

业绩稳健增长，技术强劲，未来可期

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 报告期内实现营业收入 10.7 亿元, 同比增长 43.7%, 归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 30.8%, 扣非归母净利润 1.4 亿元, 同比增长 27.7%。
- **2 季度业绩改善明显:** 公司 1 季度表现并不佳, 归母净利润仅实现 5082 万元, 同比增幅仅为 4.1%。公司 2 季度业绩开始好转, 实现归母净利润 9791 万元, 环比增长 92.8%, 同比增长 50.9%, 是公司历史上 2 季度最佳业绩。
- **光伏逆变器表现突出, 数据中心业务稳健增长:** 整体而言, 上半年公司毛利率为 34.1%, 较上年下降 1.7 个百分点, 公司的各项产品中仅离线式 UPS、精密空调、光伏逆变器毛利率同比上升, 分别较上年提升 1.5、3.0、2.5 个百分点, 毛利率下降幅度较大的是铅酸蓄电池、数据中心配套产品、大功率 UPS 及充电桩。其中, 光伏逆变器受益于上半年光伏行业的超预期变现 (上半年新增装机量 24GW), 营收及毛利率实现双双增长; 充电桩业务受上半年充电桩市场投资情绪较差影响, 营收同比下降了 77.3%, 毛利率较上年下降 4.3 个百分点。
- **三费率变化不大, 先行指标表现强势:** 三费率整体而言, 变化均不大, 销售费用率 10.0%, 较上年增长 0.6 个百分点; 管理费用率 6.4%, 较上年下降 1 个百分点; 财务费用率 0.8%, 较上年增长 1.6 个百分点。公司的各项具有先行意义的经营指标 (预付款、预收款、存货、购买商品支付现金) 表现较为强势, 经营趋势良好。预付款项目增长较多与 16 年基数较小有关。
- **盈利预测与投资建议。** 公司技术实力雄厚, 充电桩和光伏逆变器业务拓展迅速, 贡献业绩弹性。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.64 元、0.74 元和 0.93 元, 对应 PE 分别为 25 倍、21 倍和 17 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动的风险, 充电桩行业持续不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1750.44	2111.65	2511.95	3234.96
增长率	14.67%	20.64%	18.96%	28.78%
归属母公司净利润 (百万元)	295.86	368.90	427.80	537.06
增长率	26.75%	24.69%	15.97%	25.54%
每股收益 EPS (元)	0.51	0.64	0.74	0.93
净资产收益率 ROE	15.03%	16.13%	16.19%	17.36%
PE	31	25	21	17
PB	4.59	3.97	3.43	2.93

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

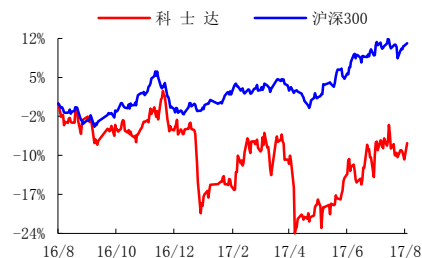
分析师: 李佳颖
 执业证号: S1250513090001
 电话: 023-63786561
 邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
 电话: 010-57631196
 邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹
 电话: 021-68415929
 邮箱: lzh@swsc.com.cn

联系人: 陈瑶
 电话: 075-23914886
 邮箱: cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.79
流通 A 股(亿股)	5.53
52 周内股价区间(元)	13.15-22.98
总市值(亿元)	91.64
总资产(亿元)	28.67
每股净资产(元)	4.54

相关研究

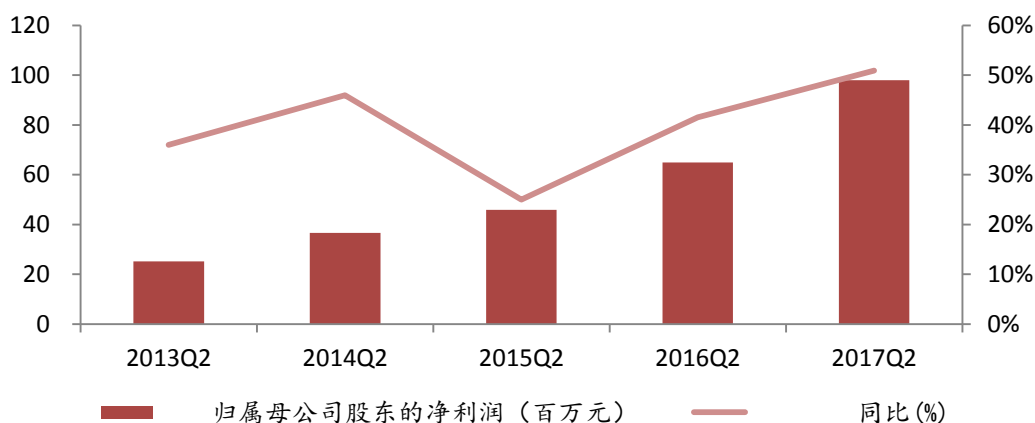
1. 科士达 (002518): 业绩稳健增长, 充电桩、储能乘政策东风 (2017-03-28)
2. 科士达 (002518): UPS 主业为基, 展新能源宏图 (2016-12-13)

二季度业绩好转，经营性指标表现良好

业绩摘要：报告期内，公司实现营业收入 10.7 亿元，同比增长 43.7%，归母净利润 1.5 亿元，同比增长 30.8%，扣非归母净利润 1.4 亿元，同比增长 27.7%。

公司 1 季度表现并不佳，归母净利润仅实现 5082 万元，同比增幅仅为 4.1%。公司 2 季度业绩开始好转，实现归母净利润 9791 万元，环比增长 92.8%，同比增长 50.9%，是公司历史上 2 季度最佳业绩。

图 1：公司 13-17 年 Q2 归母净利润逐年增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

光伏逆变器表现突出，数据中心业务稳健增长：公司上半年业绩增长点主要来自于数据中心一体化业务中的微模块产品和光伏逆变器产品，充电桩产品表现不佳。

- UPS 下游应用领域分散，因此营销渠道十分关键，公司目前构建了“省级核心代理+地级市场布局”的营销架构和“行业+渠道”的营销模式。同时积极从“卖产品”向“卖服务”转型，与集成商和总包商合作，完善数据中心一体化解决领域。
- 上半年国内新增光伏装机量 24GW，超出市场预期，公司积极参与光伏扶贫项目，并获得国电投、华电等主流光伏电站投资商的认可，体现了公司光伏逆变器产品的市场竞争力处于行业领先水平。
- 由于上半年充电桩投资情绪不佳，公司的充电桩业务同比下降了 77.3%。但报告期内公司充电桩的客户拓展也有一些新的突破，成功进入了碧桂园、万科、华润等地产企业的供应商库。我们认为公司在电力电子领域积累了丰富的经验，充电桩模块的核心变流技术以及前端供应链均来自于公司的 UPS 业务，因此具有较强的技术优势，后续有望借行业回暖而实现业绩企稳回升。

整体而言，上半年公司毛利率为 34.1%，较上年下降 1.7 个百分点，公司的各项产品中仅离线式 UPS、精密空调、光伏逆变器毛利率同比上升，分别较上年提升 1.5、3.0、2.5 个百分点，毛利率下降幅度较大的是铅酸蓄电池、数据中心配套产品、大功率 UPS 及充电桩。

表 1：分行业、分产品营收及毛利率

	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年 同期增减
分行业						
新能源产品	407.1	261.2	35.8%	88.9%	87.9%	0.4%
数据中心产品	659.9	445.9	32.4%	25.0%	30.9%	-3.1%
分产品						
在线式 UPS	421.6	262.7	37.7%	25.3%	33.0%	-3.6%
其中：10K 以下	154.6	108.1	30.1%	25.3%	29.1%	-2.1%
10K 以上（含 10K）	267.0	154.6	42.1%	25.2%	35.8%	-4.5%
离线式 UPS	107.0	78.7	26.4%	15.2%	13.0%	1.5%
铅酸蓄电池	55.9	47.1	15.7%	31.9%	46.8%	-8.6%
精密空调	29.2	16.4	43.9%	47.3%	39.7%	3.0%
配套产品	46.2	41.0	11.3%	27.5%	38.9%	-7.2%
光伏逆变器	398.3	256.1	35.7%	125.3%	116.8%	2.5%
新能源充电设备	8.8	5.1	41.6%	-77.3%	-75.5%	-4.3%

数据来源：公司公告，西南证券整理

三费率变化不大，先行指标表现强势：三费方面整体而言，变化均不大，销售费用率 10.0%，较上年增长 0.6 个百分点；管理费用率 6.4%，较上年下降 1 个百分点；财务费用率 0.8%，较上年增长 1.6 个百分点。

公司的各项具有先行意义的经营指标表现较为强势，经营趋势良好。预付款项目增长较多与 16 年基数较小有关。

表 2：经营指标分析

单位：百万元	2014	2015	2016	2017H1	同比
预付款	83.4	11.7	9.3	56.2	699.9%
预收款	44.6	72.5	61.6	70.3	23.2%
存货	268.5	291.3	331.5	395.9	33.6%
购买商品支付现金	864.0	884.4	1115.9	691.8	19.0%

数据来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1750.44	2111.65	2511.95	3234.96	净利润	300.15	372.62	432.12	542.48
营业成本	1106.17	1338.29	1595.93	2074.38	折旧与摊销	37.41	32.52	32.52	32.52
营业税金及附加	24.83	22.52	28.57	22.32	财务费用	-15.40	-20.85	-25.04	-31.92
销售费用	179.18	204.83	244.91	317.03	资产减值损失	29.45	5.00	5.00	5.00
管理费用	131.65	162.60	193.42	249.09	经营营运资本变动	-60.06	-158.89	-243.06	-424.04
财务费用	-15.40	-20.85	-25.04	-31.92	其他	-173.13	-34.34	-34.34	-35.44
资产减值损失	29.45	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	118.42	196.07	167.20	88.60
投资收益	15.31	30.00	30.00	30.00	资本支出	-4.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.10	0.05	-0.01	其他	77.93	29.90	30.05	29.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	73.89	29.90	30.05	29.99
营业利润	309.87	429.16	499.20	629.06	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	24.90	9.22	9.17	9.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	334.77	438.38	508.37	638.21	股权融资	1.53	0.00	0.00	0.00
所得税	34.62	65.76	76.26	95.73	支付股利	-74.23	-59.17	-73.78	-85.56
净利润	300.15	372.62	432.12	542.48	其他	102.06	20.84	25.04	31.92
少数股东损益	4.29	3.73	4.32	5.42	筹资活动现金流净额	29.36	-38.34	-48.74	-53.64
归属母公司股东净利润	295.86	368.90	427.80	537.06	现金流量净额	222.68	187.63	148.50	64.95
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	433.04	620.67	769.18	834.12	成长能力				
应收和预付款项	844.27	991.84	1194.24	1535.97	销售收入增长率	14.67%	20.64%	18.96%	28.78%
存货	331.53	400.68	477.36	621.51	营业利润增长率	19.00%	38.50%	16.32%	26.01%
其他流动资产	557.05	671.99	799.38	1029.47	净利润增长率	30.20%	24.15%	15.97%	25.54%
长期股权投资	5.23	5.23	5.23	5.23	EBITDA 增长率	19.57%	32.83%	14.94%	24.27%
投资性房地产	20.21	20.21	20.21	20.21	获利能力				
固定资产和在建工程	426.82	400.18	373.54	346.90	毛利率	36.81%	36.62%	36.47%	35.88%
无形资产和开发支出	45.68	39.99	34.30	28.61	三费率	16.88%	16.41%	16.45%	16.51%
其他非流动资产	157.94	157.75	157.56	157.37	净利率	17.15%	17.65%	17.20%	16.77%
资产总计	2821.75	3308.55	3830.99	4579.40	ROE	15.03%	16.13%	16.19%	17.36%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.64%	11.26%	11.28%	11.85%
应付和预收款项	647.70	815.90	974.28	1255.14	ROIC	16.79%	21.19%	21.85%	23.06%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.96%	20.88%	20.17%	19.46%
其他负债	177.48	182.64	188.36	198.98	营运能力				
负债合计	825.18	998.54	1162.64	1454.12	总资产周转率	0.65	0.69	0.70	0.77
股本	445.32	578.92	578.92	578.92	固定资产周转率	4.12	5.11	6.49	8.98
资本公积	587.90	454.30	454.30	454.30	应收账款周转率	2.40	2.49	2.49	2.57
留存收益	937.03	1246.76	1600.78	2052.27	存货周转率	3.54	3.65	3.62	3.76
归属母公司股东权益	1970.27	2279.98	2634.00	3085.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.78%	—	—	—
少数股东权益	26.30	30.03	34.35	39.77	资本结构				
股东权益合计	1996.57	2310.01	2668.35	3125.27	资产负债率	29.24%	30.18%	30.35%	31.75%
负债和股东权益合计	2821.75	3308.55	3830.99	4579.40	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.22	3.18	3.21	3.09
					速动比率	2.73	2.70	2.74	2.61
					股利支付率	25.09%	16.04%	17.25%	15.93%
					每股指标				
					每股收益	0.51	0.64	0.74	0.93
					每股净资产	3.45	3.99	4.61	5.40
					每股经营现金	0.20	0.34	0.29	0.15
					每股股利	0.13	0.10	0.13	0.15
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	331.89	440.83	506.68	629.66					
PE	30.98	24.84	21.42	17.06					
PB	4.59	3.97	3.43	2.93					
PS	5.24	4.34	3.65	2.83					
EV/EBITDA	19.28	18.89	16.14	12.89					
股息率	0.81%	0.65%	0.81%	0.93%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn