

强烈推荐-A (维持)

科士达 002518.SZ

目标估值: 17.5-18.5 元

当前股价: 13.43 元

2017 年 05 月 01 日

收入符合预期, 销售与研发扩张导致费用大幅增长

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	57892
已上市流通股(万股)	55251
总市值(亿元)	78
流通市值(亿元)	74
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	14.7
资产负债率	28.6%
主要股东	新疆科士达股权投资
主要股东持股比例	60.1%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《科士达(002518): 企业经营稳健, 新能源业务发展迅猛》2017-03-28
- 2、《科士达(002518): 质地优秀, 2017 年保持高增长》2017-02-27
- 3、《科士达(002518): 光伏逆变器在手订单良好, 充电桩业务贡献业绩弹性》2016-10-25

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

研究助理

赵智勇
021-68407742
zhaozy5@cmschina.com.cn

公司发布年 1 季度业绩公告: 报告期内, 收入达到 3.98 亿, 归母净利润 0.51 亿, 分别同比增长 16.53% 和 4.06%; 同时, 公司预告 2017 年 1-6 月份经营业绩范围, 0.97 亿-1.31 亿。公司收入增长基本符合预期, 销售费用和管理费用的增长明显, 两费用率提高 3.2 个百分点, 导致净利润率下降 1.8 个百分点。管理费用和销售费用增长的主要原因是公司业务扩张, 在研发与销售领域的投入加大。公司 UPS 产品竞争稳中有升, 充电桩模块、光伏逆变器业务仍有望保持快速增长。维持强烈推荐评级, 调整目标价为 17.5-18.5 元。

- **收入基本符合预期:** 公司收入增长基本符合预期, 综合毛利率 33.71%, 基本持平。公司报表质量仍然比较健康, 预收账款及存货分别同比增长 38% 和 17%, 先行指标较强。
- **销售、研发人员扩张导致两费率大幅提升并影响当期盈利能力:** 公司营业税费附加及三项费用总额达到 8607 万元, 同比 2016 年 Q1 6303 万元上升 2304 万元, 占比从 18.44% 提高到 22.03%; 其中销售费用和管理费用分别增长 1368 万元和 713 万元, 主要原因是随着公司业务扩张, 销售人员和管理人员大幅增长。
- **生产效率仍在提高, 业务面的扩展需要一定的投入:** 得益于公司的成本控制与自动化生产改造, 人均产值仍在稳健提高。但目前公司业务面处于培育与投入期, 研发、销售体系的人力资源还在不断扩张。公司以 UPS 为核心, 以点带面扩大数据中心相关产品, 精密空调及配套产品 16 年增长明显, 未来 IDU、IDM、环境监控系统等将逐步进入市场产生; 充电桩业务有望借助成本优势快速扩张, 逆变器大客户实现突破; 人员扩张是必然需求, 短期造成费用率快速上升。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**
- **风险提示:** 充电桩模块价格下降超预期, 铅价波动过大。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1526	1750	2225	2750	3387
同比增长	10%	15%	27%	24%	23%
营业利润(百万元)	260	310	440	551	698
同比增长	54%	19%	42%	25%	27%
净利润(百万元)	233	296	393	487	611
同比增长	53%	27%	33%	24%	25%
每股收益(元)	0.79	0.66	0.88	1.09	1.37
PE	26.3	31.1	23.4	18.9	15.1
PB	3.5	4.7	4.5	3.8	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

1、业绩摘要

业绩摘要:报告期内,公司实现收入 3.98 亿,归母净利润 0.51 亿,分别同比增长 16.53% 和 4.06%,公司收入增长基本符合预期,归上利润增速有所下降,主要系研发与销售 人员扩张导致的费用提升。

公司综合毛利率 33.71%,保持稳定。公司目前在做转型,降低生产与制造板块人员投入,提高自动化比例。公司先行指标趋势向好,预收账款及存货分别同比增长 38%和 17%,预付账款略有下降。

人员投入增长明显,管理费用与销售费用占比明显上升:公司营业税费附加及三项费用总额达到 8607 万元,同比 2016 年 Q1 6303 万元上升 2304 万元,占比从 18.44%提高到 22.03%。

