

科华数据 (002335)

证券研究报告

2021年07月02日

以技术为引，公司作为 IDC 行业中坚力量，新能源业务亦值得期待

一、公司智慧电源类业务硕果累累，电力电子核心技术为引，业务间协同显著

公司前身创立于 1988 年，2010 年深圳 A 股上市（股票代码 002335），31 年来专注电力电子技术研发与设备制造，是行业首批“国家认定企业技术中心”、“国家火炬计划重点项目”承担单位、国家重点高新技术企业、国家技术创新示范企业和全国首批“两化融合管理体系”贯标企业。

截至 2020 年，公司在轨道交通、军工等细分领域业绩均实现了较大幅度增长，同时公司强化了渠道销售业务，利用合理有效的渠道分销管理手段，实现了公司与渠道商的利益共赢。

二、IDC 行业的中坚力量，“碳中和”时代下，公司通过 3 条路径远航

2020 年，公司进一步明确了聚焦数据中心的发展战略，集中资源大力发展数据中心业务。为了更好地体现公司战略发展规划、塑造及展现公司的品牌形象，公司于 2020 年 12 月 16 日发布公告拟变更公司名称，由“科华恒盛股份有限公司”变更为“科华数据股份有限公司”，变更证券简称，由“科华恒盛”变更为“科华数据”。

截至 2020 年，公司数据中心行业收入实现 27.94 亿元，同比增长 11.82%，占整体收入比达 67.03%。根据公司 2020 年年报披露，公司通过以下 3 个路径实现数据中心业务快速扩张：**1）加强自我开发；2）轻资产合作运营；3）深度绑定腾讯等大客户。**

三、公司新能源业务有望双轮驱动，“碳中和”有望为 IDC 产生协同

公司的新能源产品主要包括光伏逆变器、光伏配件、储能变流器、储能电池和解决方案五大品类。其中光伏逆变器是目前主要的新能源产品，覆盖组串式、集散式、集中式三种，型号在 17 种左右；储能变流器是公司依托逆变器领域的技术积淀所作出的业务延伸，型号在 8 种左右。截至 2020 年，公司新能源业务实现收入 4.46 亿元。

同时，在“碳中和”时代背景下，公司新能源业务有望进一步增强公司在数据中心领域的综合竞争力，公司通过综合智慧能源，打造源、网、荷、储一体化的系统，推进数据中心、工厂等细分场景的低碳优化建设，充分发挥绿色科技产业动能优势，在光伏、储能、微网、风电、多站融合等领域拥有多元化的解决方案和丰富的项目经验积累，提供全球范围的产品设备、整体解决方案、规划设计、工程建设、运营维护等智慧能源综合服务，助力实现中国“碳中和”目标。

投资建议与盈利预测：

我们认为，公司作为 IDC 行业的中坚力量，随着公司数据中心业务占比逐步提升，依靠多年的电力技术实力以及行业经验，业务间具备较强的协同效应。短期来看，随着公司自建机柜上架率逐步提升，有望为公司收入、毛利率、净利率产生贡献为公司业绩增长夯实基础。同时，受益于新能源行业需求的释放，多年的品牌、技术累积有望使公司该业务进入成长快车道，为公司业绩增长注入弹性。我们预计，公司 2021 年~2023 年归母净利润分别为：5.14 亿元、6.76 亿元、8.84 亿元，保守给予公司 2021 年 40 倍 PE，对应目标市值 200 亿市值，对应目标价 44.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：公司数据中心自建机柜上架率不及预期、EPC 项目发展不及预期、高端电源行业竞争格局加剧、新能源业务发展不及预期等

投资评级

行业	电气设备/电源设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.05 元
目标价格	44.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	461.57
流通 A 股股本(百万股)	395.12
A 股总市值(百万元)	9,715.99
流通 A 股市值(百万元)	8,317.33
每股净资产(元)	7.21
资产负债率(%)	60.17
一年内最高/最低(元)	34.99/15.30

作者

林屹皓	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520040001 linhonghao@tfzq.com	
唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002 tanghaiqing@tfzq.com	
王奕红	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004 wangyihong@tfzq.com	
姜佳汛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050001 jiangjiaxun@tfzq.com	
孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009 sunxiaoya@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《科华数据-年报点评报告:战略聚焦数据中心行业，综合竞争力凸显助力 IDC 中军的快速发展》2021-04-28
- 2 《科华数据-公司点评:Q1 归母净利润预计维持高增,公司转型增效举措成效显著》2021-04-08
- 3 《科华数据-公司点评:“碳中和”时代下，IDC 中军逐浪远航》2021-03-17

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,869.31	4,167.59	5,501.22	7,151.58	9,154.02
增长率(%)	12.58	7.71	32.00	30.00	28.00
EBITDA(百万元)	874.90	1,079.09	848.61	1,053.50	1,292.66
净利润(百万元)	207.16	381.89	513.56	675.75	883.95
增长率(%)	177.09	84.34	34.48	31.58	30.81
EPS(元/股)	0.45	0.83	1.11	1.46	1.92
市盈率(P/E)	50.69	27.50	20.45	15.54	11.88
市净率(P/B)	3.29	3.25	2.95	2.63	2.30
市销率(P/S)	2.71	2.52	1.91	1.47	1.15
EV/EBITDA	6.84	11.34	14.63	10.84	8.94

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 公司简介.....	4
2. 智慧电能行业业务.....	4
2.1. 智慧电能业务多领域开花，轨道交通、军工等细分领域实现大幅增长.....	5
2.2. 公司智慧电能产品涵盖各行各业，为客户提供全方位解决方案.....	5
2.3. 公司智慧电能业务发展稳健，是公司立足之本、发展之源.....	6
3. IDC 行业的中坚力量，数据中心业务新口径占比达 67%.....	7
3.1. 19 年中国 IDC 市场规模达 1562.5 亿元，未来 3 年行业复合增速达 27%.....	8
3.2. 公司五大云数据中心，超 2.5 万架自建机柜规划，短期关注自建机柜上架率提升.....	9
3.3. 展望未来，“碳中和”时代下，公司通过三条路径实现数据中心业务远航.....	11
4. 公司新能源类产品业务有望受益于行业快速增长，值得期待.....	12
4.1. 公司新能源产品涵盖光伏逆变器、储能变流器，产品矩阵完善.....	12
4.2. 行业情况：光伏逆变器受政策推动，电化学储能快速增长.....	15
4.3. 公司新能源业务有望双轮驱动，同时“碳中和”有望为 IDC 产生协同.....	16
5. 公司经营情况.....	18
5.1. 公司管理费用情况.....	18
5.2. 公司销售费用情况.....	19
5.3. 公司财务费用情况.....	19
6. 投资建议与盈利预测.....	20
6.1. 公司盈利预测.....	20
6.2. 行业内估值对比.....	21
7. 风险提示.....	21

1. 公司简介

科华数据股份有限公司前身创立于 1988 年，2010 年深圳 A 股上市（股票代码 002335），31 年来专注电力电子技术研发与设备制造，是行业首批“国家认定企业技术中心”、“国家火炬计划重点项目”承担单位、国家重点高新技术企业、国家技术创新示范企业和全国首批“两化融合管理体系”贯标企业。

图 1：公司简介



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2020 年，公司明晰了聚焦数据中心发展战略，依托投资建设运营积累的丰富经验，通过全生命周期服务，以模块化、预制化、智能化的优势解决方案，打造高可靠、高节能、高智能、快速部署的数据中心，致力于成为“碳中和”及数字经济背景下技术领先的高品质数据中心综合服务提供商。

公司保持电力电子核心技术优势，融合人工智能、物联网前沿技术应用，将“数字化和场景化的智慧电能综合管理系统”融入不同应用场景，提供稳定动力，支撑各行业转型升级，在智慧电能及新能源领域，为政府、金融、工业、通信、交通、互联网等客户提供安全、可靠的智慧电能综合管理解决方案及服务。

图 2：公司发展战略



资料来源：公司 2019 年年报、天风证券研究所

2. 智慧电能行业业务

公司自 1988 年成立以来，始终深耕电力电子行业。公司智慧电能产品及系统服务主要包

括 UPS 电源、EPS 电源、高压直流电源、核级 UPS 电源、动环监控、电源配套产品及系统解决方案服务等，公司以电源系统整体为出发点，为客户提供满足其真实需求的电源系统整体解决方案，实现客户以及公司的价值创造。

2.1. 智慧电能业务多领域开花，轨道交通、军工等细分领域实现大幅增长

公司专注电源技术，致力于动力创新，先后承担国家级与省部级火炬计划、国家重点新产品计划、863 计划等项目 30 余项，参与了 60 多项国家和行业标准的制定，获得国家专利、软件著作权等知识产权 615 项。

截至 2020 年，公司智慧电能业务在金融、通信、公共、轨道交通、工业、核电等领域均取得了明显增长：

在轨道交通领域，公司产品及方案助力深圳地铁 6 号线建设“光伏+交通”项目，打造低碳绿色示范线，助力绿色城市建设；

在核电领域，公司核岛级电源设备中标中核霞浦核电站示范快堆项目，为中国核电建设再添一份力；

在机场领域，公司能源综合监控解决方案入住北京大兴国际机场，为机场运营实现一级负荷供电系统智能化、高效化的管理；继妈湾、赤湾、大铲湾、广州港之后，在岸电领域打造了又一标杆项目——上海盛东国际集装箱码头船舶岸电项目，为上海港创建绿色港口节能减排、建立智能化港区配电系统奠定基础，护航港区安全生产。

公司智慧能源综合管理方案赋能中芯北方、横店集团等典型客户，亮相第 33 届中国电影金鸡电影节等“高光场景”，为中国工业、城市发展注入持续动力。UPS 产品主要应用在政府、电信、金融、互联网、制造等 5 大行业，因此 UPS 应用程度与工业化和信息化程度高度正相关。据权威咨询机构 ICT Research 发布的《2020-2021 年中国 UPS 不间断电源市场研究》报告显示，**科华数据在中国 UPS 金融行业市场份额位居第一位**。距今，累计超过 20 万台 UPS 电源在行业服役，得到客户端的广泛认可。

2.2. 公司智慧电能产品涵盖各行各业，为客户提供全方位解决方案

公司智慧电能产品主要包含 UPS 电源、EPS 电源、高压直流电源、核级 UPS 电源、动环监控、电源配套产品及系统解决方案服务，辐射场景较为广泛。公司的智慧电能业务以高端电源核心，产品功率范围覆盖 0.5kVA-1200kVA，涵盖核级电源、工业电源、电力电源、通信电源、电梯电源、精卫系列、蓄电池及选件，可为金融、交通、核电、政府、医疗、教育、新能源、数据中心等行业用户提供“端到端”和按需定制的全方位解决方案。

表 1：公司金融业智能电源解决方案

合作对象	需求/痛点	解决方案
银行	智慧网点的扩张需求，但传统电源占地面积大、部署时间慢	锂电一体化机柜 占地面积小，可节省 20% 占地面积 小时级部署，实现批量快速交付
基金公司	证券连续交易需求，IT 系统持续运行时间不少于证券市场连续交易时间	锂电 UPS 系统应用方案 单机满载后备时间不小于 30 分钟，满足证券市场连续交易时间的需求
各类金融机构	根据《2020 全球算力指数评估报告》显示，全球 AI 算力支出 24.9% 来自金融行业，金融机构在碳中和目标下存有绿色发展需求	高频模块化 UPS+ 锂电池+间接蒸发冷 (AHU) 成套解决方案

资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司核级 UPS 设备在 2015 年通过国内专家评审，填补了当时国内在自主知识产权核级 UPS 领域的空白。公司核级 UPS 设备 FR-UK31 与中广核工程有限公司联合研发，可应用于核岛内部控制中心保护、安全相关系统负荷供电等，设计指标包括“华龙一号”、“国和—

号”、EPR、CAP1000、AP1000 等多种技术路线，体现了公司在电源业务中的技术实力。

图 3：公司核级 UPS 设备 FR-UK31

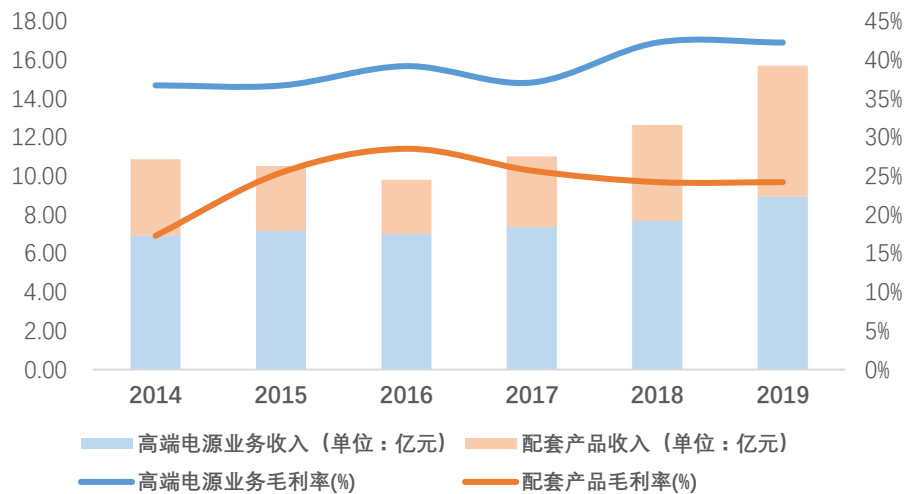


资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.3. 公司智慧电能业务发展稳健，是公司立足之本、发展之源

在万物智联的时代背景下，各行各业都在发力数字化转型，智慧交通、智慧金融、智慧工厂、智慧城市等应用喷薄而出。截至 2020 年，公司在轨道交通、军工等细分领域业绩均实现了较大幅度增长，同时公司强化了渠道销售业务，利用合理有效的渠道分销管理手段，实现了公司与渠道商的利益共赢。

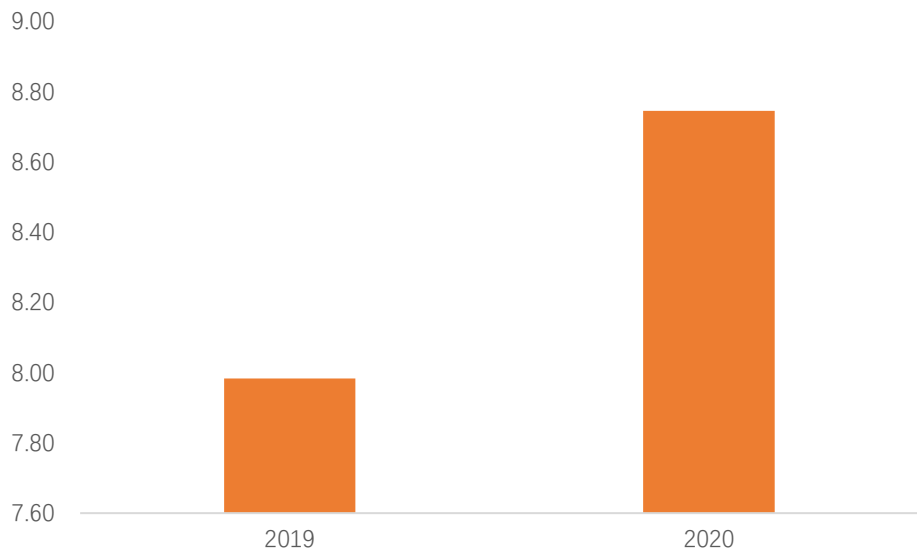
图 4：2014~2019 年公司高端电源&配套产品业务收入和毛利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

截至 2020 年，公司产品及方案助力北京、杭州、成都、南京、武汉、厦门、佛山、苏州、西安等国内 20 多个城市的，50 余条轨道交通线路建设；公司中标供货中国移动大功率高频机及模块化 UPS 产品双标包集采项目（合计约 1.11 亿元）；公司智慧能源综合管理方案赋能中芯北方、横店集团等典型客户，亮相第 33 届中国电影金鸡电影节等“高光场景”，为中国工业、城市发展注入持续动力。

图 5：2019 年、2020 年公司新财报口径下，智慧电能行业收入构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

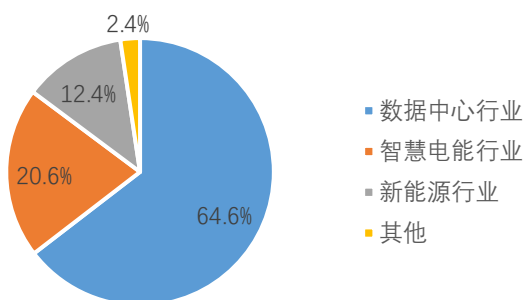
截至 2020 年，公司由于战略聚焦数据中心行业，财报业务划分口径发生变化，根据最新业务规划口径来看，公司智慧电能业务实现收入 8.75 亿元，同比增长 9.55%。从盈利能力来看，公司智慧电能业务毛利率为 26.06%，较上年同期增长了 0.70%。

3. IDC 行业的中坚力量，数据中心业务新口径占比达 67%

截至 2020 年，公司数据中心行业收入占整体收入比约为 67%，较 2019 年提升了 2.5%，成为公司收入的重要组成部分之一。并于 2020 年 8 月 10 日公告，公司拟剥离充电桩业务，公司充电桩业务占公司整体业务比例较小，为了更好地聚焦数据中心战略，集中资源大力发展数据中心业务，促进数据中心业绩的快速增长，提高公司盈利能力。

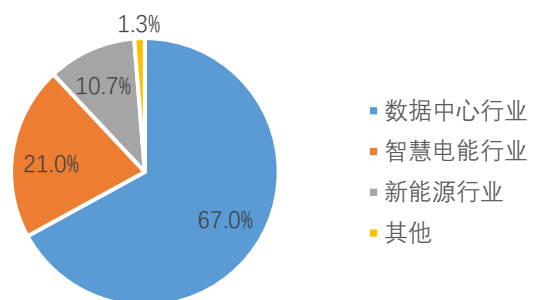
2020 年，公司进一步明确了聚焦数据中心的发展战略，集中资源大力发展数据中心业务。为了更好地体现公司战略发展规划、塑造及展现公司的品牌形象，公司于 2020 年 12 月 16 日发布公告拟变更公司名称，由“科华恒盛股份有限公司”变更为“科华数据股份有限公司”，变更证券简称，由“科华恒盛”变更为“科华数据”。

图 6：2019 年公司各业务收入占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：2020 年公司各业务收入占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司作为中国极具影响力的高安全数据中心提供商，拥有 10 年以上 IDC 行业运营管理经验，主要客户包括三大运营商、腾讯等大型互联网企业、各大金融机构、政府机关等。在金融领域，公司全线入围 UPS、微模块总行级选型，护航国有六大银行及兴业银行、交通银行、招商银行等商业银行，证券、保险等金融机构的 100 多个省级数据中心机房，打造中国金融业首个模块数据中心、高压直流供电数据中心、集装箱数据中心，及全球首个轨道机器人巡检数据中心。

同时，公司产品方案入驻腾讯、百度、优酷、科大讯飞等国内大型互联网企业，中科院

超级计算青岛分中心、国家测绘局、国家工商总局、中国航天二院、清华大学、中国科学院、中国商飞、平安集团、中冶集团等项目，全面支撑通信、互联网、政府、金融、教育等行业信息化与数字化建设。根据计世资讯数据显示，科华数据在 2019-2020 年中国微模块数据中心市场份额排名第一。

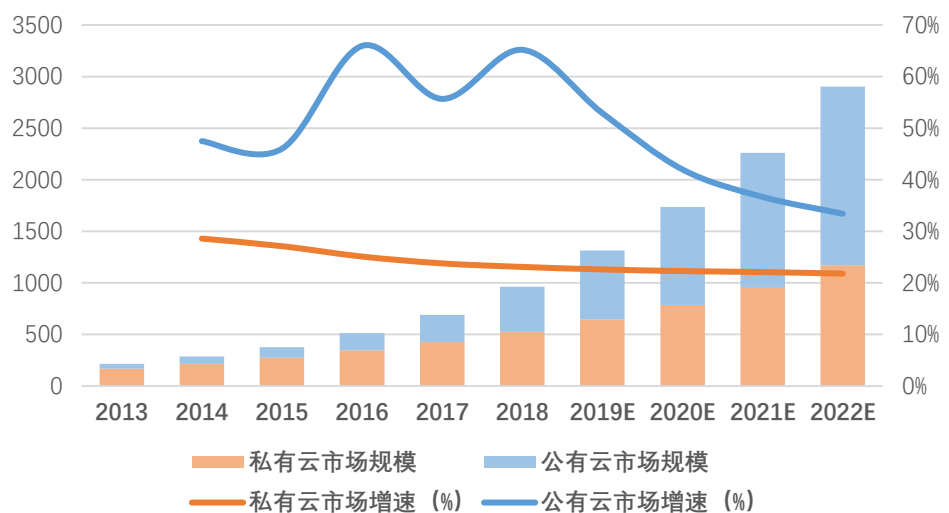
3.1. 19 年中国 IDC 市场规模达 1562.5 亿元，未来 3 年行业复合增速达 27%

政策加码，数据中心是“新基建”之一。2020 年 3 月 4 日，中共中央政治局常务委员会会议在深入研究当前疫情控制及稳定经济社会运行等相关工作的同时，提出要选择好投资项目，加强用地、用能、资金等政策配套，加快推进 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此次中央政治局常务委员会会议在新基建相关内容中首次提及“数据中心”。数据中心作为云计算、物联网等产业链必不可少的基础基建，随着下游应用场景的持续快速增长有望持续受益。

从行业需求来看，我们认为，目前数据中兴的需求增长主要来自于互联网企业的快速发展以及流量的持续快速增长。

根据中国信通院发布的《云计算发展白皮书（2019 年）》显示，2018 年中国云计算整体市场规模达 962.8 亿元，同比增长 39.2%。其中，公有云、私有云市场规模分别为 437 亿元和 525 亿元。展望 2019-2022 年，公有云市场规模仍将维持快速增长态势，预计 2022 年市场规模有望达到 1731 亿元。

图 8：13-22 年中国云计算市场规模及增速

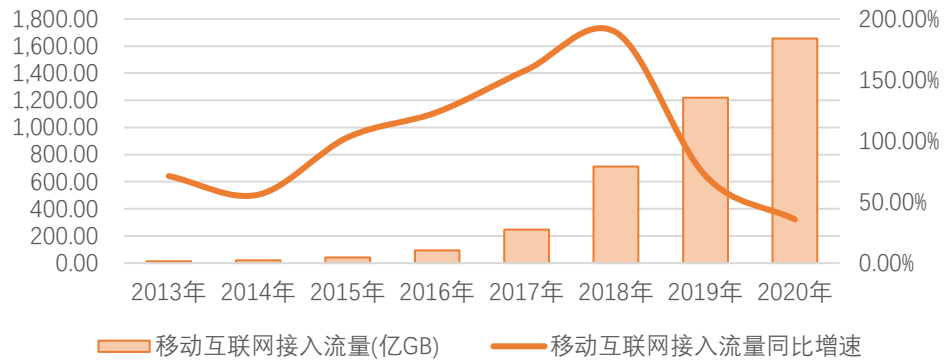


资料来源：中国信息通信研究院、天风证券研究所

从公有云结构上来看，2018 年，IaaS 市场规模达到 270 亿元，同比增长 81.8%；PaaS 市场规模为 22 亿元，同比增长了 87.9%；SaaS 市场规模达 145 亿元，同比增长 38.9%。IaaS 仍是公有云市场的主要份额。而私有云市场中软件和服务占比逐步提升，硬件占比 70.6%，较 17 年下降了 0.5%；软件与服务分别占比 15.8%、13.6%，较 17 年分别提升了 0.2%、0.3%。

从移动互联网流量情况来看，根据工信部发布的《2020 年通信业统计公报》的数据显示，受新冠肺炎疫情冲击和“宅家”新生活模式等影响，移动互联网应用需求激增，线上消费异常活跃，短视频、直播等大流量应用场景拉动移动互联网流量迅猛增长。2020 年，移动互联网接入流量消费达 1656 亿 GB，比上年增长 35.7%。全年移动互联网用户均流量（DOU）达 10.35GB/户·月，比上年增长 32%；12 月当月 DOU 高达 11.92GB/户·月。其中，手机上网流量达到 1568 亿 GB，比上年增长 29.6%，在总流量中占 94.7%。

图 9：2013 年~2020 年移动互联网接入流量及增速

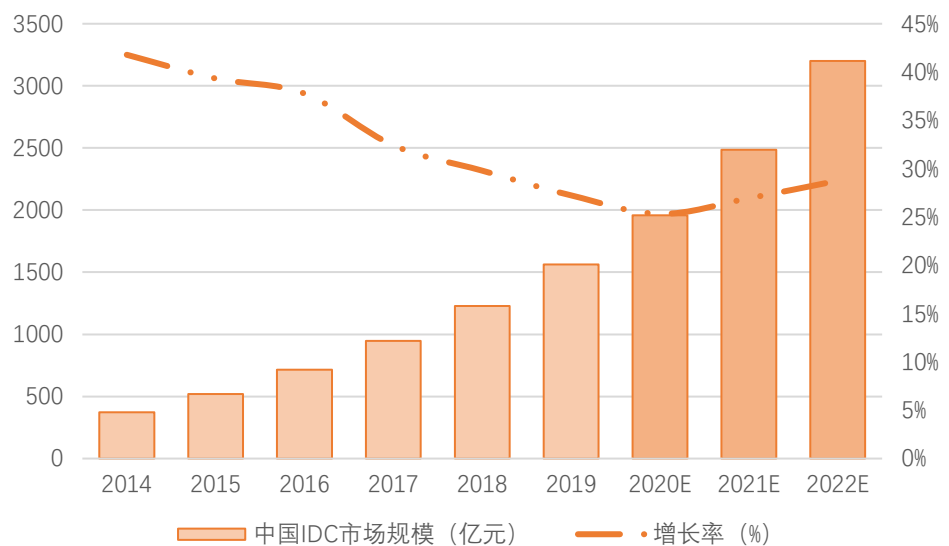


资料来源：工信部、天风证券研究所

根据三大运营商 5G 套餐情况来看，5G 套餐 DOU 亦呈现高速增长的趋势。以中国移动为例，截至 19 年年底，移动全年 4G 套餐客户 DOU 为 7.7GB，而 5G 套餐客户 12 月单月 DOU 为 16.9GB。

根据科智咨询的最新数据，中国 IDC 业务市场规模在日益增长的客户需求带动下仍保持稳定增长，2019 年，中国 IDC 市场规模达到 1562.5 亿元，同比增长 27.2%。

图 10: 14-22 年中国 IDC 市场规模及增速



资料来源：科智咨询、天风证券研究所

展望未来，**短期来看**，由于冠状病毒疫情爆发，催生出了基于云计算的远程办公、远程教育等新兴应用。**长期来看**，流量侧持续高增长以及 5G 大背景下可预见的其他新兴应用，根据科智咨询预计，2022 年，中国 IDC 业务市场规模将超过 3200.5 亿元，同比增长 28.8%，进入新一轮爆发期。

我们认为，5G 浪潮下随着互联网应用资源的不断普及和丰富，IDC 作为承载数据的重要实体，已逐步成为互联网流量计算、存储及流量吞吐的核心基础资源。

3.2. 公司五大云数据中心，超 2.5 万架自建机柜规划，短期关注自建机柜上架率提升

公司目前数据中心相关收入主要包含：云计算业务、数据中心产品销售，以及承接数据中心 EPC 等。

公司为用户提供高安全数据中心云基础服务，支撑金融、互联网、运营商、政府、教育、医疗等行业信息化建设，帮助企业实现云端迁移。公司凭借专业团队为客户提供从规划、采购、建设、维护、运维多个维度分析，从而实现全面且合理的成本控制。

图 11：公司数据中心概况



资料来源：公司官网、天风证券研究所

随着公司自建数据中心建设规模的扩大，公司数据中心机柜规模稳步上升，截至 2020 年年报，公司已建成机柜数超 2.8 万架，数据中心总建筑面积超过 23 万平方米，在北、上、广等地自建 7 个大型数据中心。2020 年，除自建清远国腾、张家口腾致数据中心外，公司亦为客户数据中心提供运营管理和运维服务

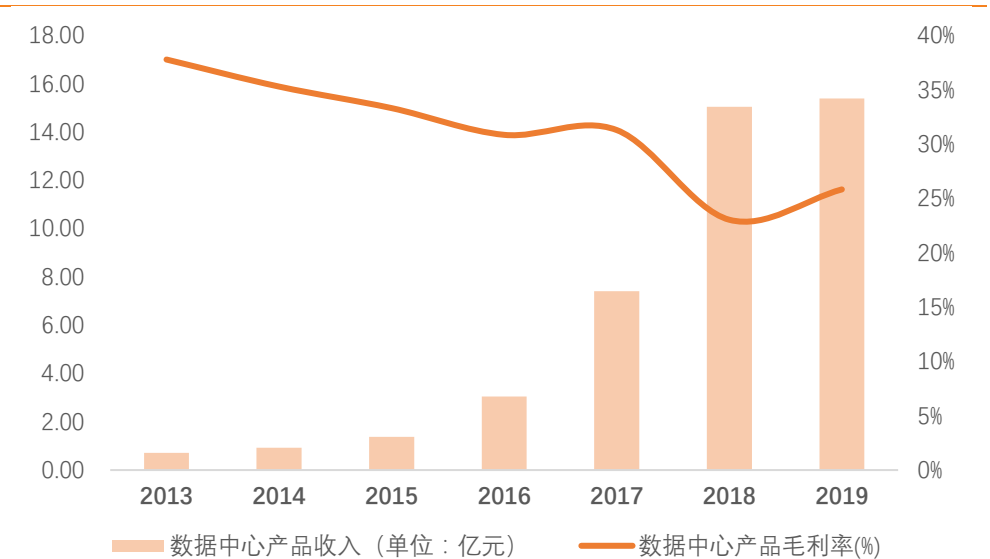
表 2：公司自建数据中心

机房名称	地点	建筑面积 (m ²)	机柜数量 (个)
北京大族数据中心	北京	24000	4000
上海云立方数据中心	上海	21000	3780
广州东涌云数据中心	广州	50000	4600
广州科云云数据中心	广州	60000	6800
广州名美云数据中心	广州	33000	4000

资料来源：公司官网、天风证券研究所

截至 2020 年年报，公司已建成机柜数量 2.8 万余个，展望 2021 年，随着公司上架率提升，有望为公司云计算基础业务提供稳定支撑。公司数据中心业务自 13 年以来，呈现快速发展的态势。

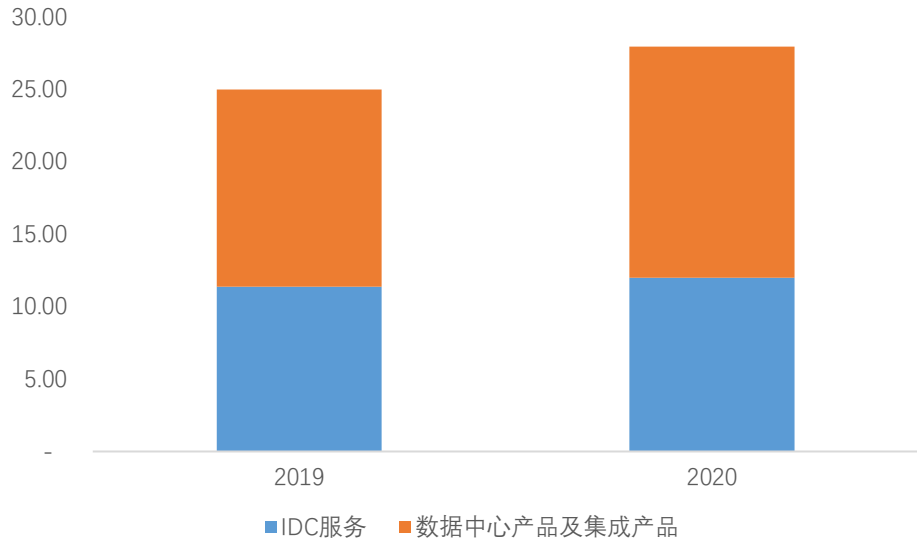
图 12：2013~2019 年数据中心产品收入、毛利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2018 年公司数据中心毛利率略微下滑，主要是由于天地祥云毛利较高的增值业务占比下降，以及公司数据中心 EPC 业务迅速增长。截至 2019 年，公司数据中心毛利率较去年提升了 2.79 个百分点。

图 13：2019 年、2020 年公司新财报口径下，数据中心行业收入构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

截至 2020 年，公司由于战略聚焦数据中心行业，财报业务划分口径发生变化，根据最新业务规划口径来看，公司数据中心行业业务实现收入 27.94 亿元，同比增长 11.82%。其中，IDC 服务实现收入 12.00 亿元，同比增长 5.53%；数据中心产品及集成产品实现收入 15.94 亿元，同比增长 17.07%。

从盈利能力来看，公司数据中心行业毛利率为 33.16%，较上年同期增长了 1.81%。其中 IDC 服务毛利率为 29.26%，较上年同期增长了 2.70%；数据中心产品及集成产品毛利率为 36.09%，较上年同期增长了 0.74%。我们预计，随着公司自建机柜上架率的提升，公司 IDC 服务毛利率有望呈现稳中略升的趋势，为公司提供有力的业绩支撑。

3.3. 展望未来，“碳中和”时代下，公司通过三条路径实现数据中心业务远航

根据国网能源研究院预测，2030 年数据中心用电量将突破 4000 亿千瓦时，占全社会用电量的比重将升至 3.7%，将成为未来为数不多能源消耗占社会总用电量比例持续增长的行业。

公司作为国内领先的电力电子技术、数据中心解决方案提供商，多维度护航数据中心节能减排：1) 为降低数据中心 PUE，公司提出绿色高效节能制冷解决方案，实现数据中心比传统机房系统明显节能，PUE 低于 1.3。在供配电方面，科华高压直流系统采用智能休眠算法的节能技术，相比传统 UPS 可节省用电超 10%，最大限度地减少了碳排放。2) “规划→建设→运营”全生命周期保障，将光伏、储能、微网及能源管理系统等绿色能源解决方案与数据中心规划、建设、运营相融合

在“碳中和”的时代主题下，公司积极探索，将光伏、储能、微网及能源管理系统等绿色能源解决方案与数据中心的规划建设相融合，帮助客户开源节流，降低运营成本，构建更绿色高效的低碳网络。从数据中心的规划设计开始，公司即严格按照国家能评、环评标准，综合考虑数据中心地理环境和节能要求，整体把握，合理规划，统筹设计相应的绿色电力方案，供客户选择使用。

新能源的创新应用，利用闲置屋顶建设屋顶分布式光伏电站、配置储能系统，对供电系统进行“削峰填谷”，减少电费开支，促进可再生能源消纳。此外，还可通过余热余水回收技术，满足园区的供暖和热水需求，减少冷却环节的使用时间，得以在全年冷却环节节省大量电力，大幅减少碳排放。

20 年，科华数据技术研究院开展基于大数据分析 with AI 技术的智慧能源管理和节能项目研究，引入 AI 智慧算法，通过 AI 实时寻优，可获得大型数据中心机房精密空调温度的群控策略、冷水机组和水泵等制冷系统的最优控制策略，显著改善 PUE 数值，实现数据中心

总体能耗最优的智慧运行。

腾讯宣布启动碳中和规划，成为首批启动碳中和规划的互联网企业之一。在 2021 腾讯云合作伙伴高层沟通会的年度生态盛典上，腾讯云授予了公司“2020 年度卓越合作伙伴（服务合作类+IDC 生态类）”。能获此殊荣，标志着公司以 IDC 建设运营服务优势为基础，延伸到腾讯云生态链合作，已获得中国云计算巨头的高度认可。

根据公司 2020 年年报披露，公司通过以下 3 个路径实现数据中心业务快速扩张：

1) 加强自我开发：公司数据中心战略定位清晰，聚焦北上广深等一线城市，结合市场需求趋势，重点布局云计算、大数据等互联网企业、金融机构、政府机关行业，发挥公司节能技术、新能源低碳方案、综合能源管理等技术优势，降低建设与运营成本及能源消耗，打造绿色节能、安全可靠的数据中心。未来三年，公司将稳步扩展数据中心规模，计划每年新增自建机柜 10000 个以上。

2) 轻资产合作运营：公司充分发挥产品技术、建设成本、销售运维的优势，携手战略投资者及大型国企等资源方共同开发建设运营数据中心项目，为合作项目提供数据中心 EPC 工程建设、产品方案及智能运维服务。数据中心资产由合作方持有，公司在保障合作方一定收益的前提下实现共赢。一方面，公司在当期可确认数据中心产品、工程及运维收入，另一方面也储备了知根知底的可并购数据中心项目，有助于公司数据中心业务的可持续发展。与此同时，随着公司自建数据规模增长，经营情况稳定后，公司也将考虑引入资产证券化等融资手段，提高公司数据中心资产周转速度，盘活资源提升公司整体经营效率，并满足市场规模扩张需求。

