

强烈推荐-A (维持)

科士达 002518.SZ

目标估值: 18.5-21.0 元

当前股价: 15.07 元

2017 年 06 月 25 日

发布股权激励计划, 中高速发展可以期待

基础数据

上证综指	3158
总股本(万股)	57892
已上市流通股(万股)	55251
总市值(亿元)	87
流通市值(亿元)	83
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)——收入符合预期, 销售与研发扩张导致费用大幅增长》2017-05-01
- 2、《科士达(002518): 企业经营稳健, 新能源业务发展迅猛》2017-03-28
- 3、《科士达(002518): 质地优秀, 2017 年保持高增长》2017-02-27

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

6 月 20 日, 公司发布股权激励计划公告, 拟向董事、高管、核心管理/技术/业务人员等 532 人授予合计 1300 万股。激励计划股票占公司股本总额的 2.25%, 其中首次授予占股权激励总数 81.54%, 预留部分占 18.46%。授予价格为 7.375 元(6.19 日股票交易均价 14.769 元的 50%), 首次授予三年内的解除限售比例为 40/30/30%; 预留部分自登记完成起两年内解除限售比例为 50/50%。业绩考核要求为, 以 2016 年扣非净利润为基数 2017-2019 年扣非净利润增长率分别不低于 20/45/75%。

- **公司推出股权激励计划。**此次激励对象总人数为 532 人, 占 2016 年总员工数(2363)的 22.5%, 激励计划股票占公司总股本的 2.25%股权激励计划将有利于公司吸引和绑定优秀人才, 调动核心人才的积极性, 保证股东利益、公司利益和核心团队个人利益的一致性。
- **激励要求公司扣非业绩年复合增速达 20.5%, 彰显公司未来增长信心。**根据公司业绩考核要求, 以 2016 年扣非净利润为基数 2017-2019 年扣非净利润增长率分别不低于 20/45/75%, 即三年扣非净利润不低于 3.34/4.03/4.87 亿元, 年复合增速为 20.5%, 彰显科士达对于未来业绩增长的信心。
- **公司现有业务竞争力较强, 经营管理能力也比较强。**公司 UPS 在国内品牌基本跃居第一, 近几年培育的相关业务, 如 IDC 精密空调、光伏逆变器、充电模块业务, 也均在细分领域具有了较强的竞争力。公司经营管理能力也比较强, 资产负债表健康、强壮, 现有主业有望保持中高速发展。
- **储能项目未来有望成为新增长点。**青海省风电项目配套储能设施总规模为 330MW。其中, 4 家科士达客户入围, 总规模 20MW。科士达有机会由此切入。与此同时, 科士达掌握储能技术, 其产品已覆盖 1-630KW 全功率段, 现已成为电池、PCS、EMS 及监控系统一体化解决方案提供商。
- **投资建议: 给予强烈推荐评级, 目标价 18.5-21.0 元。**
- **风险提示: 充电桩模块价格下降超预期, 铅价格波动过大。**

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	19.2	22.7	17.1	13.8	11.0
PB	2.6	3.4	3.3	2.8	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、股权激励绑定核心人才，未来高增长可期.....	3
二 储能项目未来有望成为新增长点	4
三、公司经营状况.....	5

图表目录

图 1：2016 年中国运行项目应用累计装机分布	4
图 2：2016 年中国化学储能装机占比.....	4
图 1：科士达历史 PE Band	6
图 2：科士达历史 PB Band	6
表 1：激励对象构成.....	3
表 2：公司业绩考核要求.....	3
表 3：摊销费用预计(万元)	4
表 4：科士达客户入围青海风电项目汇总	4
表 5：2015Q4-2017Q1 科士达季度业绩比较(万元).....	5
表 6：2012-2016 科士达各项业务经营情况(万元).....	5
附：财务预测表	7

一、股权激励绑定核心人才，未来高增长可期

股权激励计划覆盖面广，绑定核心人才。此次激励对象总人数为 532 人(董事 1 人，高管 2 人，董秘 1 人，财务负责人 1 人，核心管理/技术/业务人员 527 人)，占 2016 年总员工数(2363)的 22.5%。自主知识产权体系及研发平台体系是科士达最核心的竞争力，而人才是公司产品研发及技术创新的核心因素。所以，此次股权激励计划将利好公司吸引和绑定优秀人才，调动核心人才的积极性，保证股东利益、公司利益和核心团队个人利益的一致性。

表 1：激励对象构成

	人数	限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数比例	占目前总股本比例
董事	1	30	2.31%	0.05%
高管	2	50	3.85%	0.08%
董秘	1	15	1.15%	0.03%
财务负责人	1	15	1.15%	0.03%
核心管理/技术(业务)人员	527	950	73.08%	1.64%
预留		240	18.46%	0.41%
合计	532	1300	100.00%	2.25%

