

暴涨的充电量，飞奔的独角兽

2018年12月7日

投资要点

- ❖ **电动汽车充电万亿市场，有望孕育千亿市值独角兽。**汽车全面实现电动化后，预计年充电需求量将超1万亿度，对应市场空间超1.3万亿元。若按30%电量比例考虑电动汽车大规模充电催生的V2G储能需求，则电动汽车充放电总量将达1.4万亿度，对应市场空间有望达1.7万亿。在数据垄断、物理垄断、区域电网垄断和高资金门槛等壁垒之下，先发布局的充电网运营商具备独特的卡位优势，随着行业进入的时间窗口逐步关闭，充电运营领域独角兽雏形渐成。
- ❖ **技术及规模优势凸显，充电利用率跨过盈亏平衡点，迎来业绩盈利期。**特来电已建成全国最大的充电网和大数据云平台，充电系统涵盖“无桩充电、无电插头、群管群控、模块结构、主动防护、柔性充电”六大技术体系。目前上线运营公共充电桩约12万个，市占率超40%。2018年至今公司充电量约10亿度，日充电量达436万度，同比增长155%，预计全年充电量有望达11-12亿度。我们测算公司三季度充电桩利用率增至7.7%，跨过7.6%的盈亏平衡点，年内特来电有望首次实现盈亏平衡。在国内电动汽车保有量持续高增长的背景下，公司充电利用率望持续加速提升，预计2019年充电利用率增至13%-15%，充电量有望超20亿度，进入利润集中兑现期。
- ❖ **推广三级合伙人模式，加速充电网共建项目落地和轻资产运营转型。**公司基于自主搭建的面向大数据分析和应用的充电网云平台，通过“共建共享”模式推进充电生态网建设。借助共建合伙人拓展场地及资金资源，公司提供充电站设计建设方案并保证回报率，通过设备销售和平台化运维服务获取收益，并将享受超额收益分成。目前公司已在25个城市推进共建模式，意向合作客户达67个，已落地项目21个，并在全国59个城市划分500多个充电热力区域，孵化培育潜在优质快充站，为未来共建模式快速发展奠定坚实基础，有望实现由充电桩重资产投建型企业向充电网轻资产运营平台的重要转型。
- ❖ **风险因素：**新能源汽车增长不及预期，充电桩利用率提升不及预期，共建项目落地进度低于预期。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**考虑到公司充电运营利润有望加速释放，调整公司2018-2020年净利润预测至3.1亿/5.1亿/7.8亿元（原预测值为3.3亿/4.3亿/5.1亿元），对应EPS为0.31/0.51/0.78元，对应PE分别为54/33/22倍。我们采用分部估值法，参考行业平均估值，2019年给予电气设备板块56亿（20倍PE）、安装工程板块6亿（10倍PE）、特来电162亿（6倍PS）估值，综合给予公司2019年224亿元估值，对应目标价22.44元/股，上调评级至“买入”。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,109	5,105	5,332	7,413	9,425
营业收入增长率	103.48%	-16.43%	4.44%	39.03%	27.14%
净利润(百万元)	252	278	312	509	775
净利润增长率	72.74%	10.65%	12.21%	62.89%	52.30%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.25	0.28	0.31	0.51	0.78
毛利率%	21.47%	25.38%	25.33%	26.24%	27.37%
净资产收益率 ROE%	9.28%	9.37%	9.66%	13.80%	17.73%
每股净资产(元)	2.96	3.30	3.54	3.95	4.56
PE	68	61	54	33	22
PB	5.7	5.2	4.8	4.3	3.7

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为2018年12月6日收盘价



买入 (上调)

当前价：17.02元

目标价：22.44元

中信证券研究部

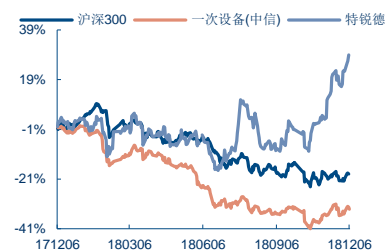
弓永峰

电话：010-60836758

邮件：gongyongfeng@citics.com

执业证书编号：S1010517070002

相对指数表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

主要数据

沪深300指数	3252点
总股本/流通股本	997.6/868百万股
近12月最高/最低价	17.23元/11.02元
近1月绝对涨幅	23.33%
近6月绝对涨幅	38.39%
今年以来绝对涨幅	26.37%
12个月日均成交额	65.06百万元

相关研究

1. 特锐德 (300001) 2018年三季报点评——业绩同比微增，充电业务有望止损 (2018-10-29)
2. 特锐德 (300001) 投资价值分析报告——优化充电网布局，运营利润有望兑现 (2018-07-30)

目录

充电运营万亿市场，孕育千亿市值独角兽	1
充电服务行业空间有多大？	1
充电服务行业壁垒如何？	2
充电利用率加速提升，迎来充电运营盈利期	3
深耕充电网，产品技术领先	3
跨过盈亏平衡点，增长弹性凸显	6
推广合作共建，转型轻资产运营	8
风险提示	10
盈利预测与估值评级	10
盈利预测	10
估值及评级	11

插图目录

图 1: 截至 2017 年底国内汽车保有量结构	1
图 2: 我国新能源汽车保有量预测（万辆）	1
图 3: 特来电充电系统技术优势	3
图 4: 特来电拥有全球最大新能源汽车大数据云平台	4
图 5: 公司智能模块化充电箱变内部结构	4
图 6: CMS 柔性充电方式	5
图 7: 传统恒流充电方式	5
图 8: 特来电充电网	5
图 9: 截至 8 月各运营商充电桩数量（个）	6
图 10: 公司上线运营充电桩数量	6
图 11: 公司年度和日均充电量快速增长	6
图 12: 公司季度充电量增长情况	6
图 13: 公司充电桩平均利用率测算结果	7
图 14: 特来电三级合伙人体系	9
图 15: 特来电营业利润及预测（亿元）	10

表格目录

表 1: 各电动车型每年耗电量测算	1
表 2: 电动汽车充电行业市场空间测算	2
表 3: 充电运营公司产品比较	5
表 4: 公司现阶段充电运营盈亏平衡时对应利用率测算	7
表 5: 充电利用率 8% 时充电运营服务收益测算	8
表 6: 充电利用率 12% 时充电运营服务收益测算	8
表 7: 特来电合伙人股东	9
表 8: 特来电未来 3 年盈利预测	9
表 9: 公司经营情况假设表	11
表 10: 公司盈利预测表	12

