

科士达(002518)

公司研究/动态报告

同源技术多领域延伸，有望受益下游行业向好发展

--科士达(002518)公司动态报告

动态研究报告/电力设备与新能源行业

2020年03月05日

报告摘要：

● 2019年毛利率回升，归母净利润同比稳步增长

公司发布 19 年度业绩快报，实现营收 26.10 亿元，同比-3.9%；归母净利润 3.20 亿元，同比+38.9%。19Q4 实现营收 9.69 亿元，同比+5.9%；归母净利润 0.90 亿元，同比+997.3%，18 年同期计提了较高的资产减值损失，基数较低。

● 5G应用推动产品需求扩大，光伏逆变器有望受益行业向上

数据中心为公司营收占比最大业务，产品以 UPS 为主。公司在国内 UPS 电源市占率稳居前列，逐步扩大具备高毛利率优势的中大功率 UPS 产品销售占比，持续推进优质客户合作。5G 技术的加速普及，利于促进数据中心建设规模增长，拉动通信电源需求提升，公司储备相应产品及产线，未来有望持续受益。

19 年光伏新能源板块业绩受到国内光伏新增装机量减少及市场竞争环境影响有所下滑，但随着度电成本的下降，国内及全球光伏新增装机将持续提升，逆变器产品需求量随之扩大。公司具备多类型的光伏逆变器产品，积极开拓海外客户，未来发展空间有望持续提升。

● 储能市场前景广阔，携手宁德时代深远布局

全球及国内电化学储能累计装机同比增长，截至 19 年底，分为 8.22 GW、1.59GW，同比+24.0%、+48.4%，在所有储能类型中的占比均同比提升。未来全球及国内电化学储能规模增长可期，根据 CNESA，20-22 年预计全球新增投运规划超 16GW；国内 19-23 年累计装机规模复合增速预计将为 86.6%。公司与宁德时代建立合资公司，将借助双方优势，共谋储能领域发展。

● 充电设施不断完善，设备端需求将持续扩大

在新能源汽车蓬勃发展的推动下，下游充电设施不断完善，19 年底，国内车桩比由 2015 年的 7.84:1 提升至 3.50:1，车桩比逐年提升。公司具备自主研发充电桩核心模块及整桩的能力，产品覆盖多种类型，并积极布局外资品牌及海外市场，18 年成功入围特斯拉体系充电桩设备中国直接供应商。未来在新能源汽车景气度向上的情况下，公司作为设备商有望受益行业需求增长。

● 投资建议

公司深耕电力电子领域多年，主营业务板块依托同源技术进行延伸，有望受益各业务板块所在行业的景气度向上。预计 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.55、0.66、0.82 元，对应 PE (3 月 4 日收盘价) 为 27X、23 X、18X。参考中恒电气 2020 年 PE 为 39X (Wind 一致预期) 以及科华恒盛 2020 年 PE 为 27X (Wind 一致预期)，均高于当前公司 2020 年对应 PE。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示：

政策变化，所处行业发展不达预期，产能及销售情况不及预期，产品价格大幅下降风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,715	2,610	3,122	3,777
增长率 (%)	-0.5%	-3.8%	19.6%	21.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	230	320	383	476
增长率 (%)	-38.1%	38.9%	19.7%	24.5%
每股收益 (元)	0.40	0.55	0.66	0.82
PE (现价)	37	27	23	18
PB	4	3	3	2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

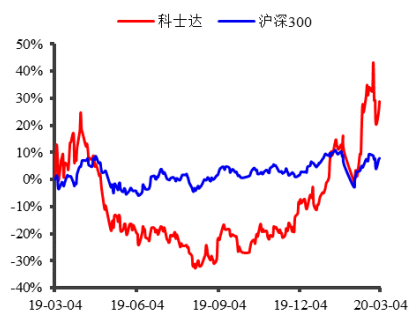
当前价格： 14.85

交易数据

2020-03-04

近 12 个月最高/最低 (元)	16.29/7.39
总股本 (百万股)	582.45
流通股本 (百万股)	558.16
流通股比例 (%)	95.83
总市值 (亿元)	86.49
流通市值 (亿元)	82.89

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨睿

执业证号： S0100517080002

电话： (010) 85127656

邮箱： yangrui_yjy@mszq.com

分析师：李唯嘉

执业证号： S0100519090003

电话： (010) 85127656

邮箱： liweijia@mszq.com

相关研究

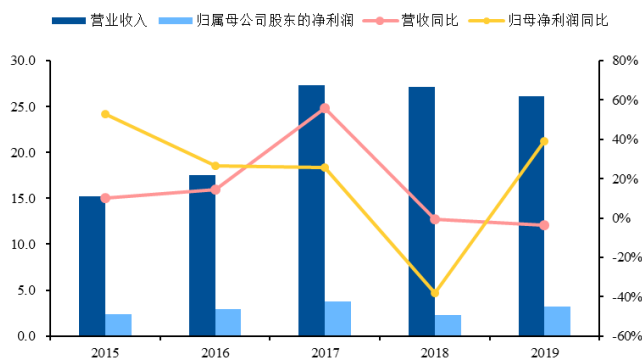
目录

一、2019 年毛利率回升，归母净利润同比实现增长.....	3
二、5G 应用推动产品需求扩大，光伏逆变器有望受益行业向上.....	4
(一) UPS 产品为重要业务板块，5G 基站建设带来新增长点.....	4
1、UPS 行业份额居前，产品结构不断优化	4
2、应用领域持续拓展，有望受益 5G 应用普及.....	5
(二) 光伏逆变器业务有望受益于行业回暖.....	6
三、储能市场前景广阔，携手宁德时代深远布局.....	9
(一) 电化学储能市场发展前景可期.....	9
(二) 携手宁德时代，公司储能领域布局深远.....	10
四、充电设施不断完善，设备端需求将持续扩大.....	11
(一) 国内公共充电桩保有量及车桩比逐年提升	11
(二) 优质设备商，有望受益于行业广阔前景.....	11
五、投资建议.....	13
六、风险提示.....	13
插图目录.....	15
表格目录.....	15

