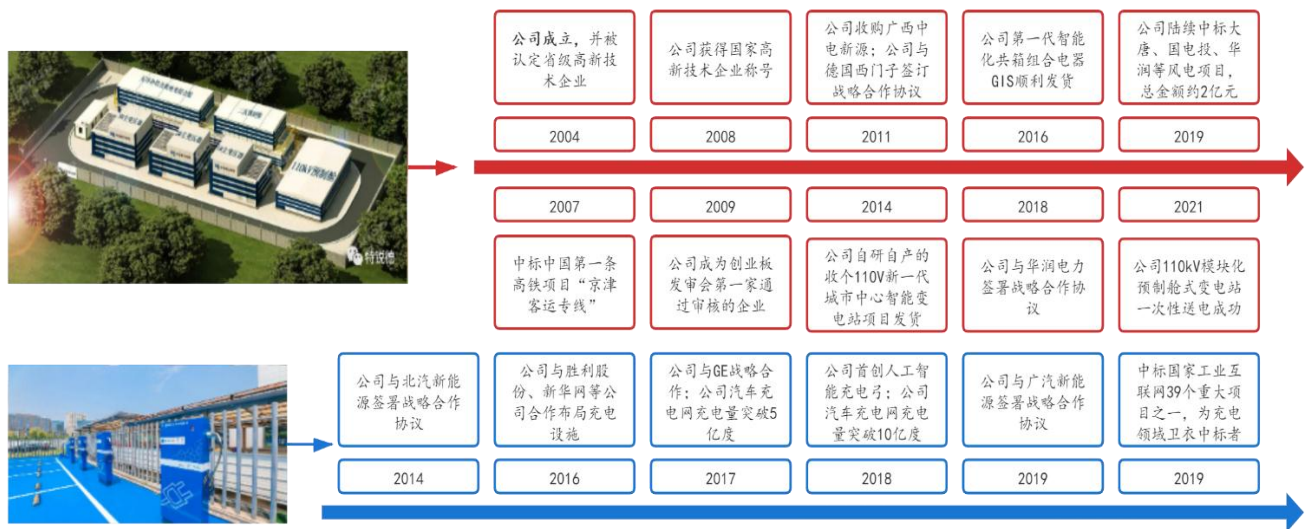
总股本(亿股)	10.41
流通 A 股(亿股)	9.48
52 周内股价区间(元)	17.25-40.08
总市值(亿元)	337.92
总资产(亿元)	180.33
每股净资产(元)	5.69

相关研究

1 户外箱式电力设备龙头，充电桩微网双翼齐飞

公司 2004 年创立，2009 年上市，并为创业板第一股。公司自成立以来一直专注户外箱式电力设备的研发与制造，目前已经成为中国最大的户外箱式电力产品系统集成商、中国最大的箱变研发生产企业。基于在户外箱式电力设备的技术积累和创新延伸，公司成功开拓了新能源汽车充电网和新能源微网两个业务板块；发挥传统箱变业务的技术产品优势，以智能制造业务为创新根基，实现充电生态网和新能源微网双翼齐飞。