资料来源：公司公告，招商证券

业绩年复合增速达 20.5%，彰显公司未来增长信心。根据公司业绩考核要求，以 2016 年扣非净利润为基数 2017-2019 年扣非净利润增长率分别不低于 20/45/75%，即三年扣非净利润不低于 3.34/4.03/4.87 亿元，年复合增速为 20.5%，彰显科士达对于未来业绩增长的信心。

表 2：公司业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
首次授予部分第一个限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2017 年净利润增长率不低于 20%
首次授予部分第二个限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2018 年净利润增长率不低于 45%
预留部分第一个解除限售期	
首次授予部分第三个限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2019 年净利润增长率不低于 75%
预留部分第二个解除限售期	

资料来源：公司公告，招商证券

注：净利润考核指标均以归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润并剔除本激励计划实施影响的数值作为计算依据

本次股权激励摊销费用合计 3187.63 万，2017-2020 年分别摊销 1280.71/1547.91/313.11/45.91 万元。

表 3: 摊销费用预计(万元)

首次授予限制性股票数	需摊销的总费用	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
1,060.00	3,187.63	1,280.71	1,547.91	313.11	45.91

资料来源: 公司公告, 招商证券
注: 最终摊销费用以年报为准

二 储能项目未来有望成为新增长点

6 月 13 日, 青海发改委印发青海省 2017 年 3.3GW 的风电项目开发建设方案。其中, 文件规定各项目按照建设规模须配套 10% 的储电装置, 储电设施总规模为 330MW。项目入围建设单位中中广核, 中电建, 国电投, 华能, 均为公司客户。科士达有机会以此切入青海风电配套储电项目中。与此同时, 科士达已掌握储能技术, 其产品已覆盖 1-630KW 全功率段, 现已成为电池、PCS、EMS 及监控系统一体化解决方案提供商。

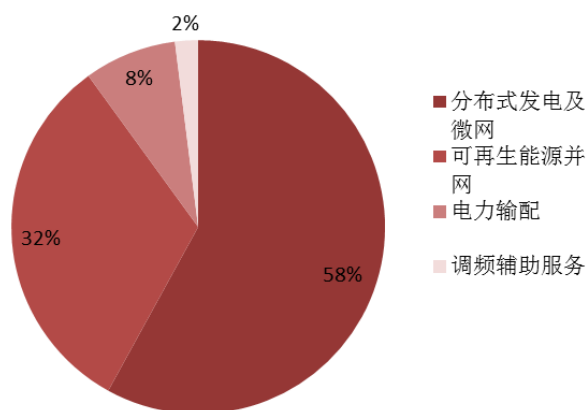
整体而言, 在 2016 年运行项目累计装机分布中, 分布式发电及微网占 58%, 可再生能源并网占 32%; 在 2016 年化学电池储能装机分布中, 铅蓄电池占 27%。从应用分布及储能装置类型上看, 科士达业务架构能较好满足目前中国储能分布的需求结构, 储电项目未来有望成为科士达新的增长点。

表 4: 科士达客户入围青海风电项目汇总

项目建设单位	规模(万 KW)
中广核青海冷湖风力发电有限公司	5
中电建设集团上海电力设计院有限公司	5
国家电力投资集团吉林电力股份有限公司	5
华能青海新能源有限公司	5

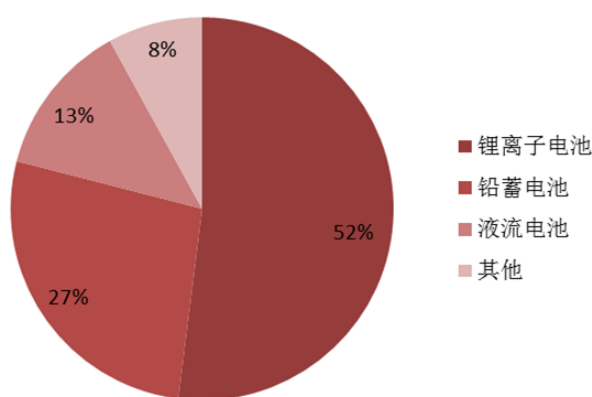
资料来源: 招商证券整理

图 1: 2016 年中国运行项目应用累计装机分布



资料来源: 锂电大数据, 招商证券

图 2: 2016 年中国化学储能装机占比



资料来源: 锂电大数据, 招商证券

三、公司经营状况

科士达经营状况良好，业绩持续较快增长。2016 年实现营业收入 17.5 亿，同比增长 14.67%，扣非后归属母公司净利润 2.78 亿元，同比增长 23.07%。公司各项子业务毛利率处于较高水平，在线式 UPS 及充电桩业务毛利率超 40%，其他业务在 30%左右。较 2015 年，光伏逆变器、充电桩设备业务增长较快。

