

数据中心与光伏业务发展稳健，储充业务合资公司值得期待

——科士达 (002518.SZ) 首次覆盖报告

首次覆盖报告

开文明 (分析师) 丁亚 (联系人)
021-68865582 dingya@xsdzq.cn
kaiwenming@xsdzq.cn 证书编号: S0280119060013
证书编号: S0280517100002

● 公司是国内领先的数据中心基础设施解决方案提供商

公司以不间断电源 (UPS) 起家, 依托产品优势, 逐渐成长为国内的领先的数据中心基础设施解决方案提供商。受益于各领域信息化水平的提高, 数据中心及 UPS 市场需求不断提升。公司积极调整产品结构, 在大功率 UPS 市场不断取得突破, 高毛利的大功率产品在收入占比不断提升, 进一步提升了公司的盈利能力。公司在金融、轨道交通、政府等传统领域和客户中优势地位明显, 正在发力通信、IDC 等新产业客户。5G 时代的到来, 将进一步带动通信电源和数据中心的需求, 公司 5G 系列产品有望成为新增长点。

● 积极布局新能源产业, 光伏、储能业务快速成长

公司依托 UPS 技术优势, 顺利切入光伏逆变器及储能 PCS 市场。受 2018 年“531”政策影响, 公司 2018 年及 2019 年上半年光伏业务有所下滑。展望未来, 光伏行业波动正在减小, 未来将逐渐步入稳步成长期。公司 2014 年布局充电桩业务, 已取得一定成绩, 短期内受诉讼退货影响收入有所下滑。

● 与 CATL 成立合资公司, 储能、充电桩业务未来前景广阔

公司与动力电池龙头 CATL 合资成立宁德时代科士达科技有限公司 (CATL51%, 公司 49%), 合资公司未来专注储能 PCS、特殊储能 PACK、充电桩及“光储充”一体化。双方对本次合作都极为重视, 合资公司依托 CATL 锂电池的技术优势和市场地位以及公司在电力电子转换技术上的深厚积累, 未来前景广阔。合资公司预计 2020 年下半年开始运作并贡献收入, 位于宁德的工厂目前已进入工厂布局和产线规划阶段, 预计 2021 年投产。

● 首次覆盖基于“强烈推荐”评级

我们看好公司未来数据中心和光伏逆变器业务的稳步增长, 储能与充电桩业务在与 CATL 成立合资公司后, 未来有望出现爆发式增长, 公司将充分受益合资公司带来的投资收益。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.19、3.83、4.23 亿元, 增速分别为 38.4%、20.1%、10.5%, 对应 EPS 分别为 0.55、0.66、0.73 元, 当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 16.4、13.6 和 12.3 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 数据中心业务发展不及预期、光伏逆变器价格下降、合资公司进展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,730	2,715	2,842	3,082	3,441
增长率(%)	55.9	-0.5	4.7	8.5	11.7
净利润(百万元)	371	230	319	383	423
增长率(%)	25.5	-38.1	38.4	20.1	10.5
毛利率(%)	32.8	29.7	30.1	31.2	30.6
净利率(%)	13.6	8.5	11.2	12.4	12.3
ROE(%)	16.4	9.5	12.1	13.3	13.3
EPS(摊薄/元)	0.64	0.40	0.55	0.66	0.73
P/E(倍)	14.0	22.7	16.4	13.6	12.3
P/B(倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6

强烈推荐 (首次评级)

市场数据	时间 2019.11.19
收盘价(元):	9.21
一年最低/最高(元):	6.82/14.37
总股本(亿股):	5.82
总市值(亿元):	53.64
流通股本(亿股):	5.58
流通市值(亿元):	51.41
近 3 月换手率:	75.09%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.33	11.67	8.78
绝对	-0.33	16.99	28.74

相关报告

目 录

1、 数据中心关键基础设施产品领军者，积极拓展新能源业务.....	3
1.1、 UPS 起家，电力电子转换技术积累深厚.....	3
1.2、 传统业务稳健、新业务拓展，公司业绩持续增长.....	3
2、 数据中心基础设施业务充分受益于信息化和 5G 发展.....	6
2.1、 信息化发展推升数据中心需求.....	6
2.2、 发力通信、IDC 市场，5G 有望带来新增长点.....	7
3、 积极布局新能源产业，光伏、储能业务快速成长.....	8
3.1、 依托技术优势，光伏逆变器、储能 PCS 业务快速成长.....	8
3.2、 充电桩业务崭露头角，受诉讼退货影响收入有所回落.....	9
4、 与 CATL 合作成立合资公司，储充业务开启新征程.....	10
5、 估值与投资建议.....	11
6、 风险提示.....	11
附： 财务预测摘要.....	12

图表目录

图 1： 公司股权结构（2019 年三季度）.....	3
图 2： 公司营业收入及增速.....	4
图 3： 公司归母净利润及增速.....	4
图 4： 公司营业收入构成.....	4
图 5： 公司主要业务毛利率变化趋势.....	4
图 6： 公司资产负债率变化情况.....	6
图 7： 公司负债结构（2019 年三季度末）.....	6
图 8： 公司数据中心解决方案结构图.....	6
图 9： 公司大功率与中小功率产品毛利率对比.....	7
图 10： 公司大功率产品收入不比不断提高.....	7
图 11： 全球光伏新增装机及变化.....	8
图 12： 公司光伏逆变器业务营收及变化情况.....	8
图 13： 公司充电桩解决方案结构图.....	9
图 14： 公司充电桩业务收入情况.....	9
表 1： 公司各项业务经营情况（单位：亿元）.....	4
表 2： 公司数据中心解决方案.....	6
表 3： 先后中标中国移动、中国联通 UPS 集中采购项目.....	7
表 4： CATL 储能相关合资公司情况.....	10
表 5： 合资公司董事会与高管阵容.....	10

