

众业达 (002441)

充电站破局，盈利轨道加速

充电桩 Alpha 系列之一

	王浩 (分析师)	洪荣华 (分析师)	邱子良 (研究助理)
	0755-23976068	021-38675854	0755-23976065
	wanghao013539@gtjas.com	hongronghua@gtjas.com	qiuziliang@gtjas.com
证书编号	S0880513090004	S0880514080002	S0880116010087

本报告导读:

由于运营数据缺失导致市场对公交车充电站盈利能力的关注不足,我们通过对下游电站投资运营的研究认为公司充电站有望加速推广并进入盈利周期。

投资要点:

- **维持增持评级。**维持 2015-17 年 EPS 0.45、0.62、0.76 元,2016 年 3 月 6 日,格力电器公告拟收购珠海银隆新能源,公司与珠海银隆新能源的股权合作关系将有利于 2016 年公司充电站业务在全国的跑马圈地,考虑公司募投资金到位后,充电站产能将进一步得到释放,2016 年有望迎来订单的集中落地,考虑充电桩行业估值,给予 2016 年 30 倍 PE,维持目标价 18.75 元,维持增持评级。
- **运营数据缺失导致商用车充电站关注度不高。**我们通过对公交车充电站投资运营的研究认为其有望进入推广加速阶段:①对于公交公司,充电站挖潜增效明显,电动公交车每公里成本约为燃油公交车的一半;②对于投资运营商,充电站利用效率高,运营现金流好,以珠海银隆上冲充电站为例,2 套充电站每月供电 30 万度,每年运营服务费达 300 万元,投资运营商充电站的回收周期约为 2-3 年。
- **公司预装式充电站独特竞争优势逐渐显现,且有望通过延伸电站运营进入盈利加速周期。**①充电站订单获取的关键在于成熟稳定的充电站方案及数据案例积累,公司在珠海和汕头的充电站已运行半年多,可为客户提供翔实数据与成功案例参考;②公司在四川参股设立公司参与电站运营已发出信号,公司将践行“电站销售+运营”的充电站路线,探索融资租赁、PPP 等多模式实现“电站销售+运营”共赢,进而实现电站运营每年稳定的现金流,从而打开成长空间。
- **风险提示:**充电站业务拓展不顺风险;新能源汽车推广低于预期风险。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.75

上次预测: 18.75

当前价格: 14.30

2016.03.16

交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.51-46.31
总市值 (百万元)	6,696
总股本/流通 A 股 (百万股)	468/313
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	67%
日均成交量 (百万股)	893.29
日均成交值 (百万元)	146.94

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,315
每股净资产	4.94
市净率	2.9
净负债率	21.37%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.13	0.13
Q2	0.13	0.12
Q3	0.12	0.08
Q4	0.08	0.12
全年	0.45	0.45

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	-32%	-1%
相对指数	1%	-8%	23%

相关报告

《电气侠之原力觉醒》2016.01.25
 《价值低估的工业电气分销龙头》2013.05.26

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,580	7,183	6,980	7,652	8,635
(+/-)%	12.6%	9.2%	-2.8%	9.6%	12.9%
经营利润 (EBIT)	282	327	300	404	492
(+/-)%	-3.9%	15.9%	-8.2%	34.6%	21.9%
净利润	183	212	210	293	356
(+/-)%	-7.2%	15.9%	-0.6%	39.0%	21.6%
每股净收益 (元)	0.39	0.45	0.45	0.62	0.76
每股股利 (元)	0.25	0.30	0.15	0.20	0.25
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	4.7%	4.9%	4.7%	5.7%	6.2%
净资产收益率 (%)	8.8%	9.5%	8.9%	11.3%	12.5%
投入资本回报率 (%)	13.6%	14.3%	13.3%	16.1%	17.6%
EV/EBITDA	22.1	19.1	20.6	15.4	12.6
市盈率	36.7	31.6	31.8	22.9	18.8
股息率 (%)	1.7%	2.1%	1.0%	1.4%	1.7%

模型更新时间: 2016.03.16

股票研究

工业
资本货物

众业达 (002441)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.75

上次预测: 18.75

当前价格: 14.30

公司网址

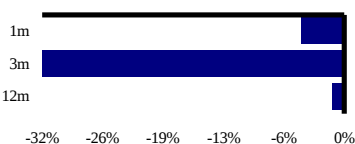
www.zyd.cn

公司简介

公司是工业电气产品的专业分销商, 主营业务为通过自有的销售网络分销签约供应商的工业电气元器件产品, 以及进行系统集成产品和成套制造产品的生产和销售。

公司产品涉及低压和中压输配电产品及工业自动化产品; 业务环节覆盖分销、物流仓储、专业技术服务、系统集成和成套制造等各个环节。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

11.51-46.31

市值 (百万)

6,696

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,845	6,580	7,183	6,980	7,652	8,635
营业成本	5,172	5,858	6,356	6,185	6,743	7,574
税金及附加	12	14	15	15	17	19
营业费用	256	303	337	343	352	397
管理费用	100	110	119	119	130	147
EBIT	294	282	327	300	404	492
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	-2	0	0	0	0
财务费用	21	24	44	10	4	5
营业利润	272	258	283	290	400	487
所得税	68	69	77	76	105	128
少数股东损益	7	7	5	5	7	8
净利润	197	183	212	210	293	356

资产负债表

货币资金、交易性金融资产	408	327	392	373	371	375
其他流动资产	2,243	2,713	2,893	2,816	3,089	3,464
长期投资	2	0	0	0	0	0
固定资产合计	244	275	347	426	496	559
无形资产及其他资产	165	213	161	133	119	100
资产合计	3,061	3,528	3,793	3,748	4,075	4,499
流动负债	1,034	1,391	1,514	1,312	1,410	1,563
长期负债	39	28	8	20	17	17
股东权益	1,989	2,109	2,270	2,416	2,648	2,919
投入资本(IC)	1,711	2,076	2,289	2,263	2,512	2,794

现金流量表

NOPLAT	220	207	241	222	299	364
折旧与摊销	20	24	27	28	36	43
流动资金增量	(149)	307	203	(91)	200	247
资本支出	42	31	72	101	100	101
自由现金流	133	570	542	261	635	755
经营现金流	320	(75)	119	358	145	174
投资现金流	(94)	(111)	(104)	(97)	(92)	(89)
融资现金流	(282)	78	18	(280)	(55)	(82)
现金流净增加额	(55)	(108)	33	(19)	(1)	4

财务指标

成长性

收入增长率	13.6%	12.6%	9.2%	-2.8%	9.6%	12.9%
EBIT 增长率	15.4%	-3.9%	15.9%	-8.2%	34.6%	21.9%
净利润增长率	7.0%	-7.2%	15.9%	-0.6%	39.0%	21.6%
利润率						
毛利率	11.5%	11.0%	11.5%	11.4%	11.9%	12.3%
EBIT 率	5.0%	4.3%	4.6%	4.3%	5.3%	5.7%
净利润率	3.4%	2.8%	2.9%	3.0%	3.8%	4.1%

收益率

净资产收益率(ROE)	10.1%	8.8%	9.5%	8.9%	11.3%	12.5%
总资产收益率(ROA)	6.4%	5.2%	5.6%	5.6%	7.2%	7.9%
投入资本回报率(ROIC)	12.9%	10.0%	10.5%	9.8%	11.9%	13.0%

运营能力

存货周转天数	45	43	44	46	44	43
应收账款周转天数	37	43	46	50	47	46
总资产周转天数	177	183	186	197	187	181
净利润现金含量	1.63	(0.41)	0.56	1.70	0.50	0.49
资本支出/收入	0.72%	0.47%	1.00%	1.45%	1.31%	1.17%

偿债能力

资产负债率	35.0%	40.2%	40.1%	35.5%	35.0%	35.1%
净负债率	-14.0%	-0.9%	1.5%	-6.1%	-4.9%	-4.0%

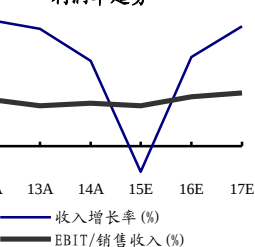
估值比率

PE	16.9	36.7	31.6	31.8	22.9	18.8
PB	3.4	3.2	3.0	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	21.6	22.1	19.1	20.6	15.4	12.6
P/S	1.14	1.01	0.92	0.95	0.87	0.77
股息率	2.1%	1.7%	2.1%	1.0%	1.4%	1.7%

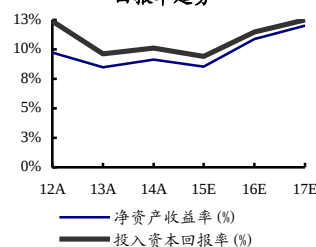
股票绝对涨幅和相对涨幅



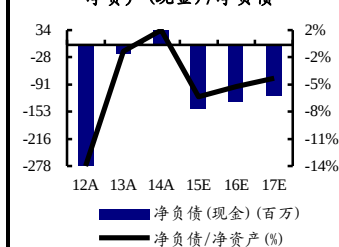
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 核心投资逻辑.....	4
2. 商用车充电站率先破局.....	5
2.1. 商用车充电站关注度较低.....	5
2.2. 盈利能力优于乘用车充电桩.....	6
2.3. 公交车电站运营是蓝海市场.....	7
3. 公司充电站进入盈利加速周期.....	8
3.1. 众业达轻资产模式抢占先发优势.....	8
3.2. 核心优势在于系统集成经验与运营数据积累.....	9
3.3. 电站运营现金牛将打开成长空间.....	10
3.4. 合作方“珠海银隆”跑马圈地在即.....	11
4. 财政补贴绽放电站运营之心花.....	12
5. 盈利预测与估值.....	13
6. 风险提示.....	13

1. 核心投资逻辑

运营数据缺失导致商用车充电站关注度不高。我们通过对公交车充电站投资运营的研究认为其有望进入推广加速阶段：①对于公交公司，充电站挖潜增效明显，电动公交车每公里成本约为燃油公交车的一半；②对于投资运营商，充电站利用效率高，运营现金流好，以珠海银隆上冲充电站为例，2套充电站每月供电30万度，每年运营服务费达300万元，投资运营商充电站的回收周期约为2-3年。

公司预装式充电站独特竞争优势逐步显现，并有望延伸电站运营进入盈利加速周期。①充电站订单获取的关键在于成熟稳定的充电站方案及数据案例积累，公司在珠海和汕头的充电站已运行半年多，可为客户提供翔实数据与成功案例参考；②同时，公司在四川参股设立公司参与电站运营已发出信号，公司将践行“电站销售+运营”的充电站路线，探索融资租赁、PPP等多模式实现“销售+运营”共赢，进而实现电站运营每年稳定的现金流，从而打开成长空间。

盈利预测与估值：2016年3月6日，格力电器公告拟收购珠海银隆新能源，公司与珠海银隆新能源的股权合作关系将有利于2016年公司充电站业务在全国的跑马圈地，考虑公司募投资金到位后，充电站产能将进一步得到释放，2016年有望迎来订单的集中落地，维持2015-17年EPS 0.45、0.62、0.76元。考虑充电桩行业估值（PE均值40倍），给予2016年30倍PE，对应合理估值为18.75元；另外参考充电桩行业动态成长性（PEG均值0.8），考虑公司预装式充电站的成长潜力，给予2016年0.8倍PEG，对应合理估值为19.34元；综合PE和PEG两种估值方法，基于谨慎性原则，我们取两者较低的PE估值给予最终目标价18.75元，维持增持评级。

催化剂：商用车充电站地方财政补贴陆续出台；商用车充电站投资运营商增多。

风险提示：充电站业务市场拓展不顺利风险；新能源汽车推广低于预期风险。

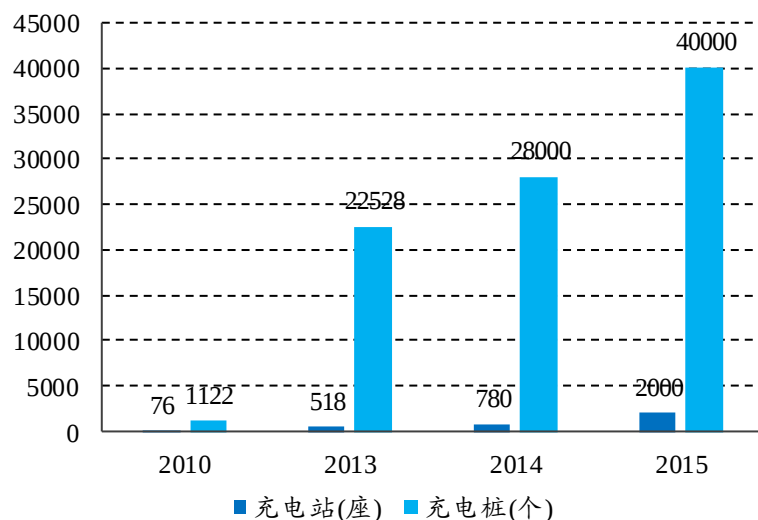
2. 商用车充电站率先破局

2.1. 商用车充电站关注度较低

乘用车充电设备投资额小，“大千快上”放量较快，市场关注度较高。

①2010至2015年，中国充电站保有量从76座快速增长至2000座，充电桩数量也从1122个增长至40万个，乘用车充电桩/站参与者中，A股上市公司近30家；②而商用车充电站建设周期相对较长（以国网承建的临沂焦庄电动汽车充电站为例，该大型充电站耗时56天，配有直流充电桩30个供30辆电动公交车充电，交流充电桩15个供15辆普通电动汽车充电），投资额远高于乘用车充电桩/站，故市场关注度较低。

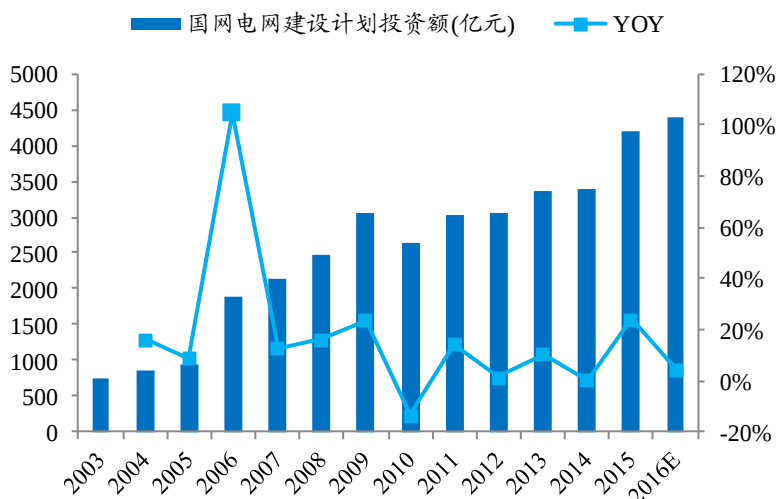
图1 乘用车充电桩放量较快，市场关注度高



数据来源：《电动汽车科技发展十二五专项规划》，国泰君安证券研究

商用车充电站已挣脱国网招投标的成长限制。充电桩是电力设备行业为数不多在风口上的板块，而商用车充电站又是电力设备行业为数不多不以国网投资额增速为转移的板块。因此，商用车充电站具有市场化发展的潜力，是孕育成长型公司的沃土。

图2 国网投资建设高峰已过



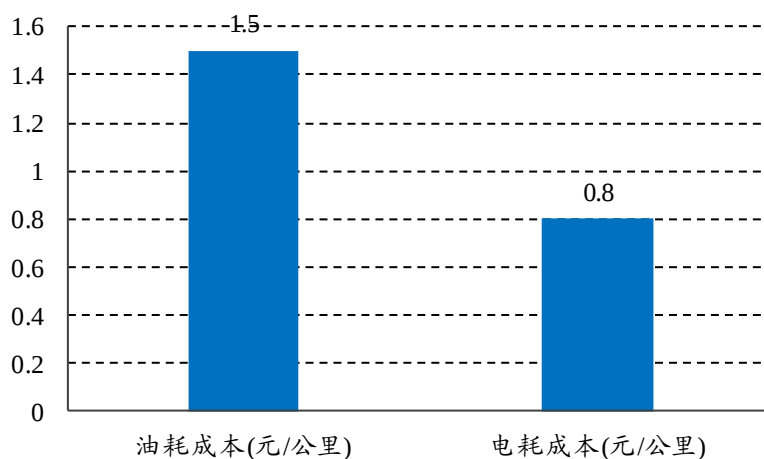
数据来源：国家电网，国泰君安证券研究

2.2. 盈利能力优于乘用车充电桩

国家扶持电价政策推广新能源公交车。国家对电动汽车充换电设施用电实行扶持性电价政策，2020 年前免收基本电费。比如，2016 年初广州公布新的充电收费标准，公交车充电服务费 0.8 元/千瓦时，非公交车充电服务费 1.2 元/千瓦时，充电时不再另收停车费用与基本电费。

对于公交公司，充电站挖潜增效明显。纯燃油动力公交车每百公里平均油耗 30L，按 5.15 元/L 柴油价格，油耗成本 1.5 元/公里；而新能源公交车每公里消耗 1 度电，电耗成本 0.8 元/公里。每台公交车每天运行 4 班合计约 280 公里，则每台新能源公交车每天节约近 200 元油耗成本 (280×0.7)，每台每年节约 6 万元，60 台车规模的公交公司每年节约 360 万元，对于处于盈亏平衡边缘的公交企事业单位效益明显。

图 3 电动公交车每公里成本约为燃油动力车的一半



数据来源：巴士之家，国泰君安证券研究

对于运营商，商用车充电站较乘用车充电桩盈利能力好。①公交车等商用车由于线路班次固定、发车间隔短等特性，并可借助公交车站、物流集散点等集中性场地快速充电补电，故而充电站利用效率显著高于乘用车的充电桩/站等充电设施；②乘用车充电桩分布较为零散，物业、商圈充电停车用地成本较高，且国网统一接口协议后，仍存在车型与桩型不匹配、结算交易方式不统一等问题，故众多市场参与者的乘用车充电桩市场盈利变现能力不佳。

表 1 商用车充电站运营模式优于乘用车

	商用车充电站	乘用车充电桩/站
场地要求	公交车站、物流集散点就地配套	新建场地、物业停车位配套等
利用效率	高	低
充电功率	360KW	10-60KW
充电容量	高	低
盈利模式	电站运营收入较高	较低
车辆线路	固定、集中	分散、随机

数据来源：国泰君安证券研究

乘用车量大电小，公交车等商用车充电站充电量需求较大。按照 2020 年 500 万辆新能源汽车，我们预计公交车/环卫车/出租车/公务车/私家车比例为 5:5:10:10:70，公交车/环卫车等商用车电耗按 120kwh/百公里计算，出租车/公务车/私家车电耗按 20kwh/百公里计算，500 万辆新能源汽车每年充电电量需求为 527.5 亿 kwh。

表 2 2020 年 500 万辆新能源车中公交车电量需求较大

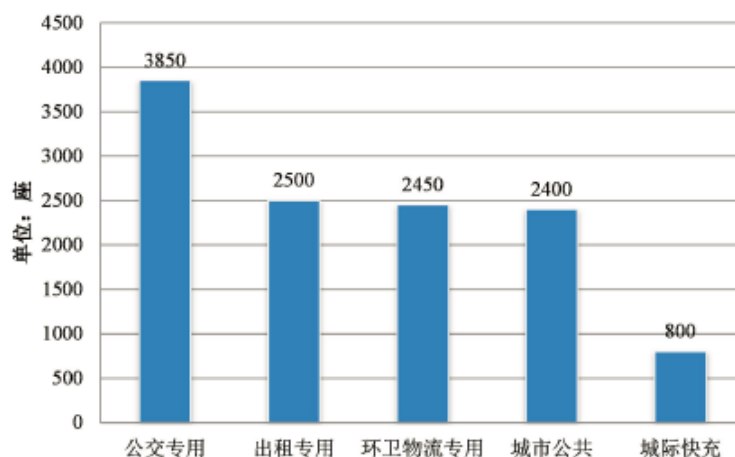
车型	行驶里程/ 万公里	百公里电 量/kWh	年充电量/ 万 kWh	车数量/万 辆	充电量/亿 kWh
公交车	7	120	8.4	30	252
环卫车	2	120	2.4	20	48
出租车	10	20	2	50	100
公务车	2	20	0.4	50	20
私家车	1.5	20	0.3	350	105
合计				500	525

数据来源：能源观察网，国泰君安证券研究

2.3. 公交车电站运营是蓝海市场

多部委联合推动商用车专用充电站。2015 年 11 月，国家发改委、国家能源局、工业和信息化部、住房和城乡建设部联合发布了《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020 年)》，《指南》明确，优先建设公交、出租及环卫与物流等公共服务领域的充电基础设施，新增超过 3850 座公交车充换电站、2500 座出租车充换电站、2450 座环卫物流等专用车充电站。

图 4 多部委发布《指南》推动商用车专用充电站



数据来源：《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》

截至 2015 年底，我国已经建成充换电站 3600 座（2014 年 780 座），公交车、物流车等专用充换电站不足，市场目前基本为国家电网主导的设备招标-投资-建设的充换电站，集中在示范城市，主要由国家电网公司、南方电网公司和普天新能源公司承建，《指南》中提出的公交车、物流车、环卫车等专用充换电站较少。

图 5 国网主导部分充换电站的设备招标-投资-建设



数据来源：国家电网

公交车充电站运营现金流收入较好。①每部公交车线路往返一次耗电 60-70 度（往返一次 60-70 公里、每公里 1 度电），每天排 4 班线路，每月 20 个工作日，即每部公交车每月耗电 5200 度，则 30 部公交车规模的一座充电站每月供给 15.6 万度电，按照 0.8 元/kwh 的充电服务费，则单位电站每年运营现金流收入约为 150 万元。②而充电站建设成本约为 440 万，即公交车充电站投资回收周期约为 2-3 年。

表 3 常规充电站建设成本约为 440 万元

充电站成本分类	设备费用细分	成本费用
充电站基础设施成本(万元)	充电机单价	20
	充电机数量	10 台
	电池维护设备	20
	充电监控及安全监控设备	20
	土地购置费	0
	合计	240 万元
配电设施成本(万元)	箱变费用	70
	有源滤波费用	84
	用户配电柜费用	17
	0.4kv 电缆费用	7
	10kv 电缆费用	14
	合计	192 万元

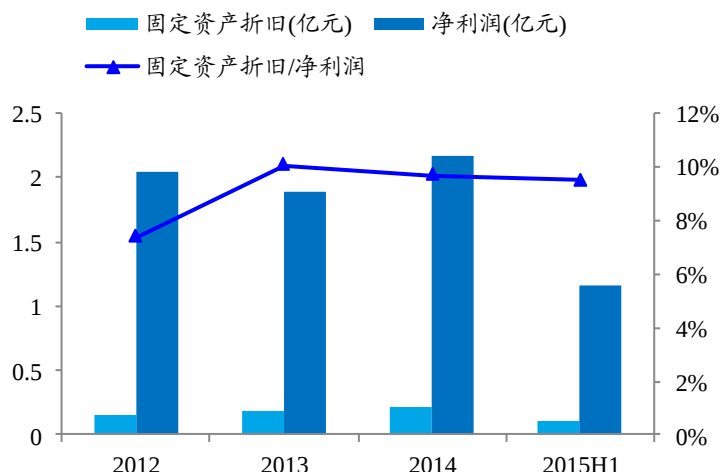
数据来源：前瞻网，国泰君安证券研究

3. 公司充电站进入盈利加速周期

3.1. 众业达轻资产模式抢占先发优势

公司分销主业资产属性较轻，可“轻装上阵”抢占充电站先发优势。充电设备市场正处风口，充电桩市场参与者众多、商业模式多样、盈利模式尚不清晰、市场格局尚未落定，众业达则利用多年市场调研和系统集成经验，在充电站市场爆发之前先行抢占市场，构建先发优势，积累成功案例、运营维护保养等工程经验。

