



充电设备

首次覆盖

评级: 增持

2016.07.04

## 特斯拉充电组合

## 充电桩 Alpha 系列之特斯拉充电设备国产化

	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

细分行业评级

## 本报告导读:

通过对特斯拉充电服务的持续跟踪,我们认为特斯拉充电站将优先向新国标转移,其隐含的充电运营市场对我国充电运营商增量效益明显。

## 摘要:

- **特斯拉充电站在国产化之前有望优先向新国标转移。**我们在 2016 年 4 月 7 日发布报告《谁是特斯拉的小伙伴—充电桩 Alpha 系列之特斯拉充电设备国产化》,而之后随着 cqc 认证等规则变化,我们认为特斯拉充电设备或将优先向新国标过渡:①4 月 28 日,“特斯拉充电伙伴计划”正式发布,通过测试的充电设施将被纳入特斯拉充电伙伴体系;②5 月 31 日特斯拉股东大会上马斯克表示特斯拉充电不会永久免费;③工信部要求“2016 年 7 月 1 日起,进入新能源汽车推广目录的车型必须符合充电新国标”,新国标监管程度日益提高,将唤起全市场对充电桩新国标的关注。
- **特斯拉 cqc 充电伙伴计划隐含充电运营市场。**考虑特斯拉 Model 3 在华热销、在华工厂落地、获得国补等催化因素,特斯拉创造的充电运营市场有望随其车的销量迅速增长而呈指数级放大。当特斯拉在华累计销量达 20 万、50 万、100 万辆时,在华创造的增量年充电运营收入超过 9 亿、23 亿、47 亿元。
- **该增量市场对我国充电运营商效益明显,且边际成本较低。**若单个充电运营商取得 10% 份额,对应 9536 万年充电收入,则相当于新建 38 个高利用率充电站的运营收入(以 30 个 60KW 直流桩+70 个 7KW 交流桩的场站为例),而对应成本只有购电费用(不用重复考虑原有充电设施的设备折旧维护及人工成本),净利率可从 18% 提高至 34%。
- **与特斯拉充电站已有合作历史、或者充电设备国网系国产化属性较强的公司有望优先打入特斯拉增量运营市场。**特斯拉充电设备在零部件国产化之前将优先向新国标转变(国产化),从而为进入特斯拉伙伴计划的中国充电运营商创造增量运营收入,我们通过对板块的梳理,推荐“特斯拉充电组合”,①北巴传媒(600386),公司国网系新国标属性优势(华商三优)将优先在特斯拉国产化过程中得到放大,并有望在 2C 端为公司创造增量运营收入;②众业达(002441),众业达预装式充电站与特斯拉超级充电站异曲同工,有望继续携手特斯拉共建充电运营;③奥特迅(002227),充电设备劲旅或将通过充电设备及运营实现业绩反转,国网南网合作经验有望助力特斯拉充电计划;④许继电气(000400),国网电源设备招标 2016 年 MVP+特高压订单确认加速,业绩拐点有望来临;⑤通合科技(300491),公司电源模块为电网客户 ODM,将直接受益国网电源设备招投标放量。
- **风险提示:**特斯拉在华销量低于预期风险;充电伙伴迅速扩容风险

## 重点覆盖公司列表

代码	公司名称	评级
300491	通合科技	谨慎增持
600386	北巴传媒	增持

## 相关报告

充电设备:《特斯拉大风再度来袭,本土化进程加速》

2016.05.23

充电设备:《谁是特斯拉的小伙伴》

2016.04.06

## 目 录

1. 核心逻辑.....	3
2. 在华销量一度停滞，特斯拉遭遇“哥斯拉”.....	4
2.1. 销量提升是特斯拉国产化的前提.....	4
2.2. 充电孤岛阻碍在华销量.....	5
3. 特斯拉充电设备国产化向国标化过渡.....	6
3.1. 趋势一：全球充电协议走向集中化与标准化.....	6
3.2. 趋势二：特斯拉在华向新国标转移.....	7
3.3. 趋势三：国网充电站有望率先兼容特斯拉充电.....	8
4. cqc 伙伴计划隐含充电运营市场.....	9
4.1. 充电免费模式在华或将转变.....	9
4.2. 特斯拉充电运营市场开放在即.....	10
5. 充电运营增量收入对运营商效益明显.....	11
5.1. 特斯拉创造的充电运营市场有望呈指数级增长.....	11
5.2. 对充电运营商增量效益明显，且边际成本较低.....	12
6. 投资建议.....	13
6.1. 推荐特斯拉充电组合.....	13
6.1.1. 众业达(002441).....	13
6.1.2. 许继电气(000400).....	15
6.1.3. 奥特迅(002227).....	17
6.1.4. 北巴传媒(600386).....	19
6.1.5. 通合科技(300491).....	21
6.2. 盈利预测与估值.....	22
7. 风险提示.....	24

表：本报告覆盖公司估值表

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)			PE			评级	目标价
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E		
通合科技	300491	2016.07.03 103.57	0.53	0.73	0.91	193.87	142.86	113.50	谨慎增持	108
北巴传媒	600386	2016.06.27 19.19	0.36	0.51	0.57	50.74	36.17	32.24	增持	23

## 1. 核心逻辑

我们在2016年4月7日发布报告《谁是特斯拉的小伙伴——充电桩 Alpha 系列之特斯拉充电设备国产化》，而之后随着 CQC 认证等规则变化、新国标国内监管力度加强，我们认为特斯拉充电设备或将优先向新国标过渡。

**信息变化：**① 2016 年 4 月 28 日，特斯拉在华发布 CQC 合作伙伴计划（特斯拉将选择得到认证的企业作为充电伙伴形成合作关系，车主可选择这些企业的充电桩进行充电，华商三优和鲁能智能入选第一批 CQC 认证）；② 2016 年 5 月 31 日，特斯拉股东大会上马斯克表示特斯拉充电不会永久免费（目前特斯拉车只能用自己建的桩充电，且对车主永久免费）；③ 工信部要求“2016 年 7 月 1 日起，进入新能源汽车推广目录的车型必须符合充电新国标，否则不能兼容新国标的新车将不能进入推广目录获得补贴”，将唤起市场对充电国标的关注。

**市场的认识：**① 特斯拉充电仍将自建自营；② 若特斯拉走向国产化，则其充电设备部件和整车部件一样，都将国产化。

**我们的认识：**特斯拉充电设备在零部件国产化之前将优先向新国标转变（国标化），特斯拉的车将为进入特斯拉伙伴计划的中国充电运营商创造部分增量运营收入。

**投资建议：**推荐“特斯拉充电组合”：① 北巴传媒(600386)，公司国网系新国标属性优势（华商三优）将优先在特斯拉国标化过程中得到放大，并有望在 2C 端为公司创造增量运营收入；② 众业达(002441)，众业达预装式充电站与特斯拉超级充电站异曲同工，有望继续携手特斯拉共建充电运营；③ 奥特迅(002227)，充电设备劲旅或将通过充电设备及运营实现业绩反转，国网南网合作经验有望助力特斯拉充电计划；④ 许继电气(000400)，国网电源设备招标 2016 年 MVP+特高压订单确认加速，业绩拐点有望来临；⑤ 通合科技(300491)，公司电源模块为电网客户 ODM，将直接受益国网电源设备招投标放量。

**催化剂：**特斯拉在华发布新国标充电相关计划

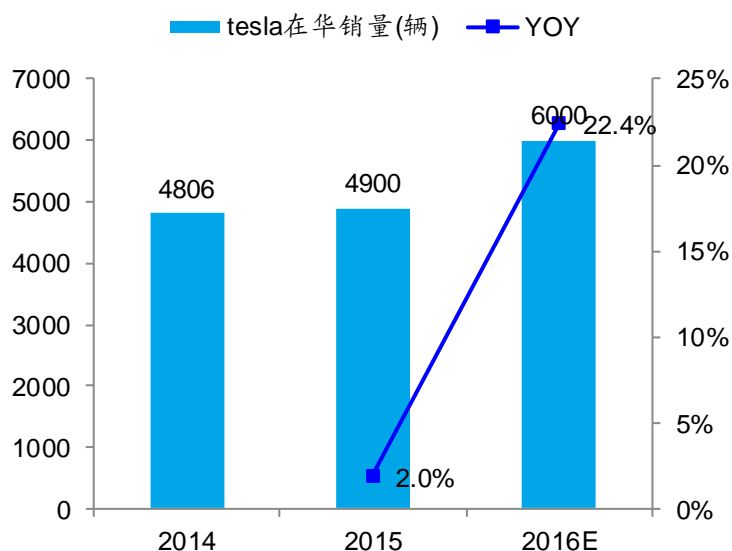
**风险提示：**特斯拉在华销量低于预期风险，特斯拉充电伙伴迅速扩容风险

## 2. 在华销量一度停滞，特斯拉遭遇“哥斯拉”

### 2.1. 销量提升是特斯拉国产化的前提

近几年特斯拉在华销量陷入滞胀。2015 年第 4 季度特斯拉在全球创下 1.74 万辆销量新高，累计全年销量为 5.05 万辆，同比增长 60%；然而特斯拉在华销量 2014-15 年均表现不佳，其后公布的 2016 年在华销量目标也已经从 2015 年的 1 万辆削减至 5000 辆。

图 1 近几年特斯拉在华销量增速较低



数据来源：中国进口汽车信息联席会，JL Warren Capital，国泰君安证券研究

车企在华设厂需以打开销量为前提。车企要在中国建厂都需要以一定销量规模为前提，在华设厂的车企中，销量最少的雷诺 2015 年销量达 3 万辆，销量最高的通用 2015 年销量达 361 万辆，而特斯拉目前在华销量却低于 15000 辆，特斯拉在华设厂之前必须要解决在华销量停滞不前的问题。