表 1: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2016 年 Q1	2017 年 Q1	同比变动(%)
营业收入	341.6	398.0	16.5
销售税金	(4.0)	(6.2)	56.3
营业成本	(225.4)	(263.8)	17.1
毛利润	112.2	128.0	14.1
销售费用	(32.3)	(46.0)	42.3
管理费用	(26.7)	(33.9)	26.7
经营利润	53.2	48.1	(9.5)
资产减值损失	(0.7)	0.3	(134.5)
公允价值变动收益	0.0	0.0	
财务费用	0.0	(1.5)	(5144.2)
投资收益	5.0	5.1	0.8
营业外收入	0.8	4.2	435.6
营业外支出	(0.1)	(0.0)	(69.5)
利润总额	58.2	56.1	(3.6)
所得税	(8.8)	(5.6)	(36.7)
税后净利润	49.4	50.5	2.3
少数股东权益	(0.5)	0.3	(162.3)
归母净利润	48.8	50.8	4.1
扣非后归母净利润	48.3	49.9	3.3
主要比率 (%)			百分点变动
毛利率	34.0	33.7	(0.3)
销售费用率	9.5	11.6	2.1
管理费用率	7.8	8.5	0.7
财务费用率	(0.0)	0.4	0.4
经营利润率	15.6	12.1	(3.5)
税后净利率	14.4	12.7	(1.8)

资料来源: 公司资料、招商证券

表 2: 公司经营数据分析

	2014	2015	2016	同比 (%)	2016 Q1	2017 Q1	同比 (%)
预付款 (百万)	83.4	11.7	9.3	(20.2)	11.4	10.0	(11.6)
预收款 (百万)	44.6	72.5	61.6	(15.0)	67.0	68.8	2.7
存货 (百万)	268.5	291.3	331.5	13.8	290.9	401.3	37.9
购买商品支付现金 (百万)	864	884	1,116	26	286.6	293.4	2.4

	2014	2015	2016	同比 (%)	2016 Q1	2017 Q1	同比 (%)
调整后的购买支出 (百万)	892	975	1,090	12	206.3	301.6	46.2
人均薪酬 (万元/人)	7.6	8.2	9.0	10.4	7.5	8.1	7.7
企业所得税 (百万元)	24.0	38.6	34.6	61.2	8.8	5.6	(36.7)

公司公告, 招商证券

2、销售与研发扩张带来费用大幅提升

销售与研发人员扩张, 导致公司费率增长明显: 公司生产人员规模有所下降, 但研发、销售体系建设导致人员增长, 报告期内, 公司销售人员大幅增长近 170 人, 技术人员增加 43 人, 公司在研发、销售体系上的扩张与投入, 导致费用率持续提升。

公司正在逐步从生产型企业向工程师企业转变, 公司技术人员与销售人员的占比提升 27% 至 40%。

人均产值不断提升: 公司成本控制能力依旧强劲, 员工结构不断优化, 生产人员占比从 12 年 55% 下降至 41.8%, 人均产值从 12 年 47.97 万元上升至 74.08 万元。

表 3: 公司人员构成

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
生产	1,110	1,072	1,097	1,185	1,174	988
销售	225	326	393	392	437	605
技术	212	215	236	227	303	346
综合管理	379	241	304	291	324	314
行政		72	87	91	86	82
财务	22	22	22	23	25	28

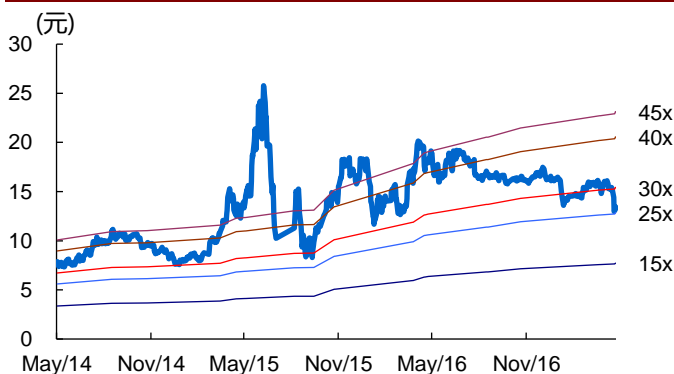
资料来源: 公司公告, 招商证券

表 4: 公司人均产值情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
员工总数	2,023	1,948	2,139	2,209	2,349	2,363
人均产值 (万元/人)	46.34	47.97	54.78	62.83	64.98	74.08