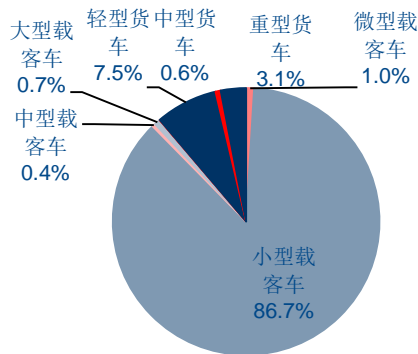
充电运营万亿市场，孕育千亿市值独角兽

充电服务行业空间有多大？

充电服务是充电桩运营的基础和核心业务。

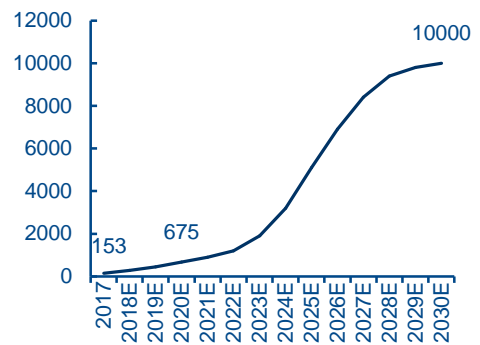
汽车电动化空间巨大。据公安部统计，截至 2017 年底，我国汽车保有量共 2.08 亿辆（不含低速汽车），其中微型载客车 199 万辆，小型载客车 18044 万辆，中型载客车 79 万辆，大型载客车 153 万辆，微型货车 6 万辆，轻型货车 1567 万辆，中型货车 131 万辆，重型货车 637 万辆；在各车型中，新能源汽车保有量约 153 万辆。随着我国电动汽车行业持续快速增长，我们预计至 2020 年底电动汽车保有量有望增至 675 万辆，到 2030 年可达到 1 亿辆的目标；远期来看，除部分特种车辆外，汽车有望实现全面电动化。

图 1：截至 2017 年底国内汽车保有量结构



资料来源：公安部，中信证券研究部

图 2：我国新能源电动汽车保有量预测（万辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部预测

在 2030 年 1 亿辆电动汽车保有量的假设下，预计充电运营市场空间将超 8000 亿元。早期电动客车贡献主要充电需求，随着电动乘用车产销规模的加速增长和使用习惯的养成，将成为未来充电业务的主要需求者。按照 2030 年国内电动汽车保有量 1 亿辆的目标测算：1) 假设商业运营的出租车、网约车与客车实现全面电动化，并合理假设规模稳步增长，对应保有量将分别达 250 万辆和 400 万辆；2) 假设物流车（微型货车+轻型货车）电动化率达 50%，则保有量将达 800 万辆；3) 假设电动乘用车数量增至 8550 万辆。由此计算，2030 年国内 1 亿辆电动汽车年充电需求将望超 6000 亿度，充电运营市场空间望超 8000 亿元。

在全面电动化后 2 亿辆电动汽车保有量的假设下，充电运营市场空间将望超 1.3 万亿元。参考 2017 年汽车保有量数据，按照乘用车（微型载客车+小型载客车）、客车（中型载客车+大型载客车）、物流车实现全面电动化，测算得在汽车全面电动化时代，2 亿辆电动汽车年充电需求将超 1 万亿度，对应充电运营市场空间超 1.3 万亿元，有望孕育市值千亿以上的独角兽企业。

表 1：各电动车型每年耗电量测算

车型	每百公里电耗 (kWh)	单车日均行驶里程 (km)	年行驶里程 (km)	单车每年电耗 (kWh)
电动客车	80	200	73000	58400
电动物流车	40	100	36500	14600
电动出租车网约车	18	400	146000	26280
电动乘用车	18	50	18250	3285

资料来源：中国充电联盟，中信证券研究部测算

表 2：电动汽车充电行业市场空间测算

	2017	2018E	2019E	2020E	2030E	全面电动化
新能源车保有量(万辆)	153	275	445	665	10000	20250
电动客车	30	40	50	60	250	250
电动专用车	25	40	55	75	800	1600
电动出租车网约车	18	30	60	100	400	400
电动乘用车	80	165	280	430	8550	18000
充电服务费(元/kWh)						
电动客车	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
电动专用车	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
电动出租车网约车	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
电动乘用车	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
充电电费(元/kWh)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
年耗电量(亿度)	285	425	622	864	6488	10760
电动客车	175	234	292	350	1460	1460
电动专用车	37	58	80	110	1168	2336
电动出租车网约车	47	79	158	263	1051	1051
电动乘用车	26	54	92	141	2809	5913
充电费用总额(亿元)	350	523	771	1077	8171	13609
电动客车	210	280	350	420	1752	1752
电动专用车	44	70	96	131	1402	2803
电动出租车网约车	61	102	205	342	1367	1367
电动乘用车	34	70	120	184	3651	7687

资料来源：公安部，中国充电联盟，中信证券研究部测算

电动汽车充电量占比提升，大规模充电将影响电网稳定性。按照 2017 年全国发电量 6.5 万亿度，并假设每年增速 5% 测算，预计到 2030 年发电量将达 12.3 万亿度。根据上述电动汽车充电需求测算结果，2030 年电动汽车充电量占发电量比重将从 2017 年的 0.4% 增至 5.3%；若进一步考虑汽车全面电动化充电需求，则充电量占 2030 年发电量比重将望增至 8.8%，成为社会重要的用电组成。电动汽车充电量占比提升将对电网稳定性产生较大影响：

1) 对整体电网影响：大规模电动汽车充电将极大地增加电网负荷，尤其对用电高峰期供电可靠性带来巨大挑战。据国家电网预测，到 2020 年和 2030 年，无序充电情形下，国网经营区域峰值负荷将增加 1361 万 kW 和 1.53 亿 kW。

2) 对配网影响：大量无序充电可能会增加各级配电网保护性跳闸的风险，带来较大的用电安全隐患，对配电网的安全管理带来较大挑战。大规模无序充电的爆发将导致用户对配网增容改造需求大量增加。