表 1 在华设厂外国车企 2015 年在中国销量均表现不俗

车企	2015 年在华销量 (万辆)	电动车充电插头标准
通用 (美国)	361.26	SAE Combo Charging System (CCS) 充电插头标准
大众 (德国)	354.9	SAE Combo Charging System (CCS) 充电插头标准
现代起亚 (韩国)	167.89	SAE Combo Charging System (CCS) 充电插头标准
尼桑 (日本)	125	CHAdemo 充电插头标准，日产晨风 e3 销售 1273 辆
丰田 (日本)	112.2	CHAdemo 充电插头标准
福特 (美国)	111.51	SAE Combo Charging System (CCS) 充电插头标准
本田 (日本)	100.6	CHAdemo 充电插头标准
标志雪铁龙 (法国)	73	CHAdemo 充电插头标准
奥迪 (德国)	57.1	SAE Combo Charging System (CCS) 充电插头标准
宝马 (德国)	46.3	SAE Combo Charging System (CCS) 充电插头标准
奔驰 (德国)	37.35	SAE Combo Charging System (CCS) 充电插头标准
马自达 (日本)	23.5	CHAdemo 充电插头标准
沃尔沃 (瑞典)	8.16	SAE Combo Charging System (CCS) 充电插头标准

三菱（日本）	6.12	CHAdemo 充电插头标准
菲亚特（意大利）	3.1	SAE Combo Charging System (CCS) 充电插头标准
雷诺（法国）	3	风诺 E300 采用国标交流慢充口（17 年上市）

数据来源：各车企网站，国泰君安证券研究

## 2.2. 充电孤岛阻碍在华销量

特斯拉在华陷入充电孤岛的里程焦虑。充电桩不兼容、专用充电站较少、售价关税较高、无法获得补贴都是阻碍特斯拉在中国发展的原因。虽然特斯拉续航能够达到 400km，然而：①城际或者高速行驶的快充站数量较少，限制了特斯拉异地出行的能力；②家用充电桩与目的地充电站充电较慢，数量较多的目的地充电桩也需要 5 小时方可充满 85KWh 特斯拉；③ 目前特斯拉不兼容中国充电网络，而只有利用国家充电服务网络，才能最大程度为特斯拉出行提供便利。

图 2 目前特斯拉在华总共约 70 个超级充电站



数据来源：汽车之家

图 3 特斯拉只有超级充电站是快充路线



数据来源：汽车之家

表 2 特斯拉家用充电桩与目的地充电站充电较慢，且超级充电站数量较少

特斯拉充电桩	功率等参数	充电时间
移动充电连接器		
	配备两种插头，国标 220V 单相 10A 电插座和三相 16A 插座，输出功率则是 1.8kW 和 5.2kW	移动充电连接器实际上就是一种便携充电器。特斯拉 Model S 85kWh 电池从耗尽到充满，需 13 小时
壁挂充电器(家用充电与目的地充电站适用)		
	配备两种插头，220V 和 40A 电插座，和 380V 三相电插座，电流 32A，输出功率分别是 8.8Kw 和 18kW	18kw 充满一辆电池容量为 85kWh 的特斯拉 Model S 需要 5 个小时
超级充电站		
	交流输入电压 380V，电流 192A，直流输出功率 125kW	特斯拉超级充电桩有一台充电机和两个充电桩组成。125kw 充满一辆电池容量为 85kWh 的特斯拉 Model S 需要 75 分钟，40 分钟可充满 80%



数据来源: tesla, 国泰君安证券研究

### 3. 特斯拉充电设备国产化向国标化过渡

#### 3.1. 趋势一：全球充电协议走向集中化与标准化

目前全球电动汽车充电标准主要有四类。① CHAdeMO 是 Charge de Move 的缩写，是日本日产及三菱汽车等支持的 CHAdeMO 插座，CHAdeMO 日语意思为「充电时间短如茶歇」。这种直流快充插座可以提供最大 50kw 的充电容量，截止到 2015 年 CHAdeMO 充电桩数量突破了 1 万大关；② “联合充电系统 SAE Combo Charging System (CCS)” 由 8 大车企于 2012 年发布，Combo 插座可以允许电动车慢充和快充，是目前在欧洲应用的最广的插座类型，包括奥迪、宝马、克莱斯勒、戴姆勒、福特、通用、保时捷以及大众都配置 SAE（美国汽车工程师协会）所制定的充电界面；③ 2015 年 12 月 28 日，质检总局、国家标准委联合国家能源局、工信部、科技部等部门，在京正式对外发布新修订的电动汽车充电接口及通信协议 5 项国家标准，即新国标 China GB/T；④ 特斯拉汽车则有一套自己专用的充电标准，其充电枪最高容量可达 120kw，最高电流可达 80A。

表 3 4 大充电插头标准适用车企

充电插头标准	适用车企
  CHAdeMO	日产、丰田、本田、三菱、马自达、标致雪铁龙和斯巴鲁
 SAE Combo Charging System (CCS)	福特、通用、克莱斯勒、奥迪、宝马、奔驰、大众和保时捷
 Tesla Super Charger	特斯拉



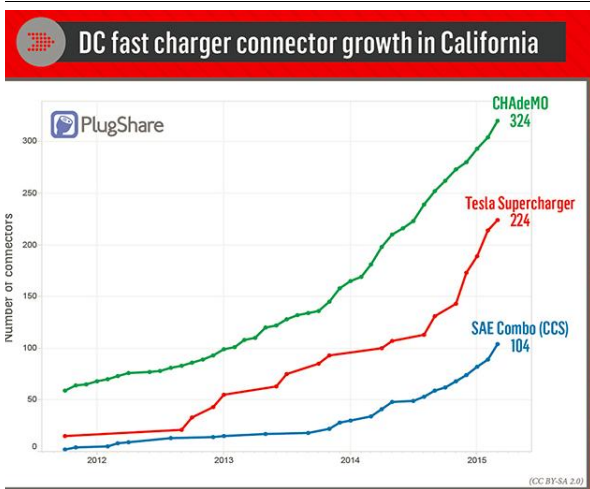
China GB/T

2015 年 12 月 28 日，质检总局、国家标准委联合国家能源局、工信部、科技部等部门，在京正式对外发布新修订的电动汽车充电接口及通信协议 5 项国家标准。而在此次新国标的政策出台后，特斯拉仍未能与国内充电接口匹配。

数据来源：GeekCar，国家电网，国泰君安证券研究

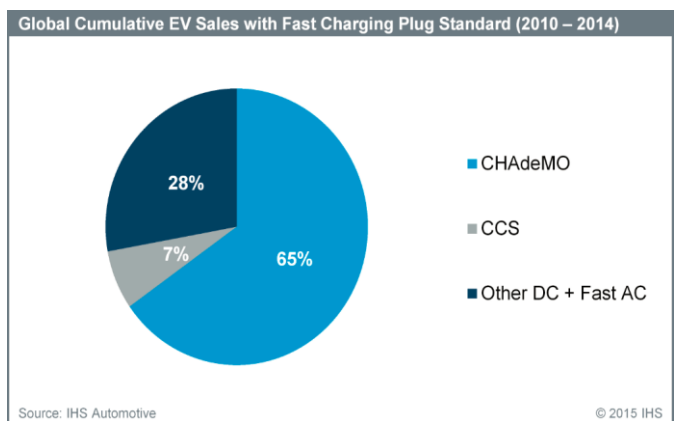
全球充电标准逐渐从多样化走向集中化与标准化。从上表可以看出，各国车企已逐渐意识到，标准化才是新能源电动汽车蓬勃发展的关键因素，因此近年来全球充电标准逐渐从多样化走向集中化与标准化，CHAdemo、Combo 标准都有大批车企抱团取暖。

图 4 电动车较发达的加州地区只有三种充电标准



数据来源：Plugshare

图 5 CHAdemo 与 CCS 标准占有率超过 90%



数据来源：IHS Automotive

### 3.2. 趋势二：特斯拉在华向新国标转移

我们在 2016 年 4 月 7 日发布报告《谁是特斯拉的小伙伴——充电桩 Alpha 系列之特斯拉充电设备国产化》，而之后随着 cqc 认证等规则变化，我们认为特斯拉充电设备或将优先向新国标过渡。

通过测试的中国充电设备可被纳入特斯拉充电伙伴体系。2016 年 4 月 28 日，特斯拉与中国质量认证中心（CQC）合作项目“特斯拉充电伙伴计划”正式启动。特斯拉将在通过 CQC 认证的企业和产品中优先选择，并进一步在新成立的中国充电测试中心进行互通互联测试，通过测试的充电设施产品将被纳入特斯拉充电伙伴体系。中国质量认证中心为北京华商三优新能源科技有限公司、山东鲁能智能技术有限公司颁发了首批充电新国标 CQC 认证证书。特斯拉亚太区总裁任宇翔明确表示将与充电伙伴一起推进新国标的实施，一如既往地包括中国在内的全球向可持续能源的转变做出积极努力。

表 4 CQC 充电桩的新国标认证标准较为权威

认证大类	子类	适用标准
充电设备	127001 类:电动汽车非车载充电机	NB/T33001-2010《电动汽车非车载传导式充电机技术条件》
CQC 认证	(直流充电桩)	NB/T33008.1-2013《电动汽车充电设备检验试验规范第 1 部分: 非车载充电机》