图 1：公司历史沿革

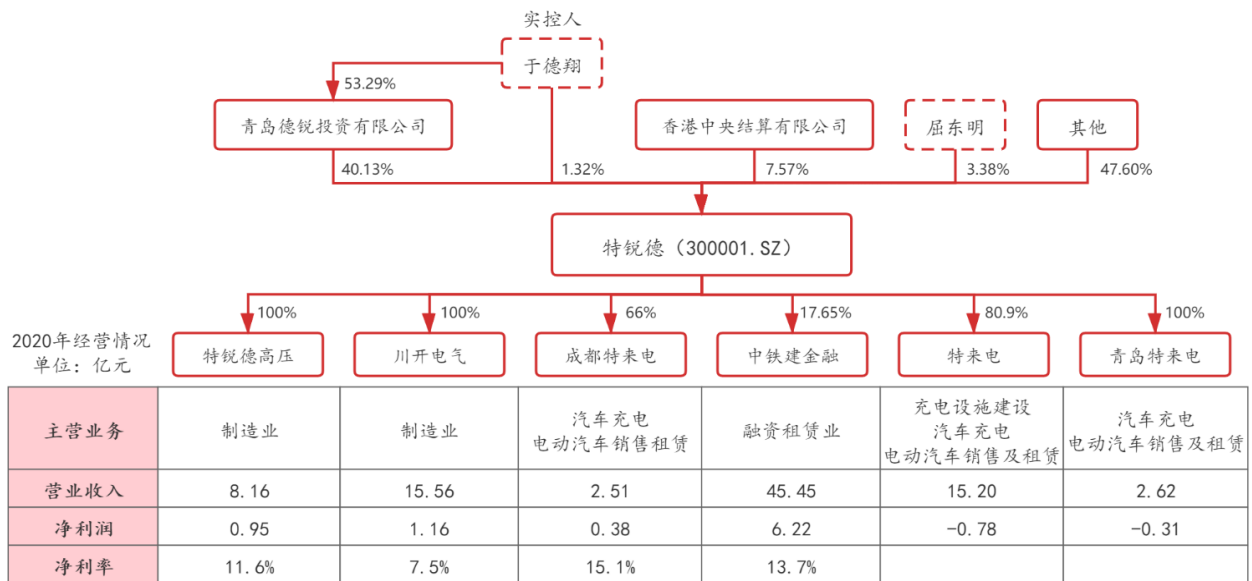


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权集中度高，适当警惕经营风险。公司实控人为于德翔先生，个人持有公司 1.32% 的股份，并通过控股的青岛德锐投资持有公司 40.13% 的股份，共持股 41.45%。董事长于德翔先生现 56 岁，华北电力大学博士、清华大学 EMBA，且历任河北电力设备厂副厂长、河北省电力公司技术发展公司总经理、青岛龙达电器有限公司副总经理等职，有丰富的管理经验。此外，公司其他高管均为业内资深管理、技术人才，能够有效引导公司发展。

公司激励体系完善，收益率较为可观。公司多次公布员工持股计划，对于高级管理人员实施持续激励，并与公司经营深度绑定。在 2014 年及 2016 年实施持股计划后，公司业绩明显改善，ROE 显著提升。目前现存的第三次持股计划持续至 2023 年 6 月，当前年化收益率约为 14%。

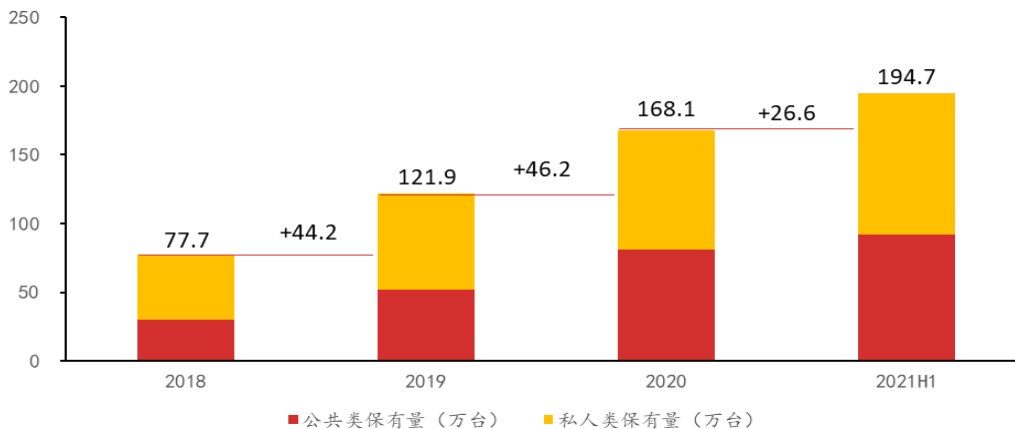
充电桩业务连年亏损，规模效应有望解决当下困境。公司主要拥有充电桩、开关柜和变配电设备三大业务，由特来电、川开电气及特锐德高压分别承担。据统计，2016 年至 2020 年，特来电连续亏损共计 3.74 亿元，同时伴随着大量的资本开支，导致特锐德资产负债率居高不下，近三年分别为 73%、75%、68%。

图 2：公司股权穿透


数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

2 单桩利用率成行业痛点，定制化推动充电量快速增长

截至 2021 年 H1，我国充电桩保有量达到 194.7 万台，2021 年 H1 新增充电桩 26.6 万台。其中，公共桩 92.3 万台，私人桩 102.4 万台，自 2018 年以来，公共充电桩数量从 30.0 万台增长至 92.3 万台，涨幅超 200%。预计 2021 年年底我国充电桩保有量将突破 220 万台，公共充电桩将超过 100 万台。