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 科士达历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

图 2: 科士达历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1930	2166	2425	2981	3671
现金	210	433	254	302	373
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	12	34	43	53	65
应收款项	678	778	965	1192	1469
其它应收款	14	23	29	36	44
存货	291	332	414	508	624
其他	724	566	720	890	1096
非流动资产	595	656	644	631	620
长期股权投资	6	5	5	5	5
固定资产	423	427	413	401	389
无形资产	47	45	45	45	45
其他	120	179	180	181	181
资产总计	2525	2822	3068	3612	4291
流动负债	720	672	831	998	1203
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	352	371	474	582	714
预收账款	72	62	79	97	119
其他	295	240	279	320	370
长期负债	38	153	153	153	153
长期借款	0	0	0	0	0
其他	38	153	153	153	153
负债合计	758	825	984	1151	1356
股本	297	445	445	445	445
资本公积金	728	588	588	588	588
留存收益	715	937	1019	1388	1853
少数股东权益	26	26	32	40	49
归属于母公司所有者权益	1740	1970	2052	2421	2886
负债及权益合计	2525	2822	3068	3612	4291

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	236	118	139	170	223
净利润	233	296	393	487	611
折旧摊销	34	37	36	35	34
财务费用	0	0	(2)	(2)	(2)
投资收益	(29)	(15)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	6	(203)	(285)	(350)	(423)
其它	(9)	4	12	15	19
投资活动现金流	(165)	74	(23)	(22)	(22)
资本支出	(38)	(40)	(21)	(21)	(21)
其他投资	(127)	114	(2)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(41)	29	(295)	(100)	(129)
借款变动	55	54	0	0	0
普通股增加	(0)	148	0	0	0
资本公积增加	(3)	(140)	0	0	0
股利分配	(149)	(178)	(312)	(118)	(146)
其他	55	145	17	18	17
现金净增加额	31	222	(179)	47	72

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1526	1750	2225	2750	3387
营业成本	1008	1106	1414	1736	2131
营业税金及附加	12	25	13	17	20
营业费用	150	179	178	220	261
管理费用	126	132	160	198	237
财务费用	(17)	(15)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	17	29	37	46	57
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	29	15	15	15	15
营业利润	260	310	440	551	698
营业外收入	9	26	26	26	26
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	269	335	464	576	723
所得税	39	35	65	81	103
净利润	231	300	399	495	620
少数股东损益	(3)	4	6	7	9
归属于母公司净利润	233	296	393	487	611
EPS (元)	0.79	0.66	0.88	1.09	1.37

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	10%	15%	27%	24%	23%
营业利润	54%	19%	42%	25%	27%
净利润	53%	27%	33%	24%	25%
获利能力					
毛利率	34.0%	36.8%	36.5%	36.9%	37.1%
净利率	15.3%	16.9%	17.7%	17.7%	18.0%
ROE	13.4%	15.0%	19.2%	20.1%	21.2%
ROIC	11.6%	13.2%		19.1%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	30.0%	29.2%	32.1%	31.9%	31.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	3.2	2.9	3.0	3.1
速动比率	2.3	2.7	2.4	2.5	2.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.6	3.6	3.8	3.8	3.8
应收帐款周转率	2.5	2.4	2.6	2.5	2.5
应付帐款周转率	3.1	3.1	3.3	3.3	3.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.79	0.66	0.88	1.09	1.37
每股经营现金	0.80	0.27	0.31	0.38	0.50
每股净资产	5.86	4.42	4.61	5.44	6.48
每股股利	0.60	0.70	0.26	0.33	0.41
估值比率					
PE	26.3	31.1	23.4	18.9	15.1
PB	3.5	4.7	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	33.5	28.0	19.4	15.7	12.6

资料来源：公司数据、招商证券分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾任职于光大证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究新能源行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。