图 6 公司是分销商龙头，资产属性较轻



数据来源：wind，国泰君安证券研究

公司充电站产能释放将提前进入盈利轨道。公司定增拟投入 4.2 亿元充电站建设项目（已拿到证监会批文），同时，公司已利用自有资金先行投入充电站项目，按 2016-2018 年 30%、60%、100% 产能释放，每套充电站售价 300 万，净利率 10%，产销率 97% 估算，公司 2016-18 年充电站集成销售的净利润预计约为 0.28 亿、0.57 万、0.93 亿元，对应 93、192、320 套充电站订单。

表 4 公司定增拟投入 4.2 亿元充电站建设项目

项目名称	项目投资总额(万元)	募集资金拟投入额(万元)
预装式纯电动客车充电系统建设项目	42528.36	42528.36
电子商务平台建设项目	28594.07	28594.07
补充流动资金项目	30000	30000
合计	101122.4	101122.4

数据来源：定增预案，国泰君安证券研究

3.2. 核心优势在于系统集成经验与运营数据积累

充电站订单获取的关键在于成熟稳定的充电站方案及数据案例积累。

①公司在珠海和汕头的充电站已运行半年多，可为客户提供翔实数据与成功案例参考；②公司充电站集成方案研发至今已四年，技术研发涵盖交直流充电桩、成套结构、电气保护、充电控制、收费计量、远程监控和安全防护等方面，已开发三代适合于不同场合的充电桩产品和远程监控系统平台，并设计了适合于电动客车的预装式充电站，同时手机端的应用(e 车充电 app)目前也正处于工程测试阶段。

表 5 众业达在石油钻井行业的系统集成经验为充电站研发奠定基础

系统集成分类	具体设计系统及技术
预装式充电站	涉及工业电气箱体、高低压配电、逆变整流、控制系统、工业网络系统，涉及电气保护、谐波理论、控制技术、电池理论、成套制造技术和行业规范等经验

石油钻井系统集成 中压配电、变压、低压配电、逆变整流、逆变驱动、过程控制等电气系统的开发与成套工作, 包括预装式 VFD 房设计与成套工作

数据来源: 公司网站, 国泰君安证券研究

图 7 公司在充电站集成领域沉淀较深

- 众业达电气自2005年投入新能源行业集成业务, 2012年开始涉足新能源汽车充电领域, 目前已经积累了乘用车交直流充电桩、充电管理后台系统、以及手机端APP软件等完整充电网络开发运营经验;
- 2015年公司正式进军电动公交车快充领域。



数据来源: 众业达技术中心

图 8 公司全国服务网络可迅速响应充电站业务

- 众业达具有全国服务网络, 全国主要城市均有子公司和办事处, 能满足预装式充电站生命周期内维护工作, 服务迅速、成本低, 配件齐, 长期持续的售后服务具备优势。

开始于1984年
50家子公司
95个办事处
7个物流中心
4个集成制造基地
3000+名员工



数据来源: 众业达技术中心

众业达基于系统集成的预装式充电站投资额较低。对于投资运营方, 充换电站一次性投资较大, 且一线城市由于土建、配套拆迁成本较高, 故部分充换电站投资额高达 500 万元; 而众业达预装式充电站由于系统集成具有较好基础, 且无需土建报批、配电房等建设, 故投资成本较低, 单套销售价格 300 万元。

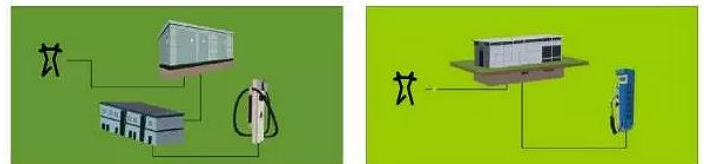
图 9 公司预装式充电站有背列式与分布式

众业达预装式充电站
首选的电动大巴充电站



数据来源: 众业达技术中心

图 10 公司预装式充电站优于常规充电站



常规充电站

- 建站包括:
 - 变电站
 - 配电房
 - 配电柜
 - 充电机
 - 充电桩
- 挑战:
 - 设备分散, 工序复杂
 - 现场施工、安装量大
 - 建造周期长, 人工多
 - 规划适应性较差

预装式充电站

- 建站包括:
 - ✓ 预装一体充电站 (包含变压器、配电柜、充电柜、控制柜)
 - ✓ 充电桩
- 特点:
 - ✓ 支持大功率大速率充电
 - ✓ 高度集成, 结构紧凑
 - ✓ 施工快捷, 安装方便
 - ✓ 建造周期短, 人工少
 - ✓ 规划适应性较好, 可快速搬迁