图 3：我国充电桩保有量情况


数据来源：充电联盟，西南证券整理

根据中规院发布的《2021 年中国主要城市充电基础设施检测报告》，所调研的 25 座中大型城市公用桩的平均桩数利用率仅为 34.9%，平均桩数利用率超过 40% 的城市仅有 9 座。从桩数利用率的频数分布看，各城市平均桩数利用率小于 20% 的公用桩点位占比平均值超过 60%。此外，25 座城市公用桩的平均时间利用率仅为 6.7%，平均时间利用率超过 10% 的城市仅有 3 座。平均充电时长为 57 分钟，平均充电时长超过 1 小时的城市仅有 7 座。

使用 PLUGOOD 提供的数据进行测算，单个 60kW 功率的直流桩建设成本（电桩成本、电缆成本、辅材人工）约为 8 万元人民币，若按照 10 年为期限进行折旧，则平均每年使用成本约为 8000 元。在此基础上，如果该充电桩使用率为 3%，服务费用单价为 0.5 元/度，那么该桩每年可实现营收 7884 元，无法实现盈利。充电桩使用率约为 3.04% 时，毛利率为 0%。然而，仅当使用率提升 1pp，即至 4% 时，该桩每年可实现营收 10512 元，实现毛利 2512 元，毛利率为 24%。盈利能力大幅改善。

表 1：充电桩业务盈利能力测算

利用率	成本	6 万元	7 万元	8 万元	9 万元	10 万元
	毛利率					
2%		-14%	-33%	-52%	-71%	-90%
3%		24%	11%	-1%	-14%	-27%
4%		43%	33%	24%	14%	5%
5%		54%	47%	39%	32%	24%
6%		62%	56%	49%	43%	37%

