

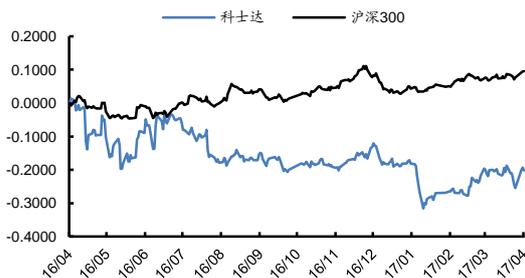
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn  
联系人：傅鸿浩 S0350115080013  
0755-23936019 fuhh@ghzq.com.cn

## 大功率 UPS、光伏、充电桩细分领域龙头态势 凸显

### ——科士达（002518）深度报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
科士达	-0.7	-2.5	-19.8
沪深 300	1.8	5.1	9.6

市场数据 2017-04-07

当前价格（元）	20.87
52 周价格区间（元）	17.30 - 27.20
总市值（百万）	9293.86
流通市值（百万）	8873.13
总股本（万股）	44532.14
流通股（万股）	42516.21
日均成交额（百万）	103.75
近一月换手（%）	17.00

相关报告

《科士达（002518）业绩快报点评：业绩持续增长，细分龙头价值凸显》——2017-02-27

《科士达（002518）2016 三季度报点评：业绩持续增长，积极推进外延式发展》——2016-11-08

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

#### ■ 优质管理、成本控制能力带动业绩稳健增长。

公司年报显示，2016 年公司实现营业收入 17.5 亿，同比增长 14.67%，归母净利润 2.96 亿，同比增长 26.75%。2010 年上市以来公司营收复合增长率达 17.34%，归母净利润复合增长率达到 24.58%。业绩稳定成长的原因是一方面公司优化产品结构，数据中心一体化产品中毛利率较高的中大功率 UPS 产品、精密空调产品在销售收入的比重逐步增加，另一方面公司将业务拓展到光伏逆变器、充电桩领域，凭借出色的成本控制和管理能力，毛利率和市占率持续上升。

#### ■ 大功率 UPS 占比持续提高，进入进口替代阶段，公司在金融、轨交、军工、海外等多领域拓展。

2016 年国内 UPS 的市场规模达到 68.4 亿元，同比上升 20%，预计未来还会维持稳健增长。国内市场 10KVA 以上的大功率 UPS 销售额占比从 2014 年的 70% 提升到 2016 年上半年的 76%，预计未来高毛利的大功率 UPS 增速将显著高于行业。目前国内大功率 UPS 超过 50% 的市场份额被国外厂商施耐德、艾默生、伊顿掌握，UPS 国内市场将进入进口替代阶段，公司市场份额提升空间较大。

金融、轨交、军工、海外均是公司拓展的重点领域。公司充分发挥自身具有数据中心全线产品的技术优势推出 ITCube 一体化数据解决方案。一体化解决方案也将带动公司精密空调等产品的销售，进而带来销售收入和毛利的提高。为完善海外布局，公司计划在欧洲、亚太、美洲、非洲等地区设立 12 个海外办事处。国家积极推动信息化建设，在轨道交通、金融、通信、军工等多个领域提出了全新的信息化要求。数据中心产品是信息化建设的核心，2016 年公司凭借自身优势入围多个地铁项目，进入中国银行、工商银行、中国移动等多家大型公司的选型。军用 UPS 方面，公司已于 2016 年取得由中央军委装备发展部颁发的《装备承制单位注册证书》。

#### ■ 光伏逆变器行业集中度有望提高，光伏扶贫稳定推进。

公司 2011 年光伏逆变器业务的收入为 2700 万元，2016 年全年该项收入已经达到 3.85 亿元。光伏逆变器行业发展吸引了较多的新进入者，行业竞争激烈，光伏逆变器销售价格持续下降，从 2011 年的 1.0 元/瓦下降到 2016 年 0.2 元/瓦，光伏逆变器进入成本竞争时代。随着光伏上网标杆价的持续下调，行业的集中度将会得到提升，公司目前主要竞争对手是老牌光伏逆变器厂商阳光电源以及多领域布局的华为、特变电工。2013 年以来公司光伏逆变器装机量居于行业前三。公司具有同源技术带来的成本控制优势，同时已经与中广核、国电投等主要光伏业主合作，未来有望在光伏逆变器领域提高市场份额。

2016 年 6 月 5 日，公司与安徽省金寨县人民政府签订了《投资合作协议》，拟在金寨县内建设 300MW 光伏电站，分 3 年实施。2016 年上半年公司成功中标安徽利辛县、绩溪县、凤阳县，湖北红安县等重点光伏扶贫项目。公司 100MW 光伏电站预计年中并网。看好公司光伏逆变器产品受益于国家光伏扶贫的稳定推进。

■ **充电桩新能源汽车比例失衡，公司提前布局持续成长可期。**

截至 2016 年底，我国的充电桩保有量约 23 万个，车桩比接近 4: 1，理想的车桩比是 1: 1，车桩比失衡给充电桩带来发展机会。为满足 2020 年全国 500 万辆电动汽车充电需求，我们预计充电桩年复合增长率接近 50%。

充电桩行业门槛低，市场分散，但是真正掌握充电桩模块核心技术的企业少之又少。公司 2014 年已经开始充电桩产业布局，掌握了充电桩模块核心技术，公司新推出的新一代 15KW 高效充电模块效率高达 96.4%，在行业内处于领先水平。2016 年公司充电桩业务实现收入 7084.6 万元，预计公司 17 年充电桩收入将会翻倍。

■ **成立产业基金，外延收购值得期待。**

2016 年 2 月 1 日，公司使用自有资金 1 亿元参与发起设立深圳峰林一号新兴产业创业投资基金合伙企业，通过投资的方式间接培育新能源等新兴产业领域优质项目。UPS 产品行业龙头施耐德和伊顿两家公司都是通过多次外延并购才实现了数据中心基础设施领域产品的全覆盖，公司有望通过延续行业龙头的发展模式，完善产业链布局。

■ **盈利预测和投资评级。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.84 元、1.06 元、1.32 元，对应当前股价估值分别为 24.82 倍、19.73 倍、15.79 倍。我们看好：1) 数据中心产品进口替代，公司提高市场份额，凭借自身的成本管控优势净利润持续增加。2) 光伏行业集中度提高，公司凭借技术同源的优势提高市占率。3) 充电桩行业高速发展，公司提前布局，掌握核心技术，充电桩业务将会成为公司新的增长点。4) 成立产业基金积极推进公司外延式发展。维持“买

入”评级。

- **风险提示：**数据中心业务发展低于预期，新能源产业政策风险，海外市场拓展不及预期，公司外延拓展的不确定性，大盘系统性风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1750	2203	2695	3328
增长率(%)	15%	26%	22%	24%
净利润（百万元）	296	375	471	589
增长率(%)	27%	27%	26%	25%
摊薄每股收益（元）	0.66	0.84	1.06	1.32
ROE(%)	14.82%	15.78%	16.55%	17.12%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 内容目录

1、 UPS 产品起家，业绩持续稳定增长 .....	6
1.1、 立足 UPS 稳健发展，股权结构清晰 .....	6
1.2、 三大主营业务收入、毛利持续增长 .....	7
1.3、 主营业务技术同源，供应链优势明显 .....	9
2、 在线式、大功率 UPS 产品成为未来主流，公司转型一体化解决方案提供商 .....	10
2.1、 IDC 市场规模不断扩大，带动 UPS 市场需求上涨 .....	10
2.2、 在线式、大功率 UPS 需求持续上涨 .....	11
2.3、 大功率 UPS 进入进口替代的阶段 .....	13
2.4、 UPS 设备生产商转型一体化方案的提供商，产品远销海外 .....	13
3、 国家政策推动信息化建设，多领域应用 UPS .....	14
3.1、 信息化和工业化深度融合，依托大客户优势明显 .....	14
3.2、 轨道交通迎来发展机遇，UPS 后备电源需求旺盛 .....	14
3.3、 IT 解决方案市场快速成长，银行 UPS 应用广泛 .....	16
3.4、 4G 全覆盖、5G 深发展助力数据中心建设 .....	17
3.5、 军工信息化开支稳定增长，拓展军备承制领域 .....	18
4、 光伏逆变器进入成本竞争时代，行业集中度有望提高 .....	18
4.1、 光伏逆变器销售价格持续下降，行业竞争激烈 .....	19
4.2、 电价下调缓和，行业集中度有望提高 .....	20
4.3、 光伏扶贫稳定推进，光伏产品受到大客户青睐 .....	21
5、 提前布局充电桩产业，持续成长值得期待 .....	22
5.1、 新能源汽车持续高速增长，车桩比失衡将会改善 .....	22
5.2、 充电桩模块市场趋于集中化，公司有望成为此细分领域龙头 .....	23
6、 成立产业基金，外延并购带来新蓝海 .....	24
6.1、 成立产业基金培育新兴产业优质项目 .....	24
6.2、 有望延续龙头公司外延并购模式 .....	24
7、 投资评级及盈利预测 .....	25
8、 风险提示 .....	25

## 图表目录

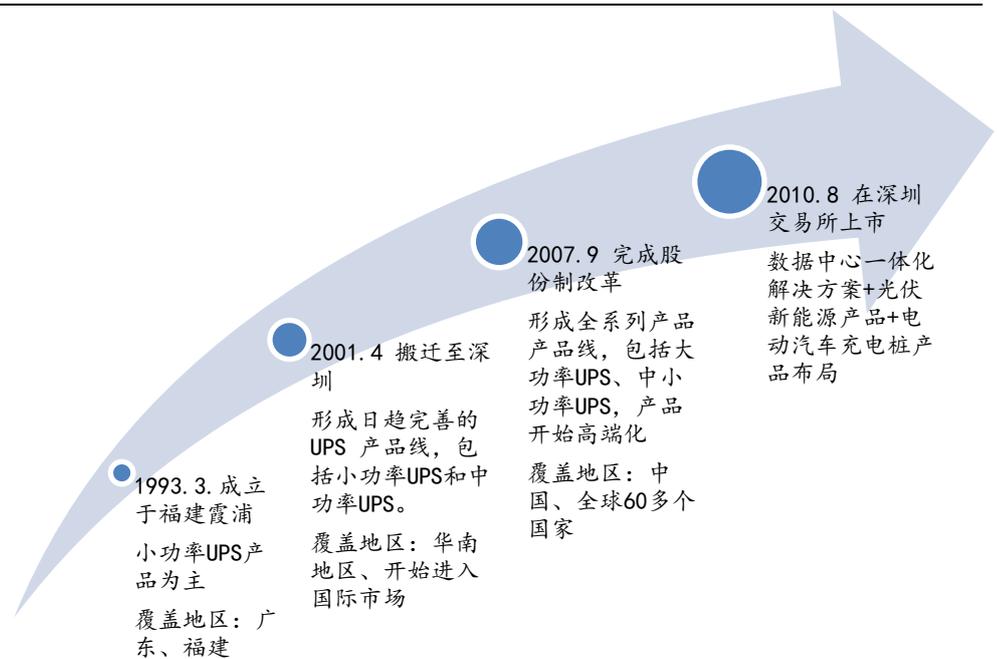
图 1: 公司成立发展路径.....	6
图 2: 公司股权结构.....	7
图 3: 营业收入及增长率.....	7
图 4: 归母净利润及增长率.....	7
图 5: 公司 2011-2016 年主营业务收入构成.....	8
图 6: 数据中心产品收入结构.....	8
图 7: 数据中心产品毛利率.....	9
图 8: 公司主营业务毛利率.....	9
图 9: 公司各季度销售毛利率.....	9
图 10: 中国 IDC 市场规模及增长率.....	10
图 11: 国内 UPS 销售额及增长率.....	11
图 12: 2014 年 UPS 市场结构.....	12
图 13: 2016 年上半年 UPS 市场结构.....	12
图 14: 中小型数据中心解决方案.....	13
图 15: 大型数据中心解决方案.....	13
图 16: 2012-2018 年全国城市轨道交通历年运营里程.....	15
图 17: 2012-2018 年全国城市轨道交通投资额及增速.....	15
图 18: 银行业 IT 投资规模及增长率.....	16
图 19: 银行业 IT 解决方案投资规模及增长率.....	16
图 20: 2017 年 UPS 平行市场结构预测.....	16
图 21: 3G/4G 用户及渗透率.....	17
图 22: 三大电信运营商 4G 基站数量.....	17
图 23: 各国军费占 GDP 比重.....	18
图 24: 各国军费占财政支出比重.....	18
图 25: 光伏累计装机量 (GW) 及增长率.....	19
图 26: 光伏新增装机量 (GW) 及增长率.....	19
图 27: 2011 年光伏逆变器市场格局.....	19
图 28: 2015 年光伏逆变器市场格局.....	19
图 29: 光伏逆变器价格.....	20
图 30: 科士达光伏逆变器业绩.....	20
图 31: 国家电网累计建成充电桩及增长率.....	23
表 1: 不同规模数据中心占比.....	12
表 2: UPS 应用领域.....	12
表 3: 数据中心在银行中的应用.....	17
表 4: 光伏上网标杆电价调整.....	21
表 5: 部分安徽光伏扶贫规划.....	21
表 6: 公司大客户企业定位.....	22
表 7: 峰林一号合伙人出资情况.....	24
表 8: 三大公司估值比较.....	25

# 1、UPS 产品起家，业绩持续稳定增长

## 1.1、立足 UPS 稳健发展，股权结构清晰

1993 年 7 月公司成立于福建霞浦，起步阶段公司主要生产小功率 UPS，业务覆盖福建、广东地区。随着公司经营规模的日益扩大，到 2001 年公司已是本土品牌中销售量最大的 UPS 制造商之一。2001 年 4 月公司总部搬迁到深圳，逐渐形成了日趋完善的 UPS 生产线并且开始将产品销往海外。到 2007 年公司完成了股份制改革，形成了全系列的 UPS 产品线，产品远销北美、欧洲、东南亚、中东、南美等 60 多个国家。2010 年公司在深圳交易所成功上市，目前公司已经完成了战略转型，围绕安全用电环境一体化解决方案和新能源系统解决方案的业务战略形成了以“数据中心一体化解决方案+光伏新能源产品+电动汽车充电桩产品”为核心的产品板块布局。

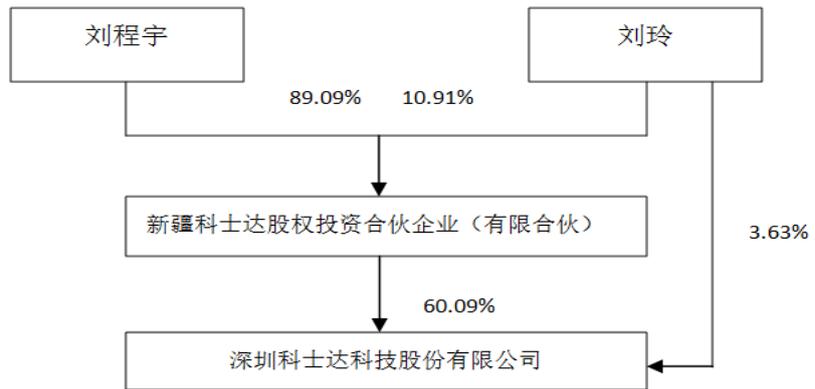
图 1：公司成立发展路径



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司股权结构清晰，自然人刘玲直接持股 3.63%，通过新疆科士达股权投资合伙企业间接持股 6.55%，合计持有公司股份 10.18%，刘程宇通过新疆科士达股权投资合伙企业持有公司 53.53%的股份，刘玲和刘程宇为夫妻关系，是一致行动人，合计持有公司 63.71%股份，共同为公司实际控制人。

图 2: 公司股权结构

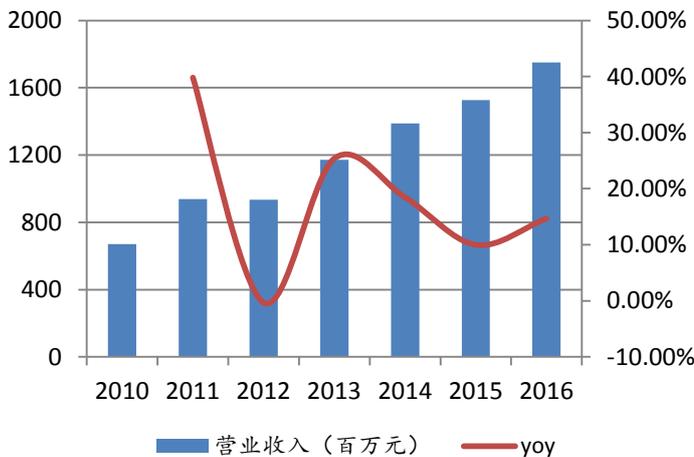


资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

## 1.2、三大主营业务收入、毛利持续增长

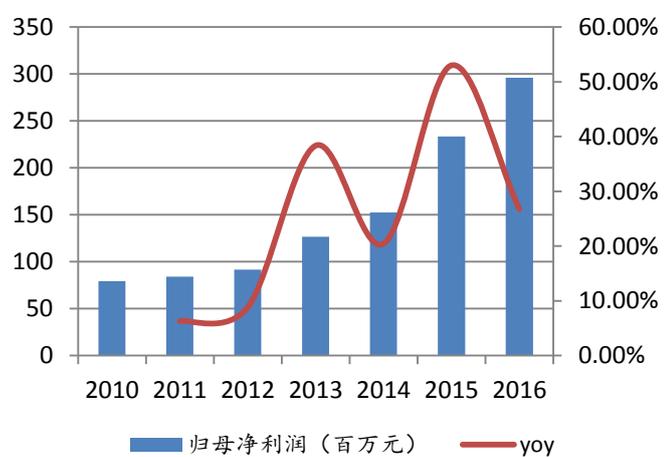
根据公司年报, 公司 2016 年实现营收 17.5 亿元, 同比增长 14.67%, 归属于母公司的净利润为 2.96 亿元, 同比增长 26.75%。公司上市以来业绩持续稳定增长, 营收复合增长率达到 17.34%, 归母净利润复合增长率为 24.58%。

图 3: 营业收入及增长率



资料来源: wind, 国海证券研究所

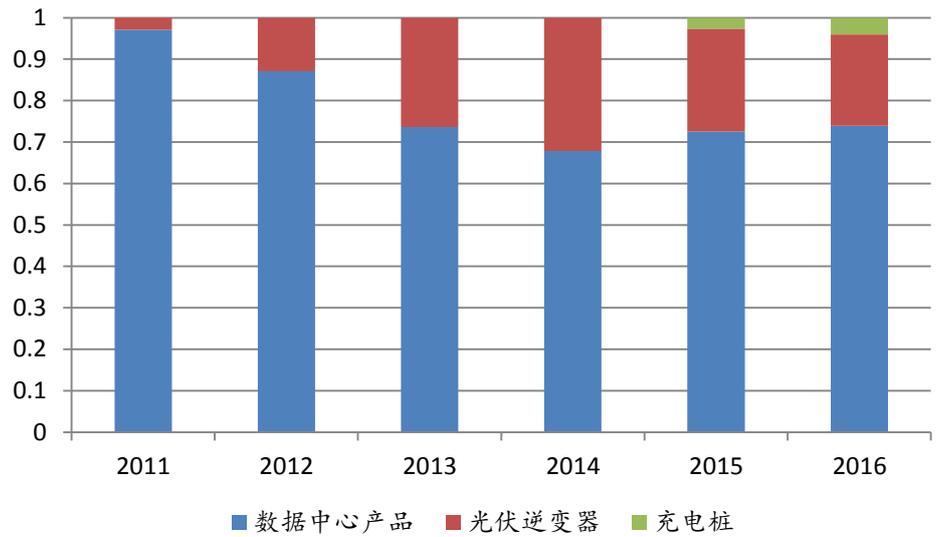
图 4: 归母净利润及增长率



资料来源: wind, 国海证券研究所

目前公司有以 UPS 为核心的数据中心产品、光伏逆变器、充电桩的三大主营业务, 2016 年数据中心产品营业收入 12.77 亿元, 占 2016 年收入的 73%, 是公司的主要收入来源。2011 年以前公司收入几乎全部来源于数据中心产品, 2011 年公司开始从事光伏逆变器业务, 光伏逆变器收入占比持续上升, 到 2015 年公司开始涉足充电桩, 形成了目前“数据中心一体化解决方案+光伏新能源产品+电动车充电桩产品”的业务格局。

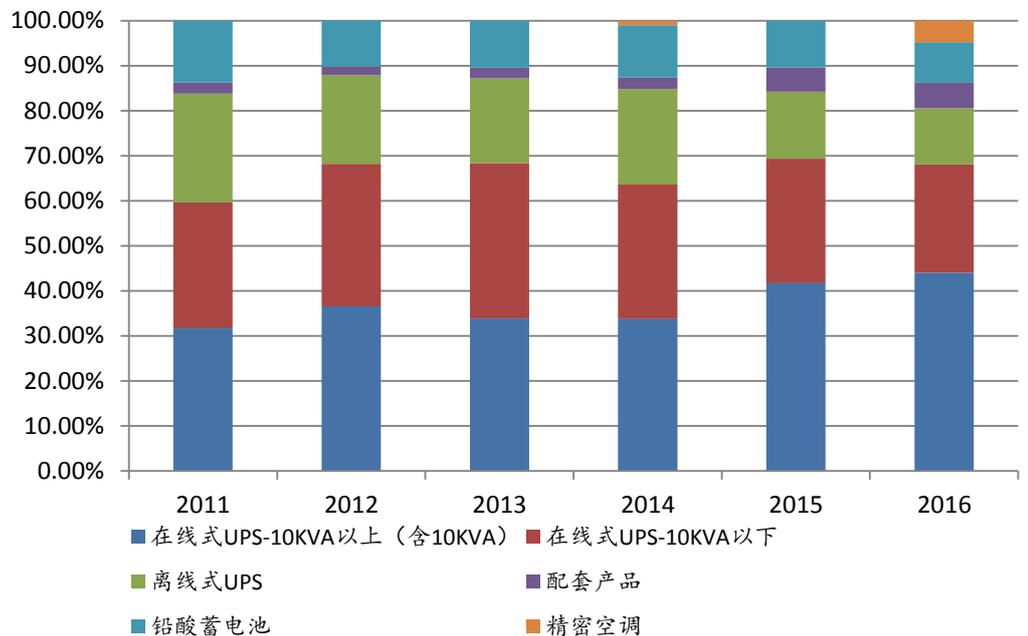
图 5: 公司 2011-2016 年主营业务收入构成



资料来源: wind,国海证券研究所

公司数据中心产品内部收入结构也发生了很大变化,2011 年以来,在线式 UPS 收入占比持续上升,2016 年 10KVA 以上的大功率 UPS 在公司数据中心产品收入占比已经超过 44%。

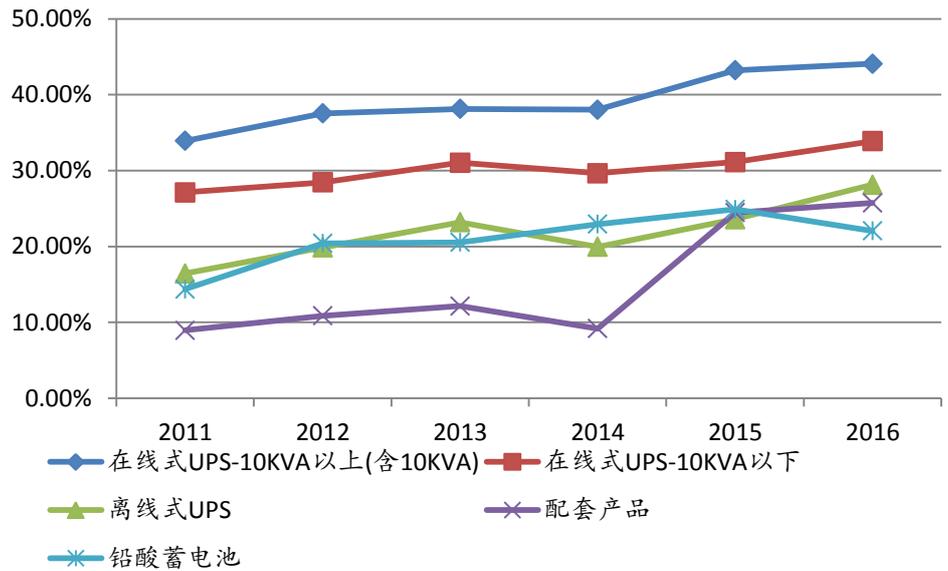
图 6: 数据中心产品收入结构



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

在线式、大功率的 UPS 产品相比于其他 UPS 产品毛利率更高, 毛利率的增长一方面来源于业务的结构调整, 一方面来源于成本控制带来各分项业务自身毛利率的提高。

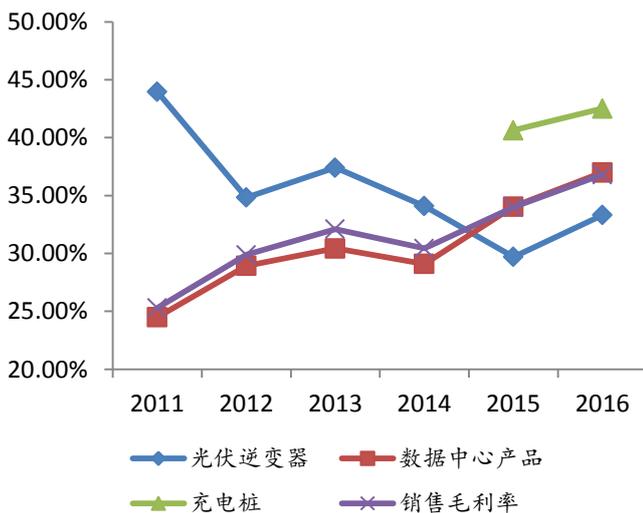
图 7: 数据中心产品毛利率



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

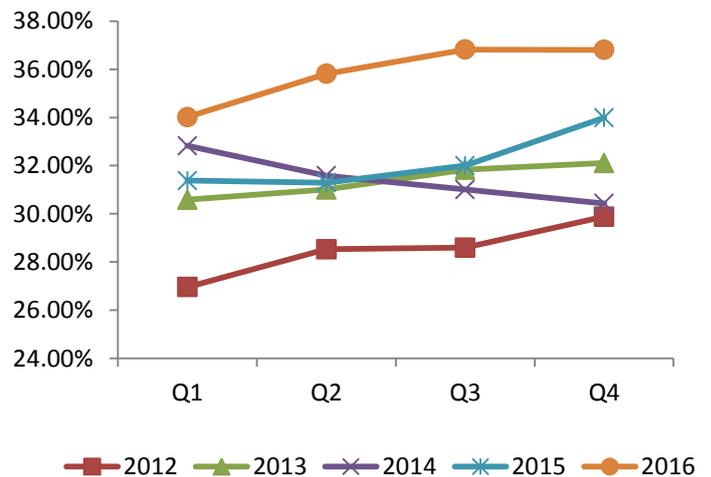
受益于产品结构的调整和合理的成本控制, 自 2011 年以来公司整体销售毛利率持续上升, 从 2011 年的 25.30% 上升至 2016 年的 36.81%, 数据中心产品毛利率持续稳定上升。充电桩的毛利率高达 42.51%, 公司各季度毛利率同比、环比都呈上涨趋势, 截至 2016 年末, 公司实现销售毛利率 36.81%, 接近近 5 年的最高值。预计高毛利的在线式、大功率 UPS 在公司收入占比将继续提高, 公司在成本控制方面表现优异, 整体销售毛利率将进一步提升。

图 8: 公司主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 9: 公司各季度销售毛利率



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

### 1.3、主营业务技术同源, 供应链优势明显

数据中心作为信息基础设施有六大关键设备: UPS、电池、配电、空调、机柜和

监控，这六个最基础的设备构成了整个数据中心，其中最核心的是 UPS，即不间断电源。UPS 是以逆变器为核心的恒压、恒频的储能设备，除了逆变器以外还包括蓄电池、整流器、和静电开关等多个元件。UPS 可以在外电中断时，通过逆变器可以转换出蓄电池的直流电能，以及同等频率等市电电压中的电流，然后传输到负载电路中，实现电力的正常供给，市电在正常运营时，通过 UPS 实现了蓄电池的充电。另外，可以通过过滤市电电压，再利用功率补偿的方法，给负载提供高效电能。

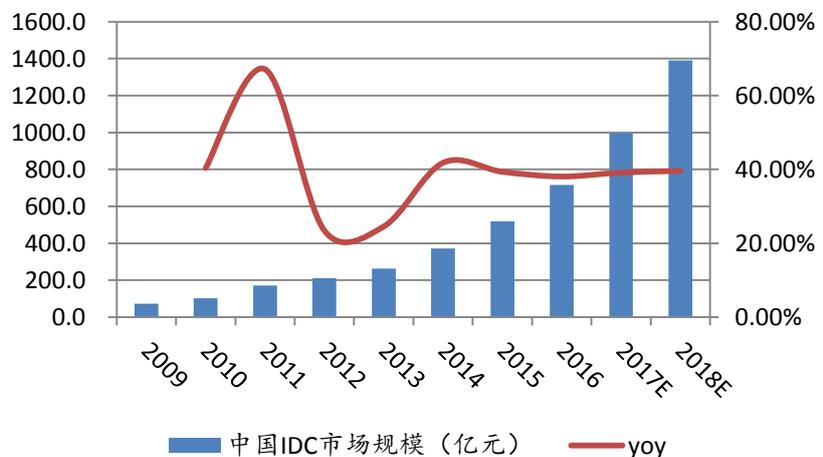
从工艺上来看，公司的光伏逆变器业务、充电桩产品和 UPS 属于同源技术，光伏逆变器通过逆变桥式回路则把升压后的直流电压等价地转换成常用频率的交流电压，逆变器能够时时监测太阳电池组件的输出，实现最大功率跟踪控制、自动运行和停机功能。公司在“2016 中国 IT 创新年会”上提到，相比于单纯，从事生产光伏逆变器的公司，公司具有供应链优势，在旺季公司可以集中产能生产光伏逆变器，到了光伏逆变器淡季的时候，公司可以把产能转出生产数据中心产品，相比于单纯生产光伏逆变器的企业，公司具有明显的成本控制能力和交付能力优势。

充电桩产品方面，公司完成了一体式直流快速充电桩 20kW~150KW 系列产品、一体式直流快速充电桩（小型化 30kW）产品、一体式直流快速充电桩（移动式 30kW）产品、壁挂式交流充电桩与立柱式交流充电桩产品开发。公司三项主营业务齐头并进，能够享受生产工艺、原材料共享带来的成本优势，能够实现产能的均衡分配以应对不同领域淡旺季的市场需求。