一、2019 年毛利率回升，归母净利润同比实现增长

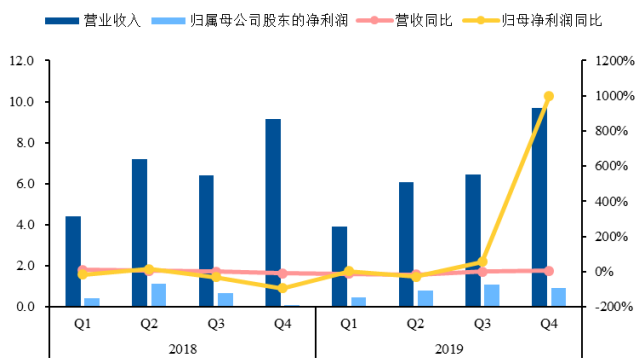
近日，公司发布 2019 年度业绩快报，报告期内实现营业收入 26.10 亿元，同比小幅下滑 3.9%；实现归母净利润 3.20 亿元，同比增长 38.9%。2019 年第四季度，公司实现营业收入 9.69 亿元，同比增长 5.9%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比显著增长 997.3%，2018 年同期计提了较高的资产减值损失，基数较低。

图 1：2015-2019 年公司业绩变化情况（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：2018-2019 年各季度公司业绩变化情况（亿元）

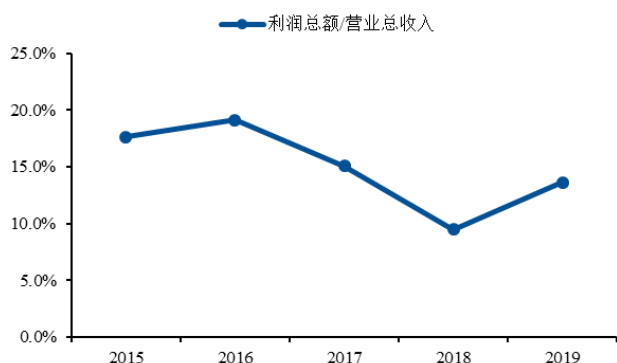


资料来源：Wind，民生证券研究院

2019 年，公司数据中心业务稳步发展；但受到国内政策及市场竞争环境的影响，光伏业务业绩下滑，导致整体营业收入小幅下降。

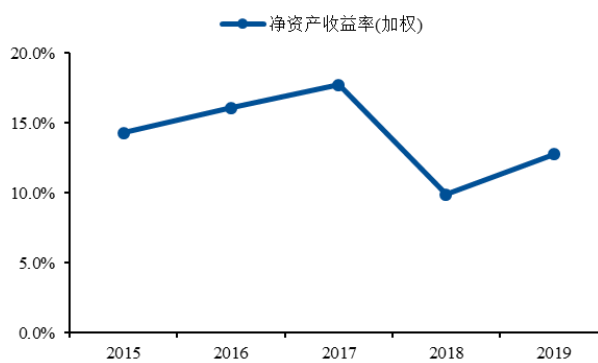
在调整战略布局、稳定并持续开拓客户以及优化项目质量的共同作用下，公司 2019 年整体毛利率提升；同时，公司应收账款回款情况良好，计提减值损失同比减少，归母净利润同比增长。

图 3：2015-2019 年公司利润总额/营业总收入变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：2015-2019 年公司加权 ROE 变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、5G 应用推动产品需求扩大，光伏逆变器有望受益行业向上

(一) UPS 产品为重要业务板块，5G 基站建设带来新增长点

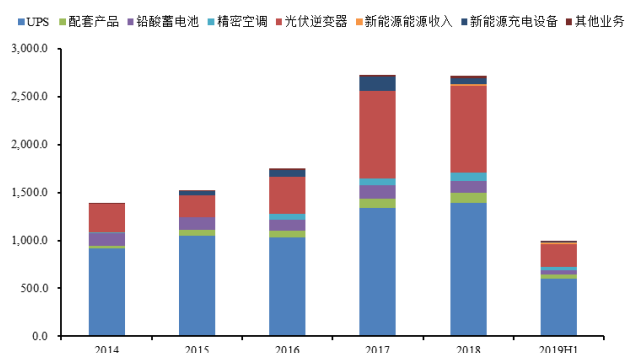
1、UPS 行业份额居前，产品结构不断优化

公司紧密围绕电力电子技术进行多领域布局，目前数据中心关键基础设施产品、新能源光伏及储能系统产品、充电桩产品三块主营业务均属于同源技术，其中数据中心产品业务为营收占比最大的业务板块。

公司是最早进入数据中心产品领域的国内企业之一，其数据中心关键基础设施产品以不间断电源（UPS）为主，涵盖高压直流电源、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，产品储备趋向多元化、集成化，广泛应用于金融、通讯、IDC、政府机构、轨道交通、电力、制造等领域。