数据来源: 众业达技术中心

3.3. 电站运营现金牛将打开成长空间

充电站运营可以产生较好现金流收入。以众业达在珠海银隆采购-投资-运营的上冲充电站为例, 2 套充电站每月为近 60 台公交车充电 30 万度, 充电服务费 0.8 元/kwh (国家推行扶持性电价政策, 2020 年前免收基本电费), 则每站每年产生约 150 万电站运营现金流, 结算频率每月一结 (预装式电站运营, 预装式充电站无需土建成本, 无人值守无需人工成本, 配电设施维护成本较小, 约为配电成本的 3%即 6 万元/年)。

图 11 公司预装式充电站优势明显

- 本产品适合于锂电池动力、超级电容的电动大巴、物流车充电需求。
- 目前国内上述电动大巴均采用直流充电模式，系统由中压进线单元、计量单元、变压器、低压开关柜、整流柜和充电桩组成，分别安装在变压器室和控制室；目前国内基本采用现场分别安装方式。
- 本产品为预装一体式的充电站，高度集成，结构紧凑，安装快捷。
- 本产品为客制化产品，可根据用户需求定制。

• 主要技术参数：

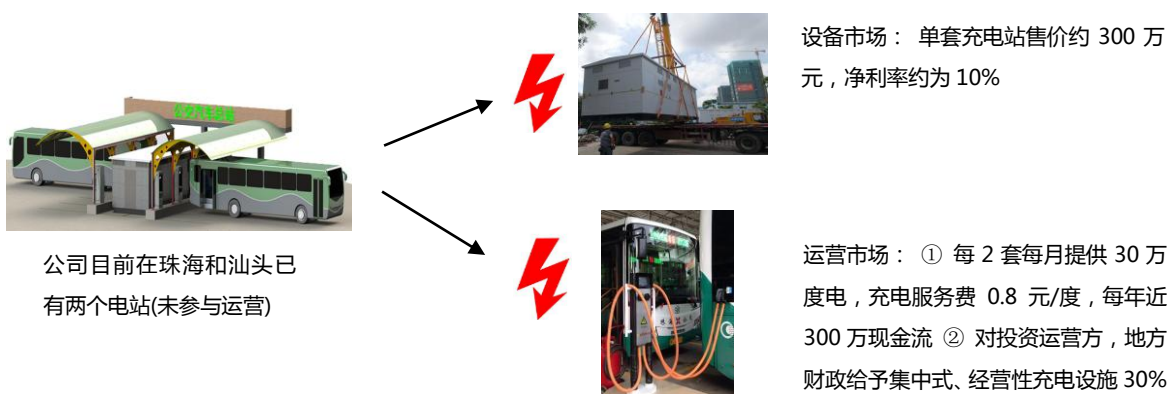
- 标准容量：1600kVA
- 输出电流：2000A
- 输出电压：500-750V/DC
- 支持4桩x500A或8桩x250A充电
- 箱式结构，户外防护等级
- 无人值守，远程监控
- 尺寸为9800*3600*3100



数据来源：众业达技术中心

公司逐渐向下游电站运营延伸。2016年1月，公司全资子公司众业达新能源参股四川闪充10%的股份，开展电动旅游专线充电站运营等业务。公司在四川参股设立公司参与电站运营已发出信号，公司将践行“电站销售+运营”的充电站路线，探索融资租赁、PPP等多模式实现“电站销售+运营”共赢，进而实现电站运营每年稳定的现金流，从而打开成长空间。

图 12 下游电站运营现金流真实稳定可持续（每月结算、每年都有现金流、维保服务费等）



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

3.4. 合作方“珠海银隆”跑马圈地在即

众业达合作方“珠海银隆”打响 2016 年新能源汽车发令枪。①2016 年 3 月 6 日，格力电器公告拟收购珠海银隆新能源，银隆近年通过内生外延，先后收购蓝海科技（电机、电控等核心技术）、美国奥钛（纳斯达克上市，钛酸锂电池材料等）、珠海广通、石家庄中博（拥有各种客车生产资质），目前在珠海的 29 辆纯电动公交车已 3 年无故障运营大于 30 万公里。②众业达 3 月 9 日转让银隆新能源 1% 股权所得款项将主要用于新能源充电设施的投资运营业务，为定增项目扩产提供资金支持，股权转让并不影响公司未来进一步推动与银隆新能源在充电桩、站建设与运营、电动大巴租赁等领域的深度合作。

表 6 珠海银隆在新能源汽车产业链中实力较强

指标分类	具体情况
生产基地	广东珠海、河北武安及石家庄
年产能	纯电动客车 3.3 万辆, 运动型多功能电动车 10 万辆, 电池 6.2 亿安时, 钛酸锂电池原材料 5000 吨, 储能 800MW 的生产能力
产销量	2015 年其新能源汽车销售订单为 7000 辆, 产值逾百亿元。其中, 完成生产纯电动客车 3189 辆, 累计增长 2228%, 市场份额为 3.6%。2015 年实现营收逾 30 亿元, 净利润超过 4 亿元。