## 2、在线式、大功率 UPS 产品成为未来主流，公司转型一体化解决方案提供商

### 2.1、IDC 市场规模不断扩大，带动 UPS 市场需求上涨

图 10: 中国 IDC 市场规模及增长率

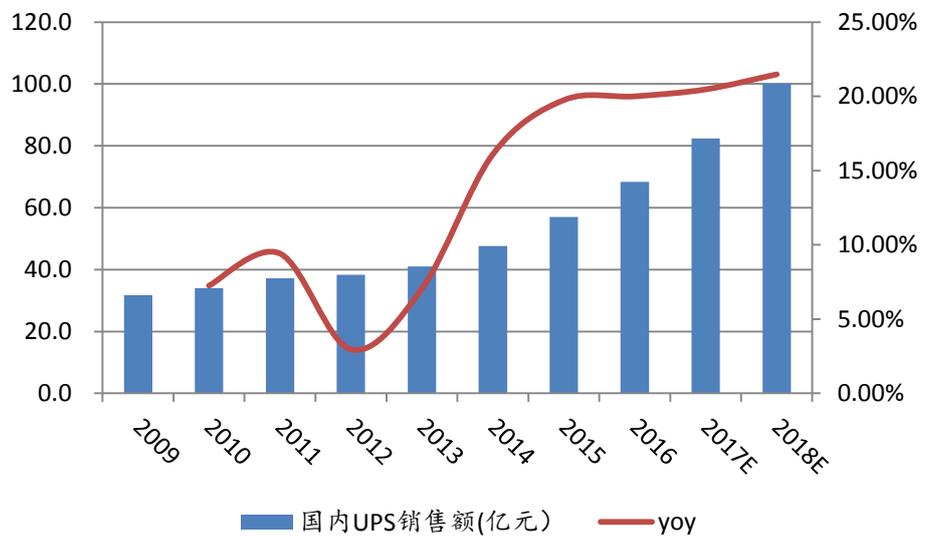


资料来源：中国 IDC 圈，国海证券研究所

根据广东省物联网协会发布的数据，2016 年我国互联网数据中心（IDC）产业同比增长近 40.4%，市场总规模预计达到 728.7 亿元人民币，近五年来规模翻了近 5 倍。截止到 2016 年 10 月底，我国已经发出 327 张跨地区的 IDC 业务经营许可证和 844 张省内 IDC 的经营许可证，极大地促进了 IDC 市场的繁荣。预计未来两年 IDC 市场增速将稳定在 35%以上，到 2018 年，中国 IDC 市场规模将达到约 1400 亿元。

早在 2008 年，由于 IDC 行业的不规范 IDC 牌照停止发放，2014 年政府加强政策引导、开放 IDC 牌照，同时移动互联网、视频、游戏等新兴行业发展迅速，推动 IDC 行业重返快车道。到 2014 年，政策导向已初步见效，宽带提速以及互联网行业的快速增长，促使 IDC 行业高速发展，整体市场增速稳定在 40%左右。IDC 市场的高速发展，带动了 UPS 的需求持续上涨。

图 11：国内 UPS 销售额及增长率



资料来源：赛迪顾问，国海证券研究所

## 2.2、在线式、大功率 UPS 需求持续上涨

目前国内 UPS 市场竞争激烈，UPS 业务年销售额超过 2 亿元国内企业有 5 家，1-2 亿元的企业有 5 家，5000-8000 万元的企业有 15-20 家，2500-5000 万的企业约有 274 家，500-2500 万的企业约有 1380 家。长期来看，行业的集中度逐渐提高，产品效率高、能够提供完整数据中心配套产品的大企业市场份额将会持续提高，产品效率低、结构单一的小企业将会被驱逐出这块市场。公司凭借自身的技术和品牌优势在竞争激烈的市场中获得了一席之地，目前公司单相机和三相机均突破 96% 的最高效率，继 20KVA/30KVA/40KVA 模块后，50KVA 模块也顺利开发完成，效率达到 96.5%。

在线式和离线式 UPS 本质上的区别是，离线式 UPS 在市电出现故障时，逆变器才会从等待状态切换到工作状态，将电池中的电能转换为交流电，这个过程需要 10ms。而在线式 UPS 运行后，逆变器持续工作，省去了转换的时间，实现真正的零故障。在轨交、军工等不允许出现故障的领域，在线式 UPS 更加适用。

现阶段我国数据中心市场虽然高速发展，但是在起步阶段仍然以中小型 UPS 为主。随着数据中心产品向下游对信息化要求高领域渗透，数据中心有望向规模化，集中化的趋势发展。更大规模的数据中心会催生对大功率、超大功率 UPS 产品的需求，大功率的 UPS 产品毛利更高，有利于提升公司业绩。

图 12: 2014 年 UPS 市场结构

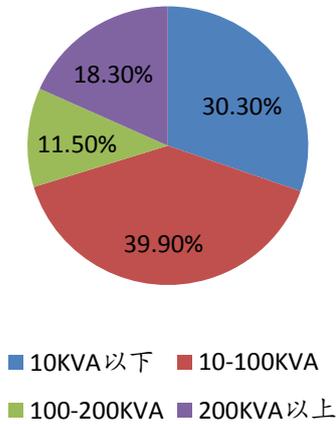
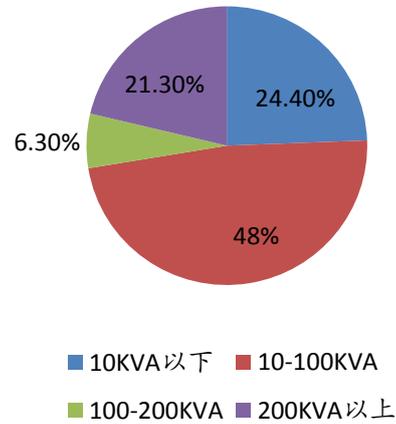


图 13: 2016 年上半年 UPS 市场结构



资料来源：赛迪顾问，国海证券研究所

资料来源：赛迪顾问，国海证券研究所

2016 年上半年 UPS 市场产品结构相比 2014 年发生了很大变化，10KVA 以下的小功率 UPS 销售额占比下降了 5.9 个百分点，10-100KVA 的大功率 UPS 产品市场份额提高了 8.1 个百分点。2014 年国内 UPS 销售额为 47.6 亿元，同比增长 15.8%，UPS 销量为 218.3 万台，同比下降 2.3%。2015 年 UPS 的销售额为 51.3 亿元，同比增长 7.8%，销售量为 204.5 万台，同比下降 6.3%。销售额的增长和销售量的下降也可以看出单价更高的大功率 UPS 需求正在上升。

表 1: 不同规模数据中心占比

数据中心规模	细分	数据中心面积划分	占比
小型数据中心	小型	<200 平方米	15.3%
中型数据中心	中型	200-500 平方米	25.6%
	中、大型	500-2000 平方米	29.8%
大型数据中心	大型	2000-10000 平方米	16.5%
	超大型	>10000 平方米	12.8%

资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

表 2: UPS 应用领域

分类方法	产品分类	应用范围
工作方式	离线式	网络节点、工作站、个人电脑、自动控制系统、门禁监控系统等。
	在线互动式	计算机、交通、银行、证券、通信、医疗、工业控制等行业。
	在线式	主要为金融、邮电、电信等领域提供信息网络保护，以及为大中型数据中心、关键设备提供稳定的电能环境。
功率大小	大功率 (P) ≥ 10KVA	互联网服务商、数据交换中心机房、网管系统/机房、计费中心、银行与债券结算中心、业务服务器群、工业

	过程控制应用、办公自动化、精密仪器设备等。
中小功率 (P) < 10KVA	主要为服务器、网络设备、数据中心、精密设备等网络数据提供安全保护。

资料来源：科士达招股说明书，国海证券研究所

### 2.3、大功率 UPS 进入进口替代的阶段

过去国内的数据中心产品市场被施耐德、艾默生、伊顿三大国际公司掌握，三家国外厂商的市场份额超过 50%，目前科士达 UPS 市场份额相对较低。数据中心产品已经慢慢渗透到了涉及国家信息安全的重要领域，随着以科士达为代表的国内品牌的成长，市场进入进口替代的过程。目前，国内品牌产品和服务的市场接受度在逐步提高，市场份额也在逐年增加，进口替代正加速进行。

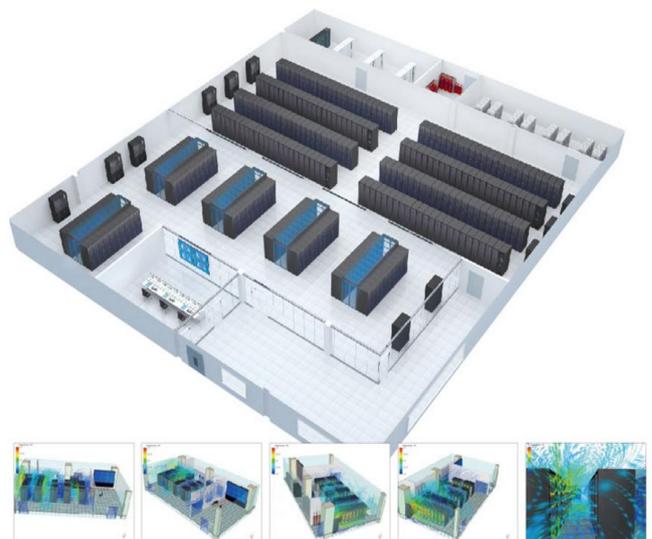
### 2.4、UPS 设备生产商转型一体化方案的提供商，产品远销海外

2003 年以来，一些著名的 UPS 制造商如美国 APC 公司、德国 Rittal 公司开始研发并推出机房一体化解决方案，美国艾默生公司则推出基于 UPS 技术的柔性网络能源解决方案。近年来市场对 UPS 的要求已经越来越高，不但要求 UPS 产品质量高，而且要求厂商能为用户提供电源系统的全方位解决方案及完善的售后服务保障。由于各个厂商所提供的零部件、产品设计及技术并不相同，集中监控和各类设备监控软件具有难以兼容的特性，再加上后续服务的考虑，用户往往倾向于在一个系统内采用同一厂商的产品。因此，具备完整产品线的 UPS 厂商在竞争中会更有优势，尤其在中大功率 UPS 产品方面这一特征更加明显。

图 14：中小型数据中心解决方案



图 15：大型数据中心解决方案



资料来源：科士达官网，国海证券研究所

资料来源：科士达官网，国海证券研究所

2015 年，公司充分发挥自身具有数据中心全线产品的技术优势推出 ITCube 一体化数据解决方案。UPS 厂商未来发展的趋势将会不再是单一的提供设备，而是提供一体化解决方案。一体化解决方案能够带动公司配电柜、蓄电池、精密空调等产品的销售。公司精密空调产品市场已全面铺开，成功中标工商银行、中国移动、中央政府机关、中国铁塔的集中采购项目。

2015 年全球模块化 UPS 市场规模约 14.3 亿美元，预计到 2020 年有望突破 25 亿美元，年复合增率将达到 12.7%。随着海外新兴经济体信息产业的迅速发展，海外数据中心产品需求日益增长。2016 年全年境外营业收入占比 33.14%。为提升市场服务能力和市场占有率，公司在欧洲、亚太、美洲、非洲等地区建设 12 个海外办事处，在南非设立全资子公司。看好公司在提高海外市场份额和收入的同时利用自主品牌替代以往代工的模式提高毛利率。

### 3、国家政策推动信息化建设，多领域应用 UPS

#### 3.1、信息化和工业化深度融合，依托大客户优势明显

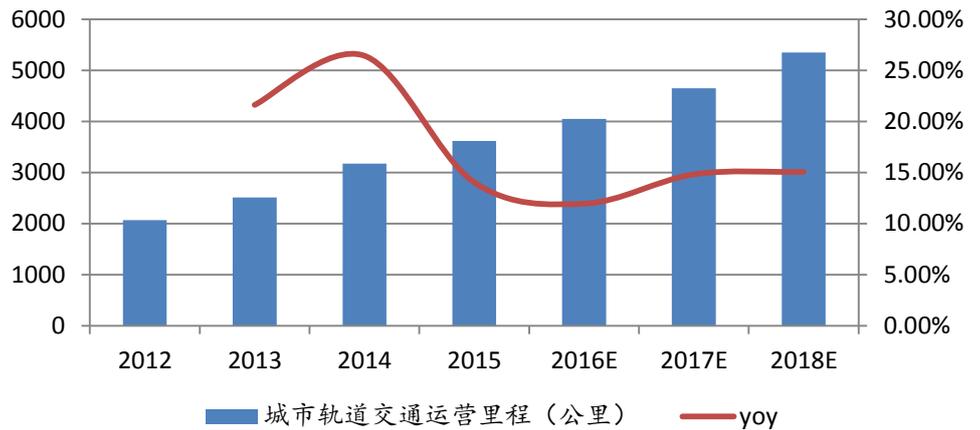
2016 年 7 月 27 日，国务院发布《国家信息化战略发展纲要》，明确地指出发展核心技术，做强信息产业的发展目标，提出了推进信息化和工业化深度融合、农业现代化、服务业网络化转型、教育信息化、智慧健康医疗服务、加快科研信息化的发展路径，在工业、农业、服务业、教育、医疗、科研、军队等多个领域提出全新的信息化要求。过去 UPS 主要应用于工业制造领域，信息化建设将拓宽 UPS 的应用范围，随着信息化广泛应用于金融、教育、农业、军工、新能源、电力等多个领域，以 UPS 为核心的数据中心产品市场需求将不断扩大。

2016 年，公司成功中标广西广电、云南广电的无线数字化覆盖工程项目，向其提供整体不间断电源的解决方案，树立了国家广电总局和财政部推动的整个中央广播电视节目无线数字化覆盖工程项目的标杆，并且成功入围工商银行、农业银行、中国银行、中国移动、中国联通、中央国家机关、中石油等大型客户的目标选型。公司将会依托大客户优势，受益于多个行业信息化建设。

#### 3.2、轨道交通迎来发展机遇，UPS 后备电源需求旺盛

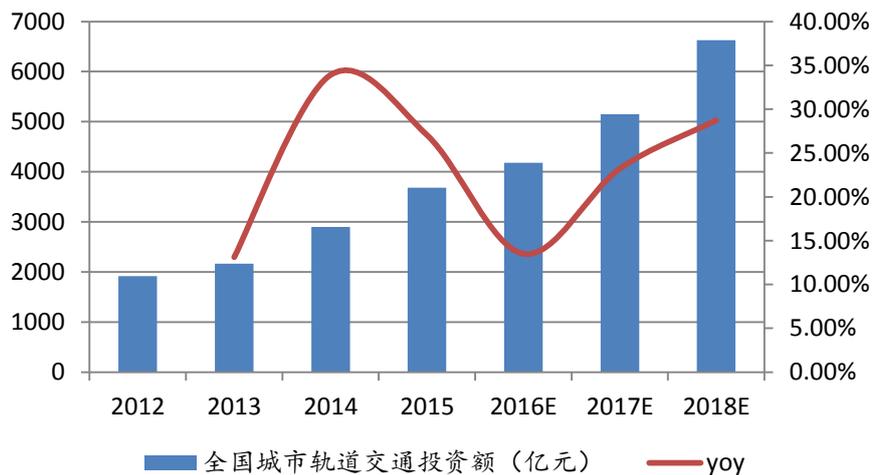
2016 年 3 月 28 日，国家发改委、交通运输部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，城市轨道交通方面重点推进 103 个项目，新建城市轨道交通 2000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。未来 3 年城市轨交新开工项目数分别为 51、33、19 个（2015 年新开工 23 个），新开工里程 1274、695、416 公里，涉及总投资 9098 亿、4804 亿、2576 亿元。截至 2015 年，全国共有 26 个城市开通城轨交通运营，运营线路总长度 3618 公里。

图 16: 2012-2018 年全国城市轨道交通历年运营里程



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

图 17: 2012-2018 年全国城市轨道交通投资额及增速



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

“十二五”期间，全国轨道交通建成 1900 公里，完成投资 1.1 万亿。2015 年，全国城轨交通完成投资 3683 亿元，同比增长 27%。2016-2018 年期间，全国城市轨道交通规划投资约 1.6 万亿元，投资额已超过“十二五”期间的轨道交通投资总量。全国 44 座城市已批复轨道交通线路总投资 2.4 万亿元，规划建设线路总长度 4705 公里，超过已运营线路总里程。预计未来三年轨道交通行业的增长明显，UPS 及后备电源行业存在较大的新增空间。

2014 年，公司成功入围宁波地铁、杭州地铁、深圳地铁等部分线路通信设备的采购招标项目。2015 年，公司抓住国内轨道交通的建设机遇，成功入围天津、长春、长沙、杭州、沈阳、广州、宁波等多个城市的地铁项目，在 UPS 电源子系统供应商中位居前三，并成功入围包大、包西、丹大等多条铁路数据中心项目采购。2016 年公司成功入围长沙、南昌、南宁、西安等多个城市的地铁项目及符夹、西成、渝黔等多条铁路项目采购。

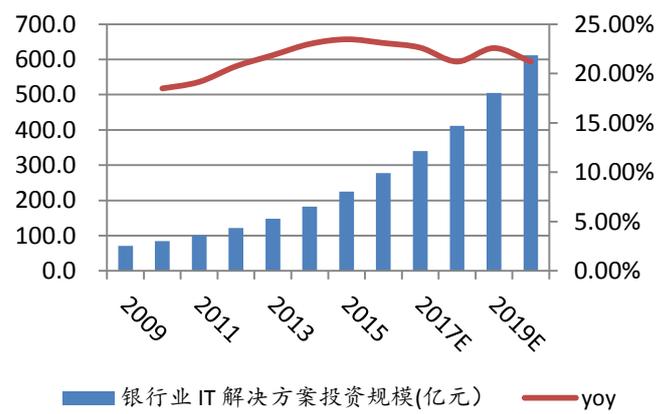
### 3.3、IT 解决方案市场快速成长，银行 UPS 应用广泛

2016 年 7 月 15 日，银监会印发《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见》，明确了我国“十三五”期间银行业信息化的发展规划。截至“十二五”末主要银行机构共建设 660 个数据中心或者中心机房，比“十二五”初期增长 36%。2015 年我国银行业 IT 投资额为 831.1 亿元人民币，同比增长 11.92%，其中硬件方面的投资占到投资总量的 54.7%，预计到 2020 年银行业 IT 投资规模将超过 1300 亿元。

图 18: 银行业 IT 投资规模及增长率



图 19: 银行业 IT 解决方案投资规模及增长率

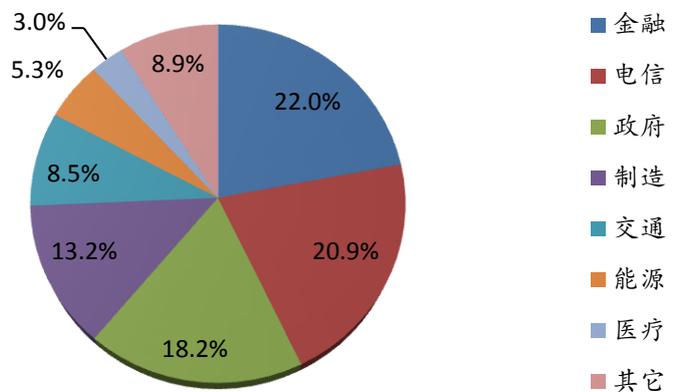


资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

2015 年中国银行业 IT 解决方案市场整体规模为 225.2 亿元，比 2014 年增长 23.5%，预计到 2020 年市场规模将达到 612.1 亿元，年复合增长率为 22.14%。根据 ICT research 做出的预测，金融行业在 UPS 平行结构市场中占比最高，超过 20%的 UPS 应用于金融行业，UPS 在金融行业中又主要应用于银行。

图 20: 2017 年 UPS 平行市场结构预测



资料来源：ICTresearch，国海证券研究所

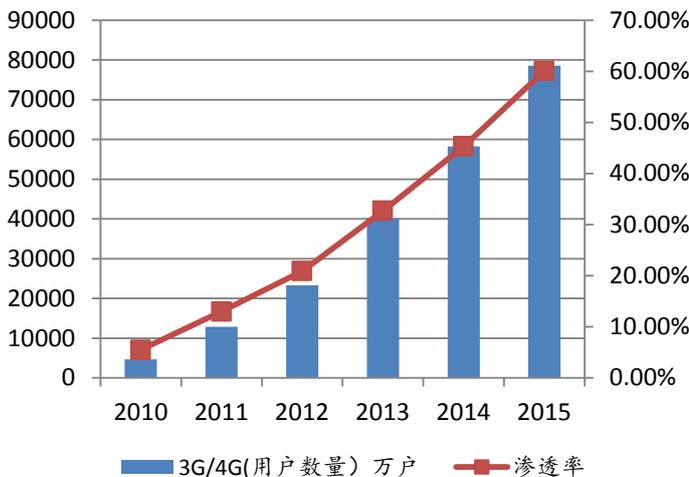
表 3: 数据中心在银行中的应用

数据中心规模	应用
小型数据中心	分行、地市级支行、营业网点等。
中型数据中心	城市商业银行、地方银行总部或者大型国有银行地区性数据中心。
大型数据中心	大型国有银行总部数据中心、灾备中心、后援中心。

资料来源: ICT research, 国海证券研究所

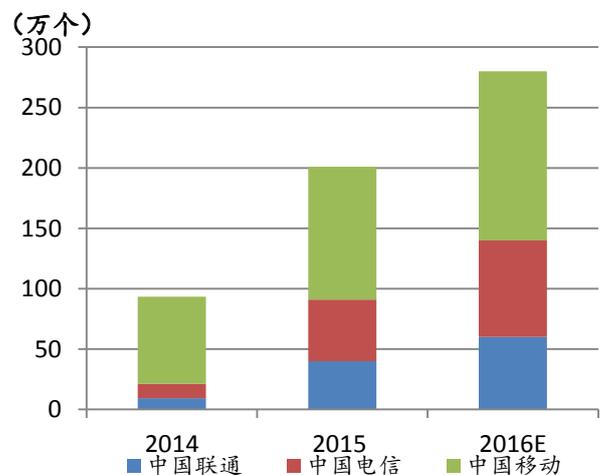
### 3.4、4G 全覆盖、5G 深发展助力数据中心建设

图 21: 3G/4G 用户及渗透率



资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

图 22: 三大电信运营商 4G 基站数量



资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

《国家信息化发展战略纲要》重点强调了继续大力支持通信网络建设。首先，移动宽带网络实现 4G 全覆盖、5G 深发展，到 2020 年在 5G 技术和标准上取得重大突破，2025 年建成国际领先的移动通信网络。其次，固定宽带网络，优化升级，扩大覆盖范围，到 2020 年我国的宽带普及率要达到中等发达国家水平，2025 年，固定宽带家庭普及率接近国际先进水平。

根据中国宽带发布的《中国宽带普及状况报告》，截至 2016 年第二季度，我国固定宽带家庭普及率达到 56.6%，移动宽带（主要指 3G 和 4G）用户普及率达到 63.8%。固定宽带普及率最高的浙江省已经达到 89.1%，而普及率最低的云南省仅为 32.0%。而美国、日本、俄罗斯的普及率分别为 87.4%、90.6%和 70.5%。

2016 年，基础电信企业加快了移动网络建设，新增移动通信基站 92.6 万个，总数达 559 万个。其中 4G 基站新增 86.1 万个，总数达到 263 万个，移动网络覆盖范围和服务能力继续提升。2016 年我国新增 4G 用户超过 3 亿，总数达到了 7.34 亿。预计 2018 年国际标准组织将会形成第一版的 5G 标准，在 4G/5G 网络建设和“宽带中国”的国家战略推动下，运营商对通信基础设施建设提速，大大激发了 IDC 机房的建设需求。

### 3.5、军工信息化开支稳定增长，拓展军备承制领域

2016年5月，中央军委颁发《军队建设发展“十三五”规划纲要》，强调到2020年信息化建设取得重大发展，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事化力量体系。近年来我国国防信息化建设投入不断加大，2014年中国国防信息化开支约为750亿元，2015年我国国防开支为8890亿元，其中国防信息化开支约为878亿元，占比9.87%。2017年中国财政拟安排国防支出10443.97亿元，同比增长7%。预计到2020年国防信息化支出占比将达到15%，支出费用将超过2000亿。

图 23: 各国军费占 GDP 比重

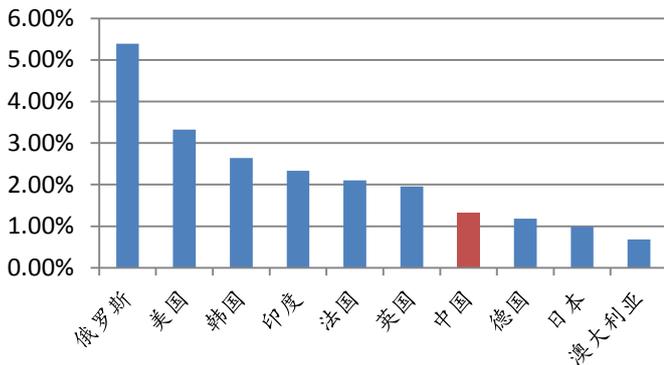
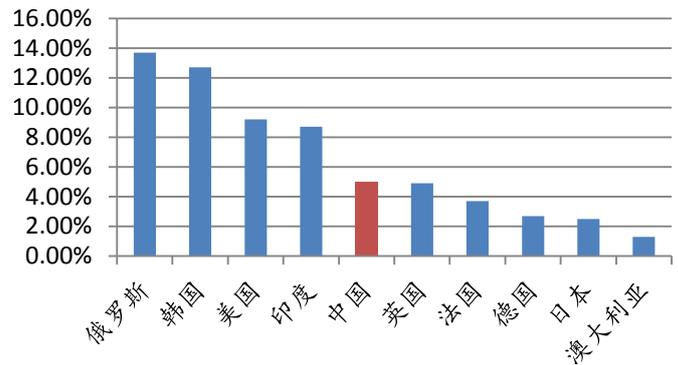


图 24: 各国军费占财政支出比重



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

军工信息化的投入增速将显著高于军费增长率，未来 5-10 年复合增速将可能达到 20% 左右。2017 年中国国防支出虽然增长 7%，但在 GDP 中的占比仅为 1.3%。而美国主张提高军费支出，北约也强调要把各个成员国的军费占 GDP 的比重提高到 2%。相比与其他国家，我国军费占 GDP、占财政支出的比例都处在一个相对较低的水平。

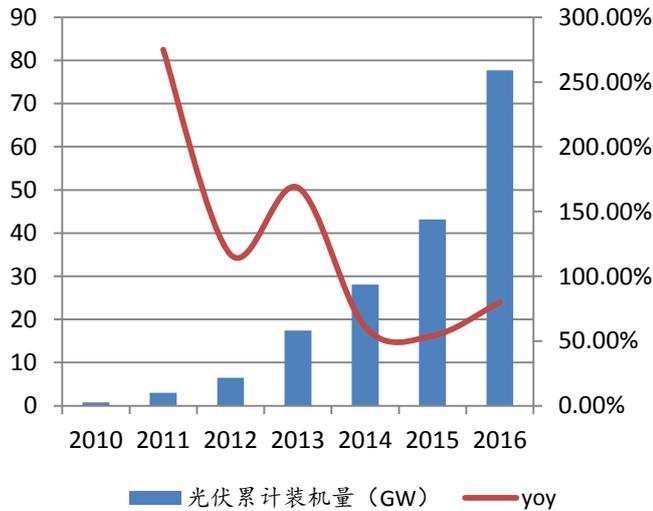
公司全资子公司深圳市科士达电气系统有限公司被批准成为三级军工保密资格单位，公司已于 2015 年取得《武器装备科研生产保密资格认证》和《国军质量体系认证》。在军民融合、鼓励民参军的背景下，公司有望凭借自身的质量优势进入到军工 UPS 的供应链体系，看好公司未来受益于军队信息化建设的高速发展。

## 4、光伏逆变器进入成本竞争时代，行业集中度有望提高

根据工信部 2017 年 3 月 2 日发布的《2016 年我国光伏产业运行情况》报告，2016 年，我国光伏产业总产值达到 3360 亿元，同比增长 27%，整体运行状况良好。光伏新增并网装机量达到 34.5GW，同比增长 127%。国家能源局 2016 年 11 月 7 日发布的《电力发展“十三五”规划》明确了太阳能发电的发展目标，到 2020 年我国的太阳能发电装机量目标达到 1.1 亿千瓦以上，其中光伏发电装

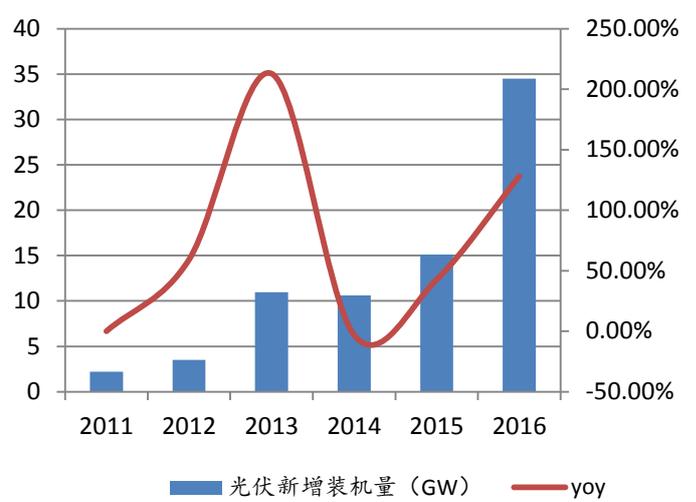
机量达到 1.05 亿千瓦以上。

图 25: 光伏累计装机量 (GW) 及增长率



资料来源: 国家能源局, 国海证券研究所

图 26: 光伏新增装机量 (GW) 及增长率

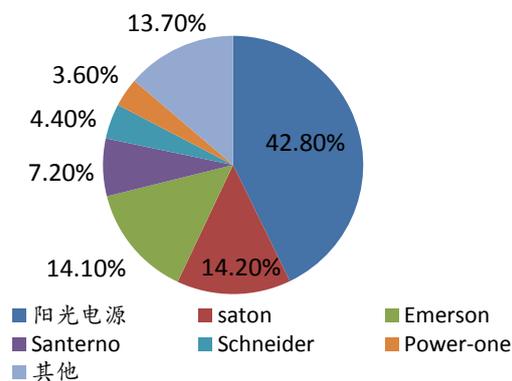


资料来源: 国家能源局, 国海证券研究所

### 4.1、光伏逆变器销售价格持续下降，行业竞争激烈

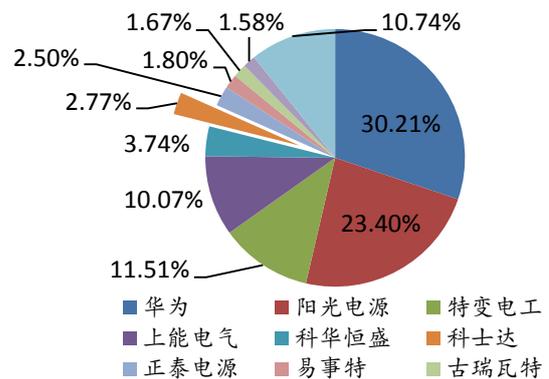
2011 年以前，光伏逆变器领域在国内市场需求尚未启动时，其竞争格局较为温和，主要是国外厂商以及内资厂商阳光电源，行业集中度高，行业前五名企业合计占 82.7% 的市场份额。2011-2015 年，伴随着国内市场需求放量，行业站在了风口进入快速发展期，期间吸引了数量较多的新进入者，行业竞争激烈，光伏逆变器销售价格持续下降，从 2011 年的 1.0 元/瓦下降到 2016 年 0.2 元/瓦，行业进入成本竞争时代。

图 27: 2011 年光伏逆变器市场格局



资料来源: 阳光电源招股说明书, 国海证券研究所

图 28: 2015 年光伏逆变器市场格局

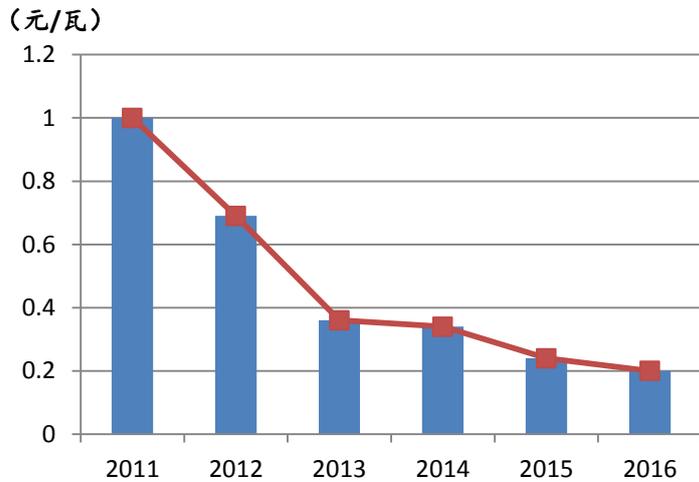


资料来源: 中投顾问产业研究中心, 国海证券研究所

新进入者中最典型的的就是有着同源技术优势的 UPS 厂商，2011 年科士达光伏逆变器收入 2700 万元，毛利 1189 万元，2016 年该项业务收入达到 3.85 亿元，毛利 1.29 亿元。在光伏逆变器价格持续下降的趋势下，科士达凭借自身的成本控制能力把光伏逆变器产品的毛利率一直维持在一个较高的水平，2016 年光伏

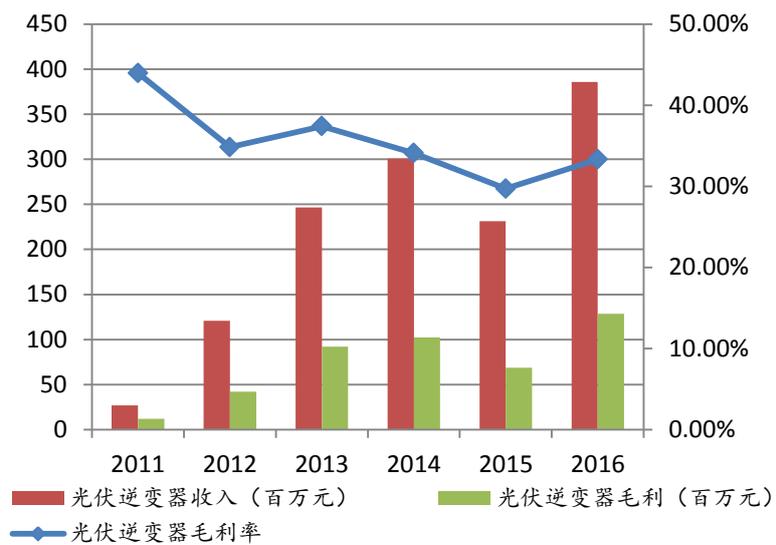
逆变器产品毛利率达到 33.31%。

图 29: 光伏逆变器价格



资料来源: 阳光电源公告, 国海证券研究所

图 30: 科士达光伏逆变器业绩



资料来源: wind, 国海证券研究所

## 4.2、 电价下调缓和, 行业集中度有望提高

受“630”电价下调的影响, 2016 年出现了抢装潮。根据 2016 年 12 月 26 日发布的《国家发改委关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》, 自 2017 年 1 月 1 日起, 一至三类资源区新建光伏电站的标杆上网电价分别调整为每千万时 0.65 元、0.75 元、0.85 元, 相比之前的意见征求意见稿中提及的价格为分别提升了 0.10 元, 电价下调放缓。通知中明确提出今后光伏标杆电价根据成本变化情况每年调整一次。2017 年以前备案并纳入以前年份财政规模管理的光伏发电项目, 但于 2017 年 6 月 30 日以前仍未投运的, 执行 2017 年标杆上网价。

表 4: 光伏上网标杆电价调整

	现行电价	征求意见稿	下调幅度	最终版	最终下调幅度
I 类区域	0.80	0.55	31.25%	0.65	18.75%
II 类区域	0.88	0.65	26.14%	0.75	14.77%
III 类区域	0.90	0.75	16.67%	0.85	13.27%

资料来源: 发改委, 国海证券研究所

短期来看, 2017 年下半年的电价下调又将给行业带来一波抢装潮。长期来看, 过快的下调电价会打乱行业发展的节奏, 放缓电价的下调有利于维持行业稳定发展, 最终真正实现平价上网。随着光伏上网标杆价的持续下调, 行业的集中度将会得到提升, 成本控制能力差的中小企业会退出竞争。公司凭借同源技术带来的成本控制优势有望在光伏逆变器领域提高市场份额。

### 4.3、光伏扶贫稳定推进, 光伏产品受到大客户青睐

2016 年 6 月, 国家能源局下发 2016 年光伏新增装机目标时, 就首次提出了光伏扶贫项目计划, 并要求在未来 4 年, 光伏电站扶贫项目的总量要到 10GW。2016 年 10 月 17 日, 国家能源局、国务院扶贫办两部委联合下发了首批光伏扶贫项目的通知, 项目总规模 5.16GW, 其中村级光伏电站(含户用)共计 2.18GW, 集中式地面电站共计 2.98GW。

安徽省光伏扶贫走在全国前列, 早在 2015 年就提出了光伏扶贫目标, 2015 到 2020 年, 用 6 年时间在 31 个重点县建设光伏电站 96 万千瓦, 实现受益贫困户家庭年均增收 3000 元左右, 受益贫困村集体年均增收 6 万元左右。计划在 31 个重点县选择 1000 个贫困村, 每个村建设 1 座 60 千瓦的村级光伏电站, 共计 6 万千瓦, 选择 30 万户贫困户, 每户建设 1 个 3 千瓦的户用光伏电站, 共计 90 万千瓦。

表 5: 部分安徽光伏扶贫规划

地区	规划
安徽铜陵市	2016—2018 年光伏扶贫工程总体目标是为 65 个贫困村、10000 户贫困户建设光伏电站, 总建设规模 3.53 万千瓦。
安徽金寨县	建设 20 万千瓦集中式光伏扶贫电站和 1.5 万千瓦分布式(联户型)光伏扶贫电站以及 218 个村级光伏电站扩容。
安徽宣城	到 2016 年底, 用 1 年时间力争建成 113 个户均 3 千瓦的光伏电站、45 个 60 千瓦的村级光伏电站, 总装机规模达 3039 千瓦。
安徽舒城县	用三年时间建设光伏电站 140.4MW, 总投资额 10 亿元。
安徽霍邱县	2016 年, 为 2450 户贫困户建设光伏电站, 总投资额 3750 万元。
安徽临泉县	2017 年建设村级电站 63MW, 户级电站 35MW。

资料来源: 安徽能源局, 国海证券研究所

2015 年, 公司光伏逆变器产品成功中标国家光伏扶贫工程首批试点项目安徽金寨光伏扶贫项目。2016 年上半年, 公司凭借产品、技术支持、售后服务综合领先优势成功中标安徽利辛县、绩溪县、凤阳县, 湖北红安县等重点扶贫项目, 成为光伏扶贫项目的主力供应商。公司在手 300MW 光伏扶贫项目, 其中 100MW 光

光伏电站预计年中并网，预计可为公司带来 3000 万左右净利润。在安徽省以及其他地区光伏扶贫持续推进的过程中，公司有望受益。

2016 年上半年公司光伏逆变器产品继续入围中广核、华电、中电投、中节能、中兴能源等重大项目，受到大客户的青睐。这些客户是有资金优势、对产品质量要求高的大企业，入围大企业重大项目是对公司光伏逆变器产品质量的肯定，在光伏行业集中度提高的趋势下累积行业优势。

**表 6: 公司大客户企业定位**

简称	全称	企业定位
中广核	中广核集团	是中国唯一以核电为主业、由国务院国有资产监督管理委员会监管的中央企业
华电	中国华电集团公司	国资委监管的特大型中央企业，国家电力体制改革组建的五家国有独资发电企业集团之一
中电投	中国电力投资集团公司	是集电力、煤炭、铝业、铁路、港口各产业于一体的综合性能源集团，是国家五大发电集团之一
中节能	中国节能环保集团公司	中国节能是唯一一家以节能减排、环境保护为主业的中央企业
中兴能源	中兴能源有限公司	中兴通讯股份有限公司旗下以发展清洁能源及规模农业为主的企业

资料来源：国海证券研究所

## 5、提前布局充电桩产业，持续成长值得期待

### 5.1、新能源汽车持续高速增长，车桩比失衡将会改善

2016 年新能源汽车生产 51.7 万辆，销售 50.7 万辆，尽管受到 2016 年上半年“骗补”风波的影响，产量和销量增长仍然超过 50%。2016 年 12 月 29 日，工信部公布了第五批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，在“骗补”事件发生 8 个月 after，第一次推出推荐目录。新的补贴政策抢在 2016 年底发布，超出预期，并且取消了 2018 年 20% 的补贴退坡，体现了政策对于新能源汽车行业呵护。2017 年 1 月 23 日，工信部公布了 2017 年第一批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，3 月 1 日推出了第二批目录，4 月 1 日又推出了第三批目录，推荐目录在“骗补”风波之后又回归了一月一批的常态。预计 2017 年新能源汽车销售量 70-75 万辆，预计同比增长超过 35%。到 2020 年，我国的新能源汽车产销量预计将达到 200 万辆。

2017 年 1 月 14 日，能源局局长郑栅洁在电动百人大会上提到，2016 年全国的公共充电桩比例从年初的不到 5 万个增长到年底的 15 万个，其中私人充电桩的安装比例超过 80%。截至 2016 年底，我国的充电桩保有量约 23 万个，其中公共充电桩 15 万个，专用充电桩 8 万个。新能源车保有量接近 100 万辆，车桩比接近 4: 1，而理想的车桩比为 1: 1。2017 年将力争新增充电桩 80 万个，其中专用桩 70 万个，公共桩 10 万个。2017 年国家电网将新建充电桩 2.9 万个，相比于去年的 2.2 万个有很大提升，预计到 2020 年将累计建成电动充电桩 12 万

