

**强烈推荐-A (维持)**

**科士达 002518.SZ**

目标估值: 20-22 元

当前股价: 15.78 元

2017 年 07 月 10 日

**股权激励完成首次授予, 充电模块与储能可能成新增长点**

**基础数据**

上证综指	3213
总股本(万股)	57892
已上市流通股(万股)	55251
总市值(亿元)	91
流通市值(亿元)	87
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**

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-3	-14
相对表现	10	-12	-28



资料来源: 贝格数据、招商证券

**相关报告**

- 1、《科士达 (002518) —发布股权激励计划, 中高速发展可以期待》2017-06-26
- 2、《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
- 3、《科士达 (002518): 企业经营稳健, 新能源业务发展迅猛》2017-03-28

**游家训**

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

**陈术子**

chenshuzi@cmschina.com.cn  
S1090516080001

7月10日, 公司公告, 向2017年限制性股权激励对象授予股票, 本次合计授予532名对象1060万股, 预留240万股, 授予价格7.375元。公司此次激励业绩考核要求为, 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%, 3年符合增速为20%以上。

- **限制性股权激励完成首次授予。**公司董事会通过议案, 公司在7月7日, 以7.375元价格向532名对象合计授予1060万股。按照业绩考核要求, 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, 年扣非利润复合增速为20.5%, 公司对未来业绩增长信心彰显。
- **投资参股中广核联达。**公司公告使用3000万自有资金投资中广核联达19%的股份, 并将委派1名董事、1名副总经理。参考其控股方业绩承诺, 2017-2019年, 中广核联达扣非业绩承诺为4000、5000、6000万元, 对应公司权益为760、950、1140万元。中广核过去是公司重要下游客户, 此次公司与其在投资方面加深合作, 有利于提升光伏并网产品的市场份额, 并将促进公司储能、分布式光伏等战略业务发展。
- **新能源汽车充电模块将成为重要的新增长点, 储能业务开始储备。**公司2014年就已在充电桩业务方向形成了较好的技术积累, 并且实现了向日本的出口。公司所提供的快充桩直流电源模块, 生产流程可与UPS等业务共用, 具有技术与成本优势, 过去几年保持着40%以上的毛利率。新能源行业的高速发展, 也给该业务带来了良好的市场机会, 充电模块将成为重要增长点。此外, 公司开始探索储能业务, 该业务与公司新能源并网等产品、技术有较好的协同。
- **主业竞争力较强, 多年保持稳健经营。**UPS是公司多年以来竞争力领先的业务, 已成长为本土第一品牌, 2016年UPS业务毛利率达40%以上。围绕UPS培育的IDC精密空调、光伏逆变器、充电模块业务, 也均在细分领域形成了较强竞争力, 公司费用率、负债率等指标基本维持在良好水平, 近3年以来, 公司业绩保持复合30%多的增长。
- **维持强烈推荐评级, 上调目标价为20-22元。**
- **风险提示: 充电桩模块价格下降超预期, 主业发展缓慢。**

**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	2238	2775	3425
同比增长	10%	15%	28%	24%	23%
营业利润(百万元)	260	310	419	552	700
同比增长	54%	19%	35%	32%	27%
净利润(百万元)	233	296	378	491	618
同比增长	53%	27%	28%	30%	26%
每股收益(元)	0.40	0.51	0.65	0.85	1.07
PE	39.1	30.9	24.2	18.6	14.8
PB	2.7	3.6	4.2	3.6	3.0

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

1. 限制性股票激励完成首次授予 .....	3
2. 投资中广核联达 .....	4
3. 公司竞争力较强, 主业保持较高增长 .....	5
4. 新能源汽车充电模块与储能将成为重要增长点 .....	6

## 图表目录

图 1: 公司收入拆分 .....	6
图 2: 公司毛利拆分 .....	6
图 3: 科士达历史 PE Band .....	7
图 4: 科士达历史 PB Band .....	7
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: 中广核联达主要股东持股情况 .....	4
表 5: 中广核联达业绩承诺及公司投资收益预估 .....	4
表 6: 2012-2016 科士达各项业务经营情况(万元) .....	5
表 7: 公司主要经营数据 .....	5
附: 财务预测表 .....	8

## 1. 限制性股票激励完成首次授予

本次限制性股票激励拟授予的限制性股票总数量为 1,300 万股, 占本激励计划草案公告时公司股本总额 57,891.7794 万股的 2.25%。其中, 首次授予 1,060 万股, 占本计划草案公告时公司股本总额 57,891.7794 万股的 1.83%; 预留 240 万股, 预留部分占本次拟授予权益总额的 18.46%。

公司公告, 7 月 7 日对激励对象首次授予 1060 万股, 授予价格 7.375 元。

**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, 人才是公司产品研发及技术创新的核心因素, 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

**业绩承诺年复合增速达 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

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

## 2. 投资中广核联达

公司公告，使用 3000 万自有资金投资中广核联达 19% 的股份（使用 2819.5 万自有资金，接受新达睿拓转让的 19% 的中广核股份，同时向中广核联达新增注册资本 180.5 万），公司并将委派 1 名董事、1 名副总经理。

本次投资有望获得较可观的收益，三年或可收回成本。参考其控股方业绩承诺，2017-2019 年，中广核联达扣非业绩承诺为 4000、5000、6000 万元，对应公司权益为 760、950、1140 万元，此次投资或可在三年内收回成本。

中广核过去是公司重要下游客户，此次公司与其在投资方面加深合作，有利于提升光伏并网产品的市场份额，并将促进公司储能、分布式光伏等战略业务发展。

本次投资有利于公司加深与大客户合作并且有望实现中长期业务拓展。中广核联达主要经营新能源发电（光伏电站）的相关运营，其股东中广核太阳能是中广核集团的全资子公司，中广核过去是公司光伏逆变器等产品的重要下游客户（16 年公司中标过中广核 200MW 容量的组串式逆变器）。此次投资中广核联达，公司加深了与中广核的合作关系，不仅有助于公司短期业务发展，中长期公司有望借此切入运营领域，延伸新能源业务布局。

表 4：中广核联达主要股东持股情况

股东	本次股权转让及增资		本次股权转让及增资	
	出资额	比例	出资额	比例
中广核太阳能开发有限公司	1,300	32.10%	1,300	26.00%
天津新达睿拓能源科技有限公司	1,500	37.04%	731	14.61%
天津达亿自动化科技有限公司	1,250	30.86%	2,020	40.39%
深圳科士达科技股份有限公司	-	-	950	19.00%

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：中广核联达业绩承诺及公司投资收益预估

单位：万元	2017	2018	2019
中广核联达业绩承诺	4000	5000	6000
公司投资收益	760	950	1140
公司累计投资收益	760	1710	2850

资料来源：公司公告、招商证券（投资收益按 19% 股权比例并表）

### 3. 公司竞争力较强，主业保持较高增长

UPS 是公司多年以来竞争力领先的业务，公司已成长为本土第一品牌，发展稳定。公司围绕 UPS 培育的 IDC 精密空调、光伏逆变器、充电模块业务，也均在细分领域形成了较强竞争力。从毛利率情况来看，2016 年在线 UPS 与充电桩设备利润率已超过 40%，其余主营业务也基本维持在 30%左右的较高水平。

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

公司质地较优，经营稳健，过去实现了较快增长。过去 5 年，公司扣非后净利润的年均复合增速达到 30%以上，资产的复合增速约为 15%，同时公司费用率、负债率等指标基本维持在良好水平。通过竞争力的提升与较好的成本控制，公司利润率提升显著，使得公司多年以来维持了较为稳定的增长。

较为强壮的财务报表可以支撑公司后续新能源汽车充电桩模块以及新能源业务的布局发展。通过合理布局，公司有望为中长期发展寻找新的增长点。

表 7：公司主要经营数据

	2012	2013	2014	2015	2016	17Q1
营业总收入	934.4	1,171.	1,387.	1,526.	1,750.	398.0
同比(%)	-0.33	25.39	18.45	9.99	14.67	16.53
营业利润	101.4	144.7	168.7	260.4	309.9	51.9
同比(%)	10.03	42.66	16.64	54.32	19.00	-9.67
归属母公司股东的净利润	91.6	126.7	152.6	233.4	295.9	50.8
同比(%)	8.83	38.35	20.43	53.00	26.75	4.06
扣非后归属母公司股东的净利	87.4	120.7	147.0	226.2	278.4	49.9
同比(%)	8.01	38.04	21.80	53.91	23.07	3.26
资产总计	1,650.	2,042.	2,170.	2,524.	2,821.	2,867.
同比(%)	9.32	23.74	6.24	16.35	11.76	17.32

	2012	2013	2014	2015	2016	17Q1
销售商品提供劳务收到的现金	887.4	1,060.	1,290.	1,429.	1,641.	392.4
<b>主要比率</b>						
ROE(摊薄)(%)	7.12	8.98	9.82	13.41	15.02	
ROA(%)	5.80	7.02	7.19	9.82	11.23	
ROIC(%)	7.03	8.87	9.44	12.87	14.66	
销售毛利率(%)	29.89	32.11	30.43	33.99	36.81	33.72
销售费用	10.8	10.5	9.26	9.81	10.2	11.56
管理费用	8.85	8.63	8.40	8.28	7.52	8.51
财务费用	-1.7	0.23	-0.1	-1.1	-0.88	-1.71
销售净利率(%)	9.81	11.07	10.91	15.10	17.15	12.69
资产负债率(%)	20.86	29.77	27.33	30.04	29.24	28.60

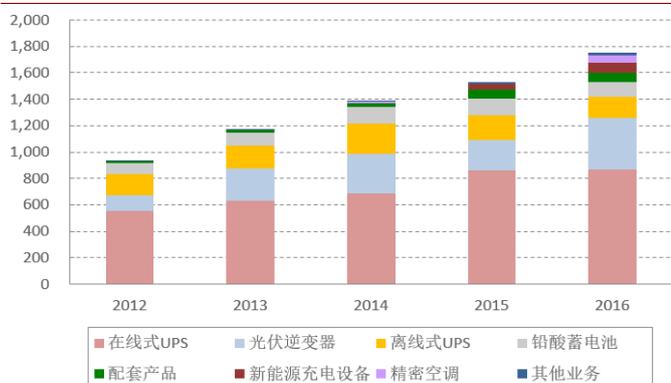
资料来源: wind、招商证券

#### 4. 新能源汽车充电模块与储能将成为重要增长点

公司 2014 年就已在充电桩业务方向形成了较好的技术积累,并且实现了向日本的出口。公司所提供的快充桩直流电源模块,生产流程可与 UPS 等业务共用,具有技术与成本优势,已在市场形成良好口碑,竞争力较强。

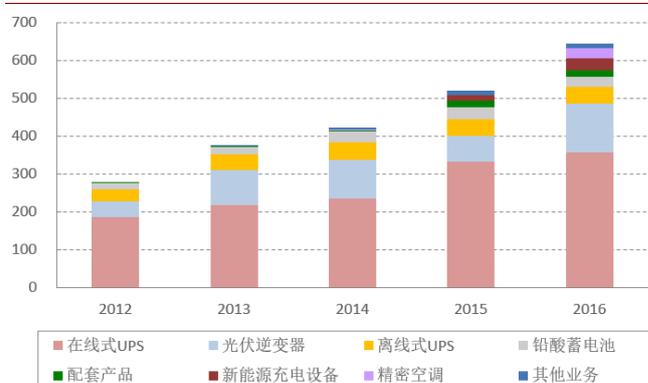
该项业务 16 年实现收入 7085 万,同比增长 75%;毛利 3012 万,同比增长 82%,业务发展态势良好,过去两年保持着 40%以上的高毛利率。

图 1: 公司收入拆分



资料来源: wind、招商证券

图 2: 公司毛利拆分



资料来源: wind、招商证券

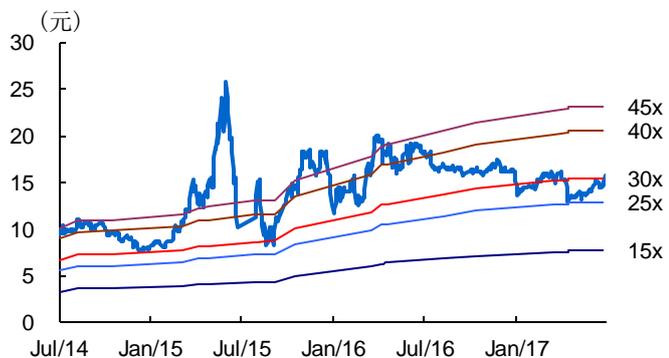
**新能源汽车充电模块将成为重要增长点。**充电桩建设是新能源汽车产业发展之刚需,以国网、南网、普天新能源为代表的充电桩运营公司 2017 年将会继续加大该领域投资,该项业务将提升公司业绩弹性,有望成为重要增长点。

**储能业务储备丰富:**公司已基本掌握储能相关应用技术,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。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。

就行业来看,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%。

PE-PB Band

图 3：科士达历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：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
<b>流动资产</b>	1930	2166	2543	3111	3811
现金	210	433	362	410	479
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	12	34	43	53	66
应收款项	678	778	970	1203	1485
其它应收款	14	23	29	36	45
存货	291	332	414	510	628
其他	724	566	724	898	1108
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>2525</b>	<b>2822</b>	<b>3186</b>	<b>3742</b>	<b>4431</b>
<b>流动负债</b>	720	672	832	1003	1211
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	352	371	474	585	720
预收账款	72	62	79	97	120
其他	295	240	279	321	372
<b>长期负债</b>	38	153	153	153	153
长期借款	0	0	0	0	0
其他	38	153	153	153	153
<b>负债合计</b>	<b>758</b>	<b>825</b>	<b>985</b>	<b>1156</b>	<b>1364</b>
股本	297	445	579	579	579
资本公积金	728	588	588	588	588
留存收益	715	937	1003	1381	1851
少数股东权益	26	26	32	40	49
归属于母公司所有者权益	1740	1970	2170	2547	3018
<b>负债及权益合计</b>	<b>2525</b>	<b>2822</b>	<b>3186</b>	<b>3742</b>	<b>4431</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	236	118	104	143	184
净利润	233	296	378	491	618
折旧摊销	34	37	36	35	34
财务费用	0	0	(2)	(2)	(2)
投资收益	(29)	(15)	(25)	(37)	(53)
营运资金变动	6	(203)	(295)	(358)	(432)
其它	(9)	4	12	15	19
<b>投资活动现金流</b>	(165)	74	(23)	(22)	(22)
资本支出	(38)	(40)	(21)	(21)	(21)
其他投资	(127)	114	(2)	(1)	(1)
<b>筹资活动现金流</b>	(41)	29	(151)	(74)	(92)
借款变动	55	54	0	0	0
普通股增加	(0)	148	134	0	0
资本公积增加	(3)	(140)	0	0	0
股利分配	(149)	(178)	(312)	(113)	(147)
其他	55	145	27	40	55
<b>现金净增加额</b>	<b>31</b>	<b>222</b>	<b>(71)</b>	<b>47</b>	<b>70</b>

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
<b>营业收入</b>	1526	1750	2238	2775	3425
营业成本	1008	1106	1414	1744	2147
营业税金及附加	12	25	13	17	21
营业费用	150	179	207	256	316
管理费用	126	132	179	214	264
财务费用	(17)	(15)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	17	29	31	31	31
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	29	15	25	37	53
<b>营业利润</b>	260	310	419	552	700
营业外收入	9	26	26	26	26
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	269	335	444	577	725
所得税	39	35	61	78	97
<b>净利润</b>	231	300	383	498	627
少数股东损益	(3)	4	6	7	9
<b>归属于母公司净利润</b>	233	296	378	491	618
<b>EPS (元)</b>	0.40	0.51	0.65	0.85	1.07

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	10%	15%	28%	24%	23%
营业利润	54%	19%	35%	32%	27%
净利润	53%	27%	28%	30%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.0%	36.8%	36.8%	37.1%	37.3%
净利率	15.3%	16.9%	16.9%	17.7%	18.0%
ROE	6.9%	11.6%	17.4%	19.3%	20.5%
ROIC	11.6%	13.2%		18.2%	19.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.0%	29.2%	30.9%	30.9%	30.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	3.2	3.1	3.1	3.1
速动比率	2.3	2.7	2.6	2.6	2.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	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	2.6	2.5
应付帐款周转率	3.1	3.1	3.3	3.3	3.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.40	0.51	0.65	0.85	1.07
每股经营现金	0.80	0.27	0.18	0.25	0.32
每股净资产	5.86	4.42	3.75	4.40	5.21
每股股利	0.60	0.70	0.20	0.25	0.32
<b>估值比率</b>					
PE	39.1	30.9	24.2	18.6	14.8
PB	2.7	3.6	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	33.5	28.0	20.3	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：**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，主要研究工业自动化与信息化产业。

**陈术子：**上海交通大学高金硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，主要研究新能源发电产业。

**陈雁冰：**曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，主要研究新能源汽车上游产业。

**龙云露：**清华大学硕士，2017 年加入招商证券。

## 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。