

电动汽车业务的推进速度乃成功关键

2014 年 12 月 30 日

投资要点

- ❖ 归属于上市公司股东的净利润同比增 3~4 成，略低于我们的预期。公司预告 2014 年全年归属于上市公司股东的净利润为 1.539~1.657 亿元，同比增长 30%~40%，其中非经常性损益约为 1100 万元。净利润比我们之前的预期值 1.908 亿元低 13%~19%。
- ❖ 电力箱变销量减少或是业绩增速不达预期的主要因素。公司传统业务中的箱式变电站主要用于铁路及电力领域，2014 年是铁路投资的大年，但以电网为主的投资却并未展现出显著增长，因此我们判断，公司电力领域的箱变销量和毛利率都处于同比持平的状态是业绩不达预期的主要因素，下调全年公司箱变的销售预期至 32%，毛利率下调至 29%。
- ❖ 电动汽车领域的推进速度大超预期。2014 年 7 月，公司推出电动汽车充电产品，9 月 10 日，即与北汽新能源公司签订了合作协议，拟在北京、青岛等地共同推广电动汽车充电业务；9 月 16 日，公司又拿下与芜湖市的充电业务合作；10 月 8 日，公告拟与山东天恩合资成立“潍坊天恩特锐德汽车充电有限公司”；10 月 24 日，与长沙众泰汽车、湖南经济技术投资担保公司合资成立湖南新能源汽车运维公司，促进长沙、株洲、湘潭地区开展充电设施的建设和运营业务；11 月份与亿纬锂能合资设立充电网络服务公司；12 月份又先后与浙江新时空、合肥国轩、新乡新能动力、新乡市政府开展合作，进入当地电动汽车销售、租赁及充电网络的服务业务。短短 5 个月中，公司在电动汽车领域布局速度之雷厉风行令人印象深刻，这也将成为今后公司电动车业务流量导入和利润超预期的前提。
- ❖ 长期看好公司观点未变。我们认为，优秀的电力设备集成、创新能力、紧跟时代变革的思维方式、以及管理层历来的良好执行力，是特锐德持续呈现复合增长的三大动力，长期看好公司的观点不变。
- ❖ 风险提示。电动汽车市场增速不达预期的风险。
- ❖ 盈利预测及估值。由于电力电网行业的投资增速不达预期，我们下调公司 2014/15/16 年的收入预测至 18/25/34 亿元（原为 19/26/35 亿元），归母净利润预测 1.64/2.35/3.25 亿元（原为 1.91/2.54/3.49 亿元），EPS 分别为 0.41/0.58/0.80 元（原为 0.47/0.63/0.86 元），当前股价 17.15 元对应公司 2014/15/16 年的 PE 分别为 42/30/21 倍。我们看好公司充电产品的竞争力以及快速推进新能源汽车业务的执行力，维持“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	664	1,353	1,836	2,523	3,419
增长率 YoY%		103.8	35.6	37.5	35.5
净利润 (百万元)	80	118	164.479	235	325
增长率 YoY%		47.3	39.0	42.7	38.6
每股收益 EPS (基本) (元)	0.20	0.29	0.41	0.58	0.80
净资产收益率 ROE%	6.8	9.1	11.0	14.0	16.5
PE	86	59	42	30	21
PB	6	5	5	4	3.6
EV/EBITDA	28	20	13	6	36

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 12 月 29 日收盘价



买入 (维持)

中信证券研究部

王鹏

电话：021-20262127

邮件：wangpeng@citics.com

执业证书编号：S1010513080003

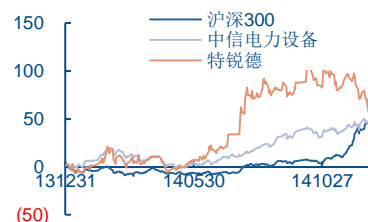
王祥麒

电话：021-20262117

邮件：wangxq@citics.com

执业证书编号：S1010513080001

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3446 点
总股本/流通股本	400.8/385.68 百万股
近 12 月最高/最低价	23.85 元/10.36 元
近 1 月绝对涨幅	-18.27%
近 6 月绝对涨幅	30.97%
今年以来绝对涨幅	56.22%
12 个月日均成交额	81 百万元