个。从预计的 2017 年新能源汽车和充电桩增量来看，车桩比失衡的局面将会得到改善。

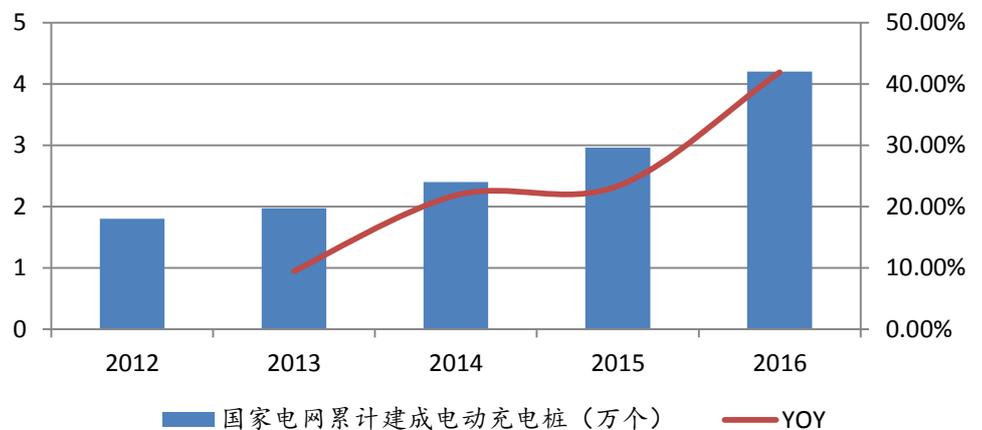
## 5.2、充电桩模块市场趋于集中化，公司有望成为此细分领域龙头

充电桩的模块核心原理是将工频交流电转换为高压直流电，核心的元件为高频开关整流器，即整流模块。充电桩的制造环节行业结构分散，产品质量参差不齐。许多中小型企业不具备独立生产整流模块的能力，仍然需要外购充电桩模块。目前，市场主流的直流快充充电桩的整流模块功率为 15kW，大约占市场用量的 90%。充电桩生产企业超过 300 家，满足国家电网招标资质并且参与招标的企业超过 170 家，市场竞争激烈。由于行业门槛低，市场较为分散，预计竞争将会加剧，盈利空间将会被压缩，大企业得益于规模化效应仍能维持较高的毛利，那些不具备核心技术的中小企业企业预计将会被驱逐出这块市场，行业优胜劣汰将会加速。

公司在 2014 年已经开始布局电动汽车充电桩产业并且于 2015 上半年与华住酒店管理有限公司签署《战略合作协议》，在华住酒店旗下各品牌酒店停车场或停车位进行智能化改造、构建充电桩网络。公司新推出的新一代 15KW 高效充电模块效率高达 96.4%，在行业内处于领先水平。2016 年公司充电桩毛利率高达 42.51%，看好公司在行业逐渐向龙头集中的过程中，凭借自身的技术优势保持较好的盈利水平。

公司新开发的小体积充电桩系统，是行业内在同一功率下体积最小的充电桩系统，下一代的交流桩和分体桩也进入了国网测试阶段。2016 年国网充电桩累计招标金额达 14 亿元，2017 年全年预计投资资金 45 亿元，公司很有可能凭借技术优势进入国家电网供应体系。

图 31：国家电网累计建成充电桩及增长率



资料来源：国家电网，国海证券研究所

2015 年，公司充电桩产品收到订单约 1 亿元。2016 年公司充电桩业务实现收入

7084.6 万元, 预计公司 17 年充电桩收入将会翻倍。在新能源汽车行业高速发展, 车桩比失衡的背景下, 公司将会享受行业发展带来的红利, 充电桩业务将会成为公司新的增长点。

## 6、成立产业基金, 外延并购带来新蓝海

### 6.1、成立产业基金培育新兴产业优质项目

2016 年 2 月 1 日, 公司使用自有资金 1 亿元参与发起设立深圳峰林一号新兴产业创业投资基金合伙企业, 通过投资的方式间接培育新能源等新兴产业领域优质项目。2016 年 9 月 14 日, 峰林一号基金完成了工商登记手续, 峰林一号基金规模为人民币 1.91 亿元。

表 7: 峰林一号合伙人出资情况

合伙人名称	合伙人类别	认缴出资额 (万元)	出资比例
深圳峰林创业投资有限公司	普通合伙人	100	0.52%
深圳科士达科技股份有限公司	有限合伙人	10000	52.36%
深圳江浩电子有限公司	有限合伙人	3000	15.71%
深圳市中广瀛基金管理有限公司	有限合伙人	3000	15.71%
亿和精密金属制品(深圳)有限公司	有限合伙人	3000	15.71%
合计	---	19100	100.00%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

公司通过参与设立产业投资基金, 一方面可提高自有资金使用效率, 获得相应的投资收益; 另一方面, 峰林投资的主要投资领域涵盖新能源等新兴领域, 公司可通过投资间接培育优质项目, 拓宽投资渠道, 提高公司新项目的开发和投资能力, 加快公司新能源产业布局和外延发展的步伐, 符合公司长远发展目标。

### 6.2、有望延续龙头公司外延并购模式

目前超过 50% 的 UPS 市场被施耐德、艾默生、伊顿等国际龙头企业占据, 其中艾默生通过子公司艾默生网络能源有限公司经营 UPS 业务。凭借母公司强大的技术、资金支持, 艾默生网络能源有限公司拥有业界最完整的网络能源产品线、业界领先的网络能源技术、研发、产品制造及服务平台。施耐德收购了 APC, 伊顿收购了爱克赛和飞瑞集团才实现了数据中心基础设施领域产品的全覆盖, 确认了行业龙头的地位。

在数据中心产品向规模化、集中化发展, 光伏行业向龙头集中, 充电桩高速发展的时代背景下, 公司有望通过外延并购的方式合并一些中小企业, 凭借自身同源技术的优势将落后产能转化为优质产能, 看好公司扩大在大功率 UPS 和光伏逆变器领域的影响力。

## 7、投资评级及盈利预测

上市公司中，公司业务构成与科华恒盛和易事特最为接近，科华恒盛的业务主要集中在数据中心产品领域，易事特已经涉足的新能源工程领域。三大上市公司，科士达估值明显低于其他两家上市公司，安全边际明显，长期投资价值显现。

表 8: 三大公司估值比较

公司	2016 年营业收入 (亿元)	2016 年归属于母公司的净利润 (亿元)	当前市值 (亿元)	2017PE
科士达	17.50	2.96	86.75	24.82
科华恒盛	17.70	1.69	95.43	28.47
易事特	52.45	4.72	291	58.58

资料来源: wind,国海证券研究所 (科华恒盛、易事特 2017PE 数据来自于 wind 一致预期)

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.84 元、1.06 元、1.32 元，对应当前股价估值分别为 24.82 倍、19.73 倍、15.79 倍。我们看好: 1) 数据中心产品行业集中度有望提高，公司凭借自身的成本管控优势净利润持续增加。2) 光伏行业集中度提高，公司凭借技术同源的优势提高市占率。3) 充电桩行业高速发展，公司提前布局，充电桩业务将会成为公司新的增长点。4) 成立产业基金积极推进公司外延式发展。维持“买入”评级。

## 8、风险提示

- 1) 数据中心业务发展低于预期
- 2) 新能源产业政策风险
- 3) 海外市场拓展不及预期
- 4) 公司外延拓展的不确定性
- 5) 大盘系统性风险

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	1750	2203	2695	3328
增长率 (%)	15%	26%	22%	24%
净利润 (百万元)	296	375	471	589
增长率 (%)	27%	27%	26%	25%
摊薄每股收益 (元)	0.66	0.84	1.06	1.32
ROE (%)	14.82%	15.78%	16.55%	17.12%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 9: 科士达盈利预测表

证券代码:	002518.SZ				股价:	20.87	投资评级:	买入		日期:	2017/04/07
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	15%	16%	17%	17%	EPS		0.66	0.84	1.06	1.32	
毛利率	37%	36%	36%	37%	BVPS		4.42	5.26	6.30	7.61	
期间费率	18%	18%	18%	18%	<b>估值</b>						
销售净利率	17%	17%	17%	18%	P/E		31.41	24.82	19.73	15.79	
<b>成长能力</b>					P/B		4.72	3.97	3.31	2.74	
收入增长率	15%	26%	22%	24%	P/S		5.31	4.22	3.45	2.79	
利润增长率	27%	27%	26%	25%	<b>利润表 (百万元)</b>						
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.62	0.67	0.68	0.71	营业收入	1750	2203	2695	3328		
应收账款周转率	2.10	2.53	2.31	2.47	营业成本	1106	1419	1716	2105		
存货周转率	3.34	3.83	3.84	3.84	营业税金及附加	25	31	38	47		
<b>偿债能力</b>					销售费用	179	209	256	316		
资产负债率	29%	28%	28%	27%	管理费用	132	161	197	243		
流动比	3.22	3.49	3.49	3.73	财务费用	(15)	(3)	(5)	(7)		
速动比	2.73	2.99	3.02	3.23	其他费用/(-收入)	(14)	8	8	8		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>310</b>	<b>394</b>	<b>501</b>	<b>632</b>		
现金及现金等价物	433	715	884	1146	营业外净收支	25	30	32	34		
应收款项	835	870	1166	1350	<b>利润总额</b>	<b>335</b>	<b>424</b>	<b>533</b>	<b>666</b>		
存货净额	332	379	457	560	所得税费用	35	44	55	69		
其他流动资产	566	713	872	1077	<b>净利润</b>	<b>300</b>	<b>380</b>	<b>478</b>	<b>597</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>2166</b>	<b>2676</b>	<b>3379</b>	<b>4133</b>	少数股东损益	4	5	7	9		
固定资产	427	384	346	311	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>296</b>	<b>375</b>	<b>471</b>	<b>589</b>		
在建工程	0	4	6	9	<b>现金流量表 (百万元)</b>						
无形资产及其他	45	45	53	60	<b>经营活动现金流</b>	<b>118</b>	<b>299</b>	<b>195</b>	<b>293</b>		
长期股权投资	5	5	5	5	净利润	300	380	478	597		
<b>资产总计</b>	<b>2822</b>	<b>3293</b>	<b>3967</b>	<b>4697</b>	少数股东权益	4	5	7	9		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	36	47	43	40		
应付款项	511	590	774	890	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	62	77	95	117	营运资金变动	(222)	(324)	(734)	(631)		
其他流动负债	100	100	100	100	<b>投资活动现金流</b>	<b>74</b>	<b>39</b>	<b>36</b>	<b>32</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>672</b>	<b>768</b>	<b>968</b>	<b>1107</b>	资本支出	(4)	39	36	32		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	153	153	153	153	其他	77	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>153</b>	<b>153</b>	<b>153</b>	<b>153</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>89</b>	<b>(4)</b>	<b>(5)</b>	<b>(6)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>825</b>	<b>921</b>	<b>1121</b>	<b>1260</b>	债务融资	0	0	0	0		
股本	445	445	445	445	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	1997	2373	2846	3437	其它	89	(4)	(5)	(6)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2822</b>	<b>3293</b>	<b>3967</b>	<b>4697</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>282</b>	<b>334</b>	<b>226</b>	<b>318</b>		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【电力设备新能源组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

傅鸿浩，中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015 年进入国海证券，从事电力设备及新能源行业及上市公司研究。

边文姣，北京大学金融学硕士、厦门大学工学学士学位，2016 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。