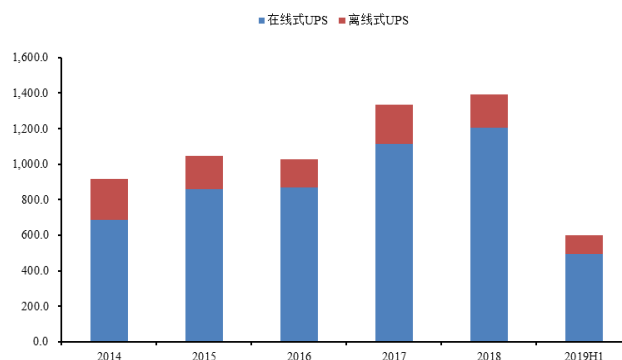
根据 2019 年半年报，公司数据中心一体化解决方案业务实现营业收入 7.25 亿元，其中 UPS 产品（在线式+离线式）实现营业收入 5.98 亿元，在整体营业收入中的占比为 59.8%；UPS 产品以在线式为主，在 UPS 产品营业收入中的占比达 82.6%。

图 5：2014-2019H1 公司各业务收入情况（百万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

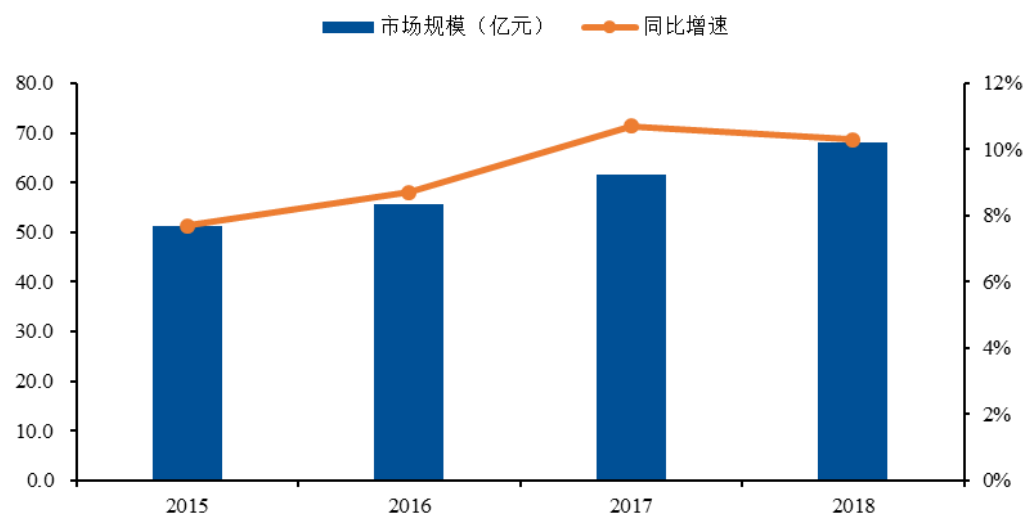
图 6：2014-2019H1 UPS 产品结构情况（百万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

UPS 应用规模稳步提升，公司份额稳居前列。国内 UPS 电源近年一直保持逐年平稳增长态势，2015-2018 年同比增速保持在 7-11% 之间；2018 年，国内 UPS 市场规模达到 68.1 亿元，同比增长 10.3%。公司是国内 UPS 优质供应商，深耕行业近 27 年，国内 UPS 电源市场占有率稳居前列。公司 2018 年年报显示，在赛迪顾问的《中国 UPS 产品市场年度研究报告》中，作为公司的数据中心关键基础设施产品--UPS 始终保持国内 UPS 市场占有率居国内品牌第一的行业地位。

图 7：2015-2018 年国内 UPS 市场规模

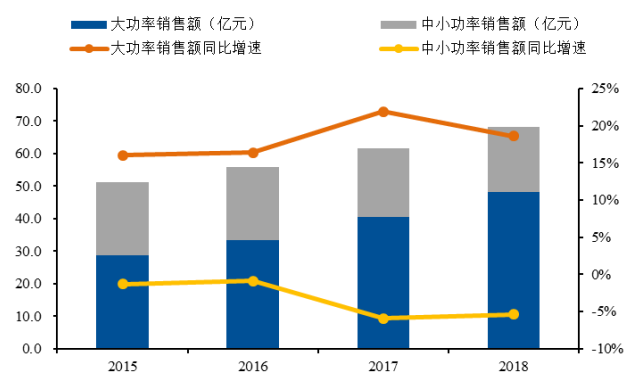


资料来源：赛迪顾问，前瞻产业研究院，民生证券研究院

产品结构向好，高毛利率产品占比提升。随着信息化应用场景需求提升及容量变大，UPS 电源逐步向大功率产品转移，2018 年国内大功率产品销售额占比提升至 70.1%。公司也在不断提升产品功率，2017 年 10K 及以上产品占在线式 UPS 营业收入的 66.4%，较 2013 年提升 16.8 个百分点。公司提出，在稳定中小功率 UPS 市场龙头地位的同时，通过提升产品可靠性及转换效率等技术核心，逐步扩大在大功率 UPS 市场的占有率。

大功率产品具备较高的毛利率。根据公司披露的数据，2017 年 10K 及以上在线式 UPS 产品毛利率高于 10K 以下产品约 9 个百分点。预计后续在 5G、大数据应用的推动下，随着高端中大功率产品的市场突破，公司毛利率有望持续受益产品结构优化。

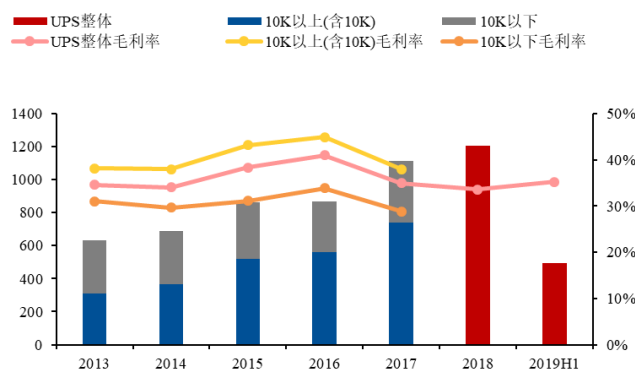
图 8：2015-2018 年国内 UPS 市场产品销售结构



资料来源：赛迪顾问，前瞻产业研究院，民生证券研究院

注：以上统计的大功率指电容量在 20kVA 以上的 UPS 产品。

图 9：公司在线式 UPS 产品收入及毛利率情况（百万元）



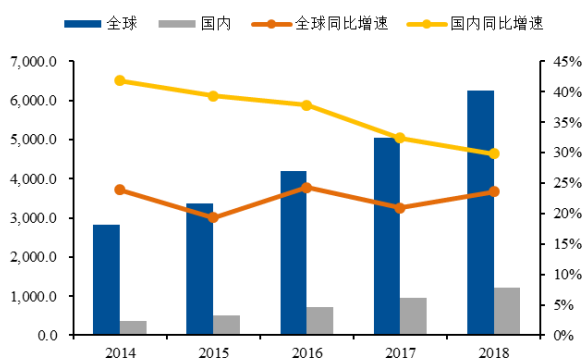
资料来源：Wind，民生证券研究院

2、应用领域持续拓展，有望受益 5G 应用普及

数据中心市场空间不断扩大，公司业务拓展持续突破。国内 IDC 业务市场规模连年增长，2018 年国内 IDC 业务市场总规模达 1228 亿元，同比增长 29.8%。我们认为，5G 应用将加速

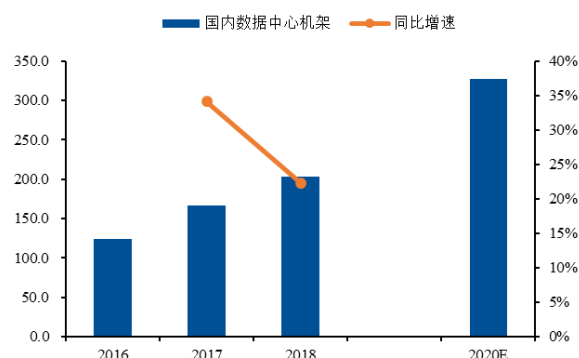
拓展下游内容空间，带动数据流量增长、计算需求提升，数据中心投资规模有望持续实现较高增长。根据信通院及前瞻产业研究院数据，2018 年中国数据中心机架数量约为 203.4 万台，2016-2018 年复合增速约 28%，预测到 2020 年，国内数据中心机架增长到 326.7 万台左右。预计数据中心投资建设需求将继续保持较高增长。

图 10: 2014-2018 年国内及全球 IDC 业务市场规模(亿元)



资料来源：科智咨询，民生证券研究院

图 11: 2016-2020 年国内数据中心机架数量及预测 (万台)



资料来源：信通院，前瞻产业研究院，民生证券研究院

公司以“大渠道+大行业+大客户+大项目”为主要的营销模式，持续提高优势产品的集成设计和资源整合能力，从单产品销售向整体解决方案供应商转型，进一步巩固公司在行业中的地位。

公司持续推进优质客户合作，截至 2019 年半年报，公司获得工商银行、农业银行、建设银行、电网机房、高铁通讯机房等客户的持续订单，并进一步突破通讯行业，再次入围中国移动、中国联通、中国电信的相关项目建设。

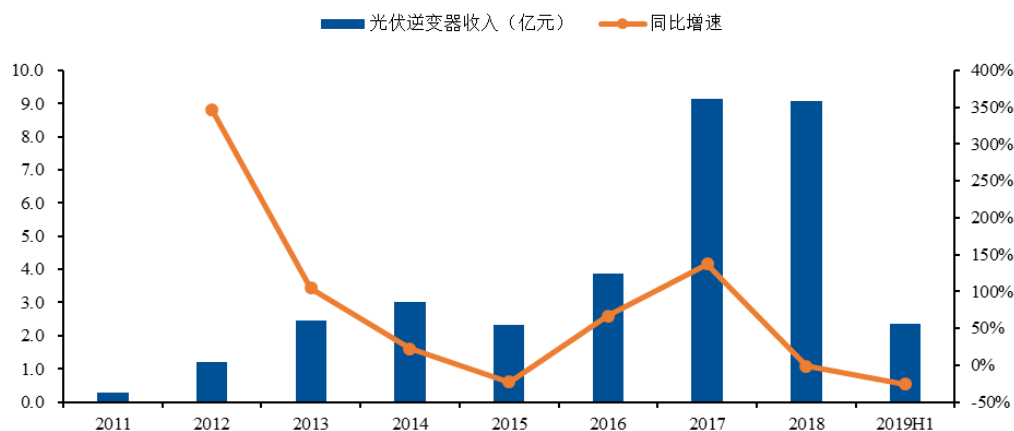
5G 时代来临，拉动通信电源需求增长。2019 年 10 月底，国内实现 5G 的正式商用，国内用户规模与网络覆盖范围同步快速扩大。根据工信部，截至 2019 年底，国内 5G 基站数量超 13 万个，用户规模以每月新增百万用户的速度扩张。2020 年，中国移动将建设 30 万个 5G 基站；2020 年上半年，中国联通和中国电信计划完成 10 万个基站的共建任务，三季度力争完成 25 万个基站建设，国内 5G 基站建设不断提速。

公司提前聚焦 5G 市场，适时推出了大功率 5G 通讯电源系列，具备完整的知识产权、成本低、可靠性高。根据公司 2019 年 10 月的投资者关系活动记录表信息，公司适时推出的 48V 系列防水电源以及通信用 240V 高压直流系统适用于 5G 基站，预计到 2020 年 5G 基站建设迎来新的增长点，亦会带动通讯电源的发展；公司已匹配相关产线，可进行批量生产，目前已有海外订单，已部分出货。我们认为，5G 技术的应用普及以及建设节奏加快，将为通信电源业务创造增量市场空间。

（二）光伏逆变器业务有望受益于行业回暖

光伏逆变器业务为公司第二大主营业务，2019 年上半年，公司光伏逆变器及储能业务实现营业收入 2.37 亿元，在总收入中的占比为 23.8%，2018 年占总收入的 33.4%。

图 12：2011-2019H1 公司光伏逆变器收入变化情况

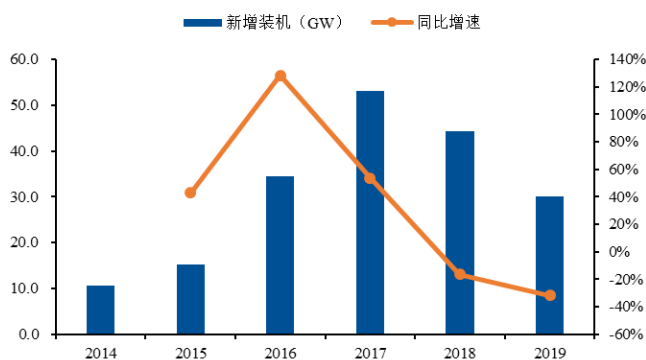


资料来源：Wind，民生证券研究院

注：从 2017 年开始，公司光伏逆变器收入更改为光伏逆变器及储能收入。

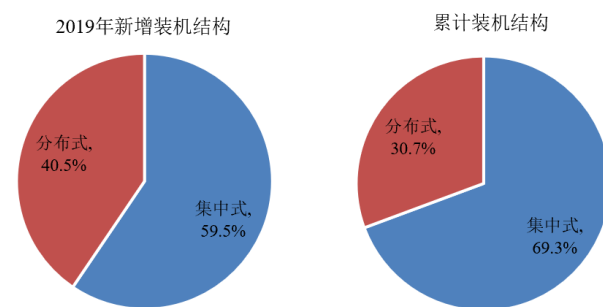
2019 年国内光伏装机同比下滑明显。根据国家能源局数据，2019 年全国新增光伏发电装机 30.1GW，同比下降 31.6%。其中，集中式新增装机 17.91GW，同比减少 22.9%；分布式新增装机 12.20GW，同比增长 41.3%。光伏发电累计装机达到 204.30GW，同比增长 17.3%。其中，集中式累计装机 141.67GW，同比增长 14.5%；分布式累计装机 62.63GW，同比增长 24.2%。受国内光伏装机量减少及市场竞争环境影响，2019 年公司光伏新能源板块业绩有所下滑，致公司总体营业收入有所下降。

图 13：2014-2019 年国内光伏新增装机情况



资料来源：国家能源局，民生证券研究院

图 14：2019 年光伏新增及累计装机结构

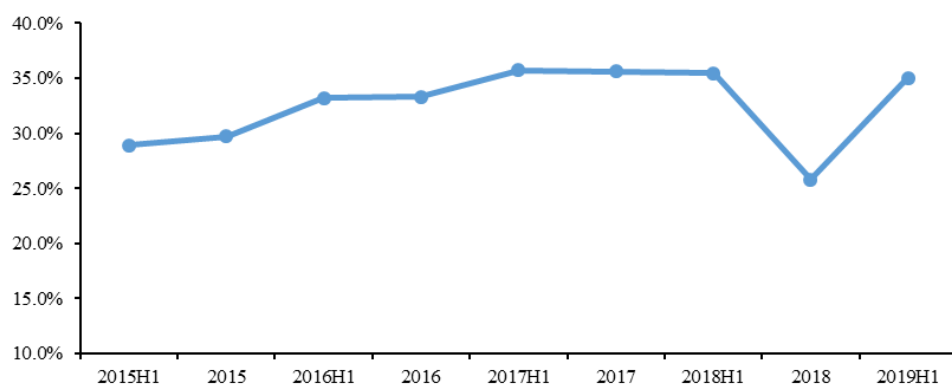


资料来源：国家能源局，民生证券研究院

逆变器业务有望受益国内景气度回升叠加海外不断突破。据 CPIA 预计，2020 年国内装机规模将在 35-45GW，较 2019 年增长约 16.3%-49.5%；全球装机规模将在 130-140GW，较 2019 年增长约 8.3%-16.7%。随着度电成本的下降，国内及全球光伏新增装机将持续提升，逆变器产品需求量随之扩大。

公司具备不同类型的光伏逆变器产品，并且积极开拓海外客户，未来光伏逆变器业务发展空间有望持续提升。另外，2019 年上半年逆变器业务毛利率已得到修复，光伏逆变器及储能产品毛利率从 2018 年的 25.8%回升到 35.0%。

图 15：公司光伏逆变器业务毛利率变化情况



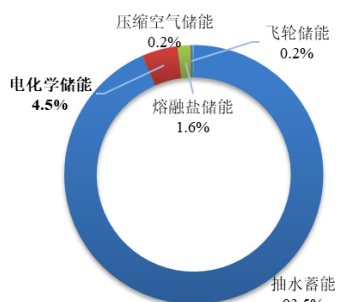
资料来源：Wind，民生证券研究院

三、储能市场前景广阔，携手宁德时代深远布局

(一) 电化学储能市场发展前景可期

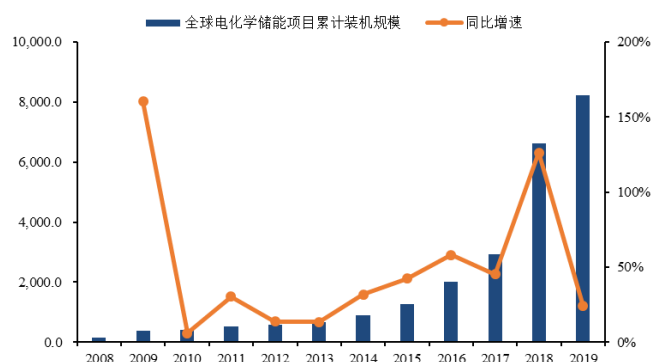
全球电化学储能累计装机占比同比提升。根据 CNESA 数据，截止到 2019 年底，全球已投运的储能项目累计实现装机 183.1GW，同比增长 1.2%。其中，抽水蓄能累计装机占比最大，达 93.4%，占比同比下滑 0.9 个百分点；电化学储能累计装机 8.22GW，同比增长 24.0%，在整体中的占比同比提升 0.9 个百分点至 4.5%。

图 16：2019 年全球储能市场结构



资料来源：CNESA，民生证券研究院

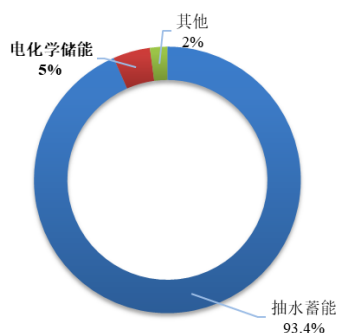
图 17：2008-2019 年全球电化学储能市场规模 (MW)



资料来源：CNESA，民生证券研究院

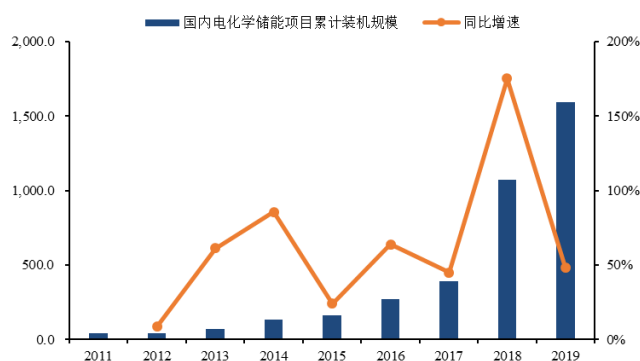
国内电化学储能市场规模同比明显增长。根据 CNESA，截至 2019 年底，国内已投运的储能项目累计实现装机 32.3GW，同比增长 3.2%，在全球累计装机中占比约为 18%。其中，抽水蓄能累计装机占比最大，达 93.7%，占比同比下滑 2.1 个百分点；电化学储能累计装机 1.59 GW，同比快速增长 48.4%，在整体中的占比同比提升 1.5 个百分点至 4.9%。

图 18：2019 年国内储能市场结构



资料来源：CNESA，民生证券研究院

图 19：2011-2019 年国内电化学储能市场规模 (MW)



资料来源：CNESA，民生证券研究院

2020-2022 年全球新增电化学储能规模可期。根据 CNESA，2020-2022 年预计全球电化学储能新增投运规划超过 16GW，市场规模快速增长可期。

未来国内电化学储能规模可观。根据 CNESA 预测，到 2020 年底，国内投运的电化学储

能项目累计装机规模将达 2.83GW，同比增长 77.7%；到 2023 年底，国内投运的电化学储能项目累计装机规模将达 19.32GW，2019-2023 年复合增速将高达 86.6%。

（二）携手宁德时代，公司储能领域布局深远

绑定电池龙头，与宁德时代共谋储能发展。公司在 UPS、PCS、逆变器等领域积累深厚，未来有望借助同源技术的协同性，持续推进在储能领域的业务发展。2019 年，公司与宁德时代合资设立宁德时代科士达科技有限公司，出资 9,800 万元持有 49% 的股权。公司规划合资公司的主要产品包括储能系统 PCS、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）、充电桩及“光储充”一体化相关产品。根据 2020 年 1 月投资者关系活动记录表，目前合资公司已完成土地招拍挂，正在规划工厂布局及产线规划等，计划 2020 年合资公司可以开始运作。

宁德时代锂电池市场积累深厚，深远布局储能领域。宁德时代在锂电池尤其是动力领域积累深厚，根据 GGII，2019 年宁德时代装机量为 32.31GWh，国内市占率高达 51.79%，行业龙头地位稳固。2 月 27 日，宁德时代发布公告，定增募投涉及储能的项目包括：（1）江苏时代动力及储能锂离子电池研发与生产项目（三期），新增锂离子电池年产能约 24GWh，建设期为 36 个月。（2）电化学储能前沿技术储备研发项目，全力构建从前沿技术研究到产业应用技术研究一体化的全链条创新布局和相互支撑的创新体系，建设周期 60 个月。另外，宁德时代还将投入不超过 100 亿元建设宁德车里湾锂离子电池生产基地项目，建设动力及储能锂电池生产线，建设周期两年。进一步深化在储能领域的布局。

表 1：宁德时代加码动力及储能产能

类型	项目	总投资金额(亿元)	产品类型	产能规划(GWh)	建设周期(月)
定增募投	宁德时代湖西锂离子电池扩建项目	46.24		16	36
定增募投	江苏时代动力及储能锂离子电池研发与生产项目(三期)	74	动力、储能	24	36
定增募投	四川时代动力电池项目一期	40	动力	12	24
定增募投	电化学储能前沿技术储备研发项目	30			60
自有资金	宁德车里湾锂离子电池生产基地项目	不超过 100	动力、储能		24

资料来源：宁德时代公司公告，民生证券研究院

注：以上建设项目均整理自 2020 年 2 月 27 日公司公告。

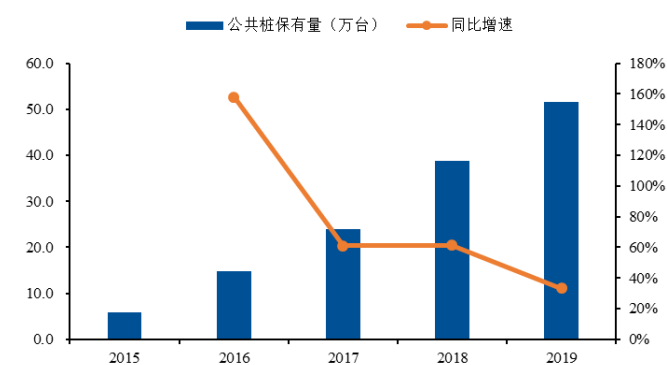
四、充电设施不断完善，设备端需求将持续扩大

（一）国内公共充电桩保有量及车桩比逐年提升

在新能源汽车快速发展的推动下，下游充电设施不断完善。根据中国充电联盟统计，2019年，国内公共充电桩新增12.89万台；截至2019年底，国内公共充电桩保有量达到51.64万台，同比增长33.3%。

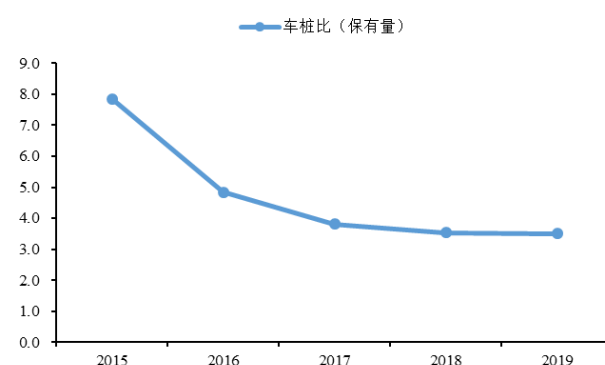
国内车桩比不断提高。根据中国充电联盟，2019年底，国内车桩比由2015年的7.84:1提升至3.50:1，车桩比逐年提升。但随着新能源汽车规模的不断扩大，充电设施仍有缺口，未来在加速补短板的趋势下，充电设备需求将持续提升。

图 20：2015-2019 年国内公共桩保有量变化情况



资料来源：中国充电联盟，民生证券研究院

图 21：2015-2019 年国内车桩比（保有量）变化情况



资料来源：中国充电联盟，民生证券研究院

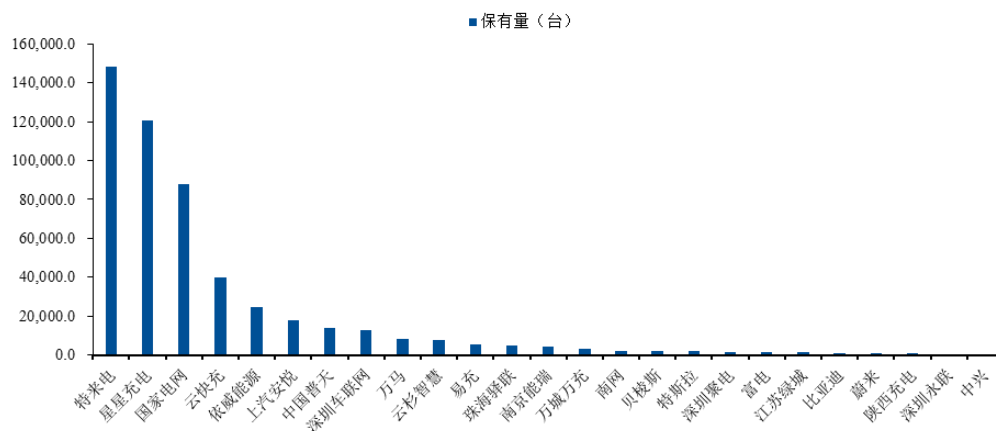
（二）优质设备商，有望受益于行业广阔前景

在充电设施领域，公司具备自主研发充电桩核心模块及整桩的能力，产品体系包括充电桩模块、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。公司电动汽车充电桩产品具有模块化设计、高适应性等优势，可提供集智能充电系统、配电系统、储能系统、监控系统、安防系统、运维管理系统在内一体化解决方案，能够满足客户定制化需求。

公司适时调整发展战略，将销售模式从主要面向传统 OEM 和模块散件型客户转型为直接面向终端客户，覆盖客户包括公交系统、城投公司、充电桩运营商、物流公司等，已经与普天、比亚迪、苏宁、顺丰、地方公交集团等建立合作关系。销售策略的优化将利于公司客户质量提升以及整桩单体价值量的扩大。

公司积极布局外资品牌及海外市场，2018 年成功入围特斯拉体系充电桩设备中国直接供应商；另外，公司计划提供满足海外市场需求的欧标和美标充电桩，为公司开拓海外市场奠定基础。

图 22：2019 年各运营商充电桩保有量



资料来源：中国充电联盟，民生证券研究院

公司与宁德时代共同出资建设合资公司，合资公司业务包括充电桩及“光储充”一体化相关产品等，未来在新能源汽车景气度向上叠加依托双方自身优势的情况下，公司作为设备商有望受益行业需求增长。

五、投资建议

公司深耕电力电子领域多年，主营业务板块依托同源技术进行延伸，有望受益各业务板块所在行业的景气度向上。

(1) 公司 UPS 产品市场份额居前，产品结构不断优化；数据中心业务稳步发展，5G 加速建设及普及应用将带动数据中心建设规模及通信电源需求提升。

(2) 全球光伏装机增长中长期趋势明确，公司光伏逆变器产品多元，积极开拓海外客户，未来业务有望持续向好。

(3) 全球电化学储能市场前景可期，公司携手宁德时代共谋发展，未来有望依托双方产品优势，深化在储能领域发展，打造业绩新增长极。

(4) 新能源汽车保有量增长促进充电桩市场扩容，公司优化销售策略，利于客户质量提升以及整桩单体价值量的扩大，并积极布局外资品牌及海外市场。

公司打通数据中心、光伏逆变器、储能及充电桩各项业务脉络，未来综合实力和空间有望不断提升。预计 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.55、0.66、0.82 元，对应 PE（3 月 4 日收盘价）为 27X、23 X、18X。参考中恒电气 2020 年 PE 为 39X（Wind 一致预期）以及科华恒盛 2020 年 PE 为 27X（Wind 一致预期），均高于当前公司 2020 年对应 PE。首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

政策变化，所处行业发展不达预期，产能及销售情况不及预期，产品价格大幅下降风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,715	2,610	3,122	3,777
营业成本	1,907	1,752	2,088	2,517
营业税金及附加	39	37	45	54
销售费用	267	292	348	415
管理费用	74	84	94	110
研发费用	123	136	159	189
EBIT	305	309	388	491
财务费用	(24)	(28)	(29)	(23)
资产减值损失	112	0	24	18
投资收益	4	1	4	4
营业利润	257	356	427	532
营业外收支	(1)	(1)	0	0
利润总额	257	356	427	532
所得税	25	35	42	52
净利润	232	322	385	480
归属于母公司净利润	230	320	383	476
EBITDA	360	369	451	559
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	599	1004	1169	1283
应收账款及票据	1296	1279	1592	2002
预付款项	7	26	31	38
存货	346	433	508	650
其他流动资产	212	212	212	212
流动资产合计	2479	2981	3513	4179
长期股权投资	4	1	5	9
固定资产	704	699	759	799
无形资产	68	69	73	78
非流动资产合计	1063	1031	1058	1053
资产合计	3542	4012	4571	5232
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	697	833	960	1082
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	929	1077	1251	1431
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	83	83	83	83
非流动负债合计	188	188	188	188
负债合计	1117	1265	1439	1620
股本	582	582	582	582
少数股东权益	6	8	11	14
股东权益合计	2425	2747	3132	3612
负债和股东权益合计	3542	4012	4571	5232

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-0.5%	-3.8%	19.6%	21.0%
EBIT 增长率	-30.2%	1.4%	25.7%	26.6%
净利润增长率	-38.1%	38.9%	19.7%	24.5%
盈利能力				
毛利率	29.7%	32.9%	33.1%	33.3%
净利率	8.5%	12.2%	12.3%	12.6%
总资产收益率 ROA	6.5%	8.0%	8.4%	9.1%
净资产收益率 ROE	9.5%	11.7%	12.3%	13.2%
偿债能力				
流动比率	2.7	2.8	2.8	2.9
速动比率	2.3	2.4	2.4	2.5
现金比率	0.6	0.9	0.9	0.9
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	161.5	163.0	162.0	161.0
存货周转天数	73.1	80.0	79.0	78.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.5	0.7	0.8
每股净资产	4.2	4.7	5.4	6.2
每股经营现金流	(0.2)	0.8	0.4	0.3
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	37.1	27.1	22.6	18.2
PB	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	16.7	15.1	12.3	9.8
股息收益率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	232	322	385	480
折旧和摊销	167	60	87	86
营运资金变动	(480)	63	(218)	(390)
经营活动现金流	(90)	448	251	173
资本开支	164	86	87	58
投资	421	59	0	0
投资活动现金流	268	(30)	(87)	(58)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	(13)	0	0
筹资活动现金流	(173)	(13)	0	0
现金净流量	6	405	164	114

插图目录

图 1: 2015-2019 年公司业绩变化情况 (亿元)	3
图 2: 2018-2019 年各季度公司业绩变化情况 (亿元)	3
图 3: 2015-2019 年公司利润总额/营业总收入变化情况	3
图 4: 2015-2019 年公司加权 ROE 变化情况	3
图 5: 2014-2019H1 公司各业务收入情况 (百万元)	4
图 6: 2014-2019H1 UPS 产品结构情况 (百万元)	4
图 7: 2015-2018 年国内 UPS 市场规模	5
图 8: 2015-2018 年国内 UPS 市场产品销售结构	5
图 9: 公司在线式 UPS 产品收入及毛利率情况 (百万元)	5
图 10: 2014-2018 年国内及全球 IDC 业务市场规模 (亿元)	6
图 11: 2016-2020 年国内数据中心机架数量及预测 (万台)	6
图 12: 2011-2019H1 公司光伏逆变器收入变化情况	7
图 13: 2014-2019 年国内光伏新增装机情况	7
图 14: 2019 年光伏新增及累计装机结构	7
图 15: 公司光伏逆变器业务毛利率变化情况	8
图 16: 2019 年全球储能市场结构	9
图 17: 2008-2019 年全球电化学储能市场规模 (MW)	9
图 18: 2019 年国内储能市场结构	9
图 19: 2011-2019 年国内电化学储能市场规模 (MW)	9
图 20: 2015-2019 年国内公共桩保有量变化情况	11
图 21: 2015-2019 年国内车桩比 (保有量) 变化情况	11
图 22: 2019 年各运营商充电桩保有量	12

表格目录

表 1: 宁德时代加码动力及储能产能	10
--------------------------	----

分析师简介

杨睿，华北电力大学硕士，曾就职于第一财经研究院，专注能源领域研究，2015年加入民生证券，电力设备与新能源行业研究团队负责人，新兴产业组组长。

李唯嘉，中国农业大学硕士，2017年加入民生证券，电力设备与新能源行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。