

分布式拉动逆变器高增长，充电桩空间广阔 买入（维持）

2017 年 10 月 26 日

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,750	2,448	3,073	3,776
同比（%）	14.7%	39.8%	25.5%	22.9%
净利润（百万元）	296	411	531	676
同比（%）	26.8%	38.9%	29.2%	27.4%
毛利率（%）	36.8%	35.1%	35.2%	35.6%
ROE（%）	15.0%	18.0%	19.8%	21.2%
每股收益（元）	0.66	0.70	0.90	1.15
P/E	26.27	25.02	19.36	15.19
P/B	3.94	4.51	3.84	3.23

投资要点

■ **三季度持续高增长，全年趋势明朗。**公司发布 2017 年三季度报，报告期内公司实现营业收入 17.09 亿元，同比增长 46.93%；实现归属母公司净利润 2.46 亿元，同比增长 33.23%。对应 EPS 为 0.42 元。其中 3 季度，实现营业收入 6.35 亿元，同比增长 52.82%，环比下降 6.27%；实现归属母公司净利润 0.98 亿元，同比增长 37.16%，环比下降 0.15%。3 季度对应 EPS 为 0.17 元。公司预告 17 年经营业绩 20-50% 增速，净利润 3.55-4.44 亿元。

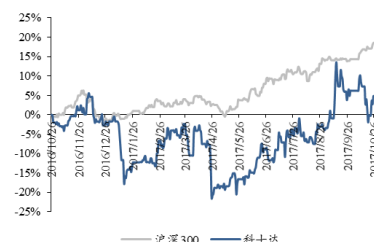
■ **受益于分布式爆发，营收和毛利率同步提升。**17 年截至目前光伏行业增速明显，尤其分布式光伏是爆发的一年，根据 CPIA（中国光伏行业协会）统计，1-9 月新增装机 42GW 同比增长 60%，其中分布式装机 15GW，同比增长复苏在 300% 以上，由于补贴下调我们预计四季度或有分布式的抢装行情，Q4 装机在 5GW 左右，全年装机 20GW，增速 373%，18 年看好户用分布式爆发继续拉动分布式整体翻倍的装机量。科士达作为国内逆变器排在华为和阳光之后的第三大厂商，在组串式逆变器上积累多年，今年逆变器受益于分布式大爆发，一方面营收中分布式占比不断提升，总营收上半年增速 125%，前三季度和全年预计仍然保持翻倍，其中分布式作为主要增量贡献，因为今年集中式行业增速并不明显，同时分布式毛利率高于集中式，今年逆变器毛利率提升也会比较明显。

■ **UPS 稳步发展毛利率受铅价拖累，充电桩业务基数低全年保持高增速。**数据中心 UPS 电源业务今年稳步增长，预计全年 20-30% 的营收增速，同时今年上游原材料铅的价格攀升，对于毛利率有一定影响，短期 UPS 毛利率应该是下滑 3 个百分点，造成全年净利润增速会低于营业收入，但公司深耕金融、通讯、政府、电力等重点目标行业，入围多家大型央企目标选型，在行业逆境中保持市场份额稳定增长；充电设备上公司早在 2014 年已完成电动汽车充电桩产品的技术储备，是国内充电设备龙头企业，并实现批量出口日本，2016 年公司电动汽车充电桩产品实现营业收入 7084.6 万元，公司随后将在提供充电设备的同时密切关注市场发展，积极探索和布

首席证券分析师 曾朵红
执业证书编号：S0600516080001
021-60199798
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 汪林森
执业证书编号：S0600517080001
010-66573527
wangls@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元） 17.45
一年最低价/最高 12.55/18.88
市净率（倍） 4.85
流通 A 股市值（百万元） 9645.98

基础数据

每股净资产（元） 3.60
资本负债率（%） 36.99%
总股本（百万股） 589.08
流通 A 股（百万） 552.78

相关研究

1. 股权激励计划推出，三大板块稳定发展 2017-06-20
2. 业绩符合预期，全面推进三大核心业务 2017-03-28
3. UPS 龙头，光伏逆变和充电桩新秀，积极转型 2016-11-17

局电动汽车充电网络运营，为客户提供高附加值充电服务，截止目前公司主要订单来自网外，预计全年会有翻倍的增速。

- **费用控制和现金流稳定，经营周转逐步改善。**公司 2017 年前 3 季度期间费用同比增长 47.00%至 2.87 亿元，期间费用率上升 0.01 个百分点至 16.81%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 38.69%、上升 24.55%、下降 333.24%至 1.57 亿元、1.12 亿元、0.18 亿元；费用率分别下降 0.55、下降 1.18、上升 1.73 个百分点至 9.19%、6.56%、1.06%。2017 年前 3 季度经营活动现金流量净流入 0.30 亿元，同比增长 127.28%；销售商品取得现金 13.64 亿元，同比增长 31.93%。期末预收款项 0.69 亿元，同比增长 9.31%。期末应收账款 10.53 亿元，较期初增长 2.58 亿元，应收账款周转天数下降 26.32 天至 144.62 天。期末存货 5.7 亿元，较期初上升 2.38 亿元；存货周转天数下降 4.5 天至 107.46 天。

图表 1：分布式光伏发展增速

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
中国	2.5	3.5	12.92	10.6	15.13	34.54	45
地面	1.95	2.5	10.42	8.55	13.74	30.31	30
分布式	0.55	1	2.5	2.05	1.39	4.23	20
分布式增速		82%	150%	-18%	-32%	204%	373%

资料来源：国家能源局，东吴证券研究所

- **盈利预测与投资评级：**根据公司前三季度表现，我们上调了公司盈利预测，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 4.11、5.31、6.76 亿元，对应 EPS 分别为 0.70 元、0.90 元、1.15 元，业绩增速达 38.9%、29.2%、27.4%，对应 PE 分别为 25.02 倍、19.36 倍、15.19 倍。给予公司 2018 年 25 倍 PE，对应目标价 22.5 元。维持公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**分布式光伏装机不达预期，充电桩设备订单落地不达预期，UPS 行业增速不达预期。

科士达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2165.9	2890.4	3544.7	4889.2	营业收入	1750.4	2447.9	3072.7	3776.4
现金	433.0	423.6	348.6	1081.5	营业成本	1106.2	1588.2	1991.3	2430.8
应收款项	834.9	1140.1	1431.1	1758.9	营业税金及附加	24.8	24.5	24.6	26.4
存货	331.5	469.9	589.2	719.3	营业费用	179.2	239.9	291.9	339.9
其他	566.4	856.8	1175.8	1329.6	管理费用	133.6	177.8	219.7	265.9
非流动资产	655.9	702.2	726.6	744.1	财务费用	-15.4	-9.9	-7.6	-6.7
长期股权投资	5.2	4.9	4.5	4.1	投资净收益	15.3	10.0	15.0	15.0
固定资产	426.8	475.0	501.3	520.7	其他	-27.5	6.0	16.1	12.9
无形资产	45.2	43.7	42.2	40.7	营业利润	309.9	443.4	583.9	748.0
其他	178.6	178.6	178.6	178.6	营业外净收支	24.9	20.0	15.0	15.0
资产总计	2821.8	3592.5	4271.3	5633.3	利润总额	334.8	463.4	598.9	763.0
流动负债	672.3	1080.2	1274.7	1540.1	所得税费用	34.6	46.3	59.9	76.3
短期借款	0.0	100.0	33.3	44.4	少数股东损益	4.3	6.3	8.1	10.3
应付账款	511.0	739.7	927.5	1132.2	归属母公司净利润	295.9	410.8	531.0	676.4
其他	161.3	240.5	313.9	363.5	EBIT	333.4	443.5	571.3	741.4
非流动负债	152.9	202.9	282.9	864.5	EBITDA	369.3	469.1	599.6	772.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	152.9	202.9	282.9	864.5					
负债总计	825.2	1283.1	1557.6	2404.6	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	26.3	31.0	37.1	44.8	每股收益(元)	0.66	0.70	0.90	1.15
归属母公司股东权益	1970.3	2278.4	2676.6	3183.9	每股净资产(元)	4.42	3.87	4.54	5.41
负债和股东权益总计	2821.8	3592.5	4271.3	5633.3	发行在外股份(百万股)	445.3	589.1	589.1	589.1
					ROIC(%)	14.7%	17.2%	19.2%	22.1%
					ROE(%)	15.0%	18.0%	19.8%	21.2%
					毛利率(%)	36.8%	35.1%	35.2%	35.6%
					EBIT Margin(%)	19.0%	18.1%	18.6%	19.6%
					销售净利率(%)	16.9%	16.8%	17.3%	17.9%
					资产负债率(%)	29.2%	35.7%	36.5%	42.7%
					收入增长率(%)	14.7%	39.8%	25.5%	22.9%
					净利润增长率(%)	26.8%	38.9%	29.2%	27.4%
					P/E	26.27	25.02	19.36	15.19
					P/B	3.94	4.51	3.84	3.23
					EV/EBITDA	23.28	19.30	15.56	13.17
现金流量表 (百万元)									
	2015	2016E	2017E	2018E					
经营活动现金流	118.4	55.7	187.2	454.9					
投资活动现金流	73.9	-62.5	-62.8	-63.9					
筹资活动现金流	29.4	-2.7	-199.4	342.0					
现金净增加额	222.7	-9.5	-75.0	732.9					
折旧和摊销	35.9	25.6	28.3	31.4					
资本开支	-21.0	-62.8	-63.2	-64.3					
营运资本变动	7.4	-405.4	-388.2	-275.7					
企业自由现金流	350.9	-43.5	91.2	358.7					

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>