

电气设备

2016 年 04 月 13 日

中电鑫龙 (002298)

——内生与外延并重，率先布局公共安全与智慧能源

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2016 年 04 月 12 日

收盘价 (元)	14.89
一年内最高/最低 (元)	41.05/10.12
市净率	3.2
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	5293
上证指数/深证成指	3023.65/10533.41

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2015 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	4.73
资产负债率%	38.90
总股本/流通 A 股 (百万)	633/355
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《鑫龙电器 (002298) 新股询价报告》
2009/09/15

证券分析师

曲伟 A0230515120003
quwei@swsresearch.com

研究支持

金荣 A0230116020002
jinrong@swsresearch.com

联系人

薄婷婷
(8621)23297818×7372
bopt@swsresearch.com

投资要点：

- **收购中电兴发，率先进入公共安全领域。**公司去年收购中电兴发 100% 股权，中电兴发主要为公安、军队、司法、市政部门及企事业单位提供公共安全与反恐、智慧城市等的解决方案、产品及运营服务，13 年和 14 年分别实现营业收入 6.1 亿元和 6.53 亿元，净利润分别为 8455 万和 5293 万元，收益状况良好，我们认为公司具备较为确定的销售渠道。公司具备稀缺的“八甲资质”且技术良好，具有先进的人脸识别技术，可以夜视及持续跟踪嫌疑犯，我们认为公共安全领域 16 年有望为公司贡献 1.4 亿-1.6 亿利润。
- **自有技术生产充电桩，发展智慧能源。**公司具备自主核心技术，由清华大学两名博士后率队研发生产，目前已经有慢充，快充和无线充产品，可以满足绝大部分充电目标，建设期为 1.5 年，并由子公司与金玺实业合资设立龙玺新能源公司，有望借助金玺实业的销售经验打开充电桩市场，我们认为结合公司自身优势，智慧能源产业链也有望得到延伸。
- **公司回复证监会反馈意见，定增顺利推进。**公司此次募集资金不超过 15 亿元，发行价格不低于 12.47 元/股，将用于公共安全与反恐领域机器人和无人机产业化，智能充电桩项目，高铁电力保障系统生产以及偿还银行贷款，公司回复证监会反馈意见，定增顺利推进。
- **首次覆盖，给予买入评级。**公司以内生和外延并重的方式发展，传统主业高低压成套设备以保证利润和回款为前提，将在 15 年的基础上保持平稳；反恐防爆机器人与无人机领域有望迎来爆发式增长，充电桩 16 年实现小批量生产，并具有产业链向外延伸的可能。我们预计 16-18 年 EPS 分别为 0.34/0.39/0.50 元，对应 PE 分别为 44/38/30X，可比公司平均市盈率为 58X，公司价值被低估，考虑到中电兴发的领先技术和销售实力，以及智能充电桩项目 16 年有望贡献业绩，给予公司 16 年 60 倍估值，半年目标价 20 元，首次覆盖，给予买入评级。

财务数据及盈利预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	809	873	2,146	2,653	3,284
同比增长率 (%)	-10.58	7.82	145.90	23.63	23.78
净利润 (百万元)	15	66	214	250	317
同比增长率 (%)	-82.86	342.33	222.54	16.82	26.80
每股收益 (元/股)	0.04	0.10	0.34	0.39	0.50
毛利率 (%)	39.5	40.7	34.2	33.7	33.5
ROE (%)	1.2	2.2	4.5	5.0	6.0
市盈率	411	142	44	38	30

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

公司以内生和外延并重的方式发展，传统主业高低压成套设备以保证利润和回款为前提，将在 15 年的基础上保持平稳；反恐防爆机器人与无人机领域有望迎来爆发式增长，充电桩 16 年实现小批量生产，并具有产业链向外延伸的可能，预计 16-18 年软件和技术服务类业务将分别贡献 13.8 亿/18.1 亿/23.1 亿收入。我们预计 16-18 年 EPS 分别为 0.34/0.39/0.50 元，对应 PE 分别为 44/38/30X，可比公司平均市盈率为 58X，公司价值被低估，考虑到中电兴发的领先技术和销售实力，以及智能充电桩项目 16 年有望贡献业绩，给予公司 16 年 60 倍估值，半年目标价 20 元，首次覆盖，给予买入评级。

关键假设点

公司反恐防爆机器人订单顺利完成；

智能充电桩项目顺利扩大产能。

有别于大众的认识

- (1) 大部分投资者对公司的认识还停留在原主业高低压开关上，对公司去年收购中电兴发还没有充分认识，导致中电兴发的收购以及未来的内生与外延并重的布局还没有在股价中充分体现。
- (2) 资本市场对中电兴发的技术和销售实力有所低估。中电兴发反恐防爆机器人拥有领先的技术，比如人脸识别追踪和预先报警技术等，并具备稀缺的“八甲”资质，加上良好销路这些优势均尚未被资本市场挖掘。
- (3) 大部分投资者低估了公司内生和外延并重的扩张实力。收购中电兴发是公司迈出的第一步，除此之外公司还使用自有技术进入智能充电桩领域，未来公司有望在公共安全和智慧城市方面继续延伸，我们认为公司的发展战略尚未被市场充分认识。

股价表现的催化剂

随着和颐酒店等类似安全事故频发和国家对公共安全的大力重视，反恐防爆机器人与无人机的需求将持续增加；公司业绩的不断兑现。

核心假设风险

公司反恐防爆机器人订单不能顺利完成，业绩不能及时兑现。

目录

1. 收购中电兴发，率先进入公共安全领域	5
1.1 具备稀缺“八甲”资质，反恐维稳科技第一股	5
1.2 防爆机器人及无人机领域市场空间广阔	8
1.2.1 公共安全需求不断升级，反恐机器人愈发重要	8
1.2.2 排爆机器人是反恐斗争中的主要装备，市场广阔	9
1.2.3 无人机监管不断规范，市场有望爆发	10
1.3 公共安全领域将为公司带来稳定收益	11
2. 自有技术生产充电桩，发展智慧能源	11
2.1 充电桩正迎接政策风口	11
2.2 自有技术+销售渠道，业绩可期	13
3. 内生与外延并重，产业链有望继续延伸	14
3.1 由制造商向服务商转型，计算机与智能制造并重	14
3.2 原有主业以利润和回款为前提	14
4. 盈利预测与估值	15

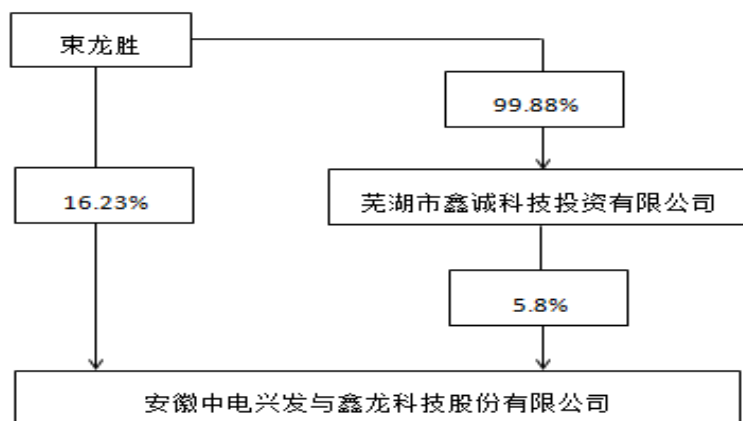
图表目录

图 1： 中电鑫龙控股股东股权结构	5
图 2： 中电兴发产品，反恐机器人	5
图 3： 中电兴发产品，反恐排爆机器人与无人机	6
图 4： 中电鑫龙城市智能化管理涵盖领域	6
图 5： 2010 年-2014 年全球恐怖袭击死亡人数及增长率	8
图 6： 中国安防市场及安防设备市场规模（亿元）	9
图 7： 全球无人机市场规模预测（亿美元）	11
图 8： 我国充电设施市场规模预测（单位：亿元）	13
图 9： 无线充电桩	13
图 10： 2012-2015 年营业收入与增长率	14
图 11： 2012-2015 年净利润与增长率	14
图 12： 2012-2015 年公司主营业务收入（亿元）	15
图 13： 2015 年公司主营业务分布	15
表 1： 公司募集资金使用用途	7
表 2： 国家健全治安防控体系的一系列措施	8
表 3： 无人机主要应用领域	10
表 4： 新能源汽车扶持政策	12
表 5： 2012 年-2015 年公司主营产品毛利率	15
表 6： 可比公司估值表格	16

1. 收购中电兴发，率先进入公共安全领域

公司去年发行股票及现金支付购买中电兴发 100% 股权，进入公共安全与反恐、智慧城市行业。收购完成后公司总股本 6.33 亿股，束龙胜直接和间接共持有上市公司股份 1.33 亿股，占公司总股本的 22.03%，仍为上市公司控股股东和实际控制人。

图 1：中电鑫龙控股股东股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.1 具备稀缺“八甲”资质，反恐维稳科技第一股

中电兴发始创于 1997 年，是在原国家电子工业部中国电子器材总公司工程公司基础上改制设立。中电兴发以物联网、大数据、云计算等新一代信息技术为基础，主要面向公安、军队、司法、市政部门及企事业单位提供端到端、一体化的涵盖信息感知、传输、存储、计算、处理、应用等环节的系统解决方案、产品及运营服务。

图 2：中电兴发产品，反恐机器人



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 3： 中电兴发产品，反恐排爆机器人与无人机



资料来源：公司官网，申万宏源研究

凭借良好的研发能力、创新能力和资源整合能力，中电兴发已经发展成为国内领先的公共安全与反恐、智慧城市等的解决方案、产品及运营服务提供商，在业界享有良好的声誉，竞争优势明显，具备较强盈利能力。13 年和 14 年分别实现营业收入 6.1 亿元和 6.53 亿元，净利润分别为 8455 万和 5293 万元，我们认为公司具备较为确定的销售渠道，收益状况良好。

图 4： 中电鑫龙城市智能化管理涵盖领域



资料来源：申万宏源研究

公司此次非公开发行募集资金 15 亿，其中 5 亿元用于反恐机器人与无人机的产业化项目，项目总投资 5.9 亿，形成年产 1.8 万台公共安全反恐能机器人、450 台反恐排爆机器人、450 架公共安全无人机、600 套无人机飞行控制系统的生产能力。

表 1：公司募集资金使用用途

项目名称	投资总额(亿元)	拟投入募集资金额(亿元)
公共安全与反恐领域机器人及无人机产业化项目	5.9	5.0
基于有线/无线传输的电动汽车自适应智能充电桩建设项目	3.8	3.0
智能远动（高铁信号）电力保障系统生产线建设项目	3.1	2.5

资料来源：公司公告，申万宏源研究

中电兴发的核心优势如下：

- ✓ **行业应用优势：**目前公司产品的人脸识别技术已经非常成熟，可以夜视和持续识别跟踪。其他产品主要是通过人来看视频录像，公司的安防机器人高效捕捉跟踪嫌疑人，比如遇到类似昆明火车站的恐怖袭击，反应速度和破案效率会大幅提升。在公共安全与反恐、智慧城市领域积累了丰富的市场经验和应用经验，对政府、军队、武警、公安、通信、交通、金融、石油化工、电力、煤炭、核电站等行业具有丰富的行业经验，可以准确的抓住市场需求和业务特点。
- ✓ **资质优势：**拥有“涉及国家秘密的计算机信息系统集成资质证书（甲级）”、“计算机信息系统集成企业资质证书（壹级）”、“安防工程企业资质证书（壹级）”，“工程设计资质证书（建筑智能化系统设计专项甲级）”，“建筑业企业资质证书（建筑智能化公测很难过专业承包壹级，电子工程专业承包壹级，机场空管工程及航站楼弱电系统工程专业承包贰级）”和“音、视频工程企业资质证书（特级）”等“八甲”资质，能够为客户提供全方位的服务，也为公司在行业内的市场拓展提供了保障。
- ✓ **技术及研发优势：**作为“平安中国 2.0”的倡导者，在公共安全等物联网应用领域，始终坚持自主创新，不断加大研发力度，掌握多项国际领先的自主知识产权核心技术，所涉及到的核心技术贯穿了“从前端感知到后端应用”的整个物联网业务体系。中电兴发与电子科技大学联合成立了“反恐装备研究联合实验室”，在警用装备领域的人才培养及产品技术开发等方面展开广泛的合作。
- ✓ **品牌及质量优势：**2015 年 11 月，中电兴发总裁瞿洪桂被入选成为中国警用装备标准化委员会通信委员。同时警用装备标准化委员会从公安部级标委会升格为国家级标准化委员会。这标志着中电兴发在警用及反恐装备领域内的努力引起了公安部的关注和高度认可。

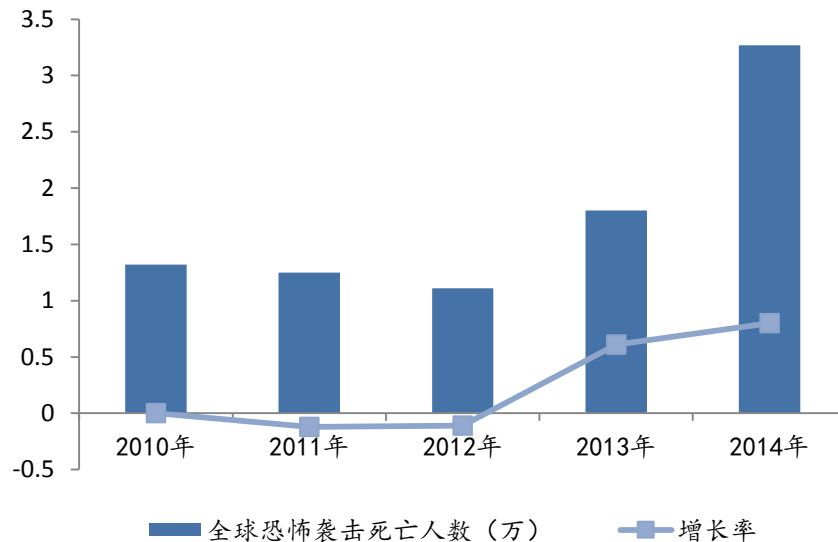
1.2 防爆机器人及无人机领域市场空间广阔

1.2.1 公共安全需求不断升级，反恐机器人愈发重要

近年来，社会不稳定因素有所增加，国内恐怖活动呈现出国际因素影响加大、案件多发频发、网上网下互动等新趋势，特殊突发公共事件的安全防范压力愈来愈大，反恐形势不断复杂和严峻。

从恐袭手段来看，爆炸是恐怖分子最常使用的手段，高达 57% 的恐袭通过爆炸实现。从袭击目标分析，报告显示过半数的恐怖袭击把目标锁定为平民或警察，如 2·14 新疆乌什县袭警案、4·30 乌鲁木齐火车站恐怖爆炸案。

图 5：2010 年-2014 年全球恐怖袭击死亡人数及增长率



资料来源：申万宏源研究

恐怖袭击与类似“798 和颐酒店”的遇袭案频发，使得国家对反恐治安格外重视，相关行业也对公共安全与反恐提出了新的需求。国家出台相关扶持政策，同时安全将成为更多行业的考量标准，对反恐机器人提出了更高的要求，尤其是高清摄像头、入侵报警、人脸识别等方面，公共安全与反恐行业迎来了新的发展机遇。

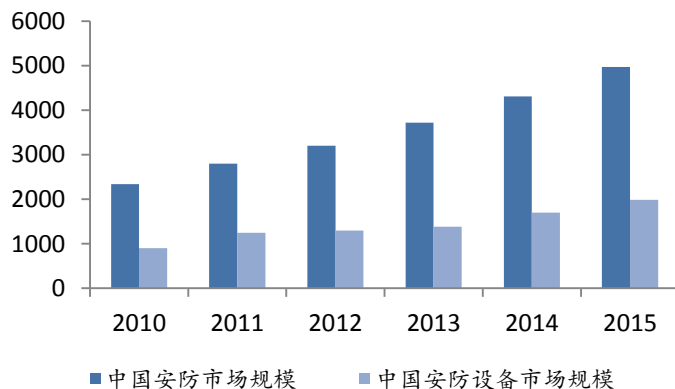
表 2：国家健全治安防控体系的一系列措施

时间	政策
2014 年 10 月	全国人大常委会第十一次会议对《中华人民共和国反恐怖主义法(草案)》进行了初次审议
2015 年 2 月	全国人大常委会第十三次会议对其进行了二次修订，健全了反恐怖主义制度措施
2015 年 4 月	中共中央办公厅、国务院办公厅《关于加强社会治安防控体系建设的意见》将加强社会治安防控网建设作为重点工作，为我国安防产业的发展提供了良好的政策环境。

资料来源：中国人大网，申万宏源研究

公共安全与反恐机器人是一款采用仿生原理的智慧报警产品。产品集成了高可用视频监控、高保真语音系统、多功能气体侦测模块、一键报警系统，从视觉、听觉、嗅觉、触觉的角度对现场环境进行多维度、立体化监测，一旦捕获到异常人员、异常声音、异常气味等潜在威胁信息，即刻自动、智能地触发报警，并通过 IP 网络将报警信息及监控视频推送到远程指挥中心，协助公安人员准确、迅速地处理警情及案件，适用于街道、广场、校园、银行、公交、地铁、步行街、火车站等要求高清监控、智能报警及紧急求助的场所，可以对暴力恐怖事件等紧急突发状况进行预警及报警，突破安防监控仅局限于事后查证的瓶颈，实现事前智能预警、事发及时报警的智慧安防。

图 6：中国安防市场及安防设备市场规模（亿元）



资料来源：申万宏源研究

随着我国安防设备市场规模的不断扩大，公共安全反恐领域将会不断升级，反恐机器人以及公共安全一体化解决方案需求量也将随之扩大，预计市场以每年千亿的速度增长。

1.2.2 排爆机器人是反恐斗争中的主要装备，市场广阔

排爆机器人可以帮助避免不必要的人员伤亡。排爆机器人可用于多种复杂地形进行排爆。主要用于代替排爆人员搬运、转移爆炸可疑物品及其它有害危险品；代替排爆人员使用爆炸物销毁器销毁炸弹；代替现场安检人员实地勘察，实时传输现场图像；可配备散弹枪对犯罪分子进行攻击；可配备探测器材检查危险场所及危险物品。

反恐排爆机器人是反恐斗争中的主要装备。西方国家早在 20 世纪 60 年代就开始采用防爆机器人处理爆炸物。自从 9.11 事件后，国际社会恐怖活动更是愈演愈烈，许多国家相继对此给予了高度关注。我国政府十分重视反恐排爆机器人的研发。“十五”期间，国家“863”计划就重点支持了排爆机器人的研究，对其研发及应用加大了资助力度。目前“反恐防暴机器人”已在我国投入反恐一线，在进行实战操作时，“复合移动机构防暴机器人”可攀爬角度小于 35 度的斜坡和楼梯，可自由钻洞，可跨越 0.4 米高的路障，还可根据使用要求装备爆炸物销毁器、连发霰弹枪及催泪弹等各种武器并完成相应功能，给恐怖分子造成重大打击。

排爆机器人在现有基础上可搭载不同作战武器，实现多种功能，国际国内市场需求广阔。目前我国军队现役兵力大约为 230 万人，陆军机动作战部队人数 85 万人，按照美国未来作战旅的机器人配备程度(不考虑边海防部队、警卫警备部队、武警配备机器人)，中国大约还有 5.7 万台地面机器人的配备需求，保守估计地面机器人均价为 50 万/台，市场容量接近 300 亿元。

1.2.3 无人机监管不断规范，市场有望爆发

我国近年来加强了对无人机市场的规范监管。中国民航局于 2015 年 11 月发布了关于对《轻小型民用无人机系统运行管理暂停规定》征求意见。近期，中国民航局发布了《轻小型无人机运行试行规定》，该规定首次将 7 公斤以下的无人机按重量细分为 0-1.5 公斤和 1.5-7 公斤两类。这意味着不同级别的无人机在飞行区域和驾驶人要求两方面将采取不同的试飞规则。新规定的明显的变化还包括 7 公斤以上的无人机需要明确接入“电子围栏”和“无人机云”的监控。无人机新规出台表示我国无人机监管政策正在逐步完善，行业在不断地规范，有利于无人机应用到各个领域。我们认为行业未来的发展方向也会更加偏向于视觉、自动化能力及神经网络等技术方面。

表 3：无人机主要应用领域

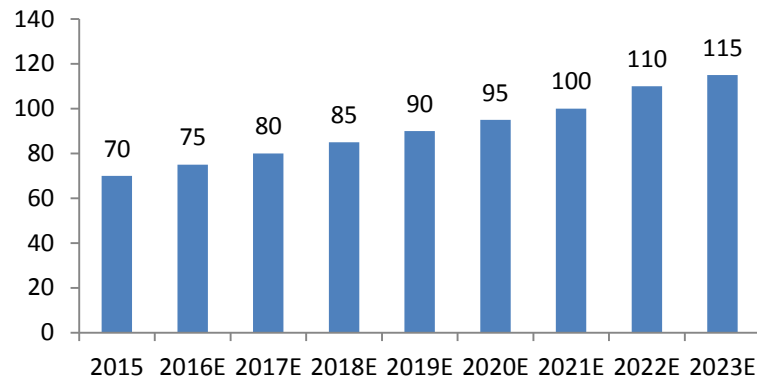
领域	应用
军事	高空侦查、精准打击、指挥控制、后勤保障……
警用	安保巡逻、反恐缉私、高空监控……
巡线	电力巡线、石油管道巡线、重要设施巡线……
农林植保	农业播种、喷洒农药、森林防火、环境监测……
航拍测绘	地理信息测绘、影视作品拍摄、大型活动拍摄……
其他	通信中继、快递投放、科学研究……

资料来源：申万宏源研究

国内无人机专利大规模申请，迅速布局。无人机领域涉及的专利申请数量已达 5000 多件，其中发明专利申请量达 3000 多件，占比超过 50%，实用新型专利申请 2000 多件，外观设计专利申请约 250 件。94%的专利均为本土申请人，只有 6%的来自国外，其中主要来自美国、德国和法国等欧美发达国家。来自国内的申请人中，北京、江苏、广东、陕西专利申请量较大，其中北京、江苏和陕西因聚集了大量科研院所，具有较强的研发能力；而广东制造业发达，生产实践中对无人机技术多有创新或改进。我们认为专利的大规模申请说明国内已经认识到无人机广阔的市场前景，而且随着技术的不断突破，无人机有望迅速普及，市场将迎来爆发式增长。

未来十年无人机将成为航空航天工业最具增长活力的市场。全球无人机采购支出将是现在的 2 倍左右，未来十年市场总额将超过 910 亿美元，其中，军用无人机将达到 810 亿美元，民用无人机将达到 100 亿美元。据预测，到 2023 年全球无人机市场将达到 115 亿美元，其中军用无人机将占当年市场总额 86%（99 亿美元），民用无人机占 14%（16 亿美元）。

图 7：全球无人机市场规模预测（亿美元）



资料来源：申万宏源研究

1.3 公共安全领域将为公司带来稳定收益

中电兴发产品与服务目前已在多个项目成功应用。包括贵州省六盘水市“天网工程”总集成项目、中央军委办公厅 9191 工程、北京市公安局 2014 年 APEC 会议安保指挥系统、南水北调中线干线工程安全防范系统项目、北京市海淀区网格化图像信息系统项目、济南市应急、反恐指挥中心信息系统工程等典型项目等。我们认为这些项目有望产生示范效应，顺利完成后将有助于公司开拓新的市场，获取新的订单。

公共安全领域收益有望占业绩较大，16 年一季报有望超预期。中电兴发是在原国家电子工业部中国电子器材总公司工程公司基础上改制设立。13 年和 14 年分别实现营业收入 6.1 亿元和 6.53 亿元，净利润分别为 8455 万和 5293 万元，15/16 年的业绩承诺分别为 1.15 亿元和 1.38 亿元。我们认为公司具备较为确定的销售渠道，收益状况良好。公司具备稀缺的“八甲资质”且技术良好，具有先进的人脸识别技术，可以夜视及持续跟踪嫌疑犯，我们认为公共安全领域 16 年有望为公司贡献 1.4 亿-1.6 亿利润，预计公司一季报业绩有望超预期。

2. 自有技术生产充电桩，发展智慧能源

2.1 充电桩正迎接政策风口

本次募集资金中 3 亿投入智能充电桩项目，总投资 3.8 亿元，形成年产 2.32 万套电动汽车自适应智能充电桩的生产能力。

目前，虽然电动汽车价格不断降低、续航里程不断增加、市场推广速度不断加快、政府的政策支持力度不断加大，但电动汽车的充电设施建设速度远远低于预期，“充电难”已经成为制约我国电动汽车推广应用的主要瓶颈。

新能源汽车是我国汽车产业的未来发展方向。根据国务院于 2012 年发布的《节能与新能源汽车产业发展规划》，到 2015 年，我国纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、

累计产销量超过 500 万辆。随着各地对充电设施建设投入加大，充电装备市场即将迎来大爆发时期，每年将以成倍的速度爆发式增长，预计 2016 年为 400 亿元，到 2020 年将突破 1200 亿元。

表 4：新能源汽车扶持政策

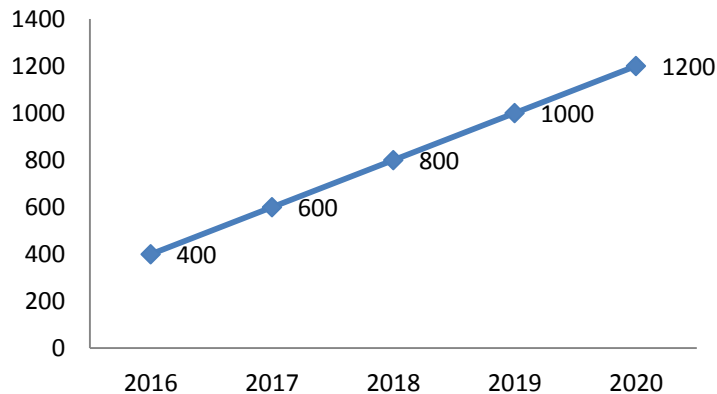
文件	政策
《关于节约能源，使用新能源车船车船税优惠政策的的通知》（2015.5）	为促进节约能源，鼓励使用新能源，根据《中华人民共和国车船税法》及其实施有关规定，对节约能源车船减半征收车船费，对使用新能源车船免征车船税。
《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用》（2015.4）	四部委将在 2016-2020 年继续实施新能源汽车推广应用补助政策，在全国范围内开展新能源汽车推广应用工作，中央财政对购买新能源汽车给予补助，实行普惠制。
《关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知》（2014.11）	为加快新能源汽车充电设施建设，推进新能源汽车产业稳步发展，中央财政拟安排资金对新能源汽车推广城市或城市群给予充电设施建设奖励。
《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》（2014.8）	对免征车辆购置税的新能源汽车，由工信部、国家税务总局通过发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理。

资料来源：申万宏源研究

虽然新能源汽车产销量在呈爆发式增长，但下游充电桩数量却严重不足。根据科技部于 2012 年发布的《电动汽车科技发展十二五专项规划》，到 2015 年底建成 40 万个充电桩、2000 个充换电站。截至 2014 年底，全国仅建成了 2.8 万个充电桩和 723 座充电站，严重不足。

“十三五”期间我国将进一步加大充电桩和充电站的建设规模。根据国家发改委、国家能源局、工信部和住建部于 2015 年联合印发的《电动汽车充电基础设施发展指南》，2020 年我国将建成集中充换电站 1.2 万座，分散充电桩 480 万个，满足全国 500 万辆电动汽车充电需求。

图 8：我国充电设施市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：申万宏源研究

2.2 自有技术+销售渠道，业绩可期

公司拥有自主研发的充电桩核心技术，由清华大学的两名博士后主导研发，再加上合作伙伴的市场渠道，进一步打造公司在新能源领域的产业布局，为公司在新能源行领域打开新的发展空间，增强公司综合实力，有望形成公司新的利润增长点。公司目前已有订单在手，未来有望进一步加大对新能源充电桩的租赁、运营及推广，实现公司在充电桩领域实现量的扩大,必将在新能源充电桩行业开拓新的发展空间。

公司充电桩两大优势：

- ✓ **充电桩配备多种充电接口标准，可为不同的车型进行充电。**公司充分利用自身系统集成、电力系统设计规划等优势，创新开发出了独有的适合居民小区、企事业单位、公共停车场等大型场所的电动汽车自适应智能充电桩。
- ✓ **可根据电池参数调用最优充电策略。**可通过 CAN 通讯技术自动检测电动汽车 BMS 系统，并与 BMS 系统进行通讯，读取电池型号、额定电压、额定电流等参数，根据电池参数调用最优充电策略启动充电桩输出电压对电动汽车进行充电。

图 9：无线充电桩



资料来源：申万宏源研究

为充分利用在新能源充电桩领域自主知识产权的核心技术，进一步占领充电桩市场，近日公司控股子公司安徽佑赛科技有限公司与芜湖金玺实业有限公司、芜湖金玺投资管理有限公司共同出资设立安徽龙玺新能源科技有限公司。我们认为新公司的设立将推动公司新能源充电桩的租赁、运营及推广，实现公司在新能源充电桩领域实现量的扩大，符合公司整体发展战略，提升公司整体竞争力和盈利能力，为公司形成新的利润增长点。

3. 内生与外延并重，产业链有望继续延伸

3.1 由制造商向服务商转型，计算机与智能制造并重

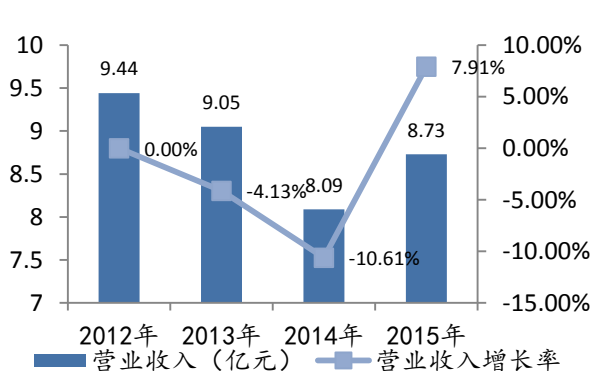
公司将经营发展战略定位为：以反恐、公共安全及智慧城市为重点，稳步推进由原有智能输配电设备制造商发展成为提供智慧新能源、智能输配电设备和元件、电力设计及电力服务一揽子解决方案的服务商。除了重点发展反恐、公共安全及智慧城市、充电桩产业外，公司对原有智能高低压输配电设备，逐步对客户机构进行调整，开始选择附加值高、回款信誉好的项目订单去做。

未来，公司还有可能产业链横向延伸，做智能家居项目，比如家庭用电管理系统，给用户省电同时方便使用，比如手机控制开关，还有家庭安防；此外，公司美能储能电池项目已经通过了国网检验，去年已经拿到订单，今年业绩同比会有大幅增长。

3.2 原有主业以利润和回款为前提

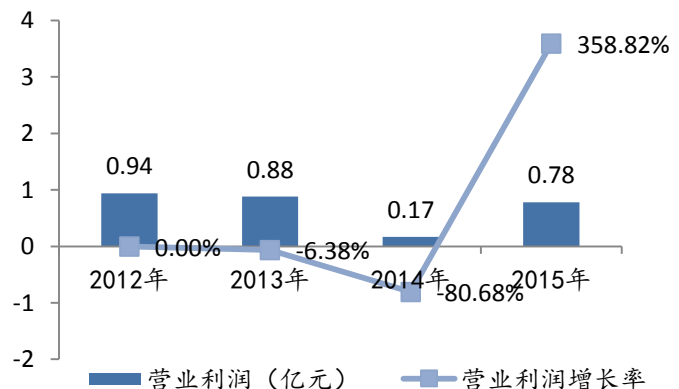
传统主业方面，原有智能高低压输配电设备，公司对客户机构进行了调整，开始选择附加值高、回款信誉好的项目订单去做。并投入 3.1 亿（募投 2.5 亿）到高铁电力保障建设项目，拓宽销售渠道。

图 10：2012-2015 年营业收入与增长率



资料来源：申万宏源研究

图 11：2012-2015 年净利润与增长率

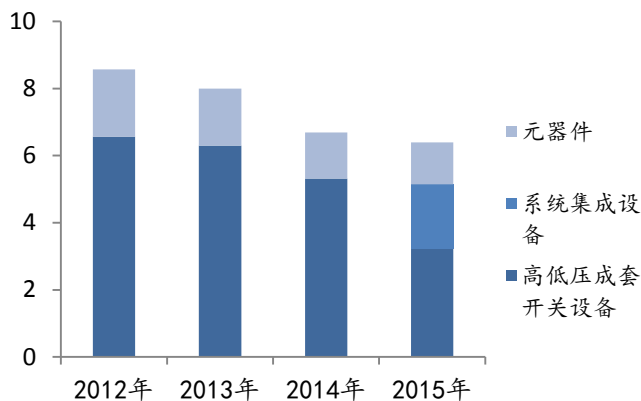


资料来源：申万宏源研究

根据《中国铁路中长期发展规划》，到 2020 年，铁路运营里程将达到 12 万公里以上、覆盖全国 90% 以上人口，国家还规划“四纵四横”铁路快速客运通道以及六个城际快速客运系统，这些项目的建设需要大量的电力保障系统产品。同时，高铁是我国高端装备制造业

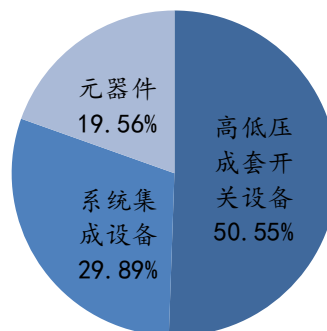
走出去的代表产业，新一届政府尤其注重高铁营销。随着“一带一路”战略的深化和实施，海外基础设施建设规模提高，作为中国装备制造业代表的高速铁路相关产业也必将有更多的海外业务机会，高铁产业将迎来巨大的海外发展机遇。公司计划实施的铁路智能高铁信号项目，未来市场空间很大，将进一步提升公司的经营业绩和盈利空间。

图 12：2012-2015 年公司主营业务收入（亿元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 13：2015 年公司主营业务分布



资料来源：WIND，申万宏源研究

表 5：2012 年-2015 年公司主营产品毛利率

类别	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
高低压成套开关设备	36.55%	37.25%	33.44%	38.14%
系统集成设备				26.36%
元器件	49.55%	48.92%	48.59%	41.40%

资料来源：WIND，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

公司去年收购中电兴发进入公共安全领域，并再次募集资金用于反恐防爆机器人与无人机的产业化项目，形成年产 1.8 万台公共安全反恐能机器人、450 台反恐排爆机器人、450 架公共安全无人机、600 套无人机飞行控制系统的生产能力。中电兴发具备“涉及国家秘密的计算机信息系统集成资质证书（甲级）”等稀缺的“八甲”资质，其具有人脸识别，即时报警等领先的技术实力，从以往订单和销售业绩来看，公司具备良好的销售渠道。

公司利用自有技术与相关销售渠道进入智能充电桩市场，可以做到直流充，交流充和无线充。可以适应各种端口，并可以选择最优充电策略，技术优势明显，有望迎接新能源汽车与充电桩铺设的政策窗口，现已经可以利用原有产能进行小批量生产，募集资金后将扩大产能，建设周期 1.5 年。

未来，公司还有可能产业链横向延伸，比如智能家居项目，此外，公司美能储能电池项目已经通过了国网检验，去年已经拿到订单，未来几年业绩将持续增长。预计 16-18 年软件和技术服务类业务将分别贡献 13.8 亿/18.1 亿/23.1 亿收入。

公司对原有智能高低压输配电设备，逐步对客户机构进行调整，开始选择附加值高、回款信誉好的项目订单去做，预计 16-18 年收入分别为 6.6 亿/7.2 亿/8.1 亿元。

公司以内生和外延并重的方式发展，我们预计 16-18 年 EPS 分别为 0.34/0.39/0.50 元，对应 PE 分别为 44/38/30X，可比公司平均市盈率为 58X，公司价值被明显低估，考虑到中电兴发的领先技术和销售实力，以及智能充电桩项目 16 年有望贡献业绩，给予公司 16 年 60 倍估值，半年目标价 20 元，首次覆盖，给予买入评级。

表 6：可比公司估值表格

公司	代码	2016/4/12	EPS			PE		
		收盘价	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
上海电气	601727.SH	9.06	0.17	0.18	0.18	53.29	50.33	50.33
英飞拓	002528.SZ	12.38	0.10	0.08	0.10	123.80	154.75	123.80
金风科技	002202.SZ	16.52	1.04	1.22	1.45	15.88	13.54	11.39
正泰电器	601877.SH	20.22	1.15	1.55	1.71	17.58	13.05	11.82
东方网力	300367.SZ	29.16	0.77	0.49	0.69	37.87	59.51	42.26

资料来源：WIND，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	809	873	2,146	2,653	3,284
电子机械和器材制造业	766	531	660	720	810
专业技术服务业	43	88	106	127	164
软件和信息技术服务业	-	254	1,380	1,806	2,310
营业总成本	793	794	1,912	2,370	2,925
营业成本	490	518	1,413	1,760	2,185
电子机械和器材制造业	475	318	396	432	486
专业技术服务业	15	42	51	64	82
软件和信息技术服务业	-	158	966	1,264	1,617
营业税金及附加	6	14	35	44	54
销售费用	103	78	151	178	209
管理费用	148	140	300	371	460
财务费用	35	29	12	17	17
资产减值损失	12	16	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-7	-3	0	0	0
营业利润	9	75	234	283	359
营业外收支	11	15	24	17	19
利润总额	20	90	259	300	378
所得税	4	12	34	39	49
净利润	17	78	225	261	329
少数股东损益	2	11	11	11	11
归属于母公司所有者的净利润	15	66	214	250	317

资料来源：申万宏源研究

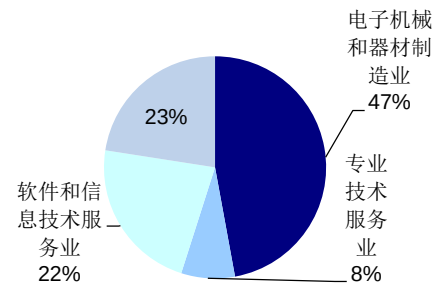
合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,641	2,587	5,683	6,821	8,160
现金及等价物	286	451	613	579	466
应收款项	780	1,254	2,791	3,403	4,170
存货净额	575	835	2,279	2,838	3,524
其他流动资产	0	17	0	0	0
长期投资	32	27	27	27	27
固定资产	411	779	730	680	630
无形资产及其他资产	186	1,702	1,644	1,645	1,646
资产总计	2,271	5,095	8,084	9,173	10,463
流动负债	801	1,577	3,054	3,645	4,370
短期借款	488	685	635	635	635
应付款项	301	882	2,409	3,000	3,725
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	149	405	192	429	666
负债合计	950	1,982	3,246	4,074	5,036

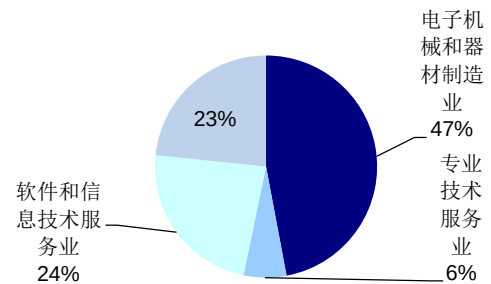
关键假设

	2015	2016E	2017E	2018E
管理费用率	0.14	0.14	0.13	0.13
偿还长期借款	-	450.00	-	-

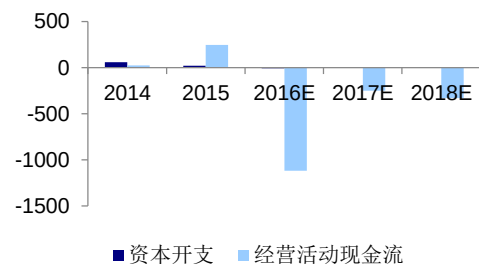
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



股本	414	633	733	733	733
资本公积	517	1,942	3,342	3,342	3,342
盈余公积	44	44	44	44	44
未分配利润	306	372	586	835	1,153
少数股东权益	40	122	134	145	157
股东权益	1,321	3,113	4,838	5,099	5,428
负债和股东权益合计	2,271	5,095	8,084	9,173	10,464

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	17	78	225	261	329
加：折旧摊销减值	42	63	50	50	50
财务费用	41	36	12	17	17
非经营损失	2	2	0	0	0
营运资本变动	-80	66	-1,455	-580	-728
其它	0	0	50	0	0
经营活动现金流	22	245	-1,117	-252	-332
资本开支	58	22	-9	1	2
其它投资现金流	1	-20	0	0	0
投资活动现金流	-153	-828	9	-1	-2
吸收投资	0	479	1,500	0	0
负债净变化	41	292	-263	237	237
支付股利、利息	52	40	12	17	17
其它融资现金流	-1	-5	44	0	0
融资活动现金流	-13	726	1,270	220	220
净现金流	-144	142	162	-33	-114

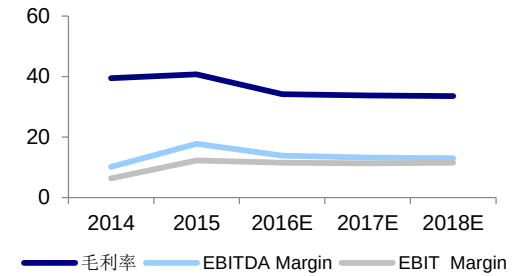
资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

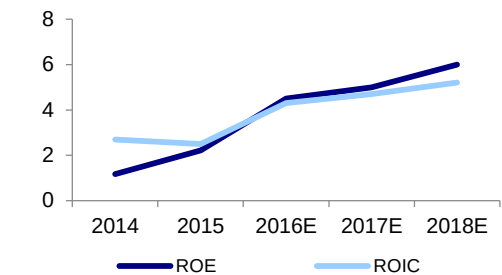
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.02	0.10	0.34	0.39	0.50
每股经营现金流	0.04	0.39	-1.77	-0.40	-0.52
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.02	4.73	7.43	7.83	8.33
关键运营指标(%)					
ROIC	2.7	2.5	4.3	4.7	5.2
ROE	1.2	2.2	4.5	5.0	6.0
毛利率	39.5	40.7	34.2	33.7	33.5
EBITDA Margin	10.1	17.7	13.8	13.2	13.0
EBIT Margin	6.4	12.3	11.5	11.3	11.5
收入同比增长	-10.6	7.8	145.9	23.6	23.8
净利润同比增长	-82.9	342.4	221.8	16.9	27.1
资产负债率	41.8	38.9	40.1	44.4	48.1
净资产周转率	0.63	0.29	0.46	0.54	0.62
总资产周转率	0.36	0.17	0.27	0.29	0.31
有效税率	13.6	13.0	13.0	13.0	13.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	619.5	140.0	43.5	37.2	29.3
P/B	7.3	3.1	2.0	1.9	1.8
EV/Sale	11.9	11.5	4.5	3.7	3.1
EV/EBITDA	117.7	64.8	32.4	28.2	24.1

资料来源：申万宏源研究

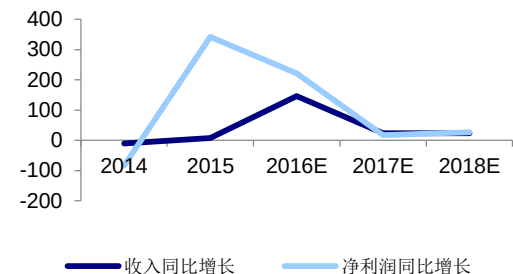
经营利润率(%)



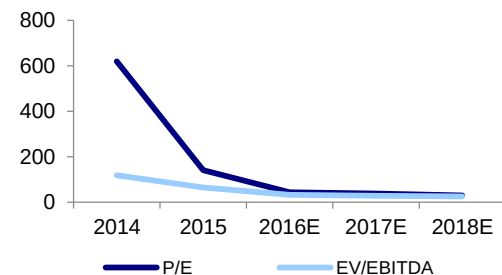
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。