3) 对供电服务影响：大量单个用户小容量零散报装，急剧增加电网公司业扩报装服务工作量，导致供电服务管理难度加大。

单桩充电模式将被淘汰，充电网将成为解决大规模电动汽车充电的唯一途径。通过充电网的实时统一调度，新能源汽车作为移动的 V2G“储能装置”，可通过电网进行双向充放电，参与电网削峰填谷，协助进行智能调度，并通过用电低谷时充电、高峰时放电模式进行峰谷价差套利。若按电动汽车充电量 30% 作为储能电量参与电网辅助服务，则对应汽车全面电动化后充放电量将近 1.4 万亿度，市场空间或达 1.7 万亿元。

充电服务行业壁垒如何？

充电运营行业的先发布局具备强大的垄断优势，将筑起极高的进入壁垒：

充电数据垄断：由于充电硬件设施制造技术壁垒不高，导致前期单桩充电参与者较多，市场较为分散。但在大规模充电场景下，单桩充电模式将被淘汰，深谙电力电子、电网调度、云平台搭建等多学科共融的企业将具备核心优势。通过建立设备网、能源网、控制网、互联

网协同合一的充电网络，充电网运营商将掌握未来各种车辆、能源等数据的入口，充电网的规模优势将带来极具价值的**数据垄断**。

物理垄断：充电桩具备极强的排他性，一旦投建，竞争对手无法在同一地点再次安装其他充电桩，具有天然的物理垄断性。即使涉及场站土地租约到期问题，但凭借先发投资优势和优质服务形成的客户粘性，依旧具备较强续约能力。

区域电网容量垄断：由于一定区域内电网容量余裕有限，因此在特定区域内能够运营的充电桩数量有限，电网扩容涉及增加投资、供电局审批、设计院对接等诸多问题。

资金投入门槛高：卡位充电桩行业需要持续投入大量资金进行先发布局，通过前期频繁试错获取不同地区场站真实需求及运营数据。随着龙头企业充电网布局逐步完善，行业新进入时间窗口正逐步关闭，以特来电为代表的充电网运营独角兽雏形渐成。

充电利用率加速提升，迎来充电运营盈利期

深耕充电网，产品技术领先

组件顶尖研发团队，凝聚六大技术优势。相较于其他充电运营企业，公司在产品安全性、对电网保护性、升级维护便捷性、技术研发能力具备明显优势。子公司特来电自主研发的电动汽车充电系统涵盖了“无桩充电、无电插头、群管群控、模块结构、主动防护、柔性充电”六大技术体系。公司以合伙人模式，从微软、浪潮、西门子、艾默生、中航锂电等引进多位首席科学家及行业顶尖团队，建成全国最大的充电网和大数据云平台。

图 3：特来电充电系统技术优势

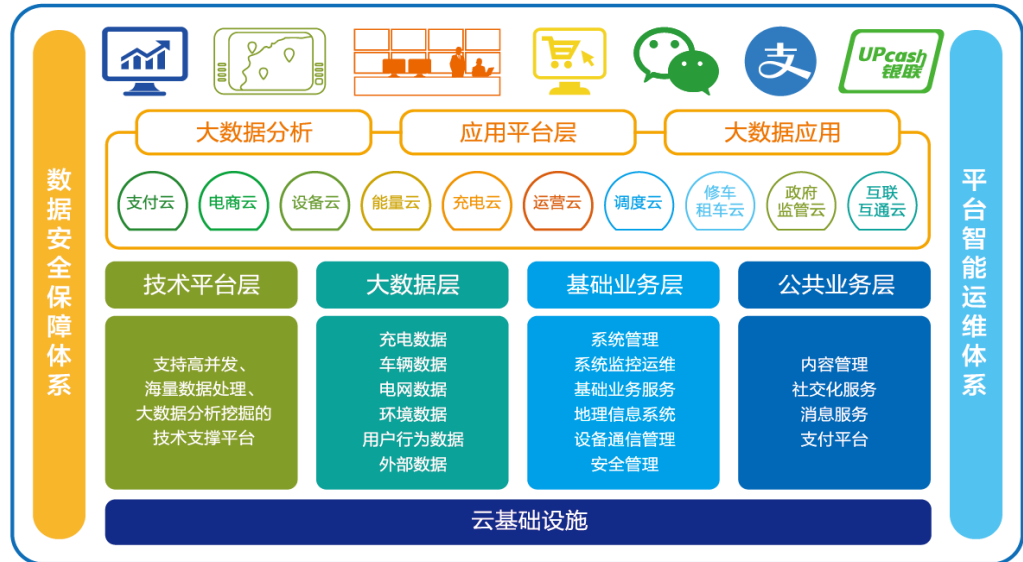


资料来源：特来电官网，中信证券研究部

特来电云平台是全球新能源汽车领域基于物联网、云计算、移动互联网和大数据技术最先进的**SaaS**平台，可实现设备控制和信息传递、业务运营和管理监控，并可通过平台提供的开放接口，将数据和服务对接到政府平台及第三方公众平台之上。目前公司云平台每天充

电大数据流量超 200 亿条，可支撑 50TB 数据容量，App 使用率、新能源数据量、大数据架构均为全国第一。

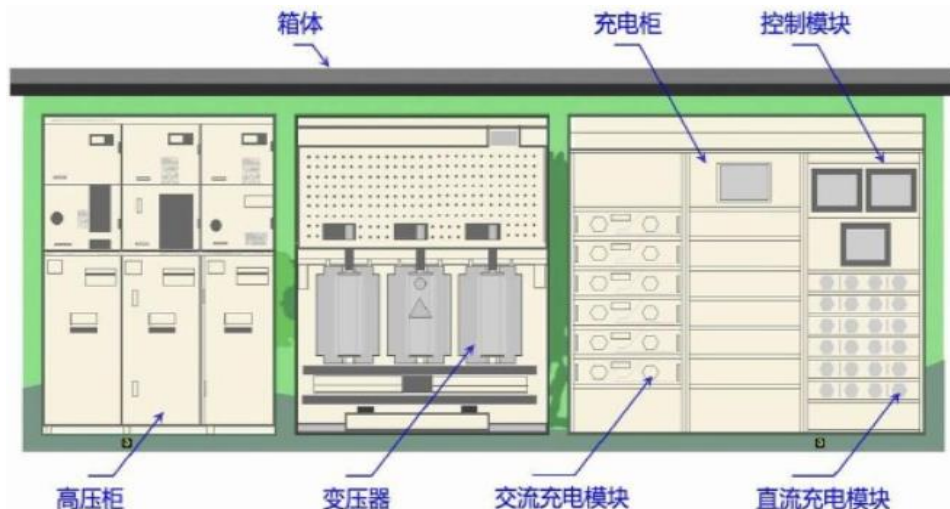
图 4：特来电拥有全球最大新能源汽车大数据云平台



资料来源：特来电交流材料，中信证券研究部

智能模块化充电箱变可显著降低运维成本，提高投资效率。公司充电箱变模块化整合了高压开关、供电变压器、配电开关、无功补偿、多路交直流充电机、智能控制系统子站、计量、保护、通讯等子系统模块和功能，具有高度集成化、模块化、智能化、网络化等特性，易于集中管理，方便维护，灵活扩展，提高投资效率，并显著降低运维成本。公司模块化箱变可灵活接入高压，也可根据需要，不设置高压开关和供电变压器，从 0.4kV 低压接入电网，降低充电站建设成本。同时，充电箱变中交流充电和直流充电柜体，可根据需要混合配置或单独配置其中一种。每路直流充电的功率可根据直流充电模块的配置数量灵活变化，每个直流充电模块的功率为 15kW，通过多个直流充电模块的叠加，单路直流充电终端最大功率可达 150kW。

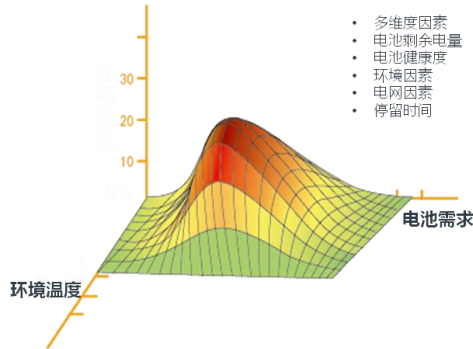
图 5：公司智能模块化充电箱变内部结构



资料来源：特锐德交流材料，中信证券研究部

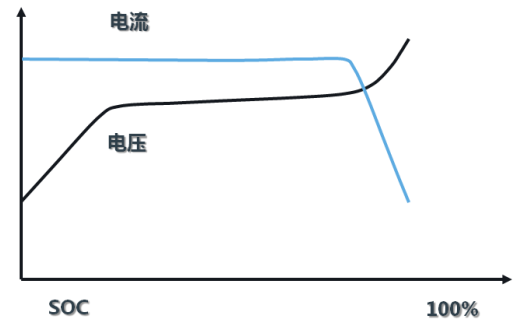
主动防护充电车辆，提高充电安全性。公司全国首套 CMS（充电管理系统）基于充电安全和电池寿命管理，可通过多区段调节、多维度不错、历史充电趋势追溯，以优化的柔性电流输出对电池进行充电，并主动防护技术实时监测并预报接入充电车辆异常信息，有望延长电池寿命 30%，提升充电安全性百倍以上。

图 6: CMS 柔性充电方式



资料来源：特来电交流材料，中信证券研究部

图 7: 传统恒流充电方式



资料来源：特来电交流材料，中信证券研究部

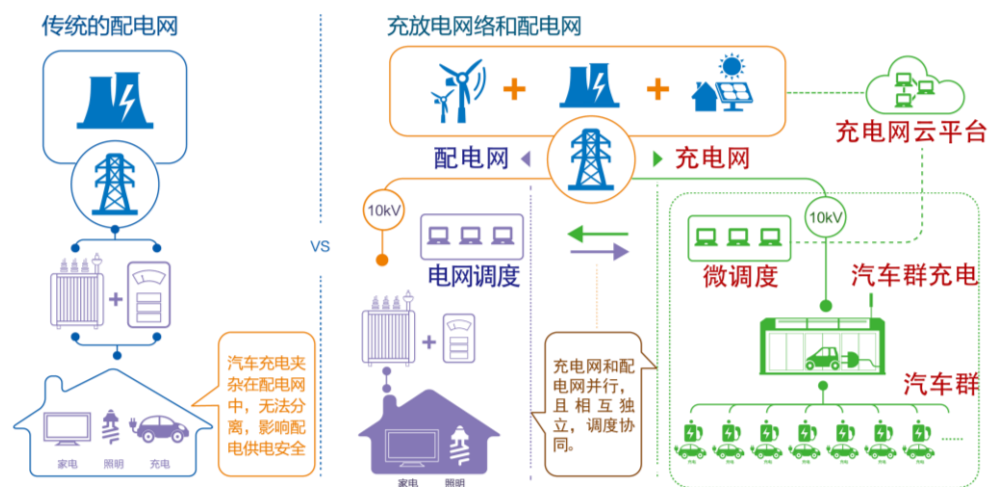
公司充电网拥有目前国内唯一实现充、放电双向流动功能的充电站，可通过群管群控的充电模式，充分利用电动汽车的移动储能属性，通过低谷充电、高峰卖电，引导用户参与电网的削峰填谷，进一步发掘用户、企业、电网的商业价值，为能源平衡起到积极调节作用。

表 3: 充电运营公司产品比较

企业	产品安全性	对电网保护性	升级维护便捷性	技术研发	产品技术路线
特来电	强	强	强	强	群管群控
国家电网	中	中	中	弱	产品外购、单桩管理
星星充电	中	中	中	弱	单桩管理
上海普天	中	中	中	弱	单桩管理
上汽安悦	中	中	中	弱	单桩管理
比亚迪	中	中	中	弱	单桩管理

资料来源：特来电交流材料，中信证券研究部

图 8: 特来电充电网

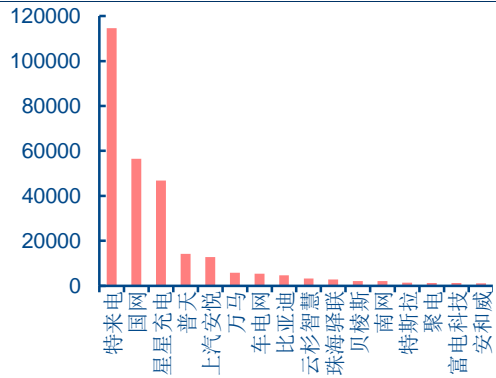


资料来源：特来电交流材料，中信证券研究部

跨过盈亏平衡点，增长弹性凸显

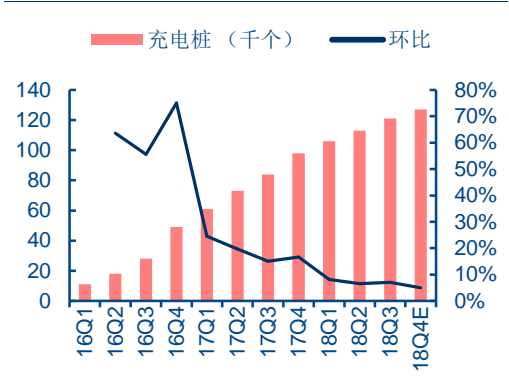
国内电动汽车充电领域市占率第一。目前公司累计建设充电桩终端总数约 20 万个，上线运营公共充电桩约 12 万个，覆盖城市 303 个，为 116 万电动汽车车主提供充电服务。据中国充电联盟统计，公司在电动汽车充电桩的投建及上线运营数量、平台服务能力均居全国第一，市占率超 40%，超过第二名国网和第三名星星充电之和。