数据来源: 银隆新能源

图 13 银隆子公司涵盖电机电控、电池材料、客车等业务



数据来源: 银隆新能源

图 14 银隆子公司珠海广通在 2015 年 12 月旺季中产量排名第十



数据来源: 盖世汽车新能源

4. 财政补贴绽放电站运营之心花

地方财政补贴陆续出台, 电站“投资-建设-运营”将逐渐进入高潮。充电桩/站对投资运营对政策补贴敏感度较高, 根据多部委联合出台的《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020 年)》, 将优先建设公交、出租及环卫与物流等公共服务领域的充电基础设施。随着地方政府推广新能源商用车的财政补贴陆续出台, 投资运营方将逐渐涌入充电站“投资-建设-运营”。

表 7 地方政府财政补贴政策陆续出台

时间	政策	措施
深圳	20150123 《深圳市新能源汽车推广应用若干政策措施》	深圳将鼓励和支持社会资本参与建设运营充电设施, 对充电设施运营企业采用特许经营方式进行管理, 并制定相应的充电服务费标准, 对集中式充电设备(站、桩、装置)投资给予 30% 的财政补贴, 且在充电设施建设完成、通过验收并正式投用后予以拨付。
广州	20150525 《广州市电动汽车充电设施建设专项资金管理办法》	公交、出租、物流等专属充换电站补贴上限为 300 万元/站; 公共充电站补贴上限 90 万元/站

江苏	20160303	《2016 年江苏省新能源汽车推广应用省级财政补贴实施细则》	省级财政资金对公共领域充电设施建设运营单位按充电桩充电功率给予补贴, 交流充电桩每千瓦 400 元、直流充电桩每千瓦 600 元。市级补贴标准不得低于省级补贴标准, 单个充电站或充电桩群的省、市补贴总额不超过 200 万元。
上海	20150624	《上海市电动汽车充电设施建设管理暂行规定》	给予充电设备不超过 30% 的财政资金资金支持, 并结合研究进一步的支持政策。
海南	20140917	《海口市新能源汽车推广应用财政补助资金管理暂行办法》	配套基础设施建设单位, 按配套基础设施主要设备投资额的 40% 给予地方财政补贴, 市财政省、各补贴 20%, 省、市补贴总额不超过 600 万元。
成都	20150709	《成都市新能源汽车充电设施市级补贴 实施细则 (暂行)》	民资建设充电站最高补贴 30% (不含土地费), 上限为 500 万元。

数据来源: 各地方政府网站, 国泰君安证券研究

5. 盈利预测与估值

公司与珠海银隆新能源的股权合作关系将有利于 2016 年公司充电站业务在全国的跑马圈地, 考虑公司募投资金到位后, 充电站产能将得到释放, 2016 年有望迎来订单的集中落地, 故维持 2015-17 年 EPS 0.45、0.62、0.76 元。

- ① **PE 估值:** 参考充电桩行业估值 (PE 均值 40 倍), 考虑公司预装式充电站的发展潜力, 给予 2016 年 30 倍 PE, 对应合理估值为 18.75 元;
- ② **PEG 估值:** 参考充电桩行业动态成长性 (PEG 均值 0.8), 考虑公司预装式充电站的成长潜力, 给予 2016 年 0.8 倍 PEG, 对应合理估值为 19.34 元;
- ③ **目标价及评级:** 综合 PE 和 PEG 两种估值方法, 基于谨慎性原则, 我们取两者较低的 PE 估值给予最终目标价 18.75 元, 维持增持评级。

表 8 同行业可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价 2016/3/16	总市值 (亿元)	EPS			PE			PEG
				2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2016E
002121.SZ	科陆电子	22.34	106	0.52	0.95	1.31	43.2	23.6	17.1	0.3
300376.SZ	易事特	52.20	131	1.05	1.42	1.82	49.8	36.8	28.7	1.1
002518.SZ	科士达	26.80	80	0.66	0.93	1.18	40.3	28.9	22.7	0.7
300001.SZ	特锐德	20.63	207	0.18	0.28	0.42	115.6	72.7	49.4	1.2
均值							62.2	40.5	29.5	0.8
中值							46.5	32.8	25.7	0.9
002441.SZ	众业达	14.30	67	0.45	0.62	0.76	31.8	23.1	18.8	0.6

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (可比公司盈利预测均取自 Wind 一致预期)

6. 风险提示

充电站业务市场拓展不顺利风险。公司充电站业务有望成为未来的利润增长极, 但如果市场推广不顺利, 则公司未来业绩增长将受到影响。

新能源汽车推广低于预期风险。若 2016-2020 年新能源汽车推广不能达

到规划目标，将会影响公司充电站在全国的推广以及电站运营利用效率的减少，则公司未来业绩增长将受到影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		