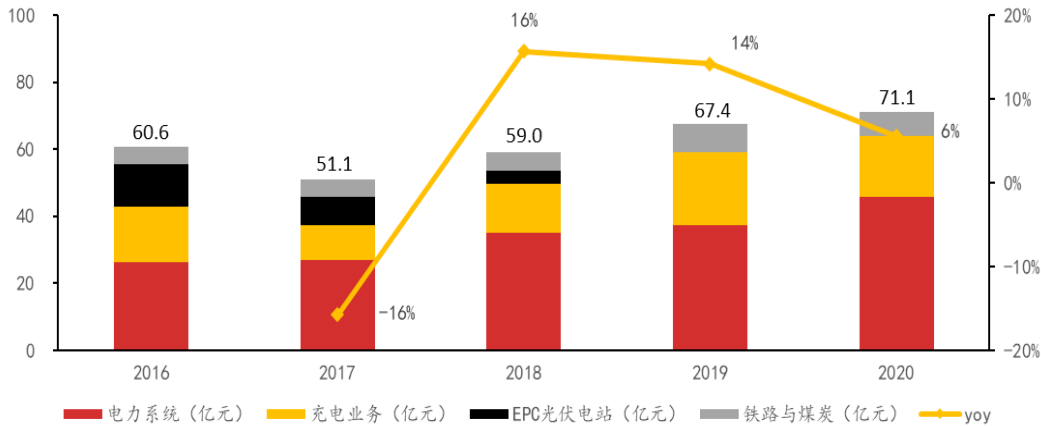
数据来源：西南证券整理

综上，当充电桩使用率在 3% 的基础上进一步升高后，利润边际弹性极大，可迅速实现盈利。据测算，当下特来电充电桩利用率恰巧处在 3% 附近区间，业务潜力巨大。

3 充电桩业务持续亏损，龙头地位助力公司财务加速改善

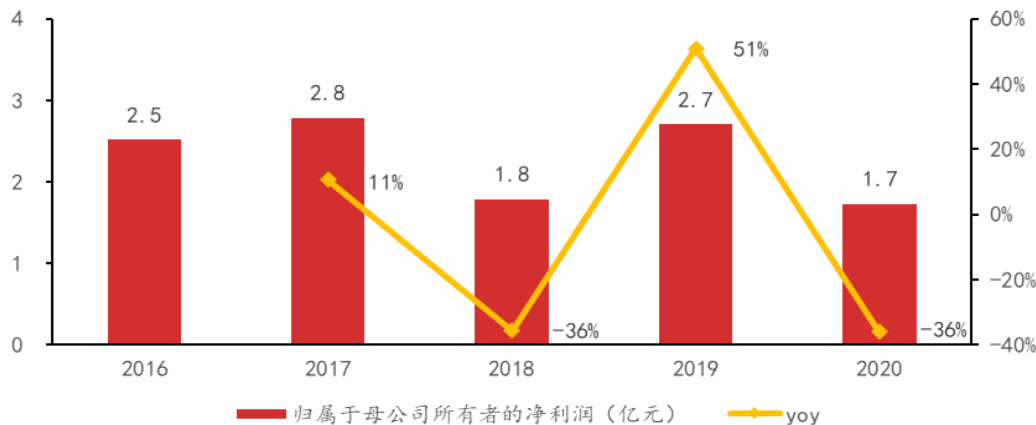
电力系统业务收入逐年上升，充电业务有望成为另一营收增长极。2016 年至 2020 年，公司营业收入从 60.6 亿元上升至 71.1 亿元，复合年均增长率仅为 4%。其中，电力系统业务收入从 26.2 亿元大幅至 45.7 亿元，营收贡献从 43% 增长至 64%。公司充电业务却增长缓慢，营收贡献也常年维持在 25% 水平。此外，公司其他业务逐年萎缩，预计未来公司将坚定发展电力系统业务和充电业务，随着新能源汽车的普及和公司充电体系的升级，充电业务将成为公司发展的另一增长极。

2021 年 H1，公司实现营业收入 33.9 亿元，同比增长 28%，其中新能源汽车及充电业务贡献营收 11.0 亿元，同比增长 70%，占比升至 32%，公司充电桩布局开始加速增长。

图 4：公司营业收入情况


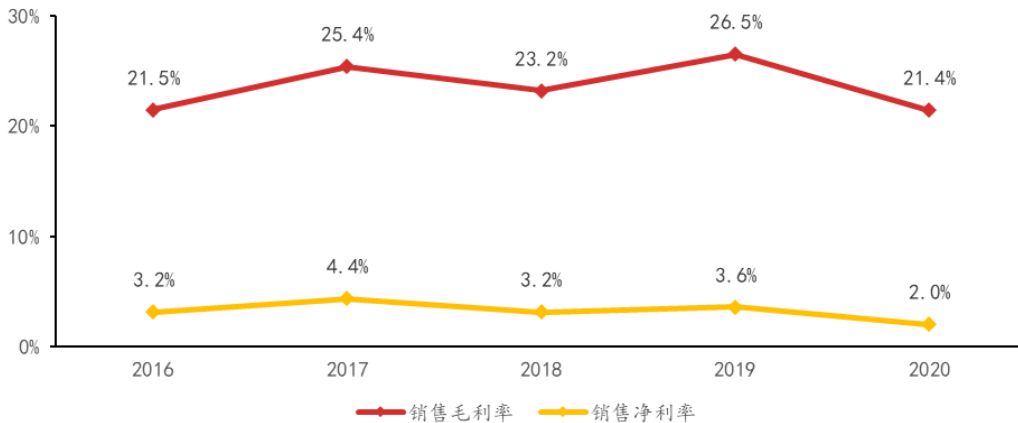
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司归母净利润大幅下降。2020 年，在营业收入略有上升的背景下，公司归母净利润下降 36%，较 2019 年减少约 1 亿元，主要系疫情下人们出行需求减少、折旧费用升高、研发投入增长等因素影响。2021 年 H1，子公司特来电净利润亏损 0.78 亿元，公司实现归母净利润 0.22 亿元，同比增长 80%。