1、数据中心关键基础设施产品领军者，积极拓展新能源业务

1.1、UPS 起家，电力电子转换技术积累深厚

公司成立于 1993 年，是一家专注于电子电力技术及新能源领域的智能网络能源供应商。公司是国内老牌 UPS（不间断电源）龙头，在数据中心电源解决方案方面有着丰富的行业经验，并依托电力电子转换技术的优势，积极拓展新能源逆变器（含储能变流器）和新能源汽车充电桩等业务，成为中国大陆本土具有较大规模的 UPS 研发生产企业及品质阀控式密封铅酸蓄电池制造商，数据中心关键基础设施一体化解决方案提供商、新能源电力转换产品领域厂商。产品覆盖亚洲、欧洲、北美、非洲八十多个主要国家和地区市场。

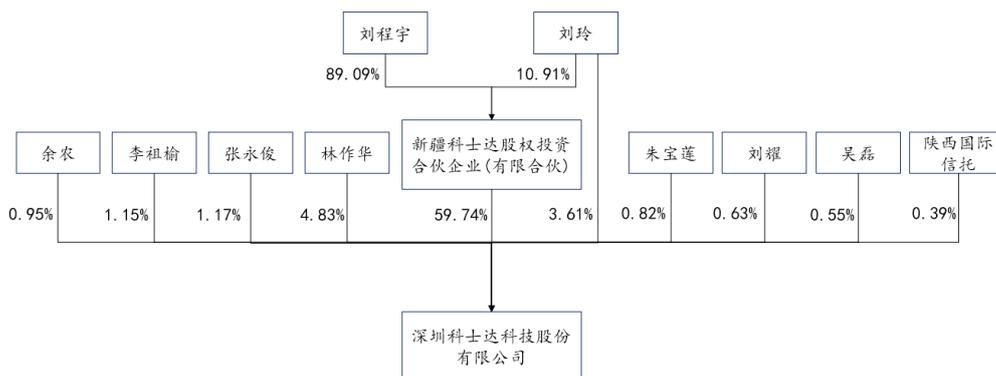
公司主要业务分为三块：

- （1）数据中心关键基础设施产品及一体化解决方案，包括 UPS、配套产品、铅酸蓄电池、精密空调等，是公司的核心业务；
- （2）光伏逆变器及储能产品，近年来增速较高，逐渐成为公司主力业务之一；
- （3）新能源汽车充电桩产品。

三大业务核心产品技术同源，技术优势共享，产业链协同效应较好。公司三大业务的核心产品大部分核心器件和前端生产工艺相同、技术同源，整个产业链平台资源共享，发挥原材料集中采购优势，有效发挥公司的技术优势和产业链协同效应。

公司股权结构稳定，实控人持股比例较高。公司实际控制人为刘程宇、刘玲夫妇，通过新疆科士达股权投资企业（有限合伙）持有公司 59.74% 股份，刘玲另外直接持有公司 3.61% 的股份。

图1： 公司股权结构（2019 年三季度报）

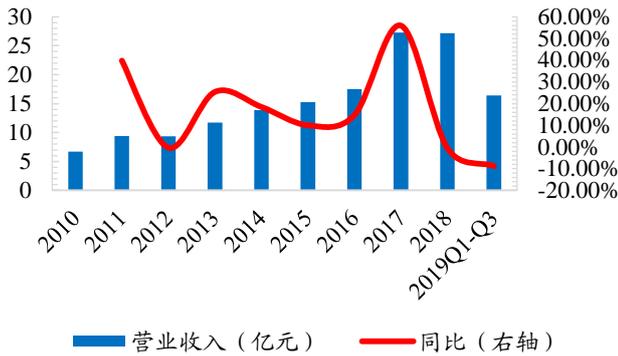


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

1.2、传统业务稳健、新业务拓展，公司业绩持续增长

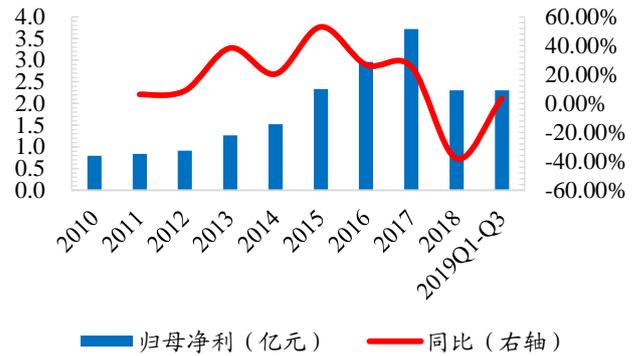
随着传统业务发展和新业务拓展，公司业绩持续增长。2010-2018 年，公司营业收入由 6.71 亿元增长至 27.15 亿元，复合增速 19.1%，公司归母净利润由 0.79 亿元增长至 2.3 亿元，复合增速 14.27%。受 2018 年光伏“531”政策调整影响及充电桩业务诉讼退货影响，公司 2019 年前三季度营业收入有所下滑，实现营业收入 16.42 亿，同比下滑 8.81%；前三季度实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 3.67%。

图2: 公司营业收入及增速



资料来源: WIND、新时代证券研究所

图3: 公司归母净利润及增速

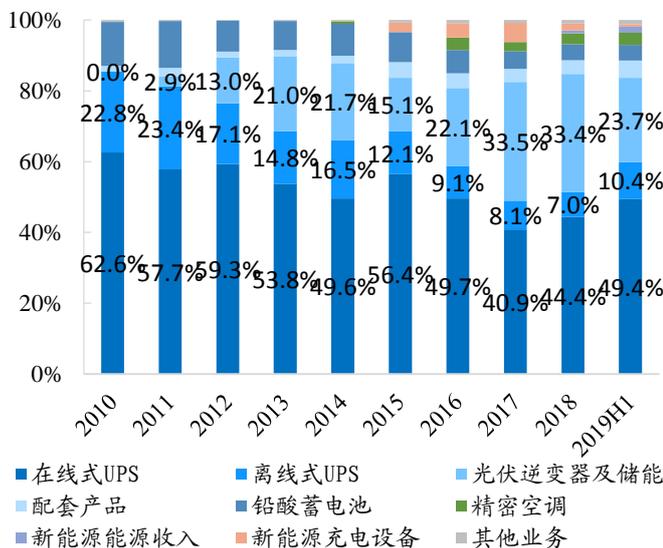


资料来源: WIND、新时代证券研究所

UPS 和光伏逆变器（及储能 PCS）是公司的主要收入来源。UPS 是公司的传统核心产品，收入占比最高，在线式 UPS 收入占比近年来保持在 40%-50% 之间，离线式 UPS 收入占比在 10% 附近。公司 2011 年开始涉足光伏逆变器业务，收入占比持续上升，近年来收入占比在 20%-30% 左右。公司 2014 年开始布局新能源汽车充电桩业务，2015 年开始形成收入，目前占比不高。

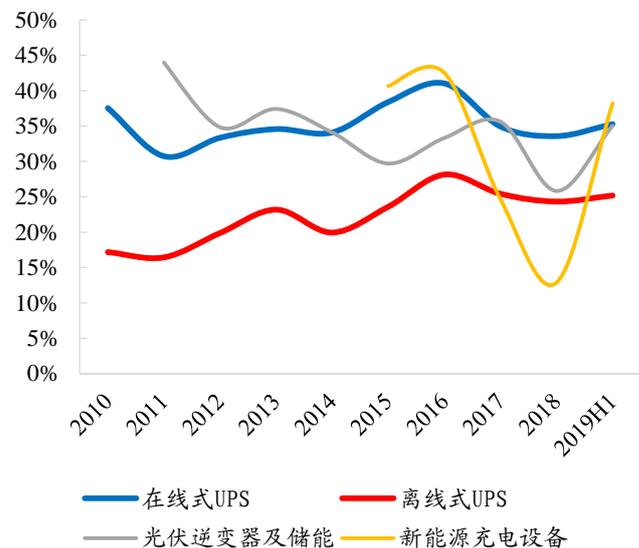
整体盈利水平稳中有升。公司整体毛利率在制造业中属于较高水平，UPS 产品毛利率基本保持稳定，其中离线式 UPS 近年来略有增长，光伏逆变器产品相比行业爆发初期毛利率有所下滑，近年来基本稳定，2018 年受行业“531”影响毛利率水平下滑，2019H1 已回升至 35.02%。充电桩业务毛利较高，2016、2016 毛利均超过 40%，2018 年受退货影响毛利率有所下滑，2019H1 毛利率恢复至 38.2%

图4: 公司营业收入构成



资料来源: WIND、新时代证券研究所

图5: 公司主要业务毛利率变化趋势



资料来源: WIND、新时代证券研究所

表1: 公司各项业务经营情况 (单位: 亿元)

产品	指标	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
在线式 UPS	收入	4.20	5.41	5.54	6.30	6.88	8.61	8.69	11.16	12.05	4.93
	成本	2.62	3.75	3.69	4.12	4.53	5.31	5.13	7.26	8.01	3.19
	毛利	1.58	1.66	1.85	2.18	2.35	3.31	3.57	3.90	4.05	1.74

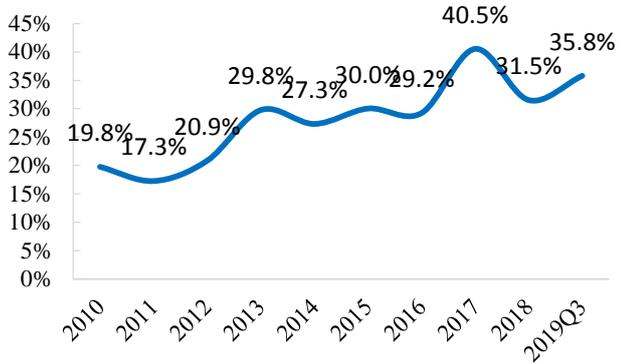
	毛利率	37.54%	30.73%	33.34%	34.57%	34.09%	38.39%	41.02%	34.93%	33.57%	35.27%
	收入占比	62.64%	57.75%	59.24%	53.76%	49.58%	56.42%	49.66%	40.88%	44.40%	49.40%
离线式 UPS	收入	1.53	2.19	1.60	1.74	2.29	1.85	1.60	2.21	1.89	1.04
	成本	1.27	1.83	1.28	1.34	1.84	1.41	1.15	1.65	1.43	0.78
	毛利	0.26	0.36	0.32	0.40	0.46	0.44	0.45	0.56	0.46	0.26
	毛利率	17.18%	16.43%	19.87%	23.18%	19.94%	23.59%	28.14%	25.42%	24.32%	25.18%
	收入占比	22.80%	23.41%	17.14%	14.83%	16.53%	12.11%	9.13%	8.09%	6.95%	10.44%
光伏逆变器及储能	收入		0.27	1.21	2.46	3.01	2.31	3.86	9.15	9.07	2.37
	成本		0.15	0.79	1.54	1.98	1.63	2.57	5.89	6.72	1.54
	毛利		0.12	0.42	0.92	1.03	0.69	1.29	3.26	2.34	0.83
	毛利率		43.97%	34.83%	37.41%	34.09%	29.70%	33.31%	35.62%	25.82%	35.02%
	收入占比		2.89%	12.91%	21.03%	21.67%	15.16%	22.05%	33.54%	33.39%	23.76%
配套产品	收入	0.11	0.22	0.15	0.22	0.28	0.67	0.72	1.01	1.05	0.49
	成本	0.09	0.20	0.14	0.19	0.26	0.51	0.53	0.87	0.86	0.36
	毛利	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.16	0.19	0.14	0.18	0.13
	毛利率	17.26%	8.93%	10.86%	12.13%	9.17%	24.46%	25.74%	14.24%	17.65%	26.23%
	收入占比	1.64%	2.38%	1.65%	1.84%	2.05%	4.38%	4.11%	3.72%	3.86%	4.94%
铅酸蓄电池	收入	0.83	1.24	0.82	0.96	1.25	1.29	1.15	1.33	1.22	0.44
	成本	0.73	1.06	0.65	0.77	0.96	0.97	0.90	1.08	0.95	0.31
	毛利	0.10	0.18	0.17	0.20	0.29	0.32	0.25	0.25	0.27	0.12
	毛利率	12.32%	14.36%	20.42%	20.54%	22.94%	24.90%	22.05%	18.58%	21.81%	28.62%
	收入占比	12.39%	13.25%	8.81%	8.22%	9.01%	8.46%	6.57%	4.88%	4.49%	4.37%
精密空调	收入					0.11		0.61	0.73	0.83	0.34
	成本					0.07		0.34	0.44	0.51	0.20
	毛利					0.03		0.27	0.29	0.32	0.14
	毛利率					30.50%		44.26%	39.93%	38.54%	40.63%
	收入占比					0.78%		3.50%	2.67%	3.07%	3.45%
新能源能源收入 (光伏电站)	收入									0.21	0.17
	成本									0.06	0.06
	毛利									0.16	0.11
	毛利率									72.23%	65.03%
	收入占比									0.79%	1.73%
新能源充电设备	收入						0.41	0.71	1.48	0.55	0.07
	成本						0.24	0.41	1.11	0.48	0.04
	毛利						0.17	0.30	0.36	0.07	0.03
	毛利率						40.64%	42.51%	24.66%	12.86%	38.20%
	收入占比						2.66%	4.05%	5.41%	2.04%	0.68%
其他业务	收入	0.04	0.03	0.02	0.04	0.05	0.12	0.17	0.22	0.27	0.12
	成本	0.01	0.00		0.00	0.00	0.01	0.03	0.02	0.04	0.03
	毛利	0.03	0.03		0.04	0.05	0.11	0.13	0.20	0.23	0.09
	毛利率	83.96%	99.86%		98.91%	91.71%	88.42%	79.58%	89.38%	84.12%	74.26%
	收入占比	0.53%	0.33%	0.26%	0.32%	0.39%	0.80%	0.94%	0.80%	1.00%	1.22%

资料来源：WIND、新时代证券研究所

财务稳健，负债结构健康。公司资产负债率整体处于低位，近年来有所上升，主要是由于业务规模增长带来的应付账款、应付票据、预收款项等无息负债项目的

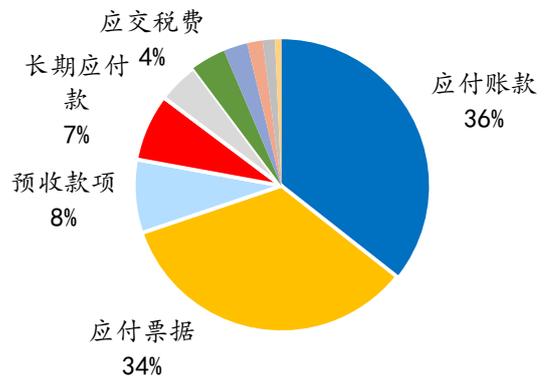
增加。2019年三季度末，公司资产负债率为35%。负债结构非常健康，自2011年起无任何长短期借款，负债的主要构成是应付账款、应付票据、预收账款等。

图6：公司资产负债率变化情况



资料来源：WIND、新时代证券研究所

图7：公司负债结构（2019年三季度末）



资料来源：WIND、新时代证券研究所

2、数据中心基础设施业务充分受益于信息化和5G发展

2.1、信息化发展推动数据中心需求

信息化发展推动数据中心需求。随着信息化的发展以及云计算、大数据、人工智能等信息技术的快速应用，全球数据量呈现几何级数的增长，数据中心作为数据存储和交换的核心载体，其需求也在不断扩张。

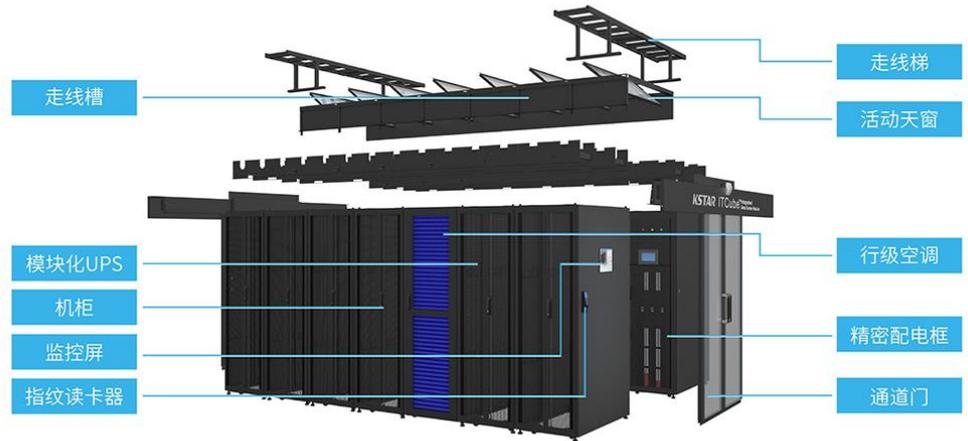
UPS是公司的优势产品，同时也是数据中心的关键基础设施。公司是最早进入数据中心产品领域的国内企业之一。依托UPS产品优势，公司重点布局数据中心关键基础设施业务。公司数据中心产品已趋向多元化、集成化发展，已包含UPS、高压直流电源、通讯电源、精密空调、精密配电、蓄电池、网络服务器机柜、动力环境监控等设备和系统。另外，公司通过高集成设计可以为用户提供一站式数据中心解决方案，主要包括微型数据中心解决方案（IDU）、小微型数据中心解决方案（IDM）及大中型数据中心解决方案（IDR）。

表2：公司数据中心解决方案

解决方案	介绍
微型数据中心解决方案（IDU）	集成了机柜、监控、供配电、制冷、布线和管理等基础设施于一体，支持单排密闭冷/热通道灵活部署，支持电池模块内置/外置，方案产品化。
小微型数据中心解决方案（IDM）	集成了机柜系统、供配电系统、制冷系统、监控系统和综合布线系统。具备高密模块化，高可靠性和安全性，快速灵活部署，简单低耗，完善监控等特点，是新一代集成中型数据中心解决方案。
大中型数据中心解决方案（IDR）	供配电系统方案，制冷系统方案，机柜及冷通道方案，监控管理方案，CFD仿真分析方案。在大中型数据中心的设计咨询、建设实施过程中提供专业的核心产品方案支撑，助力大中型数据中心的成功落实。

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

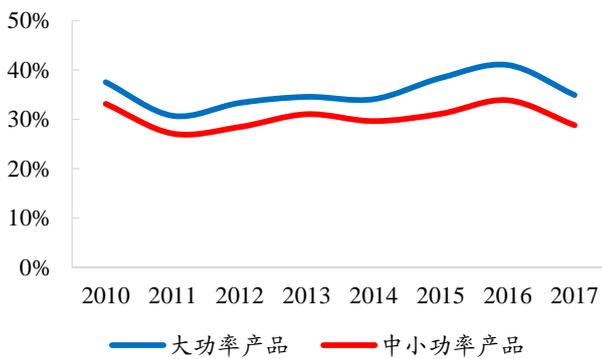
图8：公司数据中心解决方案结构图



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

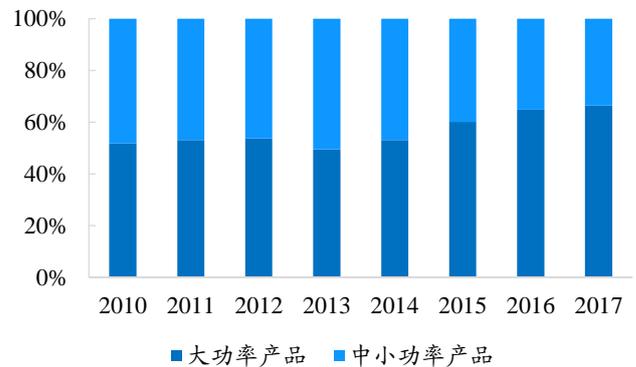
公司积极调整产品结构，大功率产品占比不断提高。UPS 按照应用功率大小划分，可分为大功率、中小功率两种。大功率 UPS 一般是指功率 $\geq 10\text{KVA}$ 的产品，技术壁垒相对较高。中小功率 UPS 一般是指功率小于 10KVA 的产品，技术相对简单，因此价格和毛利率也相对较低。公司积极调整产品结构，不断突破大功率产品市场。大功率产品占在线式 UPS 收入的比例从 2010 年 51.9% 增加至 2017 年 66.4%，进一步提升了公司的盈利能力。

图9： 公司大功率与中小功率产品毛利率对比



资料来源：WIND、新时代证券研究所

图10： 公司大功率产品收入占比不断提高



资料来源：WIND、新时代证券研究所

2.2、 发力通信、IDC 市场，5G 有望带来新增长点

公司在金融、轨道交通、政府等传统领域和客户中优势地位明显。公司的传统大客户包括工商银行、农业银行、建设银行、电网机房、高铁通讯机房等，依托大客户优势，公司将持续取得相关订单，充分享受相应行业信息化建设红利。

发力通信、IDC 等新市场。公司与国内三大电信运营商合作关系良好，入围相关项目建设。2018 年先后中标中国移动、中国联通 UPS 集中采购项目。

表3： 先后中标中国移动、中国联通 UPS 集中采购项目

时间	招标人	招标项目	中标情况
2018/2/7	中国移动	中国移动 2018 年大功率高频机 UPS 集中采购项目	模块化 UPS 80 ~ 500kVA 共计 2,100 台

时间	招标人	招标项目	中标情况
2018/3/6	中国联通	2017-2018 年中国联通 UPS 设备集中采购	小型高频 UPS (1-20KVA) 50 万元, 大中型高频 UPS (40-500KVA) 2,140 万元, 大中型模块化 UPS (100-500KVA) 2,433 万元

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

5G 建设高峰到来, 未来带动数据中心及通信电源业务高增长。5G 的兴起, 未来将带动数据中心系列产品的需求。同时, 公司也推出了针对 5G 基站的产品, 如 48V 系列防水电源以及通信用 240V 高压直流系统。公司已匹配相关产线, 可进行批量的生产, 目前也已有海外订单, 已部分出货。随着 2020 年国内 5G 建设高峰的到来, 公司 5G 系列产品有望成为新的增长点。

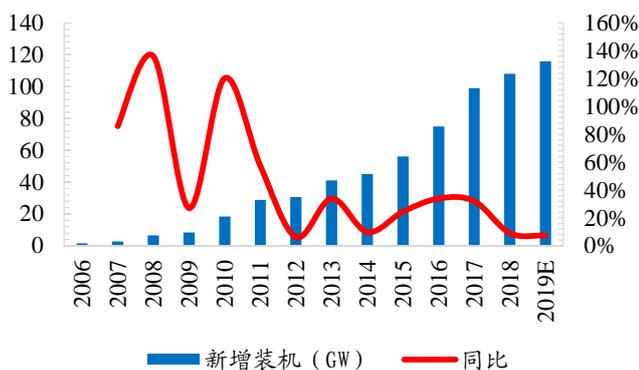
3、积极布局新能源产业, 光伏、储能业务快速成长

3.1、依托技术优势, 光伏逆变器、储能 PCS 业务快速成长

逆变器是光伏发电系统的重要设备。逆变器负责直流电到交流电的转换, 与组件、汇流箱、电缆、支架等共同构成了整个光伏系统。逆变器的好坏直接影响到整个光伏发电系统的发电效率及运行稳定性。

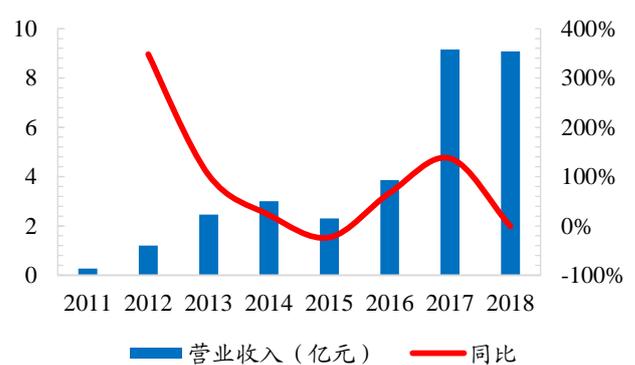
依托 UPS 技术优势, 顺利切入光伏逆变器、储能 PCS 市场。从技术原理来看, 逆变器和 PCS 与公司的优势产品 UPS 技术同源。公司依托 UPS 积累的技术优势, 于 2011 年开始切入光伏逆变器领域, 行业快速增加叠加公司市占率提升, 近年来公司光伏逆变器业务取得了快速成长, 占公司营业收入比例不断提高。2011 年首年切入光伏逆变器市场, 取得营业收入 2700 万元, 到 2017 年光伏逆变器 (含储能 PCS) 营业收入成长为 9.15 亿元, 2018 年受光伏行业“531”政策影响, 该项营业收入略有下滑, 达 9.07 亿元。

图11: 全球光伏新增装机及变化



资料来源: BNEF 预测、新时代证券研究所

图12: 公司光伏逆变器业务营收及变化情况



资料来源: 新时代证券研究所

公司光伏、储能业务产品线完备。公司光伏逆变器系列产品产品线完备, 涵盖集中式逆变器、组串式逆变器、集中式逆变器、汇流箱、逆变升压一体机、监控产品等。同时, 针对领跑者/普通电站、光伏扶贫、分布式等不同的应用场景, 公司均推出了相应的一体化逆变系统解决方案。储能产品以变流器 (PCS) 为主, 包括模块化储能变流器、大功率储能变流器等。

平价上网到来, 行业波动减小, 光伏进入稳步成长期。受 2018 年“531”政策影响, 公司 2018 年及 2019 年上半年光伏业务有所下滑。展望未来, 光伏行业的波动正在减小, 随着全球范围内平价上网的进一步铺开, 光伏正在成为最具竞争力的

能源之一，光伏未来将逐渐进入稳步成长期。

逆变器未来降价压力相对较小。由于逆变器在光伏系统中的核心关键作用，且在光伏系统成本中占比相对较小，仅为 10% 左右，对于投资方来说，更加看重的是逆变器的产品性能、产品质量和售后服务能力，而对于追求低价格的动力不大。未来逆变器面对来自下游客户的降价压力相对较小，更多的是来自于产业内竞争形成的降价压力。因此，未来拥有稳定销售渠道、良好技术优势和品牌形象的逆变器企业将更加受益。

3.2、充电桩业务崭露头角，受诉讼退货影响收入有所回落

新能源汽车保有量持续增长，未来充电桩设备缺口巨大。我国目前是新能源汽车的最大市场。根据中国新能源汽车“十三五”规划，到 2020 年我国新能源汽车保有量将达到 500 万辆。随着新能源汽车的快速发展，充电基础设施逐渐成为短板。根据中国电动汽车充电基础设施促进联盟数据显示，截止 2018 年底，全国充电基础设施累计数量为 77.7 万台，新能源汽车保有量 261 万辆，车桩比 3.36:1，距离 1:1 理想车桩比仍有较大差距。预计未来几年内，国内将迎来充电桩建设高峰。

公司电动汽车充电桩产品体系齐全。目前产品包括：充电桩模块、一体式直流充电桩、分体式直流充电桩、移动式直流充电桩、车载式直流充电桩、交流充电桩、监控系统等。公司凭借着产品及技术优势，电动汽车充电系统解决方案在公共交通领域、城投项目、充电运营商领域、车企、房地产等多个行业和领域得到广泛的应用。

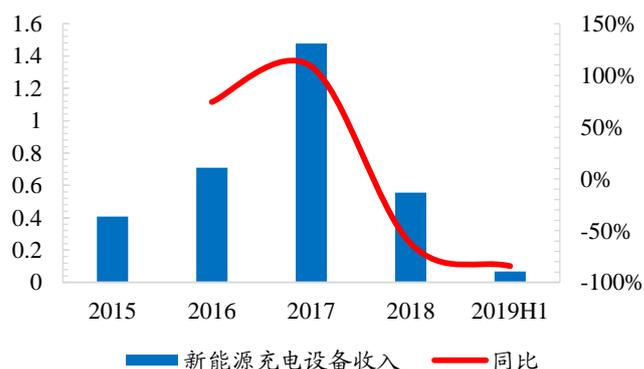
充电桩业务有所斩获。公司 2014 年开始布局充电桩业务，并于 2015 年收到 1 亿元左右订单（当年实现营业收入 0.41 亿元），2017 年充电桩业务收入增长至 1.48 亿元，2018 年受诉讼退货影响，该项业务收入降至 0.55 亿元。

图 13：公司充电桩解决方案结构图



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

图 14：公司充电桩业务收入情况



资料来源：WIND、新时代证券研究所

受诉讼退货影响，近期充电桩业务表现较弱。2018 年，公司公告累计诉讼情况：其中宇福智能科技有限公司累计拖欠公司 1.19 亿元货款（充电机模块），与江苏绿城信息技术有限公司合同纠纷涉案金额 0.54 亿元（直流充电机等）。受诉讼事件影响，公司计提了资产减值损失，并将退货收回的部分产品冲减了营业收入。从 2018 年起公司已按对相应的应收款资产保全后的余额计提坏账，后续将根据案件进展情况以及保全的股权、货物价值进行会计处理。

4、与 CATL 合作成立合资公司，储能业务开启新征程

2019 年 4 月 3 日，公司公告与宁德时代新能源科技股份有限公司（CATL）合作成立合资公司宁德时代科士达科技有限公司（以下简称“合资公司”），CATL 出资 1.02 亿元，股权占比 51%，公司出资 9800 万元，占比 49%。公司计划未来将储能 PCS 与充电桩业务转移至合资公司体内。

合作方 CATL 实力雄厚。合作方 CATL 成立于 2014 年，是全球一流的动力电池制造商，专注于新能源汽车动力电池系统、储能系统的研发、生产和销售，拥有全球 41% 的动力电池市场份额。CATL 在锂电池和储能方面拥有雄厚的积累，早在 2010 年初便入围张北风光储输电示范项目。

CATL 目前在储能领域设立了两个合资公司，分别是与公司、星云股份合作。其中，与公司成立的合资公司主要负责储能系统 PCS、特殊储能 PACK、充电桩及“光储充”一体化；与星云股份成立的合资公司主要负责大数据软件服务、储能用 BMS、系统集成。两家合资公司间无直接业务竞争关系。

表4：CATL 储能相关合资公司情况

公司	合资公司名称	公告日期	注册 资本	股权比例	合资公 司地址	投资额	主营业务
科士达	宁德时代科士达 科技有限公司	2019-04-03	4 亿	CATL 51%，科士达 49%	宁德市一期项目总投资 霞浦县	预计约为 4 亿元	储能系统 PCS、特殊储能 PACK、 充电桩及“光储充”一体化
星云股份	福建时代星云科 技有限公司	2019-01-22	1 亿	CATL 20%，星云股份 10%，福州 石正平 40%，两个 LP 各 15%	福州市 马尾区	-	大数据软件服务、储能用 BMS、 系统集成

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

合资公司主要规划三块业务：（1）储能系统 PCS；（2）特殊储能 PACK（含 UPS 锂电池 PACK、户用储能锂电池 PACK 和非标中小型储能锂电池 PACK）；（3）充电桩及“光储充”一体化相关产品。