图 9：截至 8 月各运营商充电桩数量（个）



资料来源：中国充电联盟，中信证券研究部

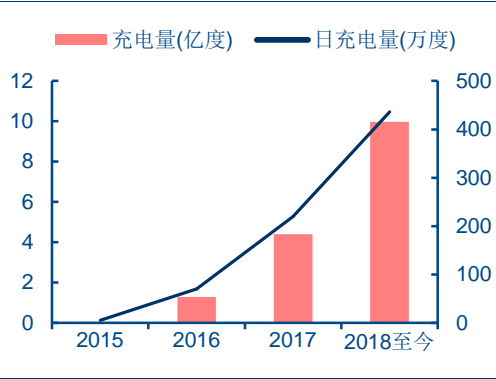
图 10：公司上线运营充电桩数量



资料来源：特来电官网，中信证券研究部预测

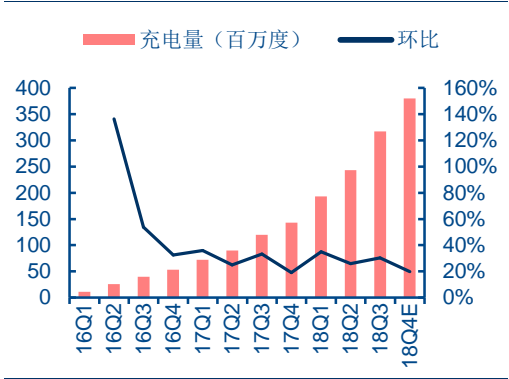
特来电充电量持续快速提升。截至 2018 年 12 月 4 日，特来电 2018 年内充电量约 10 亿度，累计充电量超 15.6 亿度，日充电量达 436 万度，较去年同期增长 155%。据中国充电联盟统计，2018 年 6-10 月全国累计充电量为 11.4 亿度，其中公司充电量 5.1 亿度，占比达 45%。我们预计公司 2018 年全年充电量有望达 11-12 亿度，2019 年有望达 20 亿度以上。

图 11：公司年度和日均充电量快速增长



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 12：公司季度充电量增长情况



资料来源：特来电官网，中信证券研究部预测

测算得公司充电运营盈亏平衡利用率约 7.6%。我们通过线上充电站分部信息进一步统计了公司在运营充电桩的交直流桩数据，其中直流桩数量占比约 40%左右并持续稳步提升。考虑到公司早期部分存量充电桩功率相对较低，根据实际调研情况，合理假设公司快充桩平均功率 30kW、慢充桩平均功率 5kW，测算得充电桩总功率约 18 万 kW。

我们以配备 10 台 60kW 快充桩的典型充电场站为例，对盈亏平衡充电桩利用率进行测算。假设如下：

1) 初始投资中充电设备投资、配套设施+工程费用各占一半（地租计入运营费用），建设成本共计 70 万元，按 10 年折旧。

2) 充电服务费取均值 0.6 元/度，电费均价 0.7 元/度，平进平出。

3) 公司在 2015 年布局充电运营网络之前, 销售及管理费用率基本稳定在 14% 左右, 2017 年由于加大充电网投入, 费用率攀升至 21%。我们以 7% 的费用率差额简单测算, 对应特来电 2017 年占用销售及管理费用约 3.6 亿元, 并在此基础上按功率均摊, 则单电站对应销售及管理费用分摊约 12 万元。

在以上假设下, 我们测得充电场站盈亏平衡对应的充电桩利用率约 7.6%。

表 4: 公司现阶段充电运营盈亏平衡时对应利用率测算

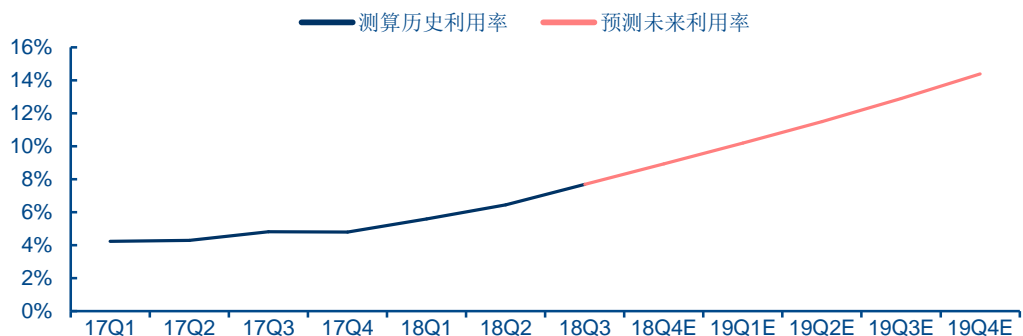
项目	测算值
初始投资 (万元)	70.0
充电设备投资 (万元)	35.0
配套设施投资 (万元)	20.0
工程费 (万元)	15.0
充电运营收入 (万元)	52.0
充电利用率	7.6%
年充电量 (万度)	40.0
充电服务费 (元/度)	0.6
电价 (元/度)	0.7
充电运营成本 (万元)	40.0
运维费用 (万元)	5.0
度电成本 (元/度)	0.7
折旧-10 年 (万元)	7.0
费用分摊 (万元)	12.0
净收益 (万元)	0.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算

充电利用率突破盈亏平衡点。根据 2018 年 6-10 月全国充电量 11.4 亿度, 以单个快充桩平均功率 30kW 计算, 我们测得全国日均充电利用率仅 3.8%。而通过公司云平台充电数据测算可得, 公司 2018 年以来充电桩季度利用率出现加速提升态势, 其中三季度利用率已提升至 7.7%, 高出全国平均水平 1 倍以上, 跨过我们测算的盈亏平衡利用率。调研了解, 目前公司使用率超 30% 的充电站已达上百个, 充电站最高利用率甚至达 80% 左右。

充电利用率有望持续加速提升。我们认为, 公司充电利用率加速提升, 主要是受国内电动汽车保有量快速增长直接拉动, 尤其是公司充电网重点布局区域内电动汽车充电需求急剧放量。此外, 从单车角度而言, 随着车辆续航能力大幅提升, 在解决续航里程忧虑之下, 电动汽车使用习惯得以养成并强化, 单车实际行驶距离增长拉动充电需求提升。未来电动汽车保有量持续爆发式增长有望促进公司充电桩利用率加速提升, 预计 2019 年充电桩综合利用率有望升至 13%-15%, 充电运营业绩进入大幅提升期。

图 13: 公司充电桩平均利用率测算结果



资料来源: 特来电官网, 中信证券研究部测算

充电利用率持续提升将带动运营收益显著改善。我们仍以配备 10 台 60kW 直流快充桩的公共充电站为例测算充电利用率对投资收益的影响。仅考虑收取充电服务费盈利模式，在 8% 的充电桩利用率下，场站年充电量达 42 万度，公司充电站动态投资回收期约 3.4 年；如充电桩利用率提升至 12%，场站年充电量将达约 63 万度，对应动态投资回收期将进一步缩短至 1.5 年。

表 5：充电利用率 8% 时充电运营服务收益测算

	第 0 年	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
初始投资（万元）	70.0					
运营成本（万元）		39.6	39.6	39.6	39.6	39.6
地租及运维费用（万元）		6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
度电成本（元/度）		0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
充电利用率		8%	8%	8%	8%	8%
年充电量（万度）		42.0	42.0	42.0	42.0	42.0
充电收入（万元）		58.9	58.9	58.9	58.9	58.9
充电服务费（元/度）		0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
电价（元/度）		0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净收益（万元）	(70.0)	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2
折现率		7%	7%	7%	7%	7%
动态净收益（万元）	(70.0)	17.9	16.6	15.5	14.4	13.4
累计动态净收益（万元）	(70.0)	(52.1)	(35.5)	(20.0)	(5.6)	7.7
动态投资回收期（年）						3.4

资料来源：中信证券研究部测算

表 6：充电利用率 12% 时充电运营服务收益测算

	第 0 年	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
初始投资（万元）	70.0					
运营成本（万元）		56.5	56.5	56.5	56.5	56.5
地租及运维费用（万元）		6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
度电成本（元/度）		0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
充电利用率		12%	12%	12%	12%	12%
年充电量（万度）		63.1	63.1	63.1	63.1	63.1
充电收入（万元）		88.3	88.3	88.3	88.3	88.3
充电服务费（元/度）		0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
电价（元/度）		0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净收益（万元）	(70.0)	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8
折现率		7%	7%	7%	7%	7%
动态净收益（万元）	(70.0)	29.6	27.5	25.6	23.8	22.2
累计动态净收益（万元）	(70.0)	(40.4)	(12.8)	12.8	36.6	58.7
动态投资回收期（年）						1.5

资料来源：中信证券研究部测算

推广合作共建，转型轻资产运营

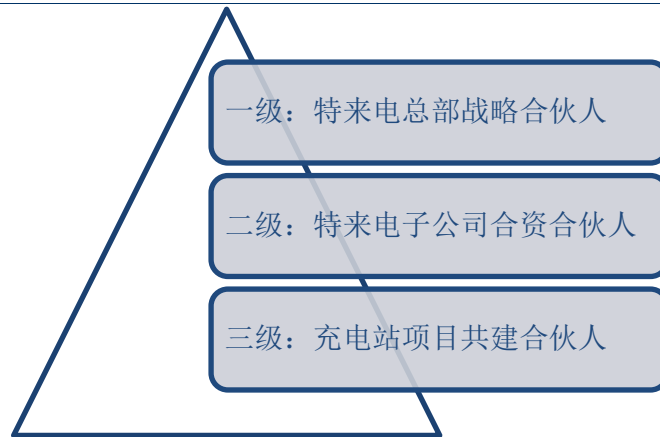
公司通过三级合伙人模式，加速推进充电网共建项目落地和轻资产运营扩张。

一级合伙人模式：寻找对充电产业发展有影响力和推动力，且符合公司中长期发展战略的合伙人，入股特来电。

二级合伙人模式：寻找在项目地区有资源和实力，且对公司充电业务有高度认同感的合伙人，入股特来电子公司，按份共有，共享收益。

三级合伙人模式：寻找有场地、资金资源，且对公司共建模式高度认可的合伙人，共建充电站，合伙人持有充电站资产；而公司依托海量的充电网数据资源，选取盈利能力强的充电区域寻找合伙人，提供场站设计建设方案并保证回报率，通过设备销售和平台化运维服务获取收益，并将享受超额收益分成。

图 14：特来电三级合伙人体系



资料来源：公司公告，中信证券研究部

“共建共享”模式加速推广，合作项目陆续落地。目前特来电已在 25 个城市推进共建模式，意向合作客户达 67 个，已落地项目 21 个，并在全国 59 个城市划分 500 多个充电热力区域，孵化培育潜在优质快充站，为未来共建模式快速发展奠定坚实基础。截至 2018 年上半年，公司已与北汽、长安、金龙、国轩高科、亿纬锂能、西安城投等 6 家整车企业、2 家电池企业、23 家政府平台和 8 家公交集团成立合资公司。此外，公司还与滴滴成立全资子公司小桔特来电，落地滴滴网约车平台充电网络合作建设；与神州优车、美国通用电气、大众汽车等达成全面战略合作协议，共同推进新能源智能网联汽车和充电网产业发展，建立市场与参与者利益统一的国际化充电网生态平台，利用网络资源、流量入口优势，完善充电运营+数据增值服务的商业发展。

表 7：特来电合伙人股东

类型	政府资本及企业	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	23
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

资料来源：公司公告，中信证券研究部

向轻资产运营平台加速转型。未来公司将由充电桩投建型企业向充电网运营公司转型，并向“共建共享”的轻资产模式过渡，通过携手战略合作人，汇集更多优质资源和社会力量，快速推进充电生态网建设，发挥特来电创新、产品、运营、运维和平台服务的核心竞争力，实现平台化的轻资产运营。

2019 年有望开启充电运营持续盈利期。随着新能源汽车保有量快速增长带动公司充电桩利用率持续提升，充电网运营已进入业绩兑现期；同时，公司凭借三级合伙人模式进行持续规模扩张，有望进一步带动产品销售和平台运维服务业绩释放，持续造血能力不断加强。我们预计特来电 2018 年有望实现盈亏平衡，2019 年起进入盈利期。

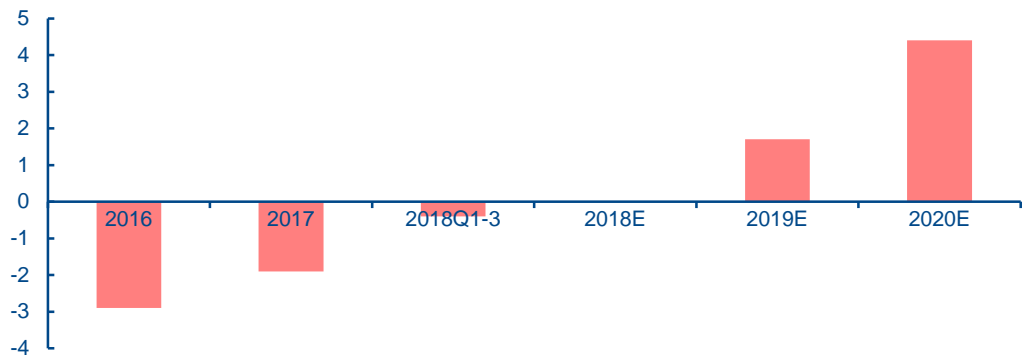
表 8：特来电未来 3 年盈利预测

	2017	2018E	2019E	2020E
充电量(亿度)	4.3	11.5	22	35
自营充电量占比	50%	50%	45%	40%
收入(亿元)	5.7	13.0	27.0	42.0
充电桩销售收入(亿元)	3.6	7.5	15.0	25.0
充电服务费收入(亿元)	1.1	2.6	5.0	7.0

	2017	2018E	2019E	2020E
充电电费收入（亿元）	1.0	2.9	7.0	10.0
成本（亿元）	-4.8	-10.1	-21.1	-31.9
充电桩销售成本（亿元）	-2.5	-5.0	-10.5	-17.5
折旧（亿元）	-1.2	-1.9	-3.2	-4.0
充电电费成本（亿元）	-1.1	-3.2	-7.4	-10.4
毛利润（亿元）	0.9	2.9	5.9	10.1
充电桩毛利（亿元）	1.1	2.5	4.5	7.5
充电桩毛利率	30.6%	33.3%	30.00%	30.00%
充电服务毛利（亿元）	-0.2	0.4	1.4	2.6
充电服务毛利率	-9.5%	7.3%	11.30%	15.29%
费用（亿元）	-3.7	-3.1	-4.2	-5.3
SG&A（亿元）	-3.0	-2.4	-3.0	-3.5
R&D（亿元）	-0.7	-0.7	-1.2	-1.8
补贴收入（亿元）	0.8	0.2	0.3	0.4
营业利润（亿元）	-2.0	0.0	2.0	5.2
所得税率	15%	15%	15%	15%
净利润（亿元）	-	0	1.7	4.4

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

图 15：特来电营业利润及预测（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

风险提示

行业风险：新能源汽车保有量增长不及预期，充电运营行业新进入者增多导致竞争加剧。

公司风险：充电桩利用率提升不及预期，合伙人共建模式落地进度低于预期，传统主业盈利能力下滑等。

盈利预测与估值评级

盈利预测

综上所述，根据目前国内宏观经济及行业竞争格局，并结合公司传统主业订单回暖的经营近况，我们的收入预测假设如下表所示：

表 9：公司经营情况假设表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收总收入（百万元）	6,108.51	5,105.00	5,331.77	7,413.01	9,424.58
增长率	103.48%	-16.43%	4.44%	39.03%	27.14%
营业总成本（百万元）	4,797.08	3,809.50	3,981.18	5,468.08	6,844.66
毛利率	21.47%	25.38%	25.33%	26.24%	27.37%
一、户内开关柜					
营业收入（百万元）	1,339.91	1,175.11	1,351.38	1,621.65	1,783.82
增长率	105.33%	-12.30%	15.00%	20.00%	10.00%
营业成本（百万元）	998.94	855.88	1,000.02	1,200.02	1,320.02
毛利率	25.45%	27.17%	26.00%	26.00%	26.00%
二、箱式变电站					
营业收入（百万元）	846.31	680.05	782.06	938.47	1,032.32
增长率	-7.75%	-19.65%	15.00%	20.00%	10.00%
营业成本（百万元）	638.25	495.74	578.72	694.47	763.91
毛利率	24.58%	27.10%	26.00%	26.00%	26.00%
三、箱式开关站					
营业收入（百万元）	504.37	602.74	693.15	831.78	956.55
增长率	50.44%	19.50%	15.00%	20.00%	15.00%
营业成本（百万元）	344.38	407.36	485.21	582.25	669.58
毛利率	31.72%	32.42%	30.00%	30.00%	30.00%
四、安装工程及其他					
营业收入（百万元）	421.66	780.45	858.50	944.34	1,038.78
增长率	-10.24%	85.09%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本（百万元）	318.57	600.09	661.04	727.15	799.86
毛利率	24.45%	23.11%	23.00%	23.00%	23.00%
五、新能源汽车及充电					
营业收入（百万元）	1,672.26	1,011.27	1,304.54	2,700.39	4,199.11
增长率		-39.53%	29.00%	107.00%	55.50%
营业成本（百万元）	1,372.36	765.20	965.36	1,944.28	2,939.38
毛利率	17.93%	24.33%	26.00%	28.00%	30.00%
六、EPC 光伏电站					
营业收入（百万元）	1,274.15	855.38	342.15	376.37	414.00
增长率	159.14%	-32.87%	-60.00%	10.00%	10.00%
营业成本（百万元）	1,096.87	685.23	290.83	319.91	351.90
毛利率	13.91%	19.89%	15.00%	15.00%	15.00%
七、其他					
营业收入（百万元）	49.86				
增长率	87.16%				
营业成本（百万元）	27.71				
毛利率	44.42%				

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

上述假设下，我们预测公司 2018-2020 年归属母公司股东净利润分别为 3.1 亿/5.1 亿/7.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.31/0.51/0.78 元，对应 PE 分别为 54/33/22 倍。

估值及评级

我们采取市盈率、市销率相结合的分部估值法对公司进行估值：

1) 电力设备板块：根据测算，预计公司 2019 年电力设备板块净利润约 2.8 亿元，参考行业平均估值，给予 20 倍 PE 对应市值 56 亿。

2) 安装工程板块：根据测算，预计公司 2019 年安装工程板块净利润约 0.6 亿元，参考行业平均估值，给予 10 倍 PE 对应市值 6 亿。

3) 充电板块：考虑到特来电充电利用率跨过盈亏平衡点后，未来盈利能力有望快速提升，且公司基于共建共享模式和 SaaS 化服务平台的线上线下融合，云互联属性凸显。我们认为，特来电有望从 PE 向 PS 估值方法切换，营收增速、市场竞争地位、盈利能力将成为公司估值水平主要影响因素。给予特来电单独 6 倍 PS，对应 2019 年公司充电业务市值 162 亿元。

综合测算下，预计公司 2019 年整体估值 224 亿元，对应目标价 22.44 元/股，上调评级至“买入”。

表 10：公司盈利预测表

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,109	5,105	5,332	7,413	9,425
营业收入增长率 YoY	103.48%	-16.43%	4.44%	39.03%	27.14%
净利润(百万元)	252	278	312	509	775
净利润增长率 YoY	72.74%	10.65%	12.21%	62.89%	52.30%
每股收益 EPS(稀释)(元)	0.25	0.28	0.31	0.51	0.78
毛利率	21.47%	25.38%	25.33%	26.24%	27.37%
净资产收益率 ROE	9.28%	9.37%	9.66%	13.80%	17.73%
每股净资产(元)	2.96	3.30	3.54	3.95	4.56
PE	68	61	54	33	22
PB	5.7	5.2	4.8	4.3	3.7

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,109	5,105	5,332	7,413	9,425
营业成本	4,797	3,809	3,981	5,468	6,845
毛利率	21.47%	25.38%	25.33%	26.24%	27.37%
营业税金及附加	57	48	51	70	89
销售费用	424	475	496	615	707
营业费用率	6.94%	9.31%	9.30%	8.30%	7.50%
管理费用	501	598	512	652	754
管理费用率	8.21%	11.72%	9.60%	8.80%	8.00%
财务费用	55	189	79	105	171
财务费用率	0.89%	3.70%	1.48%	1.41%	1.82%
投资收益	6	37	17	20	25
营业利润	175	232	275	492	803
营业利润率	2.87%	4.55%	5.16%	6.63%	8.52%
营业外收入	44	64	64	64	64
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	215	294	337	553	864
所得税	21	69	53	90	160
所得税率	9.76%	23.52%	15.73%	16.34%	18.53%
少数股东损益	(57)	(53)	(28)	(46)	(70)
归属于母公司股东的净利润	252	278	312	509	775
净利率	4.12%	5.45%	5.86%	6.86%	8.22%

现金流量表 (百万元)

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	215	294	337	553	864
所得税支出	-21	-69	-53	-90	-160
折旧和摊销	121	239	243	243	243
营运资金的变化	54	-16	468	-883	-1,377
其他经营现金流	18	-394	51	143	265
经营现金流合计	387	54	1,046	-35	-165
资本支出	-931	-1,343	-435	-413	-421
投资收益	6	37	17	20	25
其他投资现金流	-135	-326	-86	-95	-114
投资现金流合计	-1,060	-1,632	-504	-488	-510
发行股票	101	417	0	0	0
负债变化	3,727	4,327	-396	1,317	1,595
股息支出	-20	-50	-50	-56	-91
其他融资现金流	-2,345	-3,377	-79	-105	-171
融资现金流合计	1,463	1,318	-525	1,156	1,332
现金及现金等价物净增加额	791	-260	17	634	658

资料来源：中信证券量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,800	1,628	1,645	2,278	2,936
存货	794	1,241	1,295	1,781	2,229
应收账款	4,059	4,049	4,009	5,460	7,167
其他流动资产	1,366	1,852	1,470	2,093	2,710
流动资产	8,020	8,770	8,419	11,611	15,042
固定资产	1,828	1,792	1,949	2,206	2,363
长期股权投资	198	334	406	483	578
无形资产	245	253	283	294	310
其他长期资产	1,445	1,126	1,227	1,233	1,318
非流动资产	3,717	3,505	3,866	4,216	4,569
资产总计	11,737	12,275	12,284	15,827	19,611
短期借款	1,394	2,452	1,701	2,581	3,919
应付账款	2,117	2,430	2,222	2,984	3,974
其他流动负债	4,063	2,746	3,087	4,112	4,679
流动负债	7,574	7,627	7,010	9,677	12,572
长期借款	777	817	1,089	1,431	1,649
其他长期负债	432	535	654	782	841
非流动性负债	1,209	1,352	1,744	2,213	2,490
负债合计	8,783	8,979	8,754	11,891	15,062
股本	998	998	998	998	998
资本公积	852	852	852	852	852
归属于母公司所有者权益合计	2,711	2,971	3,234	3,686	4,370
少数股东权益	243	325	297	250	180
股东权益合计	2,954	3,296	3,530	3,937	4,550
负债股东权益总计	11,737	12,275	12,284	15,827	19,611

主要财务指标

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	103.48%	-16.43%	4.44%	39.03%	27.14%
营业利润增长率	30.25%	32.58%	18.45%	78.56%	63.36%
净利润增长率	72.74%	10.65%	12.21%	62.89%	52.30%
毛利率	21.47%	25.38%	25.33%	26.24%	27.37%
EBITDA Margin	62.75%	79.23%	-2.02%	37.67%	42.55%
净利率	4.12%	5.45%	5.86%	6.86%	8.22%
净资产收益率	9.28%	9.37%	9.66%	13.80%	17.73%
总资产收益率	2.14%	2.27%	2.54%	3.21%	3.95%
资产负债率	74.83%	73.15%	71.26%	75.13%	76.80%
所得税率	9.76%	23.52%	15.73%	16.34%	18.53%
股利支付率	7.93%	17.92%	17.92%	17.92%	17.92%

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，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；
	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

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。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（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 CLSA Americas 提供服务的“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联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），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”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大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。

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向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，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或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。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 2018 版权所有。保留一切权利。