图 5：公司归母净利润情况


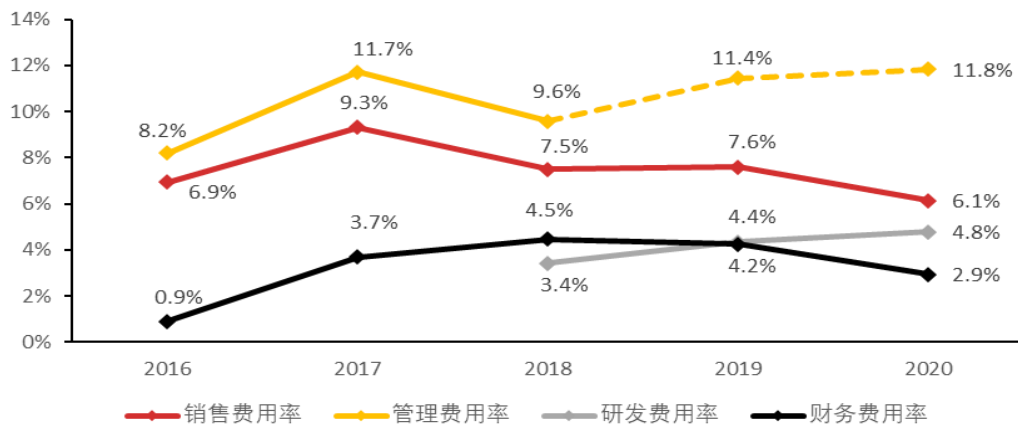
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司毛利率、净利率受损严重，受充电业务持续拖拽。2020 年，公司毛利率为 21.4%，较 2019 年下降约 5pp，其中新能源汽车及充电业务的毛利率仅为 15.5%，随着业务占比的升高，对于公司整体毛利率拖拽明显。2021 年 H1，公司销售毛利率达到 18.1%，销售净利率 -0.8%，皆来到历史较低水平。其中，新能源汽车及充电业务毛利率出现大幅下降，仅为 8.2%。

图 6：公司毛利率、净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司期间费用率居高不下。公司 2020 年期间费用率为 20.9%，在研发费用率略有提升的情况下，较 2019 年下降 2.4pp，得益于销售费用率及财务费用率的改善。2020 年 H1，公司期间费用率仍高达 20.6%，与 2020 年基本持平，但随着未来公司营业规模逐渐扩大、经营情况转好，有望实现规模效应，管理费用率、财务费用率均有较大下降空间。

图 7：公司期间费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司公共充电桩保有量逐年提升，2021/2022/2023 年分别为 24/28/32 万台。公共充电桩平均功率为 60kW，平均建设成本为 8 万元/台。

假设 2：2021/2022/2023 年公司公共充电桩利用率逐年提升，分别为 3.2%/4%/5%。

假设 3：由于车桩比逐渐升高，行业竞争加剧，行业服务费单价逐年下降，公司 2021/2022/2023 年服务费分别为 0.58/0.5/0.42 元/度。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
新能源车及充电	收入	1819	2320	2943	3532
	增速	/	27.5%	26.9%	20.0%
	毛利率	54.8%	17.2%	23.9%	27.5%
电力设备	收入	3895	4285	4713	5184
	增速	/	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%
安装工程及其他	收入	1706.4	1877	2065	2271
	增速	/	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	21.8%	21.0%	21.0%	21.0%
合计	收入	7421	8482	9721	10987
	增速	36.9%	14.3%	14.6%	13.0%
	毛利率	21.4%	21.5%	23.3%	24.5%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取充电桩等电力设备行业的三家主流公司，2021 年四家公司平均 PE 为 36 倍，2022 年平均 PE 为 31 倍。公司充电桩业绩将继续保持高速增长，利用率逐年升高，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 14%。考虑公司充电桩、户外箱式电力设备双龙头地位，及未来公司新业务的发展，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
002518.SZ	科士达	31.37	0.52	0.69	0.87	22.54	45.34	36.14
000400.SZ	许继电气	20.00	0.71	0.87	1.01	20.36	23.00	19.74
300376.SZ	易事特	13.47	0.20	0.23	0.29	40.57	58.57	46.03
平均值						27.82	35.64	30.64

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

- 1) 公司产品未能如期投放的风险；
- 2) 产业政策变动的风险；
- 3) 应收账款发生坏账的风险；
- 4) 行业竞争加剧，公共充电桩利用率低的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7420.62	8481.55	9720.71	10987.48	净利润	150.12	206.09	667.66	980.80
营业成本	5830.81	6660.05	7452.62	8295.00	折旧与摊销	474.24	466.52	466.52	466.52
营业税金及附加	34.29	44.10	47.91	54.58	财务费用	218.41	254.45	194.41	219.75
销售费用	455.07	508.89	486.04	439.50	资产减值损失	-24.63	-30.00	0.00	0.00
管理费用	877.80	932.97	972.07	988.87	经营营运资本变动	-760.90	-100.37	-339.86	-453.36
财务费用	218.41	254.45	194.41	219.75	其他	102.82	-67.91	-100.00	-100.00
资产减值损失	-24.63	-30.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	160.07	728.78	888.73	1113.71
投资收益	128.32	100.00	100.00	100.00	资本支出	-164.07	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	-8.86	-5.00	0.00	0.00	其他	-408.37	95.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-572.44	65.00	70.00	70.00
营业利润	135.76	206.09	667.66	1089.78	短期借款	-444.56	-2593.21	-596.38	-303.91
其他非经营损益	-12.54	0.00	0.00	0.00	长期借款	330.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	123.23	206.09	667.66	1089.78	股权融资	1015.34	1000.00	0.00	0.00
所得税	-26.90	0.00	0.00	108.98	支付股利	-19.95	-34.61	-44.02	-125.53
净利润	150.12	206.09	667.66	980.80	其他	-117.91	-581.02	-194.41	-219.75
少数股东损益	-22.93	-14.00	40.00	90.00	筹资活动现金流净额	763.19	-2208.84	-834.81	-649.20
归属母公司股东净利润	173.05	220.09	627.66	890.80	现金流量净额	349.96	-1415.06	123.92	534.51
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2263.21	848.16	972.07	1506.58	成长能力				
应收和预付款项	5540.87	6753.02	7582.02	8560.14	销售收入增长率	10.11%	14.30%	14.61%	13.03%
存货	1290.45	1478.71	1655.88	1844.17	营业利润增长率	-50.19%	51.81%	223.96%	63.22%
其他流动资产	1941.02	1174.13	1342.45	1514.53	净利润增长率	-38.73%	37.29%	223.96%	46.90%
长期股权投资	1309.15	1309.15	1309.15	1309.15	EBITDA 增长率	-8.10%	11.91%	43.31%	33.68%
投资性房地产	29.04	29.04	29.04	29.04	获利能力				
固定资产和在建工程	3122.20	2785.95	2449.70	2113.44	毛利率	21.42%	21.48%	23.33%	24.50%
无形资产和开发支出	1051.71	953.64	855.57	757.50	三费率	20.90%	20.00%	17.00%	15.00%
其他非流动资产	519.17	516.98	514.78	512.59	净利率	2.02%	2.43%	6.87%	8.93%
资产总计	17066.81	15848.77	16710.65	18147.14	ROE	2.79%	3.15%	9.32%	12.23%
短期借款	3493.51	900.30	303.91	0.00	ROA	0.88%	1.30%	4.00%	5.40%
应付和预收款项	5102.47	5967.62	6663.29	7400.72	ROIC	7.44%	7.31%	13.90%	18.73%
长期借款	603.37	603.37	603.37	603.37	EBITDA/销售收入	11.16%	10.93%	13.67%	16.16%
其他负债	2488.50	1837.34	1976.31	2124.01	营运能力				
负债合计	11687.84	9308.63	9546.88	10128.10	总资产周转率	0.46	0.52	0.60	0.63
股本	997.57	1040.71	1040.71	1040.71	固定资产周转率	2.57	3.14	4.16	5.58
资本公积	1847.33	2804.19	2804.19	2804.19	应收账款周转率	1.65	1.67	1.64	1.65
留存收益	1700.15	1885.63	2469.27	3234.54	存货周转率	5.27	4.77	4.72	4.71
归属母公司股东权益	4555.37	5730.53	6314.17	7079.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.22%	—	—	—
少数股东权益	823.61	809.61	849.61	939.61	资本结构				
股东权益合计	5378.97	6540.14	7163.77	8019.04	资产负债率	68.48%	58.73%	57.13%	55.81%
负债和股东权益合计	17066.81	15848.77	16710.65	18147.14	带息债务/总负债	35.05%	16.15%	9.50%	5.96%
					流动比率	1.06	1.28	1.40	1.52
					速动比率	0.94	1.09	1.20	1.31
					股利支付率	11.53%	15.72%	7.01%	14.09%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.21	0.60	0.86
					每股净资产	4.38	5.51	6.07	6.80
					每股经营现金	0.15	0.70	0.85	1.07
					每股股利	0.02	0.03	0.04	0.12
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	828.42	927.06	1328.59	1776.05					
PE	195.27	153.53	53.84	37.93					
PB	7.42	5.90	5.35	4.77					
PS	4.55	3.98	3.48	3.08					
EV/EBITDA	40.96	36.50	24.93	18.18					
股息率	0.06%	0.10%	0.13%	0.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn