

科士达 (002518) :

各项业务发展良好, 扩张加速打开增长空间

推荐 (维持)

电力设备新能源

当前股价: 15.84 元

报告日期: 2018 年 4 月 13 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2729.62	3493.91	4542.08	6086.39
(+/-)	55.94%	28.00%	30.00%	34.00%
归属母公司净利润	371.44	508.93	689.41	933.93
(+/-)	25.55%	37.02%	35.46%	35.47%
EPS (元)	0.64	0.864	1.170	1.585
市盈率	24.75	18.42	13.53	10.02

公司基本情况 (最新)

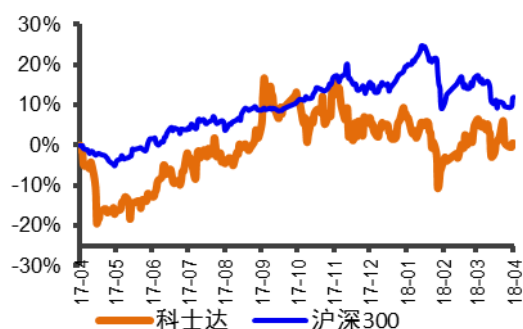
总股本/已流通股 (亿股)	5.89/5.54
流通市值 (亿元)	87.70
每股净资产 (元)	3.84
资产负债率 (%)	40.54

相关研究

科士达 (002518.SZ): 收购江西金阳光并投资建设储能系统绿色制造项目, 正式进军储能领域-20180312

科士达 (002518.SZ): UPS+逆变器推动业绩稳定增长, 充电桩是未来最大增量-20180302

股价表现 (最近一年)



资料来源: WIND, 华鑫证券研发部

分析师: 潘永乐

执业证书编号: S1050517100001

联系电话: 021-54967705

邮箱: panyl@cfsc.com.cn

相关事件:

2018 年 4 月 4 日公司发布 2017 年年度报告, 2017 年公司实现营业收入 27.29 亿元, 同比增长 55.94%; 实现归母净利润 3.71 亿元, 同比增长 25.55%; 全年加权平均净资产收益率 17.72%, 同比上升 1.65pct.。

投资要点:

◆数据中心业务保持稳健增长, 铅价上涨导致毛利率略微下滑。2017 年公司数据中心业务整体实现营业收入 16.44 亿元 (YoY+28.76%); 毛利率 31.28%, 下滑 5.71pct.。其中在线 UPS (10K 以上含 10K) 实现营业收入 7.41 亿元 (YoY+31.70%), 毛利率 38.03%, 下滑 6.87pct.; 在线 UPS (10K 以下) 实现营业收入 3.75 亿元 (YoY+22.27%), 毛利率 28.81%, 下滑 5.07pct.; 离线 UPS 实现营业收入 2.20 亿元 (YoY+38.22%), 毛利率 25.42%, 下滑 2.72pct.。公司全年销售数据中心产品 143.25 万套 (YoY+28.92%)。

◆公司 UPS 在轨交、军工等新应用场景的拓展取得显著成效, 系统集成等一体化解决方案加速发展。2017 年, 公司 UPS 成功入围了平安银行、招商银行、民生银行、交通银行、农业银行等银行的目标选型, 大功率 UPS 电源产品在金融行业已获得了广泛应用。在金融行业继续保持优势地位的同时, 公司在轨交、军工、通信等新应用场景的拓展也取得显著成效。在轨交场景上, 公司分别参与长沙轨道 3 号线、西安城际轨道、长春地铁 2 号线、南宁地铁 3 号线、深圳 20 号线、成蒲铁路等国内重要交通项目; 在军工场景上, 公司先后参与了中部战区后勤机房采购项目、火箭军某部指挥所采购项目、战略支援部队 2017 年集中采购项目、南部战区电源系统改造项目、朱日和阅兵项目等。在通讯场景上公司也取得重大突破, 先后入围了中国移动、中国联通等通信巨头的目标选型。

◆逆变器出货量大幅增长, 主打组串式逆变器直接受益分布式光伏装机大增。来自 GTM Research 的统计显示, 全球 2017 年光伏逆变器出货量高达 98.5GW (YoY+23%); 其中组串式逆变器出货 46.23GW (YoY+49%), 增速高于行业整体增速 26pct., 中国领跑者计划中 80%都选择使用了组串式逆变器; 集中式逆



逆变器出货 42.38GW。受益于我国组串式逆变器份额上升，公司 2017 年光伏逆变器实现出货 4166.73MW (YoY+147.76%)；实现营收 9.15 亿元 (YoY+137.22%)；毛利率 35.62%，同比上升 2.31pct.。

◆**加快储能业务布局，积极培育等待行业启动。**公司目前已经完成对江西长新电源持有的金阳光 100%股权收购，并以金阳光公司为主体投资 9 亿元建设储能系统制造项目。目前公司已完成并网切换型 PCS 的研发，产品功率等级涵盖 30KW-630KW；并成功完成 50KW 模块化 PCS 及系统的研发，实现了功率等级从 50KW-600KW 的覆盖；完成 50KW 模块化直流变换器及系统的研发，实现了功率等级从 50KW-300KW 的覆盖；并成功完成了 EMS 系统、MWH 级集装箱系统、第二代光储混合逆变器的研发。随着 2017 年几款储能系列产品的相继研发成功，公司已经具备提供含电池、电池 BMS、散热系统、消防系统、PCS、EMS、升压变等系统集成能力，并可根据市场需求提供微电网解决方案、调频解决方案、削峰填谷解决方案、光储充等系统解决方案。

◆**充电桩出货量快速爆发，已成公司新增长级。**2017 年公司充电桩业务实现销售 1.48 亿元 (YoY+108.55%)；毛利率 24.66%，同比下滑 17.85pct.；全年共实现充电桩设备销售 6.46 万套 (YoY+613.77%)，同比出现大幅增长。目前公司已完成一体式(单枪/双枪/四枪)直流快速充电机 15KW~200KW 系列产品，实现单枪在满功率、四分之三功率、二分之一功率以及四分之一功率之间切换，可以满足充电场站白天大功率补电、夜间多枪同时小功率充电的使用需求；在充电桩模块方面，已形成电压等级为 500V 和 750V 的 15KW、20KW 的产品系列。截至 2017 年底，公司仍有充电桩在手订单超过 1 亿元，我们预计公司充电桩业务有望在 2018 年继续实现超过 100%的增速，成为公司短期业绩的显著边际增量。

◆**盈利预测：**在 UPS 业务维持稳定，光伏逆变器及充电桩业务快速增长的核心逻辑下，公司良好的财务状况有利于公司在数据中心系统集成和储能系统集成等领域加杠杆扩张，我们维持 2018 年 EPS 预测值 0.864 元不变，将公司 2019 年 EPS 预测值由 1.04 元略上调至 1.170 元，同时引入 2020 年预测值 1.585 元，继续维持其“推荐”的投资评级，维持目标价 21.6 元不变，对应 18 年 25 倍 P/E。

◆**风险提示：**光伏新增装机不达预期；光伏逆变器毛利率下降超出预期；充电桩核心模块销售不达预期；国内在线 UPS 市场出现萎缩；公司海外 UPS 市场拓展不达预期；储能业务推进不达预期等。



预测财务报表（单位：百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	583.60	598.96	594.88	461.53	营业收入	2729.62	3493.91	4542.08	6086.39
应收和预付款项	1343.95	1616.61	2231.78	2926.12	减：营业成本	1833.10	2298.99	2975.06	4029.19
存货	428.43	723.29	767.13	1251.38	营业税金及附加	39.14	50.11	65.14	87.28
其他流动资产	636.19	636.19	636.19	636.19	营业费用	239.21	286.50	367.91	486.91
长期股权投资	5.63	5.63	5.63	5.63	管理费用	181.65	209.63	263.44	334.75
投资性房地产	89.71	79.03	68.36	57.68	财务费用	24.18	35.86	45.37	35.40
固定资产和在建工程	552.47	947.32	1192.18	1197.04	资产减值损失	44.20	30.13	30.13	30.13
无形资产和开发支出	50.81	44.08	37.35	30.62	加：投资收益	12.38	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	124.51	87.89	87.42	87.42	汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3816.22	4739.01	5620.92	6653.62	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	406.03	582.68	795.03	1082.72
应付和预收款项	1349.93	1354.88	1907.20	2422.49	加：其他非经营损益	5.78	13.15	13.15	13.15
长期借款	0.00	600.00	400.00	200.00	利润总额	411.81	595.83	808.18	1095.87
其他负债	197.27	124.17	124.17	124.17	减：所得税	40.35	86.87	118.73	161.88
负债合计	1547.20	2079.05	2431.37	2746.66	净利润	371.46	508.96	689.45	933.99
股本	589.08	589.08	589.08	589.08	减：少数股东损益	0.02	0.03	0.05	0.06
资本公积	455.83	455.83	455.83	455.83	归属母公司股东净利润	371.44	508.93	689.41	933.93
留存收益	1219.45	1610.35	2139.89	2857.24					
归属母公司股东权益	2264.35	2655.26	3184.79	3902.15	财务分析	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	4.67	4.70	4.75	4.81	收益率				
股东权益合计	2269.02	2659.96	3189.54	3906.96	毛利率	32.84%	34.20%	34.50%	33.80%
负债和股东权益合计	3816.22	4739.01	5620.92	6653.62	三费/销售收入	16.30%	15.23%	14.90%	14.08%
					EBIT/销售收入	14.86%	17.22%	18.13%	18.09%
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	EBITDA/销售收入	16.38%	19.88%	21.28%	21.09%
经营性现金净流量	399.49	25.56	757.49	474.94	销售净利率	13.61%	14.57%	15.18%	15.35%
投资性现金净流量	-235.21	-486.32	-386.32	-186.32	资产获利率				
筹资性现金净流量	-18.22	476.12	-375.24	-421.97	ROE（摊薄）	16.40%	19.17%	21.65%	23.93%
现金流量净额	147.86	15.36	-4.07	-133.35	ROA	11.19%	12.70%	14.65%	16.55%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	增长率				
EBIT	392.30	601.69	823.55	1101.27	销售收入增长率	55.94%	28.00%	30.00%	34.00%
EBITDA	433.92	694.57	966.43	1283.68	净利润增长率	25.55%	37.02%	35.46%	35.47%
NOPLAT	340.77	502.76	691.34	927.40	总资产增长率	35.24%	24.18%	18.61%	18.37%
净利润	371.44	508.93	689.41	933.93	资本结构				
EPS（摊薄）	0.64	0.864	1.170	1.585	资产负债率	40.54%	43.87%	43.26%	41.28%
BPS	3.844	4.507	5.406	6.624	投资资本/总资产	50.62%	55.80%	53.16%	54.92%
PE	24.75	18.42	13.53	10.02	带息债务/总负债	0.00%	28.86%	16.45%	7.28%
PB	4.12	3.51	2.93	2.39	流动比率	2.22	2.64	2.22	2.18
PS	3.42	2.67	2.05	1.53	速动比率	1.90	1.64	1.48	1.40

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，九年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>