127002 类:线缆控制器 IC-CPD(便携式充电设备)	GB/T18487.1-2015《电动汽车传导充电系统第1部分：通用要求》
127002 类:车载充电机	GB/T18487.1-2001(IEC61851-1: 2001)《电动汽车传导充电系统第1部分：一般要求》 GB/T18487.3-2001(IEC61851-22,IEC61851-23)《电动汽车传导充电系统电动汽车交流/直流充电机(站)》 QC/T895-2011 (automobileindustrialstandard)《电动汽车用传导式车载充电机》
127003 类:交流充电桩(墙盒式和落地式)	GB/T18487.1-2015《电动汽车传导充电系统第1部分：通用要求》 NB/T33002-2010(Energyindustrialstandard)《电动汽车交流充电桩技术条件》 NB/T33008.2-2013《电动汽车充电设备检验试验规范第2部分：交流充电桩》
充电接口 CQC 认证	029001 类:电动汽车传导充电用连接装置(充电接口)安全认证 GB/T20234.1-2011《电动汽车传导充电用连接装置第1部分：通用要求》 GB/T20234.2-2011《电动汽车传导充电用连接装置第2部分：交流充电接口》 GB/T20234.3-2011《电动汽车传导充电用连接装置第3部分：直流充电接口》
充电设备用线缆 CQC 认证	011033 类:电动汽车传导充电系统用电线 CQC1103-2015:《电动汽车传导充电系统用电线技术规范第1部分一般规定》 CQC1104-2015:《电动汽车传导充电系统用电线技术规范第2部分交流充电系统用电线》 CQC1105-2015:《电动汽车传导充电系统用电线技术规范第3部分直流充电系统用电线》

数据来源：中国质量认证中心，国泰君安证券研究

### 3.3. 趋势三：国网充电站有望率先兼容特斯拉充电

国家电网公司与特斯拉合作将是水到渠成。① 特斯拉在中国大规模建设超级充电站将遇到批文、土建、配供电、成本高昂等一系列本土化问题，而与国家电网公司合作将达到事半功倍的效果；② 且国网已建充电站与特斯拉超级充电站性能类似，均为分体式充电桩，定位都是直流快充路线，且单桩单枪功率都为 120kw。

表 5 特斯拉与国网合作充电将事半功倍

优势	不足
 <ul style="list-style-type: none"> <li>① 布局较快的高速公路充电站具有排他性</li> <li>② 输配变售电是老本行</li> <li>③ 资本实力雄厚</li> <li>④ 国网系电源设备性能可靠</li> <li>⑤ 充电标准主导者</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>没有掌握车流量资源</li> </ul>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>掌握车流量用户资源</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 资本实力有限</li> <li>② 充电站本土建设与维护困难较多</li> <li>③ 不兼容新国标</li> </ul>

数据来源：国泰君安证券研究

图 6 国家电网分体式充电桩



数据来源：汽车之家

图 7 特斯拉分体式充电桩



数据来源：tesla

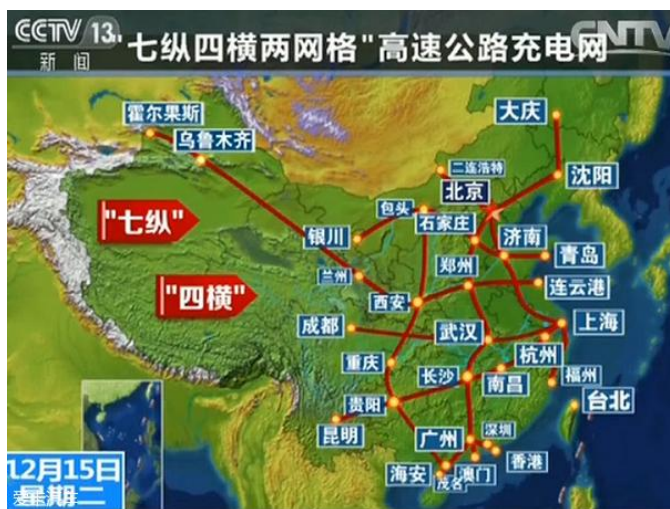
国网“七纵四横两网格”的高速公路充电网有望对接特斯拉。国网京沪高速等国家电网已经在京沪高速上建成了 50 座快速充电站，每座快充站有 4 台 120 千瓦直流充电机、8 个充电桩，若特斯拉兼容新国标，则特斯拉车主在高速公路亦可消除里程焦虑。

图 8 京沪高速实现充电站全线贯通



数据来源：第1电动汽车网

图 9 国网高速公路充电网布局较快



数据来源：CCTV

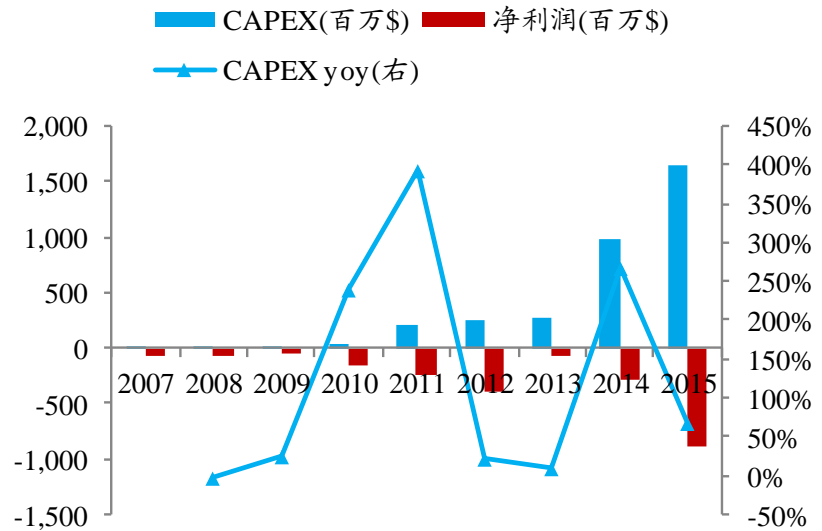
## 4. cqc 伙伴计划隐含充电运营市场

### 4.1. 充电免费模式在华或将转变

建站负担加重，特斯拉有望转变免费充电模式。随着特斯拉车保有量的提升、model 3 等车型让利空间提升、中国市场关税较高补贴较难等因素，超级充电站的投资建设、以及无偿运营维护对特斯拉的负担将逐渐

加重，这对于 2015 年 capex 超过 16 亿美元、净利润亏损 8 亿美元的特斯拉将不可持续。

图 10 近几年特斯拉支出与收入状况不佳



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 11 美国充电桩建设成本拆分

	Level 2 Home	Level 2 Parking Garage	Level 2 Curb-side	DC Fast Charging	Description/Key Assumptions
Charge station hardware	\$450-\$1,000	\$1,500-\$2,500	\$1,500-\$3,000	\$12,000-\$35,000	
Electrician Materials	\$50-\$150	\$210-\$510	\$150-\$300	\$300-\$600	<ul style="list-style-type: none"> <li>\$1.50-2.50/ft for conduit and wire, plus misc other materials</li> <li>\$50-80/hour (per dist?)</li> </ul>
Electrician Labor	\$100-\$350	\$1,240-\$2,940	\$800-\$1,500	\$1,600-\$3,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>\$500-1000 if new breaker is required</li> <li>Assume 2x electrical cost for level 3</li> </ul>
Other Materials		\$50-\$100	\$50-\$150	\$100-\$400	<ul style="list-style-type: none"> <li>\$25-100/ft for trenching/boring—depends on surface, soil, and underground complexity</li> <li>Mounting, signage, protection, and restoration also included here, but don't usually contribute more than a few hundred dollars</li> </ul>
Other Labor		\$250-\$750	\$2,500-\$7,500	\$5,000-\$15,000	
Transformer	NA	NA	NA	\$10,000-\$25,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>480V transformer installed by utility</li> </ul>
Mobilization	\$50-\$200	\$250-\$500	\$250-\$500	\$600-\$1,200	<ul style="list-style-type: none"> <li>Home: 1-3 hours of electrician time for a home installation</li> <li>Public: \$250-500 of time for 1-2 electricians and other labor. We found that the work could usually be completed in a single visit from each contractor.</li> </ul>
Permitting	\$0-\$100	\$50-\$200	\$50-\$200	\$50-\$200	<ul style="list-style-type: none"> <li>Varies city to city, often a flat fee for one or several stations</li> </ul>

数据来源：Rocky Mountain Institute




## 4.2. 特斯拉充电运营市场开放在即

特斯拉明确表态充电免费服务将不可持续。据 Bloomberg、The LA Times 等媒体，在 5 月 31 日的特斯拉年度股东大会上，CEO 马斯克表示“超级充电站服务会继续拓展，但不会持续免费下去，设备成本需要持续的投入，但可以肯定超级充电站的收费仍会非常低廉，起码比汽油低

得多”。

超级充电站有望改变其原有的终身免费模式。① 特斯拉“目的地充电站”模式已经创造部分运营市场，其由运营方提供物业设施与配电安装，特斯拉则提供充电设备，允许运营方收取充电费用与停车费用，但是目的地充电站充电效率较低，有 8.8KW 和 18KW 两种壁挂式充电桩，其中 18KW 充满 85kwh 的特斯拉电池需要 5 个小时；② 随着 model 3 等车型让利空间的提升以及特斯拉保有量的快速增加，特斯拉充电设施建设与运营成本负担日益加重，充电较快的超级充电站有望改变其原有的终身免费模式。

表 6 特斯拉目的地充电站允许运营方收费，超级充电站也或将转变

特斯拉充电站	模式	特点
家庭充电站	 <p>买车送移动充电器；或者免费安装家庭充电桩</p>	在配送充电桩之外，特斯拉近期开始向中国车主提供居住地充电桩免费安装服务（其他国家需要收取安装服务费），中国成为特斯拉为车主免费安装家庭充电桩的首个国家
目的地充电站	 <p>运营方提供物业设施，特斯拉提供充电设备，允许运营方收取充电费用</p>	目的地充电桩是特斯拉分布最广的一种充电桩，充电效率与特斯拉家用充电桩相同，一般修建在大型商场、写字楼、酒店、银行、咖啡馆、餐厅、地下停车场甚至洗车行等地。目前已经在中国 100 多座城市及地区建成了超过 1000 个目的地充电桩，覆盖了全国大部分旅游景点，如三亚、丽江、拉萨、峨眉山、杭州、千岛湖等
超级充电站	 <p>特斯拉投资，目前对车主免费，但后续可能收费</p>	特斯拉超级充电站是目前全世界充电速度最快的充电站。最快 20 分钟即可充满一半的电量，40 分钟充满 80%，75 分钟充满全部电量。超级充电站通常建设在主要道路沿线和繁华的城市中心，