合资公司业务地位较高，董事会与高管阵容强大。合资公司的主要业务是储能领域的关键产品和未来“光储充”生态链的重要组成部分，也将是 CATL 与公司倾力打造的方向。合资公司董事会和高管阵容强大，董事会成员均为合作双方董事会核心成员。合资公司依托 CATL 锂电池的技术优势和市场地位以及公司在电力电子转换技术上的深厚积累，未来发展前景广阔。

表5：合资公司董事会与高管阵容

合资公司职位	姓名	派驻方	原公司职位
董事长	黄世霖	CATL	副董事长、董事
董事、总经理	刘程宇	科士达	董事长、总经理
董事	曾毓群	CATL	董事长
董事	谭立斌	CATL	副总经理
董事	何少强	科士达	董事、总经理助理
监事	范涛	科士达	董事会秘书

资料来源：WIND、新时代证券研究所

合资公司目前进展顺利，预计 2020H2 开始贡献收入。2019 年 7 月 15 日，合资公司宁德时代科士达科技有限公司已完成工商注册登记。合资公司预计 2020 年下半年开始运作并贡献收入，位于宁德的工厂目前已进入工厂布局和产线规划阶段，预计 2021 年投产。

5、估值与投资建议

我们看好公司未来数据中心业务和光伏逆变器业务的稳步增长，储能与充电桩业务在与 CATL 成立合资公司后，未来有望出现爆发式增长，公司将充分受益合资公司带来的投资收益。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.19、3.83、4.23 亿元，增速分别为 38.4%、20.1%和 10.5%，对应 EPS 分别为 0.55、0.66、0.73 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 16.4、13.6 和 12.3 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

6、风险提示

数据中心业务发展不及预期、光伏逆变器价格下降、合资公司进展不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2992	2479	3175	3459	3579	营业收入	2730	2715	2842	3082	3441
现金	584	599	1334	1309	1209	营业成本	1833	1907	1988	2121	2387
应收票据及应收账款合计	1302	1296	1121	1508	1532	营业税金及附加	39	39	36	43	48
其他应收款	20	17	22	21	27	营业费用	239	267	264	295	325
预付账款	22	7	25	9	29	管理费用	182	74	77	84	94
存货	428	346	461	400	569	研发费用	0	123	128	139	155
其他流动资产	636	213	213	213	213	财务费用	24	-24	-25	-36	-28
非流动资产	824	1063	1050	1075	1158	资产减值损失	44	112	55	65	79
长期投资	6	4	4	19	68	公允价值变动收益	0	-6	-1	-2	-2
固定资产	510	704	697	711	746	其他收益	26	43	17	21	27
无形资产	50	68	68	70	72	投资净收益	12	4	16	27	61
其他非流动资产	258	288	281	276	273	营业利润	406	257	349	419	467
资产总计	3816	3542	4225	4534	4737	营业外收入	6	0	10	11	7
流动负债	1350	929	1409	1457	1354	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	412	257	359	429	473
应付票据及应付账款合计	1014	697	1102	1206	1007	所得税	40	25	40	44	48
其他流动负债	336	232	307	252	347	净利润	371	232	319	385	424
非流动负债	197	188	188	188	188	少数股东损益	0	1	1	2	1
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	371	230	319	383	423
其他非流动负债	197	188	188	188	188	EBITDA	436	294	381	444	495
负债合计	1547	1117	1597	1645	1542	EPS(元)	0.64	0.40	0.55	0.66	0.73
少数股东权益	5	6	7	9	10						
股本	589	582	582	582	582						
资本公积	531	503	503	503	503						
留存收益	1219	1333	1537	1779	2038						
归属母公司股东权益	2264	2419	2621	2880	3184						
负债和股东权益	3816	3542	4225	4534	4737						

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	399	-90	849	118	76
净利润	371	232	319	385	424
折旧摊销	42	55	51	55	60
财务费用	24	-24	-25	-36	-28
投资损失	-12	-4	-16	-27	-61
营运资金变动	-25	-480	518	-261	-323
其他经营现金流	-0	131	1	2	2
投资活动现金流	-235	268	-23	-55	-86
资本支出	173	164	-13	11	34
长期投资	-75	454	0	0	-49
其他投资现金流	-138	886	-37	-44	-100
筹资活动现金流	-18	-173	-91	-88	-90
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	144	-7	0	0	0
资本公积增加	-57	-27	0	0	0
其他筹资现金流	-105	-139	-91	-88	-90
现金净增加额	148	8	735	-25	-100

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	55.9	-0.5	4.7	8.5	11.7
营业利润(%)	31.0	-36.6	35.7	19.9	11.4
归属于母公司净利润(%)	25.5	-38.1	38.4	20.1	10.5
获利能力					
毛利率(%)	32.8	29.7	30.1	31.2	30.6
净利率(%)	13.6	8.5	11.2	12.4	12.3
ROE(%)	16.4	9.5	12.1	13.3	13.3
ROIC(%)	22.6	11.8	22.6	22.3	20.3
偿债能力					
资产负债率(%)	40.5	31.5	37.8	36.3	32.6
净负债比率(%)	-22.5	-17.8	-44.4	-39.5	-32.6
流动比率	2.2	2.7	2.3	2.4	2.6
速动比率	1.4	2.1	1.8	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	2.6	2.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.4	2.2	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.40	0.55	0.66	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.62	1.46	0.20	0.13
每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.15	4.50	4.94	5.47
估值比率					
P/E	14.0	22.7	16.4	13.6	12.3
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.8	16.3	10.6	9.2	8.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>