相关研究

1. 特锐德投资价值分析报告--《颠覆传统充电模式，引领 A 股充电风潮》
2. 特锐德 2014 年中报点评--《互联网思维，打造汽车云平台》
3. 特锐德重大事项点评--《与最强新能源汽车企业合作，服务云平台有望加速落实》2014-09-11
4. 特锐德重大事项点评--《充电业务开始“攻城略地”》2014-09-17
5. 特锐德 2014 年三季度点评--《电动汽车布局不断超预期》2014-10-23

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	664	1,353	1,836	2,523	3,419
营业成本	440	960	1,330	1,800	2,384
毛利率	34%	29%	28%	29%	30%
营业税金及附加	4	8	5	6	9
营业费用	60	104	147	199	262
营业费用率	9.1%	7.7%	8.0%	7.9%	7.7%
管理费用	72	110	151	204	274
管理费用率	10.9%	8.1%	8.2%	8.1%	8.0%
财务费用	-7	3	9	18	46
财务费用率	-1.1%	0.2%	0.5%	0.7%	1.3%
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	85	141	200	291	431
营业利润率	12.9%	10.4%	10.9%	11.5%	12.6%
营业外收入	10	13	15	16	17
营业外支出	0	1	3	2	3
利润总额	96	154	212	304	446
所得税	15	26	36	52	76
所得税率	16.0%	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	0	9	11	18	44
归属于母公司股东的净利润	80	118	164	235	325
净利率	12.1%	8.7%	9.0%	9.3%	9.5%
每股收益(元)(摊薄)	0.20	0.29	0.41	0.58	0.80

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	80	118	164	235	325
少数股东损益	0	9	11	18	44
折旧和摊销	17	22	35	77	126
营运资金变动	-91	-117	302	-194	-169
其他	9	31	2	22	60
经营现金流	15	64	515	158	386
资本支出	-44	-60	-183	-551	-651
投资收益	0	0	1	1	1
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	-26	-1	0	0
投资现金流	-44	-86	-183	-550	-650
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	78	-53	300	592
股息支出	-8	-9	-36	-16	-23
其他	-32	-63	-7	-14	-39
融资现金流	-40	5	-95	270	530
现金净增加额	-69	-16	237	-122	266

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	308	303	540	418	684
存货	152	344	366	460	538
应收账款	581	964	480	719	974
其他流动资产	45	117	154	215	296
流动资产	1,086	1,727	1,539	1,812	2,492
固定资产	306	352	498	942	1,437
长期股权投资	0	86	86	86	86
无形资产	55	77	77	77	77
其他长期资产	27	80	82	112	142
非流动资产	388	595	743	1,217	1,742
资产总计	1,473	2,322	2,282	3,029	4,234
短期借款	0	203	0	0	242
应付账款	171	358	293	396	524
其他流动负债	112	337	273	376	508
流动负债	283	898	566	772	1,275
长期负债	0	0	150	450	800
其他长期负债	5	3	5	9	16
非流动性负债	5	3	155	459	816
负债合计	289	901	721	1,232	2,091
股本	200	200	405	405	405
资本公积	710	710	505	505	505
股东权益合计	1,185	1,422	1,561	1,797	2,143
少数股东权益	0	137	149	167	211
负债股东权益总计	1,473	2,322	2,282	3,029	4,234

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	3.41	103.82	35.64	37.46	35.50
营业利润	-28.5	65.3	41.9	45.2	48.4
净利润	-23.37	47.27	38.95	42.75	38.59
利润率 (%)					
毛利率	33.74	29.05	27.56	28.64	30.27
EBITMargin	13.2	12.6	11.1	12.4	14.4
EBITDAMargin	15.65	14.30	13.00	15.44	18.05
净利率	12.1	8.7	9.0	9.3	9.5
回报率 (%)					
净资产收益率	6.8	9.1	11.0	14.0	16.5
总资产收益率	5.46	6.47	7.62	9.40	9.45
其他 (%)					
资产负债率	19.59	38.78	31.60	40.66	49.38
所得税率	16.0	17.1	17.0	17.0	17.0
股利支付率	11.60	30.00	10.00	10.00	10.00

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。