数据来源：tesla，国泰君安证券研究

## 5. 充电运营增量收入对运营商效益明显

### 5.1. 特斯拉创造的充电运营市场有望呈指数级增长

考虑特斯拉 Model 3 在华热销、在华工厂落地、获得国补等催化因素，特斯拉创造的充电运营市场有望呈指数级放大。2016 年 Model S 在中国的交付量与日俱增，一季度销量同比增幅达到 300%，中国已成为特斯拉全球最为重要的市场之一。根据我们的敏感性分析，当特斯拉在华累计销量达 20 万辆时，在华创造的增量年充电运营收入超过 9 亿元；当累计销量达 50 万辆时，年充电运营收入超过 23 亿元；当累计销量达 100 万辆时，年充电运营收入超过 47 亿元。

表 7 充电运营增量收入测算

1) 基本假设条件	参数	单位	备注
每辆车搭载电池容量	85	kwh	Model S P85

行驶电耗	0.208	kwh/km	按照 333wh/mile 换算	
非行驶电耗	0.09	kwh/km	泊车电耗、充电损失、空调电耗等	
每年平均行驶里程	20000	km	按每天 80km、每月 20 天、每年 12 个月估算	
充电服务费	0.8	元/kwh	基本电费另缴电网公司	
每辆车年充电服务费	4768	元	由充电运营商收取	
2) 敏感性分析				
a.总充电运营市场				
特斯拉在华累计销量(万辆)	20	50	100	考虑 Model 3 批量在华销售、特斯拉在华工厂落地、特斯拉获得国补等因素
在华特斯拉创造的增量充电运营收入(万元)	95360	238400	476800	
b.单个第三方充电运营商				
取得份额	10%	30%	50%	
年运营收入(万元)	9536	71520	238400	

数据来源：国泰君安证券研究

## 5.2. 对充电运营商增量效益明显，且边际成本较低

该增量市场对我国充电运营商增量效益明显。若单个充电运营商取得 10% 的份额，对应 9536 万年充电运营收入，则相当于新建 38 个高利用率充电站的运营收入（以 30 个 60KW 直流桩+70 个 7KW 交流桩的场站为例，剔除电价购销、广告、停车等收入，见表 8）。

**表 8 我国 100 桩充电站（乘用车用）年运营收入约为 250 万元量级**

	直流桩	交流桩
桩体功率(kw)	60	7
桩体数(个)	30	70
场站桩体利用率	52.50%	30%
单桩充电时间(h/天)	5.75	7.50
每天充电量(kwh)	5433.8	1102.5
充电单位收入(元/kwh)	1.3	1.2
年充电运营收入(元)	2119163	396900
合计:	2516063	

数据来源：万马股份公告，国泰君安证券研究

我国乘用车充电桩两大龙头——特锐德、万马股份，在充电运营端目前尚未进入盈利周期。其中，特锐德 2015 年年报披露充电业务板块亏损 6131 万元，而电动车销售收入却实现利润 1552 万元；万马股份旗下充电运营公司爱充网 2015 年亏损 346 万元，而充电设备销售与 EPC 的子公司万马新能源则效益较好，实现净利润 1166 万元。

**表 9 特锐德与万马股份尚未进入充电运营的盈利周期**

公司名称	主要业务	营业收入（万元）	利润（万元）
特锐德	充电运营	1,293.97	-6,131.51

TGOOD

新能源汽车销售	10,627.23	1,552.06
新能源汽车租赁	253.12	-39.67

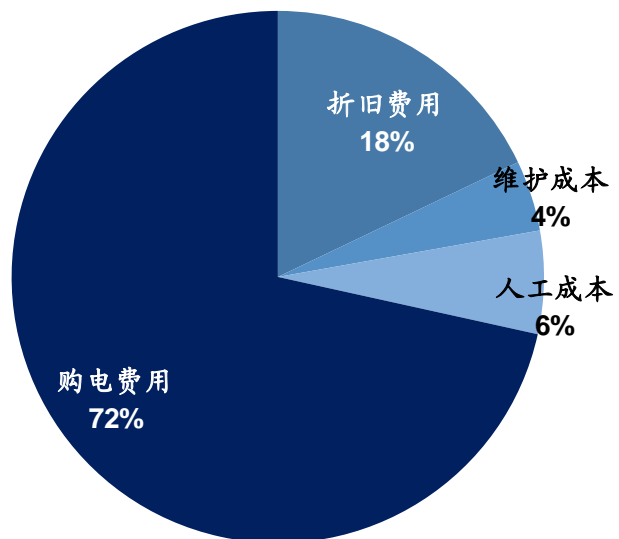
万马股份  
线缆 · 材料 · 能源

公司名称	子公司	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
	万马新能源(充电设备及 EPC)	7,025.61	1,166.1
	爱充网(充电运营)	—	-346.8
	山东万恩(充电设备 EPC 及充电运营)	846.4	-301.7

数据来源：特锐德、万马股份 2015 年年报，国泰君安证券研究

cqc 合作伙伴可借助现有充电基础设施满足特斯拉增量充电需求。因此特斯拉创造的增量充电运营收入对应的净利润较高，以表 8 中的 30 个直流充电桩、70 个交流充电桩的充电站为例，每年创造的充电运营收入约为 250 万元，其对应的成本近 200 万元，净利率 18% 左右，若运营商不新建充电设施，而借助原有充电设施为特斯拉提供充电服务，则对应的成本就只有购电费用（免除了设备折旧、设备维护以及人工成本），净利率可提高至 34% 左右。

图 12 100 个桩配置的充电站（乘用车用）成本拆分



数据来源：国泰君安证券研究

## 6. 投资建议

### 6.1. 推荐特斯拉充电组合

特斯拉充电设备在零部件国产化之前将优先向新国标转变（国标化），从而为进入特斯拉伙伴计划的中国充电运营商创造增量运营收入。我们通过对板块的梳理，推荐特斯拉充电组合：众业达(002441)、许继电气(000400)、奥特迅(002227)、北巴传媒(600386)、通合科技(300491)

#### 6.1.1. 众业达(002441)

2016年4月7日定增发行价格13.21元/股，锁定期12个月。

**市场的认识：**众业达下游运营市场拓展较慢，弹性欠佳；

**我们的认识：**4C 倍率、低成本、预装式、专用车用充电桩竞争力较为稀缺，融资租赁等合作运营的全国地方市场正在开拓，不能一蹴而就，但从零到壹有望逐渐突破弹性瓶颈。

**众业达与特斯拉携手建设粤东经济圈的第一个超级充电站。**2015年8月，众业达与特斯拉携手合作的汕头众业达特斯拉超级充电站正式落户广东省汕头市区，该超级充电站位于众业达汕头制造基地万吉工业区厂区，共设4个车位，距离最近的高速公路口仅5分钟车程，是特斯拉在粤东地区建成的第一个超级充电站。特斯拉充电站在配电柜加工、现场集成安装、物业场地配套以及新国标改装等方面都可以与众业达形成资源互补。

图 13 众业达与特斯拉携手建设粤东经济圈的第一个超级充电站



数据来源：众业达

众业达预装式充电站类似于特斯拉超级充电站，有望携手特斯拉布局充电运营市场。① 特斯拉充电站箱体内部由10多个10kw直流模块组成，充电站配两个单枪的充电桩，可以同时为两辆车充电，直流电压为480伏，输出功率功率120kw-135kw不等。以特斯拉Model S 85为例，20分钟可充一半电量，40分钟充电80%，80分钟充电100%。② 以珠海银隆在上冲检查站公交总站采购的众业达充电站为例，一套充电站箱体内部由10个30kw直流模块组成，每套充电站配4个双枪充电桩，单枪功率180kw，双枪可同时为一部公交车充电，双枪充电效率为6kwh/min，以上冲磷酸铁锂电池的公交车为例，20分钟可以从0充满，10分钟可完成正常补电，从而实现与燃油动力公交车相同的10分钟发车间隔。珠海上冲充电站已稳定运行半年多。

图 14 特斯拉分体式充电站箱体



数据来源：太平洋汽车网

图 15 众业达分体式充电站单个箱体配 4 个双枪桩



数据来源：珠海上冲检查站

### 6.1.2. 许继电气(000400)

2016 年 4 月 29 日起大股东许继集团共增持 0.33%总股份，并披露后续将继续增持不超过 1%的总股份，国网系同等利润体量中市值最小标的。

**市场的认识：**业绩下滑如山倒；

**我们的认识：**国网电源设备招标 2016 年 MVP+特高压订单确认加速，业绩拐点隐约可见。

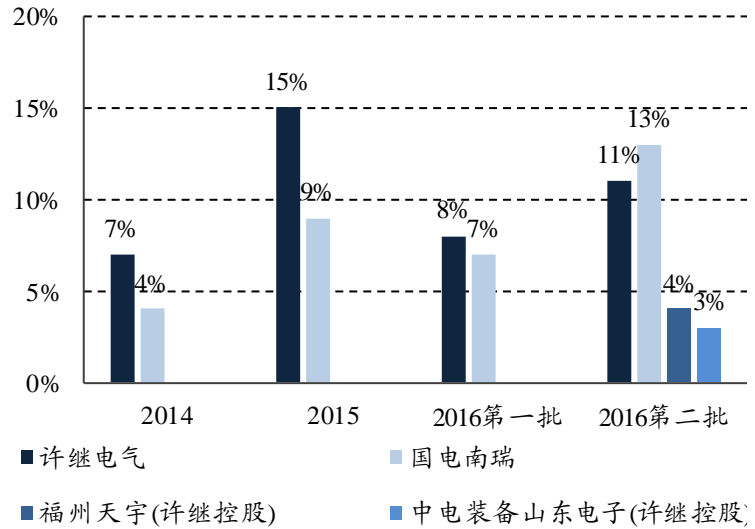
表 10 许继电气是国网系同等利润体量中市值最小标的

	主营业务	2015 年净利润(亿元)	市值(亿元)
许继电气	输变电等设备	7.21	160
平高电气	高压开关等成套设备	8.27	170 (2.19 亿股增发等待批文)
国电南瑞	电网自动化等二次设备	12.99	330
置信电气	非晶变等设备	4.44	130

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**国网电源设备招投标份额逐渐拉开差距，有望斩获 2016 年国网招标 MVP。**随着国网招投标逐渐向国网系企业倾斜，我们预计 2016 年国家电网 50 亿电源设备招投标中，若许继累计取得平均 10%的份额，则对应 5 亿元订单，对应净利润约为 2 亿元(许继电气 2015 年净利润 8 亿元)，若取得 15%份额，对应 7.5 亿元订单，净利润约为 3 亿元。

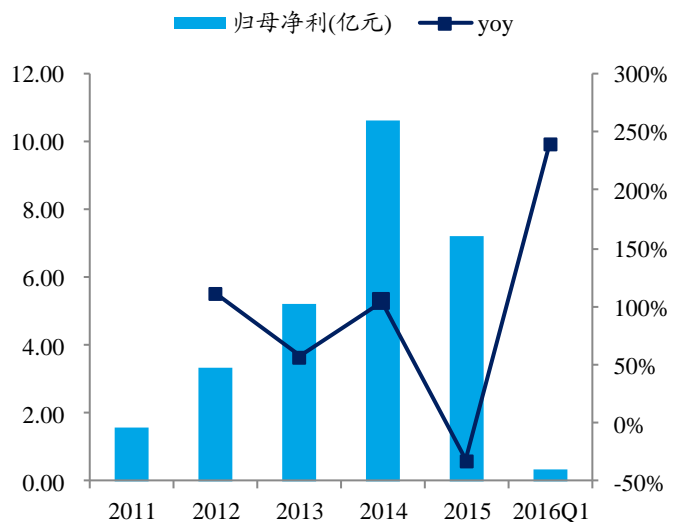
图 16 许继及其控股公司在国网历次电源设备招标中份额较高



数据来源：国家电网电子商务平台，国泰君安证券研究

特高压收入确认加速，业绩拐点隐约可见。2015 年公司利润同比下滑 33%，但 2016 年一季度已出现好转，2016 年一季度公司利润同比增长 88%，主要是本期特高压直流输电项目实现收入较上年同期增加较多；目前公司合计约 22 亿在手订单相继在 2016-17 年确认（酒泉~湖南、晋北~江苏、锡盟~泰州、上海庙~山东±800kV 特高压直流工程），考虑国家电网“五交八直”特高压均已核准并进入订单确认阶段，公司有望在未来三年迎来特高压直流业绩集中释放。

图 17 许继 2016 年一季度业绩明显好转



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 11 大气污染防治行动计划“四交五直”与酒泉~湖南特高压工程均已进入订单确认周期

序号	工程项目	变电/换流容量 (万千伏安)	建设进度	投产年
特高压	1	锡盟~山东 1000kV	2014 年 7 月核准	2016 年
交流	2	榆衡~潍坊 1000kV	2015 年 5 月核准	2017 年

	3	蒙西~天津南 1000kV	2400	2015 年 1 月核准	2016 年
	4	淮南~南京~上海 1000kV	1200	2014 年 4 月核准	2016 年
特高压 直流	1	宁东~浙江±800kV	1600	2014 年 8 月核准	2016 年
	2	晋北~江苏±800kV	1600	2015 年 5 月核准	2017 年
	3	上海庙~山东±800kV	2000	2015 年 12 月核准	2017 年
	4	锡盟~江苏±800kV	2000	2015 年 11 月核准	2017 年
	5	滇西北~广东±800kV	1200	2015 年 12 月核准	2017 年
	6	酒泉~湖南±800kV	1600	2015 年 5 月核准	2017 年

数据来源：国家电网，国泰君安证券研究

表 12 2018 年投产的特高压均已开工逐渐进入订单确认阶段

序号	特高压分类	特高压线路	预计投资 (亿元)	投产时间	备注
1	五个特高压交流打包工程	蒙西~长沙、荆门~武汉、长沙~南昌	460	2018	西纵工程
2		张北~南昌、晋东南~东明、南阳~驻马店	750	2018	中纵工程
3		南京~徐州~连云港~泰州	170	2018	江苏内部环网
4		济南~枣庄~临沂~潍坊	145	2018	山东内部环网
5		巴塘~雅安~重庆~绵阳~德格~巴塘、雅安~绵阳	500	2018	川渝内部环网
6	八条直流特高压通道	准东~成都±1100kV	442	2018	风火打捆
7		扎鲁特~徐州±800kV	270	2018	风火打捆
8		雅中~衡阳±800kV	200	2018	解决四川弃水
9		蒙西~武汉±800kV	251	2018	煤电基地
10		陕北~南昌±800kV	268	2018	煤电基地
11		呼盟~青州±800kV	200	2018	煤电基地
12		准东~皖南±1100kV	465	2018	风火打捆
13		金沙江上游~江西±800kV	285	2018	金沙江上游水电开发进度不及预期

数据来源：国家电网，国泰君安证券研究

### 6.1.3. 奥特迅(002227)

2016年4月8日公司4.2亿元增发方案(募集投向全部为充电设备领域)到期失效。

**市场的认识:** 公司业绩下滑较快, 不确定性较大。

**我们的认识：**2015 年业绩大幅低于预期，中长期看公司有望实现业绩反转。

公司国网南网历史中标及合作情况较好，充电堆、充电桩国标化产品系列较全。①公司积极参与充电桩国标准的制定，充电桩产品涵盖75kw、75kw\*2、150kw、150kw\*2等功率系列。②公司于2016年1月推出矩阵式柔性充电堆，可兼容不同类型和型号的电动汽车，并自动匹配其输出功率，可满足因电池充电倍率大幅提升带来的更大充电功率需求。③且公司充电设备可通过自研的转换装置可为特斯拉等标准的进口电动汽车提供充电。

图 18 奥特迅 2016 年新推出矩阵式柔性充电桩



数据来源：奥特迅

图 19 奥特迅充电桩产品系列稳定运行 5 年多



数据来源：奥特迅

表 13 奥特迅充电设备兼容性好，适用类型广，国网南网历史中标及合作情况较好

公司充电设备特点	具体详情
国网和南网中标及合作情况较好	<p>2014 年 6 月，在国家电网当年第二次新能源汽车充电站设备招标中，奥特迅中标 116 套整车充电设备，中标金额约在 1100~1700 万元之间</p> <p>2011 年深圳大运会期间，奥特迅和南方电网合作，完成了两个电动汽车充电站以及 134 个充电桩的设备供应。</p>
客户类型广	<p>公司客户类型已覆盖充电服务运营商、电动汽车制造商、电动汽车检测机构、汽车 4S 店、企业、个人等，客户群体包括国家电网、南方电网、中国石化、中国石油、普天新能源、五洲龙、广汽客车、东风汽车、厦门金龙等。公司近年来一直为普天新能源电动汽车充电设备的主要供应商。</p>
设备兼容性强	<p>公司的大功率电动汽车充电设备与比亚迪、北汽、五洲龙、宇通、东风等车企进行了充电匹配，满足符合国家标准的私家车、出租车、公交车、物流车、通勤旅游车等充电需求；同时，公司充电设备通过自研的转换装置可为采用其他标准的进口电动汽车提供交流充电，如特斯拉、宝马等。</p>

数据来源：奥特迅，国泰君安证券研究

奥特迅在深圳充电运营布局较为全面，有望凭借其国标化兼容性和大功率充电性能获得特斯拉的合作。公司控股子公司鹏电跃能是深圳市集中式充电设施备案运营商之一，据公司规划，奥特迅计划先以出租车集中式快速充电站为突破口，在深圳主城区推进充电设施的建设，初期建成覆盖深圳全城的“桩联网”，为出租车、私家车、专用车等新能源社会车辆提供充电服务，最终目标是建立覆盖全国主要城市的电动汽车充电网络服务云平台，涉及充电桩设备将达到 50 万(个)级别。

图 20 奥特迅为深圳电动出租车(比亚迪 e6 续航 400km, 可对标特斯拉的续航)提供集中式充电服务



数据来源：奥特迅

表 14 鹏电跃能 2015 年第二批已在深圳发改委备案充电运营商

发改委备案批次	深圳发改委充电设施运营资格商
2016 年第一批	深圳市综合能源有限公司、深圳康普盾科技股份有限公司
2015 年第五批	深圳鹏达信环保科技有限公司、深圳市恩逸新能源有限公司、深圳依威保华能源科技有限公司、深圳市康必达控制技术有限公司
2015 年第四批	深圳市华南充电科技有限公司、深圳市深电能售电有限公司、深圳市沃特玛电池有限公司、深圳聚电新能源汽车服务有限公司
2015 年第三批	深圳市联程共享电动汽车租赁有限公司、深圳市宝路华运输(集团)有限公司、深圳市中兴新能源汽车服务有限公司
2015 年第二批	普天新能源深圳有限公司、深圳科士达科技股份有限公司、深圳市鹏电跃能源技术有限公司、深圳水木华程电动交通有限公司、深圳市金宏威技术股份有限公司、深圳市公路客货运输服务中心有限公司
2015 年第一批	中兴通讯股份有限公司、比亚迪汽车工业有限公司、深圳市科陆电子科技股份有限公司、深圳前海巴斯巴网络服务有限公司、深圳卫蓝能源技术有限公司、云杉智慧新能源（深圳）有限公司

数据来源：深圳发改委，国泰君安证券研究

#### 6.1.4. 北巴传媒(600386)

**市场的认识:** 核心竞争力为拥有大股东北京公交集团旗下万辆级别公交车资源，市场认可度较高。

**我们的认识：**据我们对公交充电场站的草根调研，我们认为公司有望借助华商三优交直一体设备与公交场站大容量停车资源，开放出租环卫物流专用车充电、并进一步开放 2C 端乘用车充电。

北巴传媒依托大股东北京公交集团的优势，切入北京公交充电运营市场。2016年1月公司公告与华商三优、协鑫瑞通成立合资公司“隆瑞三优新能源汽车服务有限公司”，主要经营北京地区公交场站新能源充电桩项目的建设和运营。

表 15 公司与华商三优、协鑫瑞通合作拓展北京充电运营市场

	股权比例	主营业务	背景	业绩
北京隆源工贸有限	40%		北巴传媒之全	

责任公司		资子公司	
协鑫瑞通智能充电科技有限公司	30%	新能源领域投资平台	协鑫控股集团
北京华商三优新能源科技有限公司	30%	充电设备研发制造、充电设施EPC等	国网北京市电力公司
		2015 年营收 1.58 亿元，净利润 0.21 亿元	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

据“电车汇”数据，北京公交集团 2016 年将更新 2390 辆新能源公交车，我们保守预计北巴传媒 2016-2020 年每年将从北京公交集团获得 2000 辆新能源纯电动公交车的充电运营权（2000 辆、4000 辆、6000 辆、8000 辆、10000 辆），同时我们通过草根调研发现，一线城市 500 辆纯电动公交贡献净利润约为 855 万元，则未来 5 年，北巴传媒在北京公交充电运营市场（子公司 40% 股权）的归母净利约为 1368 万、2736 万、4104 万、5472 万、6840 万元。

**表 16 500 辆纯电动公交贡献净利润约为 855 万元**

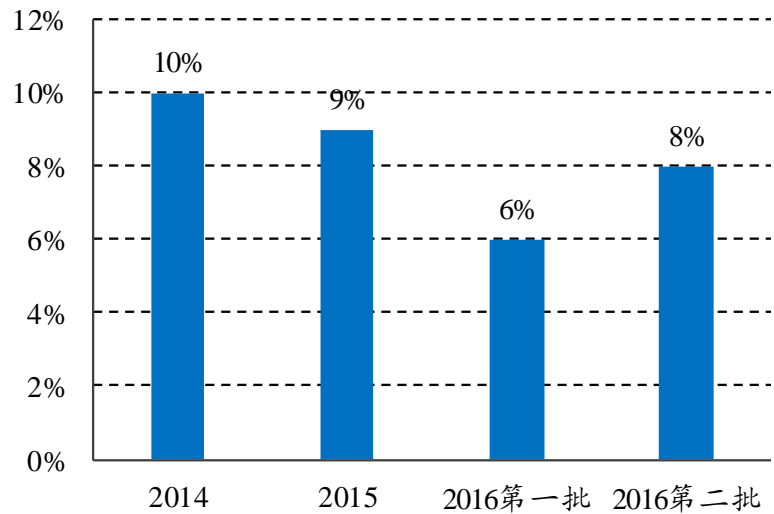
1) 参数条件		单位	备注
纯电动公交	500	辆	8 米 5 纯电动
纯电动公交充电量	120	kwh/天/辆	电池容量 169kwh
年均充电量	21000000	kwh	350 天，每辆车 4.2 万 kwh
车桩比	7:01		
充电桩数量	70	个	
充电桩功率	450	kw	单枪 225kw
充电桩成本	1.2	元/w	
充电桩总成本	37800000	元	
2) 收入项			
充电收入	3360	万元	充电服务费 0.8 元/kwh
3) 成本项			
折旧费用	378	万元	按 10 年直线折旧
维护成本	61.42	万元	按设备成本 3%
人工成本	100	万元	
购电费用	1680	万元	按 0.8 元/kwh 大工业电价
4) 利润项			
营业利润	1140.58	万元	
所得税	285.15	万元	25% 所得税
净利润	855.44	万元	
净利率	25%	%	

数据来源：国泰君安证券研究

通过华商三优的国标化产品及北京公交集团的场站资源，北巴传媒有望打入特斯拉充电运营市场。①在市场布局方面，据公司公告，北巴传媒将全面开拓新能源汽车充电服务市场，重点以公交场站为依托，积极布局北京地区充电设施服务网络，搭建新能源汽车后服务平台，形成新的利润增长点；②在场地资源方面，北京公交集团现有场站近 1000 处，新增充电运营服务的边际土地成本较低；③在设备方面，华商三优作为国网系企业，充电设备是新国标的标准化产品，国网电源设备

历史招投标份额较高，北巴传媒有望通过华商三优打入特斯拉充电运营市场。

图 21 华商三优国网电源设备招投标份额较多



数据来源：国网电子商务平台，国泰君安证券研究

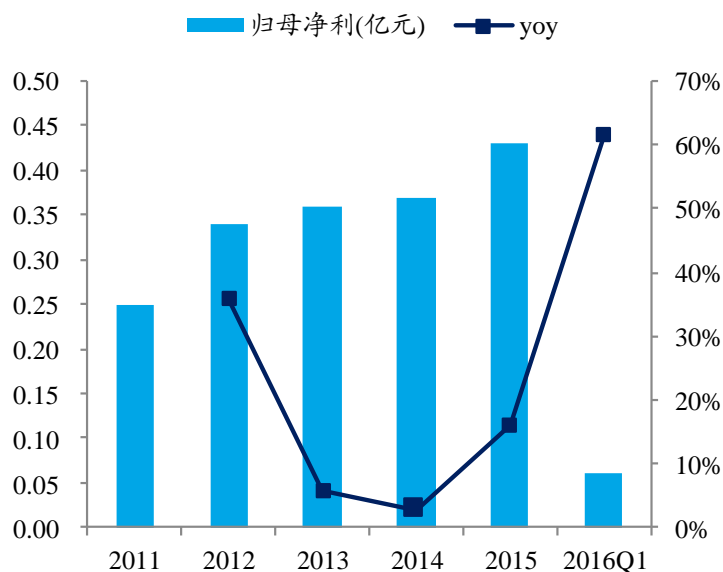
#### 6.1.5. 通合科技(300491)

**市场的认识：**充电电源设备行业稀缺标的，业绩处在高速成长期，市场认可度高。

**我们的认识：**公司电源模块及系统为电网客户 ODM，与国网电源设备招投标的贝塔较大，将直接受益国网电源设备招投标放量。

行业景气高峰叠加公司产能扩张周期，公司充电电源模块及系统业绩将持续放量。①公司目前已逐渐将产能向充换电站充电电源系统和电动汽车车载电源方向倾斜，充电电源系统 2016 年一季度同比增长 151%，2015 年同比增长 98%，电动汽车车载电源 2016 年一季度同比增长 99.44%，2015 年同比增长 422%，二者占 2015 年营收比重超过 57%。②随着国网 2016 年第二批电源设备招投标向国网系企业倾斜，通合科技的电源系统及模块有望进一步放量。

图 22 通合科技业绩处于高成长盈利周期



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

公司电源模块及系统大多为电网客户 ODM，将持续受益国网在充电桩招投标和投资运营等方面的布局。①公司拥有超过 600 家客户，多为国网各地方充电站提供电源系统及产品，据招股说明书，2015 年 1-6 月，鲁能智能、普瑞、国电南瑞等国网系客户占公司销售额比重超过 23%。②2016 年 3 月公司拟投资成立全资子公司河北通合新能源有限公司，拟积极开展新能源领域运营模式的创新，4 月河北通合取得营业执照。我们认为通合作为河北省唯一一家充电电源系统及模块的制造商，在地方充电运营市场将快速划分势力范围，抢占优势运营资源。

**表 17 公司电源模块及系统大多为电网客户 ODM**

<p>公司配套充电站及客户类型</p>	<p>“国家电网上海高科充电站”、“国家电网湖北襄阳停堡场充电站”、“国家电网成都红旗充电站”、“国家电网成都槐树店充电站”、“国家电网成都龙泉充电站”、“国家电网宁夏丰登充换电站”、“上海嘉定叶城路换电站”、“赣州章江新区换电站”、“国家电网高速路快充站”、“成都雅骏物流车成都充电项目”、“保定市唐县伟峰城乡公共交通客运充电站”、“邯郸市鸡泽县城乡公共交通客运充电站”、“邯郸赵王集团欢乐谷充电站”</p>
<p>公司国网系客户</p>	<p>山东鲁能智能技术有限公司、北京国网普瑞特高压输电技术有限公司、国电南瑞科技股份有限公司、南京南瑞太阳能科技有限公司、安徽继远电网技术有限责任公司、国网电力科学研究院、中国电力科学研究院系国家电网公司</p>

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 6.2. 盈利预测与估值

特斯拉充电设备在零部件国产化之前将优先向新国标转变（国标化），从而为进入特斯拉伙伴计划的中国充电运营商创造增量运营收入。我们通过对板块的梳理，推荐特斯拉充电组合：众业达(002441)、许继电气(000400)、奥特迅(002227)、北巴传媒(600386)、通合科技(300491)。

表 18 盈利预测与评级

公司名称	代码	收盘价		盈利预测 (EPS)			PE			评级	目标价
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E		
众业达	002441.SZ	2016.06.21	16.02	0.54	0.65	0.79	29.67	24.65	20.28	增持	23
许继电气	000400.SZ	2016.06.21	15.21	0.83	1.08	1.12	18.33	14.08	13.58	谨慎增持	17

奥特迅	002227.SZ	2016.06.21	31.22	0.21	0.31	0.44	148.6	100.7	70.95	谨慎增持	35
北巴传媒	600386.SH	2016.06.21	19.6	0.51	0.57	0.62	38.43	34.39	31.61	增持	23
通合科技	300491.SZ	2016.06.21	109.8	0.73	0.91	1.15	150.4	120.6	95.48	谨慎增持	108

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

## 7. 风险提示

**特斯拉在华销量低于预期风险。**由于特斯拉创造的充电运营市场与特斯拉销量紧密相关，若其销量低于预期，则特斯拉充电运营市场将面临“僧多粥少”的局面。

**特斯拉充电伙伴迅速扩容风险。**目前华商三优与山东鲁能智能获得首批充电新国标 CQC 认证证书，行业板块上市公司 30 余家，若特斯拉未来的充电伙伴迅速扩容，则早期入选的公司将面临竞争加剧、份额缩减的风险。

通合科技 (300491)

# 国网电源设备 ODM 商

## ——通合科技首次覆盖报告

	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:

行业景气高峰叠加公司产能扩张周期,公司充电电源模块及系统业绩将持续放量,且将持续受益国网在充电桩招投标和投资运营等方面的布局。

### 投资要点:

- **首次覆盖,给予谨慎增持评级。**预计 2016-18 年 EPS 分别为 0.73、0.91、1.15 元。考虑公司充电电源业务持续放量,参考新能源汽车产业链相关板块的次新股估值(PB 均值 27 倍),给予 2016 年 22 倍 PB,目标价 108 元,首次覆盖,给予谨慎增持评级。
- **行业景气高峰叠加公司产能扩张周期,公司充电电源模块及系统业绩将持续放量。**①公司目前已逐渐将产能向充换电站充电电源系统和电动汽车车载电源方向倾斜,充电电源系统 2016 年一季度同比增长 151%,2015 年同比增长 98%,电动汽车车载电源 2016 年一季度同比增长 99.44%,2015 年同比增长 422%,二者占 2015 年营收比重超过 57%。②随着国网 2016 年第二批电源设备招投标向国网系企业倾斜,通合科技的电源系统及模块有望进一步放量。
- **公司电源模块及系统大多为电网客户 ODM,将持续受益国网在充电桩招投标和投资运营等方面的布局。**①公司拥有超过 600 家客户,多为国网各地方充电站提供电源系统及产品,据招股说明书,2015 年 1-6 月,鲁能智能、普瑞、国电南瑞等国网系客户占公司销售额比重超过 23%。②2016 年 3 月公司拟投资成立全资子公司河北通合新能源有限公司,拟积极开展新能源领域运营模式的创新,4 月河北通合取得营业执照。我们认为通合作为河北省唯一一家充电电源系统及模块的制造商,在地方充电运营市场将快速划分势力范围,抢占优势运营资源。
- **风险提示:**公司电源模块及系统毛利率持续下滑风险,公司充电运营市场开拓不达预期风险。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	150	185	250	338	456
(+/-)%	11.6%	23.7%	35.0%	35.0%	35.0%
经营利润 (EBIT)	32	34	47	64	87
(+/-)%	-0.9%	7.8%	37.9%	35.4%	35.3%
净利润	37	43	58	73	92
(+/-)%	2.4%	14.7%	36.7%	24.1%	26.4%
每股净收益 (元)	0.47	0.53	0.73	0.91	1.15
每股股利 (元)	-	0.30	0.41	0.51	0.64
利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	23.0%	20.4%	20.8%	21.0%	21.0%
净资产收益率 (%)	20.6%	10.8%	13.6%	15.4%	17.6%
投入资本回报率 (%)	19.9%	16.9%	17.3%	18.3%	19.7%
EV/EBITDA	276.7	252.3	182.9	134.3	99.7
市盈率	262.0	228.4	167.0	134.6	106.5
股息率 (%)	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

首次覆盖

评级:

谨慎增持

目标价格:

108.00

当前价格:

103.57

2016.07.03

### 交易数据

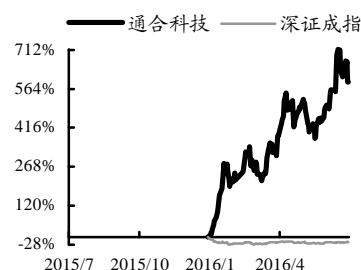
52 周内股价区间 (元)	13.84-128.00
总市值 (百万元)	8,286
总股本/流通 A 股 (百万股)	80/20
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	428.38
日均成交值 (百万元)	397.36

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	402
每股净资产	5.02
市净率	20.6
净负债率	-47.23%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.05	0.06
Q2	0.16	0.20
Q3	0.12	0.17
Q4	0.21	0.29
全年	0.53	0.73

### 52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	42%	0%
相对指数	14%	41%	15%

模型更新时间: 2016.07.03

## 股票研究

工业  
资本货物

通合科技 (300491)

首次覆盖

评级: 谨慎增持

目标价格: 108.00

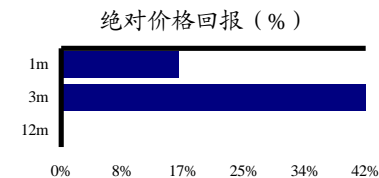
当前价格: 103.57

公司网址

www.sjzthdz.com

### 公司简介

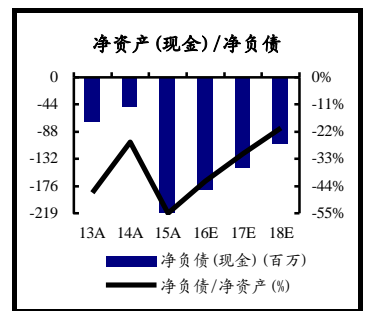
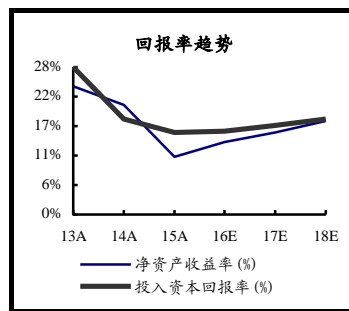
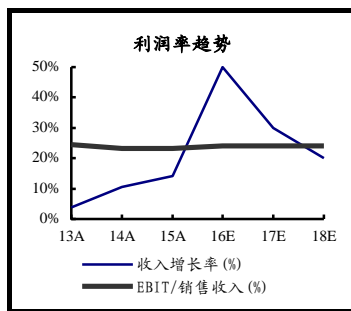
公司的主要从事高频开关电源及相关电子产品的研发、生产和销售,是高新技术企业、石家庄市创新型企业。自成立以来,公司始终坚持生产工艺持续改进,产品以标准化设计、模块化生产,以管理精细化为准则、生产精益化为手段,建立了完备的质量管理体系,通过了 ISO9001: 2008 国际质量体系认证。



52 周价格范围 13.84-128.00  
市值 (百万) 8,286

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	134	150	185	250	338	456
营业成本	64	74	92	125	169	228
税金及附加	1	1	2	3	3	5
营业费用	11	12	17	22	30	41
管理费用	26	30	40	53	71	96
EBIT	32	32	34	47	64	87
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	-4	-3	-1
营业利润	32	32	34	52	67	88
所得税	4	4	4	6	7	9
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	36	37	43	58	73	92
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	71	49	236	207	181	168
其他流动资产	79	109	156	198	274	367
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	35	72	115	152	187	221
无形及其他资产	20	20	20	18	17	16
资产合计	205	251	526	576	660	772
流动负债	29	42	88	95	128	180
长期负债	25	28	43	51	61	71
股东权益	151	181	396	430	470	521
投入资本(IC)	105	159	202	274	350	439
现金流量表						
NOPLAT	29	29	31	43	58	79
折旧与摊销	0	3	4	5	7	9
流动资金增量	13	17	3	34	43	58
资本支出	23	38	42	42	42	42
自由现金流	65	87	80	124	150	188
经营现金流	26	27	29	24	35	42
投资现金流	(21)	(43)	(41)	(41)	(41)	(41)
融资现金流	0	(7)	194	(11)	(20)	(14)
现金流净增加额	5	(22)	182	(29)	(26)	(13)
财务指标						
成长性						
收入增长率	20.8%	11.6%	23.7%	35.0%	35.0%	35.0%
EBIT 增长率	11.9%	-0.9%	7.8%	37.9%	35.4%	35.3%
净利润增长率	6.5%	2.4%	14.7%	36.7%	24.1%	26.4%
利润率						
毛利率	52.7%	50.6%	50.3%	50.0%	50.0%	50.0%
EBIT 率	23.9%	21.2%	18.5%	18.9%	18.9%	19.0%
净利润率	27.1%	24.8%	23.0%	23.3%	21.5%	20.1%
收益率						
净资产收益率(ROE)	24.1%	20.6%	10.8%	13.6%	15.4%	17.6%
总资产收益率(ROA)	17.8%	14.9%	8.1%	10.1%	11.0%	11.9%
投入资本回报率(ROIC)	27.7%	18.0%	15.4%	15.7%	16.7%	18.0%
运营能力						
存货周转天数	112	111	122	126	124	125
应收账款周转天数	72	99	113	114	113	113
总资产周转天数	487	554	765	804	667	573
净利润现金含量	0.72	0.74	0.67	0.41	0.48	0.46
资本支出/收入	17.27%	25.19%	22.81%	16.73%	12.32%	9.14%
偿债能力						
资产负债率	26.3%	27.9%	24.8%	25.4%	28.8%	32.6%
净负债率	-47.1%	-26.5%	-55.4%	-42.4%	-31.1%	-20.7%
估值比率						
PE	201.3	262.0	228.4	167.0	134.6	106.5
PB	64.6	54.0	24.7	22.7	20.8	18.7
EV/EBITDA	297.6	276.7	252.3	182.9	134.3	99.7
P/S	72.62	65.07	52.62	38.98	28.87	21.39
股息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%



## 北巴传媒 (600386)

## 背靠国网设备商, 2C 端市场有望打开

## ——北巴传媒首次覆盖报告

	王浩 (分析师)	陈筱 (分析师)	邱子良 (研究助理)
	0755-23976068	021-38675863	0755-23976065
	wanghao013539@gtjas.com	chenxiao@gtjas.com	qiuziliang@gtjas.com
证书编号	S0880513090004	S0880515040003	S0880116010087

## 本报告导读:

在加速布局北京公交充电运营市场的同时, 北巴传媒有望进一步打入特斯拉充电运营市场, 打开 2C 市场的成长空间。

## 投资要点:

- 首次覆盖, 给予增持评级。预计 2016-18 年 EPS 分别为 0.51、0.57、0.62 元。考虑公司在充电运营市场布局逐渐深化, 参考充电桩行业估值, 给予 2017 年 40 倍 PE, 目标价 23 元, 首次覆盖, 给予增持评级。
- 通过华商三优的国际化产品及北京公交集团的场站资源, 北巴传媒有望打入特斯拉充电运营市场。①在市场布局方面, 据公司公告, 北巴传媒将全面开拓新能源汽车充电服务市场, 重点以公交场站为依托, 积极布局北京地区充电设施服务网络, 搭建新能源汽车后服务平台, 形成新的利润增长点; ②在场地资源方面, 北京公交集团现有场站近 1000 处, 新增充电运营服务的边际土地成本较低; ③在设备方面, 华商三优作为国网系企业, 充电设备是新国标的标准化产品, 国网电源设备历史招标投标份额较高, 北巴传媒有望通过华商三优打入特斯拉充电运营市场。
- 北巴传媒依托大股东北京公交集团的优势, 有望加速布局北京公交充电运营市场。2016 年 1 月公司公告与华商三优、协鑫瑞通成立合资公司“隆瑞三优新能源汽车服务有限公司”, 主要经营北京地区公交场站新能源充电桩项目的建设和运营。我们保守预计北巴传媒 2016-2020 年每年将从北京公交集团获得 2000 辆新能源纯电动公交车的充电运营权, 则未来 5 年, 北巴传媒在北京公交充电运营市场(子公司 40% 股权)的归母净利约为 1368 万、2736 万、4104 万、5472 万、6840 万元。
- 风险提示: 2C 充电运营市场开拓不达预期风险, 公司公交充电运营市场不达预期风险。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,000	3,011	3,087	3,226	3,368
(+/-)%	-3.4%	0.3%	2.5%	4.5%	4.4%
经营利润 (EBIT)	284	248	293	326	354
(+/-)%	7.0%	-12.5%	18.0%	11.5%	8.4%
净利润	189	146	205	230	250
(+/-)%	8.2%	-22.5%	40.1%	12.1%	8.9%
每股净收益 (元)	0.47	0.36	0.51	0.57	0.62
每股股利 (元)	0.28	0.30	0.42	0.47	0.51
利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	13.9%	12.8%	14.2%	14.9%	15.4%
净资产收益率 (%)	11.2%	8.3%	11.1%	12.0%	12.7%
投入资本回报率 (%)	42.7%	23.2%	41.2%	52.1%	68.6%
EV/EBITDA	17.2	18.5	16.3	14.8	13.7
市盈率	42.1	54.4	38.8	34.6	31.8
股息率 (%)	1.4%	1.5%	2.1%	2.4%	2.6%

## 首次覆盖

评级: 增持  
目标价格: 23.00

当前价格: 19.02  
2016.06.27

## 交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.02-22.20
总市值 (百万元)	7,669
总股本/流通 A 股 (百万股)	403/403
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1047.51
日均成交值 (百万元)	196.96

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,762
每股净资产	4.37
市净率	4.4
净负债率	-21.15%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.08	0.10
Q2	0.15	0.19
Q3	0.14	0.18
Q4	0.00	0.04
全年	0.36	0.51

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	32%	11%
相对指数	-1%	36%	43%

模型更新时间: 2016.06.27

## 股票研究

社会服务

传播文化业

北巴传媒 (600386)

## 首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 23.00

当前价格: 19.02

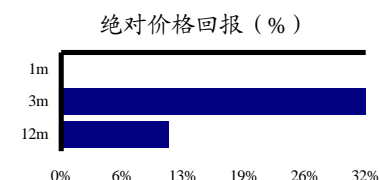
公司网址

www.bbcm.com.cn

## 公司简介

公司先后进行了三次重大资产重组,使得公司的主营业务从最初的城市公交客运为主,转型为以公交广告、汽车服务和投资公司等作为主营业务,标志着北巴传媒进入了一个新的发展时期,步入了良性健康的发展轨道。

未来,公司将正视目前的市场风险和政策风险,全力推动各项业务的开展,同时继续认真落实企业内部控制规范体系建设工作,有效地防范经营风险,努力确保经营业绩的稳中有升,保证公司健康、高效、持续的发展。



52 周价格范围

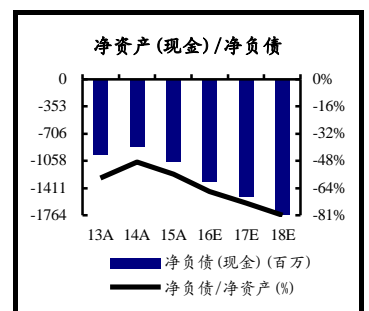
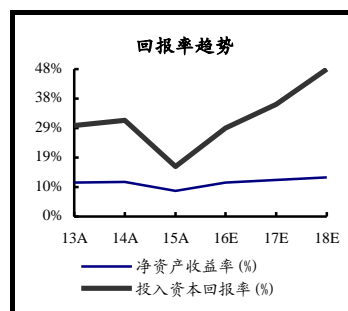
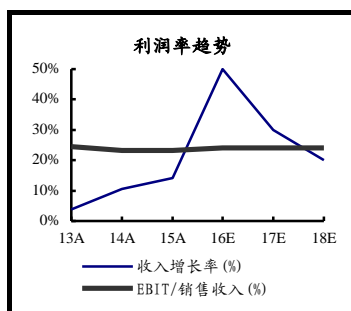
9.02-22.20

市值 (百万)

7,669

## 财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,106	3,000	3,011	3,087	3,226	3,368
营业成本	2,347	2,249	2,236	2,281	2,363	2,454
税金及附加	41	43	44	45	47	49
营业费用	220	202	215	221	231	241
管理费用	234	224	243	247	258	269
EBIT	265	284	248	293	326	354
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	-22	3	3	3
财务费用	16	14	20	-30	-36	-42
营业利润	250	270	228	323	363	396
所得税	70	72	71	99	111	121
少数股东损益	7	11	19	26	30	32
净利润	174	189	146	205	230	250
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金、交易性金融资产	1,027	931	1,113	1,361	1,559	1,790
其他流动资产	608	614	1,103	870	933	981
长期投资	106	359	574	424	463	469
固定资产合计	448	502	482	495	491	478
无形及其他资产	286	242	185	57	-70	-198
资产合计	2,476	2,647	3,457	3,207	3,377	3,520
流动负债	675	720	770	739	765	786
长期负债	143	121	791	462	515	542
股东权益	1,658	1,806	1,896	2,006	2,097	2,191
投入资本(IC)	646	665	1,071	712	627	516
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
NOPLAT	192	209	174	205	229	248
折旧与摊销	127	132	137	144	156	166
流动资金增量	13	3	485	(244)	47	30
资本支出	55	48	(20)	86	78	80
自由现金流	387	393	776	191	509	525
经营现金流	179	369	275	588	328	374
投资现金流	(66)	(318)	(724)	124	(57)	(26)
融资现金流	(131)	(114)	570	(464)	(73)	(117)
现金流净增加额	(17)	(63)	120	247	199	231
财务指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性						
收入增长率	5.2%	-3.4%	0.3%	2.5%	4.5%	4.4%
EBIT 增长率	4.6%	7.0%	-12.5%	18.0%	11.5%	8.4%
净利润增长率	6.5%	8.2%	-22.5%	40.1%	12.1%	8.9%
利润率						
毛利率	24.4%	25.0%	25.7%	26.1%	26.8%	27.1%
EBIT 率	8.5%	9.5%	8.2%	9.5%	10.1%	10.5%
净利率	5.6%	6.3%	4.9%	6.6%	7.1%	7.4%
收益率						
净资产收益率(ROE)	11.1%	11.2%	8.3%	11.1%	12.0%	12.7%
总资产收益率(ROA)	7.0%	7.1%	4.2%	6.4%	6.8%	7.1%
投入资本回报率(ROIC)	29.6%	31.4%	16.2%	28.8%	36.5%	48.0%
运营能力						
存货周转天数	37	43	43	42	42	42
应收账款周转天数	24	25	25	25	25	25
总资产周转天数	286	312	370	394	372	374
净利润现金含量	1.03	1.96	1.88	2.87	1.43	1.50
资本支出/收入	1.79%	1.61%	-0.67%	2.78%	2.41%	2.39%
偿债能力						
资产负债率	33.0%	31.8%	45.2%	37.5%	37.9%	37.7%
净负债率	-58.6%	-48.8%	-56.3%	-66.5%	-73.1%	-80.5%
估值比率						
PE	45.6	42.1	54.4	38.8	34.6	31.8
PB	5.1	4.7	4.5	4.3	4.2	4.0
EV/EBITDA	18.2	17.2	18.5	16.3	14.8	13.7
P/S	2.56	2.65	2.64	2.57	2.46	2.36
股息率	1.4%	1.4%	1.5%	2.1%	2.4%	2.6%



## 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		