表 5：2015Q4-2017Q1 科士达季度业绩比较(万元)

	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入	53,575.83	34,155.27	40,669.25	41,521.11	58,698.84	39,800.99
营业毛利	20,186.42	11,619.03	15,179.22	16,042.69	21,586.27	13,420.28
销售费用	5,049.92	3,232.04	3,775.22	4,322.74	6,587.52	4,599.76
管理费用	5,107.74	2,674.67	2,875.19	3,447.41	4,168.22	3,387.93
财务费用	-418.07	-3.02	-597.94	-177.52	-761.29	152.18
投资净收益	358.04	503.29	322.74	201.12	504.15	507.16
营业利润	9,920.87	5,749.65	7,949.75	7,918.79	9,368.94	5,193.62
所得税	879.72	881.27	1,422.15	1,096.08	62.81	557.70
归母净利润	9,417.32	4,884.23	6,488.82	7,127.48	11,085.32	5,082.38
主要比率						
毛利率	37.7%	34.0%	37.3%	38.6%	36.8%	33.7%
销售费用率	9.4%	9.5%	9.3%	10.4%	11.2%	11.6%
管理费用率	9.5%	7.8%	7.1%	8.3%	7.1%	8.5%
财务费用率	-0.8%	0.0%	-1.5%	-0.4%	-1.3%	0.4%
有效税率	1.6%	2.6%	3.5%	2.6%	0.1%	1.4%
净利率	17.6%	14.3%	16.0%	17.2%	18.9%	12.8%

资料来源：Wind，招商证券

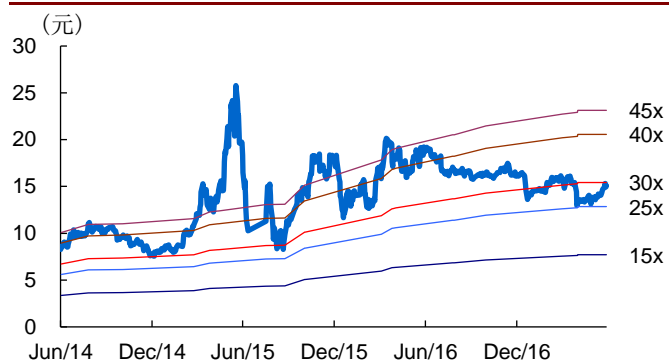
表 6：2012-2016 科士达各项业务经营情况(万元)

业务类别	财务指标	2012	2013	2014	2015	2016
在线式 UPS	收入	55,352.47	62,985.14	68,805.09	86,128.84	86,918.74
	成本	36,896.88	41,214.21	45,346.58	53,060.19	51,267.43
	毛利	18,455.60	21,770.93	23,458.51	33,068.65	35,651.31
	毛利率(%)	33.34	34.57	34.09	38.39	41.02
离线式 UPS	收入	16,016.27	17,380.27	22,940.75	18,485.60	15,982.44
	成本	12,834.46	13,352.25	18,367.20	14,124.57	11,485.24
	毛利	3,181.81	4,028.03	4,573.54	4,361.02	4,497.19
	毛利率(%)	19.87	23.18	19.94	23.59	28.14
光伏逆变器	收入	12,065.25	24,640.96	30,072.90	23,144.39	38,591.10
	成本	7,863.39	15,423.28	19,821.06	16,270.74	25,736.19
	毛利	4,201.86	9,217.68	10,251.84	6,873.64	12,854.91
	毛利率(%)	34.83	37.41	34.09	29.70	33.31
充电桩设备	收入				4,065.31	7,084.60
	成本				2,413.32	4,072.99
	毛利				1,652.00	3,011.61
	毛利率(%)				40.64	42.51
配套设备	收入	9,770.46	11,789.54	16,427.02	19,597.66	24,813.77
	成本	7,922.72	9,549.96	12,969.76	14,747.61	17,717.65
	毛利	1,847.74	2,239.58	3,457.27	4,850.05	7,096.11
	毛利率(%)	18.91	19.00	21.05	24.75	28.60

资料来源：Wind，招商证券

PE-PB Band

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

资料来源：公司数据、招商证券

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	19.2	22.7	17.1	13.8	11.0
PB	2.6	3.4	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	33.5	28.0	19.4	15.7	12.6

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。

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。

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。

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。