3) 深度绑定腾讯等大客户：近年来，公司与腾讯从产品开发、EPC 建设运维、云服务销售等方面开展了深度的合作。共同开发的 T-block 产品已广泛应用于腾讯的数据中心。同时，科华参与规划设计、建设及运营了广州科云、张家口腾致、清远国腾三大定制化数据中心，高效的数据中心建设能力，满足了腾讯快速部署需求；在云服务销售方面，科华数据以上海科众、广州德昇、广东科华乾昇数据中心为基础，与腾讯开展弹性资源池模式合作，导入腾讯云资源，为进驻客户提供更为便捷的腾讯云服务。公司将继续依托自身的产品技术能力与快速交付能力，进一步深化绑定与腾讯之间的合作关系，合作建设数据中心，增强公司整体机柜规模，从产品提供到共同开发新技术，争取更多市场份额。与此同时，公司也将充分发挥与腾讯合作的标杆作用，开拓更多大型互联网客户，保障公司长期向好发展。

短期来看，随着公司数据中心业务随着自建机柜上架率提升，公司整体毛利率有望维持稳中略升的趋势。

4. 公司新能源类产品业务有望受益于行业快速增长，值得期待

公司依托深厚的电力电子技术沉淀、卓越的创新研发实力、先进的服务理念等成长为高可靠的光储专家。公司自主研发光伏逆变器、储能变流器、微网控制系统、电力电源等核心产品和解决方案，在光伏、储能、微网的投资、工程建设和运营方面积累了成熟的技术和丰富的经验。截止 2020 年底，科华光伏全球累计装机量超过 18GW，储能全球累计装机量超过 1.1GW/3GWh。

4.1. 公司新能源产品涵盖光伏逆变器、储能变流器，产品矩阵完善

公司新能源业务包括储能、光伏等可再生能源应用领域，主要产品包含光伏逆变器、光伏离网控制器、储能变流器、离网逆变器等产品及相应配套系统解决方案服务。目前，公司储能装机量超过 1.1GW，连续六年入选全球新能源企业。储能作为综合能源系统的枢纽，是公司新能源业务未来的发展重点，公司已在发电侧、电网侧、用电侧以及微网储能等领域进行布局，满足客户及市场对于稳定、高效、绿色电能的需求。

表 3：公司主要新能源产品

品类	型号	功率段/电压值	特点
光伏逆变器	组串式		

	SPI-B 系列	3-60kW/500-1260kW	2 路 MPPT
	SPI-B-H 系列	100-250kW	智能运维
	集散式		
	SPI-BS 系列	1MW/2MW	4 路 MPPT
	智能光伏 MPPT 汇流箱	-	智能自检
	集中式		
	SPI-B-HUD	1500Vdc	3 路 MPPT
	逆变升压一体机	1500Vdc	预留储能接口
光伏配件	智能光伏直流汇流箱	-	无需外接电源 IP65 高防护
	光伏电站智能运维管理系统	-	支持绩效评估、风险预测、大数据分析
	分布式能源监控管理系统	-	可集成分布式光伏系统、微网、离网系统等
	WiseSolar 监控软件	-	支持手机监控 数据可视化
储能变流器	模块化储能变流器	并网输出 75-125kW	三电平技术 中点电位平衡控制技术
	集装箱储能变流器	1-1.5MW	并离网切换运行 多机并联
	储能变流升压一体机	1500Vdc	集成数据采集、光纤环网，支持智慧运行管理
储能电池	储能电池集成系统	1000/1500V	三级 BMS 系统管理

资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司在新能源领域进行市场细分，推出针对性解决方案。光伏发电领域，公司拥有领跑者解决方案、智慧“光伏+”综合解决方案、光伏扶贫电站系统解决方案等五种方案，和不同场景、不同规模下光伏发电需求实现对接。以领跑者方案为例，公司针对水面、平坦地形、复杂地形三种环境场景推出不同的搭配方案，缓解地形缺陷对发电效果的不良影响；在储能领域，公司立足于用户侧储能、发电侧储能和微电网系统，覆盖户级、村级、乡镇级、城市级、海岛级各个规模，具有较好的市场适应能力。

表 4：公司新能源解决方案

领域	方案	适用场景
光伏发电	领跑者解决方案	水面光伏/平坦地面/复杂地面解决方案
	智慧“光伏+”综合解决方案	光伏+农业/光伏+渔业/光伏+军工/光伏+交通
	光伏扶贫电站系统解决方案	多村集中联建光伏扶贫电站
	工商业屋顶解决方案	小型/大型工商业屋顶光伏系统
	智能能源运维管理解决方案	户用型/分布式/光伏电站运维管理
储能/微网	用户侧储能系统	户用型/商用型储能解决方案
	发电侧储能系统	电力调频调压系统解决方案 弃风弃光/计划发电储能解决方案
	微电网系统	无电/弱电微网解决方案 城市级微网解决方案

资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 14：公司部分光伏产品



资料来源：公司官网、天风证券研究所

科华光伏全球累计装机量超过 18GW，在大型地面电站、分布式电站、领跑者应用、光伏复合项目等方面均有成熟应用。

同时，公司持续探索光伏、风电侧储能配置运用，相继参与明阳大庆风电储能项目、铜川 250MW 光伏领跑者储能示范项目、华润电力鲤鱼江 12MW 储能火电联合调频项目、甘肃 720MWh 网域大规模储能系统项目、山东无棣 6MW/12MWh 光储项目等项目建设，树立愈发强劲的品牌影响力。

截至 2020 年年报，在国内市场，公司助力打造张北县“互联网+智慧能源”260MW 光伏示范项目，为 2022 年北京冬季奥运会提供绿色电力；打造国内首批风电场储能示范性项目——安徽灵璧县灵南风电场 10MW/10MWh 储能电站项目；打造宁夏 150MW 光伏项目，实现全新一代 1500V 225kW 组串式逆变器产品方案批量应用，为当地经济和生态建设输入持续动力；在海外市场，科华产品助力印度打造总容量共 1.45GW 的多个大型光伏电站项目，全新一代 250kW 组串式逆变器在乌克兰、越南、波兰及巴西等国取得成功应用。

图 15：阿里-藏中互联工程仁嘎、仲巴 220kV 变电站储能项目



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 16：深圳地铁 6 号线高架段车站顶部分布式光伏发电系统



资料来源：公司官网、天风证券研究所

在产品推新方面，2021 年 6 月 3 日，SNEC 第十五届（2021）国际太阳能光伏与智慧能源（上海）展览会上。公司面向全球发布了全新一代 1500V 350kW 组串式逆变器解决方案。

图 17：公司全新一代 1500V 350kW 组串式逆变器



1500V 350kW组串式逆变器

资料来源：公司公众号、天风证券研究所

4.2. 行业情况：光伏逆变器受政策推动，电化学储能快速增长

光伏逆变器行业受政策影响较大，近年来我国对光伏项目的补贴政策在一定程度上推动了光伏装机量与光伏逆变器需求的增长。

表 5：我国光伏行业相关政策

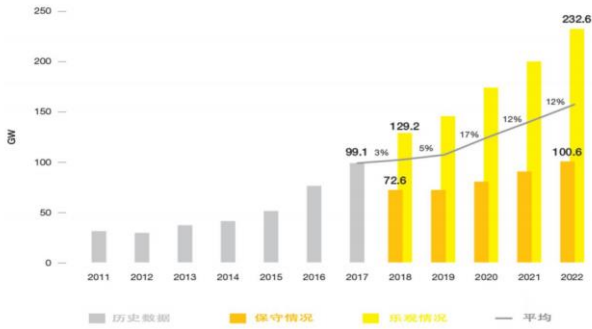
政策名称	颁布时间	颁布主体	政策要点
《关于进一步促进光伏产业健康发展的征求意见稿》	2020-12	工信部	对 2021-2023 年期间并网且符合国家和行业标准的分布式光伏项目，自并网次月起对投资人每千瓦时补贴 0.1 元，补贴期限为 5 年
《促进绿色低碳发展办法（征求意见稿）》	2020-12	广州市发改局	对 2020-2025 年分布式光伏发电的投资方每千瓦时补贴 0.15 元，单个项目最长补贴期限为 6 年
《关于进一步支持光伏发电系统推广应用的通知》	2020-11	北京市发改委	对 2020-2021 年采用“自发自用为主，余量上网”模式并网发电的分布式光伏发电项目每千瓦时补贴 0.3 元，补贴期限为 5 年
《关于 2020 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》	2020-03	国家能源局	2020 年度新建光伏发电项目补贴预算总额度为 15 亿元，其中 5 亿元用于户用光伏，10 亿元用于集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目的组织建设

资料来源：国家能源局、工信部、北京市发改委、广州市发改局、天风证券研究所

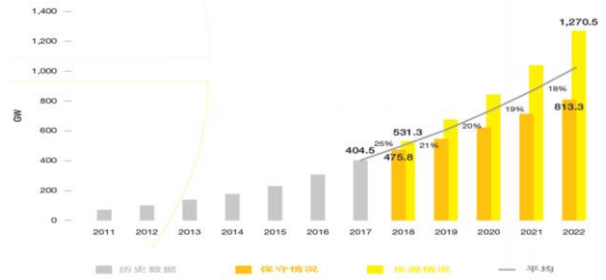
根据欧洲光伏工业协会的预测，到 2022 年，全球新增光伏装机容量有望突破 150GW，累计光伏装机容量或将达到 1000GW。其中，2020-2022 年全球新增光伏装机容量年同比增速约为 12%，累计光伏装机容量年同比增速约为 19%。

图 18：2011-2022 年全球新增光伏装机量及预测（单位：GW）

图 19：2011-2022 年全球累计光伏装机量及预测（单位：GW）



资料来源：欧洲光伏工业协会、天风证券研究所



资料来源：欧洲光伏工业协会、天风证券研究所

从竞争格局来看，全球光伏逆变器行业集中度较高。根据中国产业信息网的数据，2018 年全球光伏逆变器市场 CR3 为 45%（华为 22%、阳光电源 15%、SMA 8%）。国内市场则由华为和阳光电源主导。根据前瞻产业研究院的数据，2018 年，阳光电源的光伏逆变器出货达到 16.7GW（华为未公开披露该数据），超过科士达、上能电气等中部企业。

图 20：2018 年全球光伏逆变器市场格局

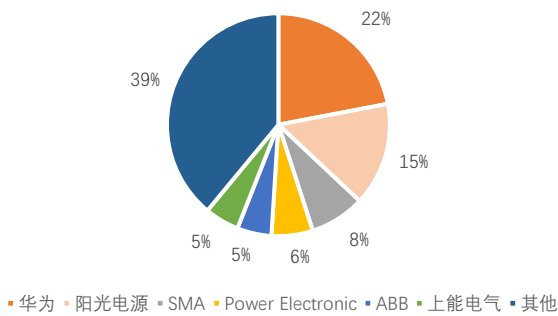
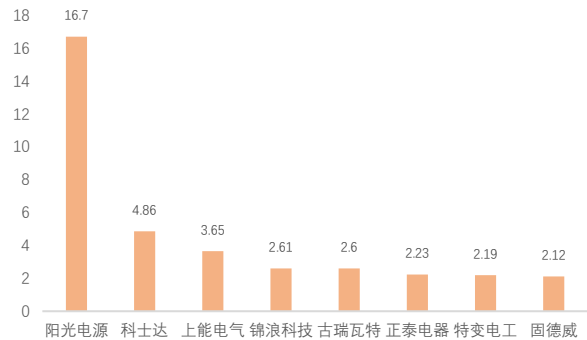


图 21：2018 年中国主要光伏逆变器企业出货情况 (单位: GW)

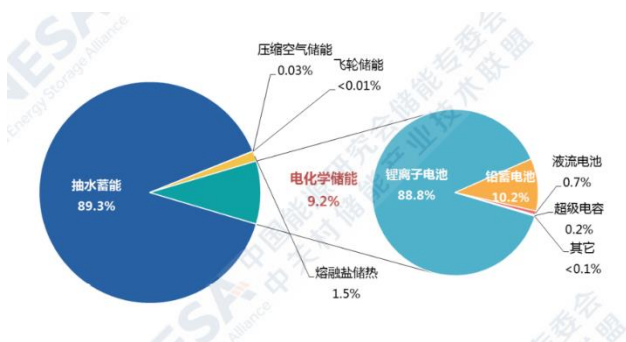


资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所（注：华为未对此数据进行披露，因此不将其统计在内）

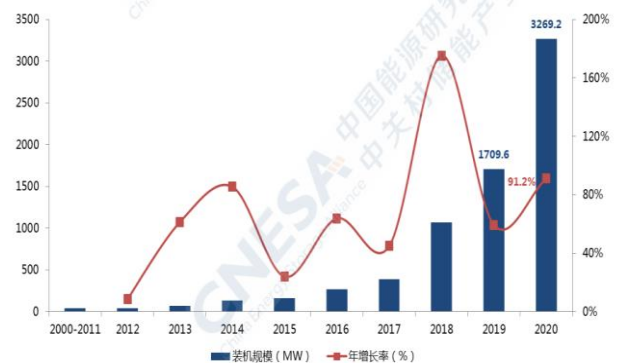
根据 CNESA 的数据，截至 2020 年底，全球已投运储能项目累计装机量达到 191.1GW，同比增长 3.4%；中国已投运储能项目累计装机量达到 35.6GW，占全球规模的 18.6%，同比增长 9.8%。从储能类型来看，2000-2020 年，全球占比最高的储能模式是抽水蓄能，占比 90.3%，其次是电化学储能占比 7.5%；同阶段中国抽水蓄能、电化学储能则分别占比 89.3%和 9.2%。电化学储能增长迅速，2019 年全球装机量增速达到 49.6%，中国则达到 91.2%，未来电化学储能仍有一定渗透空间。

图 22：2000-2020 年中国储能装机量类型分布



资料来源：CNESA、天风证券研究所

图 23：2000-2020 年中国电化学储能装机量及增速 (单位: MW)

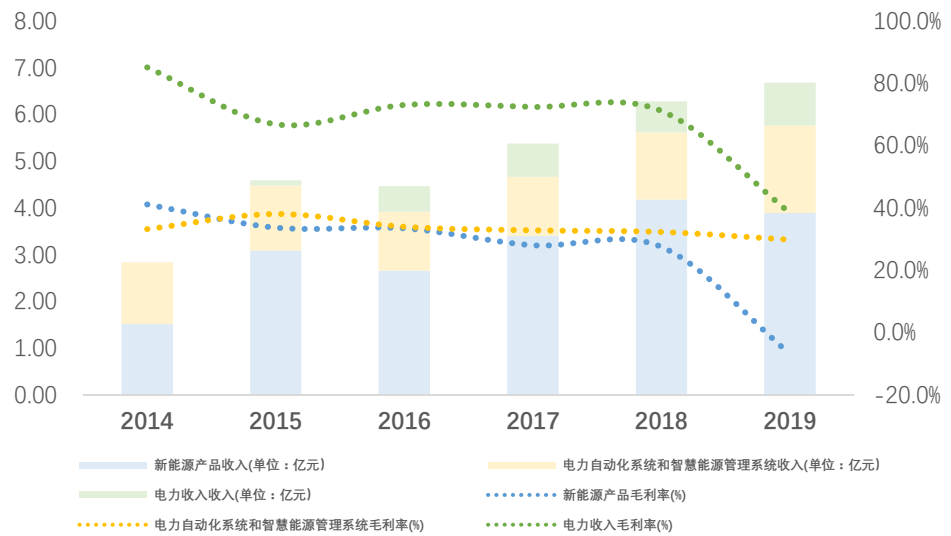


资料来源：CNESA、天风证券研究所

4.3. 公司新能源业务有望双轮驱动，同时“碳中和”有望为 IDC 产生协同

随着中国“30·60”双碳目标的提出，国家将构建以新能源为主体的新型电力系统，光储市场迎来了倍增的发展高峰期。在储能方面，储能作为综合能源系统的枢纽，是公司新能源业务未来的发展重点，公司已在发电侧、电网侧、用电侧以及微网储能等领域进行布局，满足客户及市场对于稳定、高效、绿色电能的需求。截至2020年年报，在国内市场，科华助力打造张北县“互联网+智慧能源”260MW光伏示范项目，为2022年北京冬季奥运会提供绿色电力；打造国内首批风电场储能示范性项目——安徽灵璧县灵南风电场10MW/10MWh储能电站项目；打造宁夏150MW光伏项目，实现全新一代1500V 225kW组串式逆变器产品方案批量应用，为当地经济和生态建设输入持续动力；在海外市场，科华产品助力印度打造总容量共1.45GW的多个大型光伏电站项目，全新一代250kW组串式逆变器在乌克兰、越南、波兰及巴西等国取得成功应用。

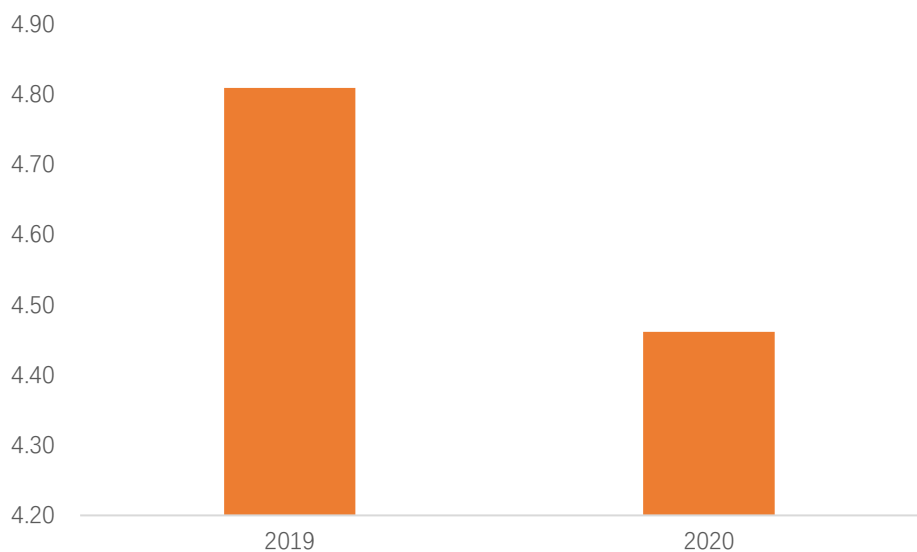
图 24：2014~2019 年公司新能源相关业务收入、毛利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

截至2020年，公司由于战略聚焦数据中心行业，财报业务划分口径发生变化，根据最新业务规划口径来看，公司新能源业务实现收入4.46亿元，同比下滑7.22%。从盈利能力来看，公司新能源业务毛利率为30.44%，较上年同期增长了1.95%。

图 25：2019 年、2020 年公司新财报口径下，新能源行业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

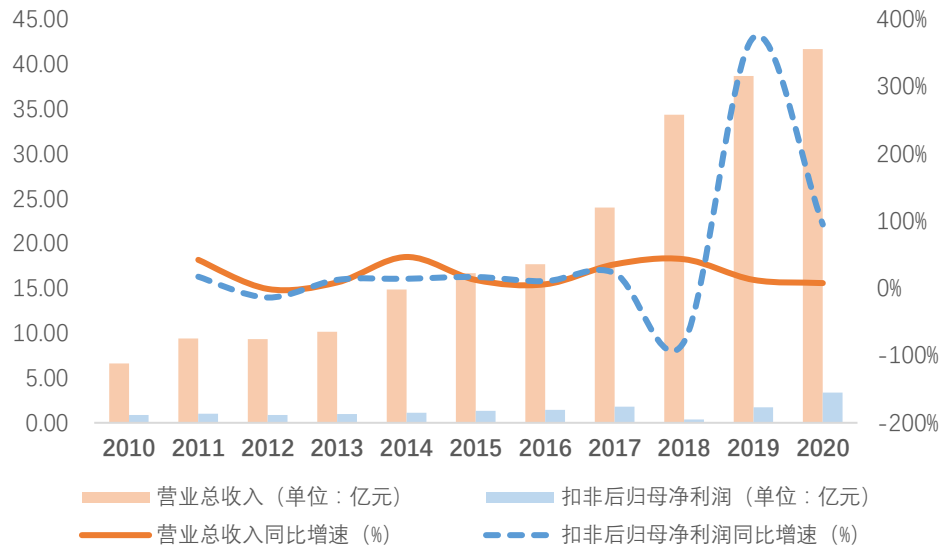
我们预计，受益于光伏行业需求释放，公司作为业内老牌厂商，有望持续受益。同时，在“碳中和”时代背景下，公司新能源业务有望进一步增强公司在数据中心领域的综合竞争力，公司通过综合智慧能源，打造源、网、荷、储一体化的系统，推进数据中心、工厂等细分场景的低碳优化建设，充分发挥绿色科技产业动能优势，在光伏、储能、微

网、风电、多站融合等领域拥有多元化的解决方案和丰富的项目经验积累，提供全球范围的产品设备、整体解决方案、规划设计、工程建设、运营维护等智慧能源综合服务，助力实现中国“碳中和”目标。

5. 公司经营情况

截至 2020 年，公司整体营收实现 41.68 亿元，同比增长 7.7%；归母净利润 3.82 亿元，扣非归母净利润达 3.36 亿元，同比增长 94.9%。

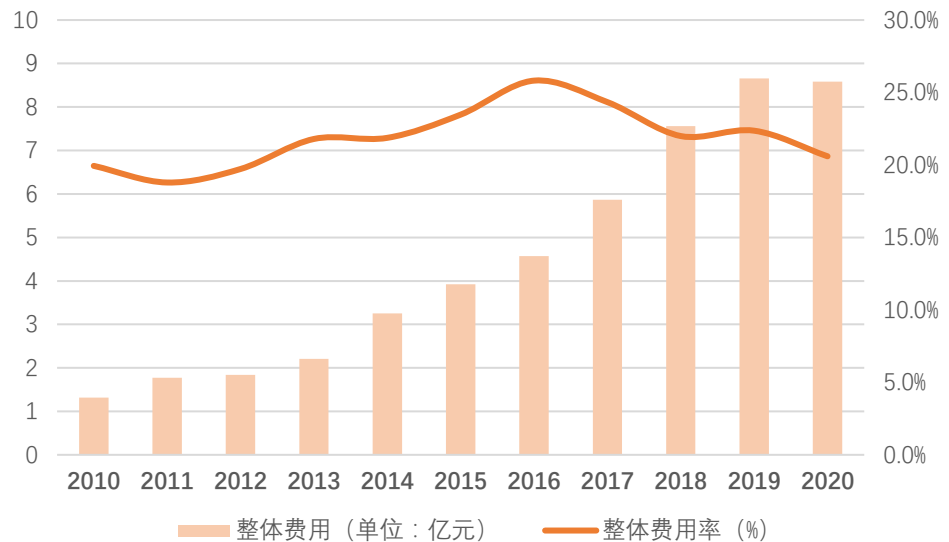
图 26：2010 年~2020 年公司整体收入和扣非后归母净利润及同比增速情况



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

公司 2010 年~2020 年，整体费用率维持较稳定的水平，截至 2020 年，公司整体费用为 8.58 亿元，费用率为 20.60%，较去年同期下滑了 1.80 个百分点。

图 27：2010 年~2020 年公司整体费用和整体费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

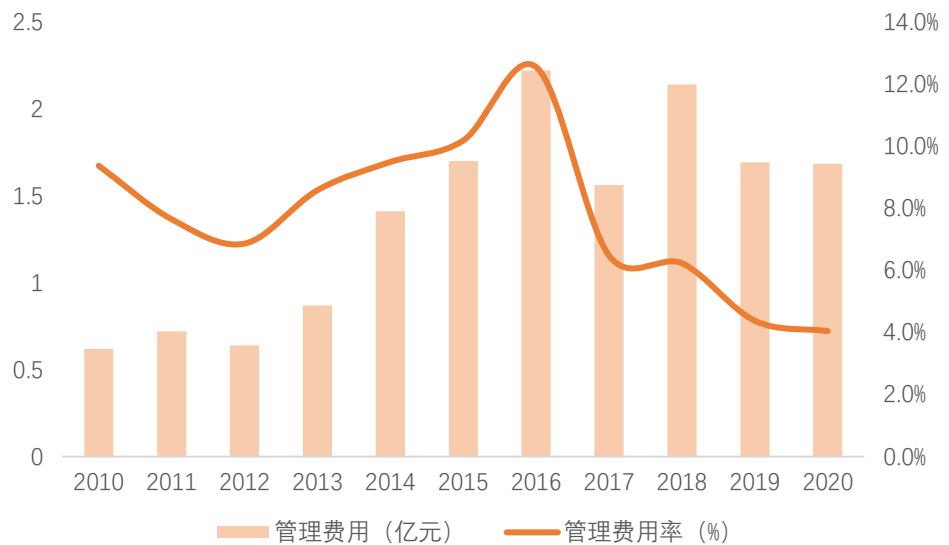
我们认为，公司随着各项业务稳步推进，未来整体费用率有望呈现稳中略降的态势，为公司整体盈利能力产生贡献。

5.1. 公司管理费用情况

由于会计准则发生变化，研发费用从管理费用中拆出，公司 2017 年、2018 年管理费用率（不含研发费用）分别为 6.5%、6.2%、4.4%。2019 年，公司管理费用为 1.69 亿元，费

用率较上年同期下滑 1.9 个百分点。

图 28：2010 年~2020 年公司管理费用及管理费用率情况



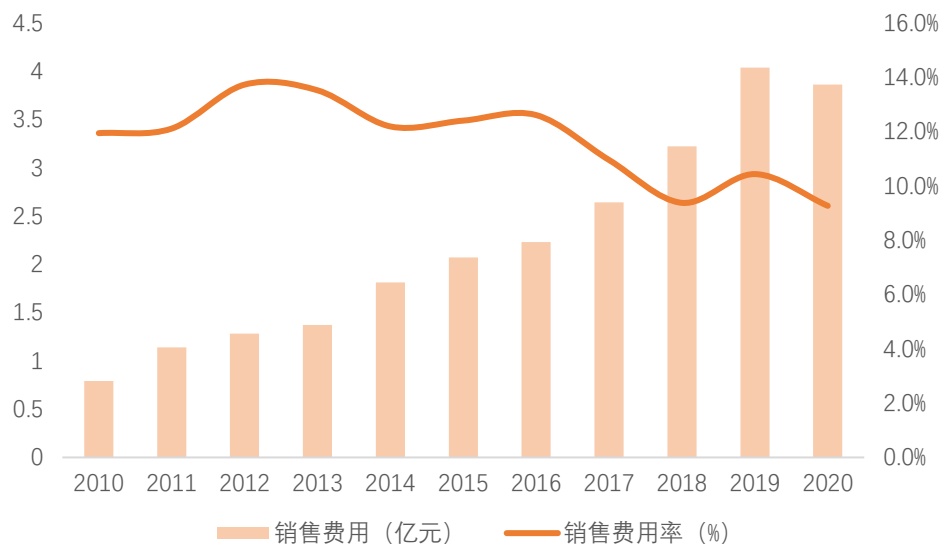
资料来源：Wind、天风证券研究所

2020 年，公司管理费用为 1.68 亿元，管理费用率为 4.0%，费用率较上年同期下滑 0.4 个百分点。我们预计，未来随着公司整体业务快速发展，管理费用率有望维持稳中略降的趋势。

5.2. 公司销售费用情况

2018 年，公司销售费用为 3.22 亿元，较上年同期增长了 21.98%，销售费用率较上年同期下降了 1.8 个百分点，销售费用增长主要由于职工薪酬和差旅增加所致；2019 年，公司销售费用为 4.03 亿元，较上年同期增长了 25.3%，销售费用率较上年同期提升 1.1 个百分点。

图 29：2010~2020 年公司销售费用及费用率变化情况



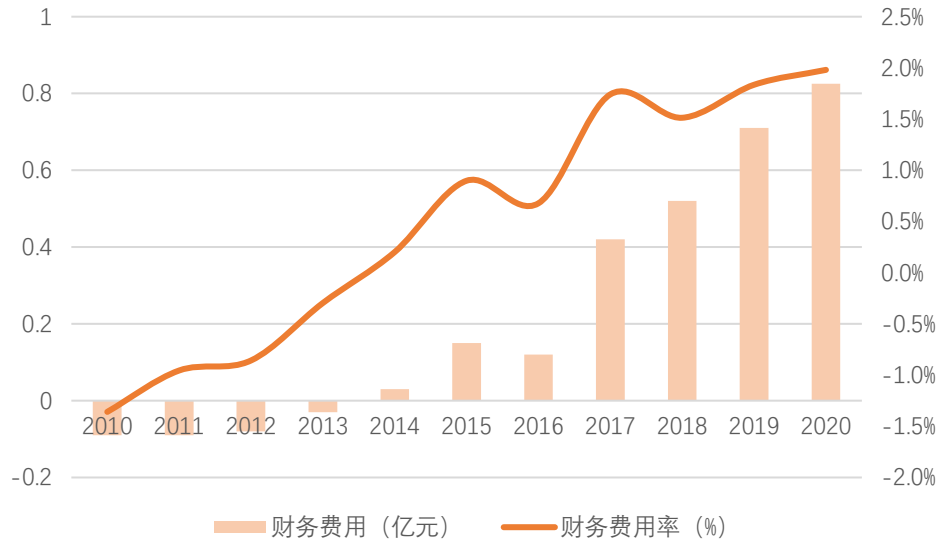
资料来源：Wind、天风证券研究所

2020 年，公司销售费用 3.86 亿元，销售费用率约为 9.3%，较上年同期 1.2 个百分点。我们预计，未来销售费用中长期来看有望逐步企稳。

5.3. 公司财务费用情况

2018 年，公司财务费用为 0.52 亿元，较上年同期同比增长 23.65%；2019 年，公司财务费用为 0.71 亿元，较去年同比增长 36.6%，主要是由于利息支出增加导致。

图 30：2010~2020 年公司财务费用及财务费用率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

2020 年，公司财务费用约为 0.83 亿元，同比增长 16.2%。主要是由于：1) 公司利息支出增加；2) 汇兑损益增加。

6. 投资建议与盈利预测

我们认为，公司作为 IDC 行业的中坚力量，随着公司数据中心业务占比逐步提升，依靠多年的电力技术实力为引结合行业经验，业务间具备较强的协同效应。同时，新能源业务受益于行业需求，有望为公司业绩带来增量。

6.1. 公司盈利预测

根据公司 2020 年年报最新业务分类口径来看，我们预计公司各业务 2021~2023 年营收如下：

表 6：科华数据各业务收入预测（单位：亿元）

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
智慧电能行业	收入	7.98	8.75	9.97	11.37	12.96
	YoY (%)		9.5%	14.0%	14.0%	14.0%
	成本	5.96	6.47	7.38	8.47	9.73
	毛利率	25.4%	26.1%	26.0%	25.5%	24.9%
数据中心行业	IDC 服务	11.37	12.00	15.36	19.50	24.38
	YoY (%)		5.5%	28.0%	27.0%	25.0%
	数据中心产品	13.61	15.94	20.40	25.91	32.39
	YoY (%)		17.1%	28.0%	27.0%	25.0%
	整体收入	24.98	27.94	35.76	45.41	56.76
	YoY (%)		11.8%	28.0%	27.0%	25.0%
	整体成本	17.15	18.67	23.81	30.34	38.09
	毛利率	31.4%	33.2%	33.4%	33.2%	32.9%
新能源行业	收入	4.81	4.46	8.92	14.28	21.42
	YoY (%)		-7.2%	100.0%	60.0%	50.0%
	成本	3.44	3.10	6.20	9.97	14.99
	毛利率	28.5%	30.4%	30.5%	30.2%	30.0%
其他	收入	0.92	0.53	0.36	0.26	0.20
	成本	0.15	0.16	0.13	0.09	0.09
公司整体收入		38.69	41.68	55.01	71.52	91.54
YoY (%)			7.7%	32.0%	30.0%	28.0%

成本	26.69	28.41	37.52	48.86	62.90
毛利率	31.0%	31.8%	31.8%	31.5%	31.1%

资料来源: Wind、天风证券研究所

我们预计, 2021~2023 年, 公司智慧电能行业业务同比增速分别为: 14%、14%、14%, 预计 2023 年收入实现 12.96 亿元; 公司数据中心行业业务同比增速分别为: 28%、27%、25%, 预计 2023 年收入实现 56.76 亿元; 公司新能源行业业务同比增速分别为: 100%、60%、50%, 预计 2023 年收入实现 21.42 亿元。整体来看, 预计公司 2021~2023 年整体收入同比增速分别为: 32%、30%、28%, 预计 2023 年公司整体收入达 91.54 亿元。

我们认为, 随着公司数据中心业务占比逐步提升, 其战略发展方向更加清晰。公司依靠多年的电力技术实力以及行业经验, 各业务间具备较强的协同效应。短期来看, 随着公司自建机柜上架率逐步提升, 数据中心业务有望成为公司整体收入的重要支柱。同时, 新能源业务受益于行业需求, 有望为公司短期盈利能力带来显著贡献。

6.2. 行业内估值对比

一方面, 公司作为数据中心行业的中坚力量, 我们选取可比的几家 A 股上市公司来作为估值对比, 包括光环新网、数据港、奥飞数据。三家可比公司对应 2021 年 PE 预计为 39 倍, 预计公司 21 年对应 PE 为 20 倍, 显著低于可比平均估值。

表 7: 行业内估值对比 (截至 2021 年 6 月 30 日收盘价)

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	Wind 一致预期净利润 (亿元)			市盈率		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300383	光环新网	222.06	10.59	12.64	14.88	21	18	15
603881	数据港	119.07	2.04	3.12	4.29	58	38	28
300738	奥飞数据	79.34	2.05	2.75	3.78	39	29	21
数据中心行业估值平均值						39	28	21
002335	科华数据	105.10	5.14	6.76	8.84	20	16	12
605117	德业股份	217.77	5.25	8.21	11.56	41	27	19
300274	阳光电源	1676.35	28.94	38.42	47.13	58	44	36
新能源行业平均值						50	35	27

资料来源: Wind、天风证券研究所

注: 5 家列举公司数据是 Wind 一致预期

另一方面, 公司新能源业务同行业可比的 A 股上市公司如阳光电源、德业股份等, 对应 2021 年平均 PE 预计为 58 倍。

综上, 我们认为, 公司作为 IDC 行业的中坚力量, 随着公司数据中心业务占比逐步提升, 依靠多年的电力技术实力以及行业经验, 业务间具备较强的协同效应。短期来看, 随着公司自建机柜上架率逐步提升, 有望为公司收入、毛利率、净利率产生贡献为公司业绩增长夯实基础。同时, 受益于新能源行业需求的释放, 多年的品牌、技术累积有望使公司该业务进入成长快车道, 为公司业绩增长注入弹性。我们预计, 公司 2021 年~2023 年归母净利润分别为: 5.14 亿元、6.76 亿元、8.84 亿元, 保守给予公司 2021 年 40 倍 PE, 对应目标市值 200 亿市值, 对应目标价 44.4 元, 维持“买入”评级。

7. 风险提示

- 1) **数据中心业务发展不及预期**, 公司聚焦数据中心业务发展, 其包含: 云计算业务、数据中心产品销售, 以及承接数据中心 EPC 等, 是公司长期看点之一。如果自建机柜未能实现交付或客户上架速度放缓, 将导致公司上架率不及预期, 影响公司收入。同时, 公司后续机柜扩张规划亦将影响公司中长期收入。
- 2) **高端电源业务发展不及预期**, 公司从事高端电源业务, 截至 2019 年是占公司整体收

入 40%，是公司现阶段的收入主要来源之一。如果电源行业竞争格局加剧、行业需求滞缓均将影响公司现阶段收入。

- 3) **公司其他业务发展不及预期**，其他业务包含：新能源产品、电力自动化系统和智慧能源管理系统，以及电力收入。公司其他业务仍面临行业竞争格局加剧的可能性，导致份额、盈利能力出现不利变化的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	645.80	772.33	530.87	1,587.73	1,519.93	营业收入	3,869.31	4,167.59	5,501.22	7,151.58	9,154.02
应收票据及应收账款	1,626.38	1,730.29	2,814.80	2,683.96	4,354.46	营业成本	2,669.19	2,840.45	3,751.83	4,898.83	6,316.28
预付账款	45.69	44.30	91.56	77.66	138.02	营业税金及附加	23.47	21.77	35.15	45.70	58.49
存货	418.20	427.93	758.09	793.95	1,203.62	营业费用	403.45	385.86	522.62	672.25	823.86
其他	530.11	429.03	433.37	465.94	598.51	管理费用	169.28	168.40	225.55	286.06	366.16
流动资产合计	3,266.18	3,403.88	4,628.70	5,609.25	7,814.53	研发费用	221.64	222.42	302.57	393.34	503.47
长期股权投资	13.85	28.06	28.06	28.06	28.06	财务费用	71.01	82.55	77.09	77.09	64.90
固定资产	1,684.58	2,478.24	2,754.80	2,898.45	2,949.36	资产减值损失	(81.20)	(20.03)	(20.03)	(20.03)	(20.03)
在建工程	1,387.00	889.44	569.67	389.80	263.88	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	488.34	512.90	451.05	389.19	327.33	投资净收益	1.63	6.34	0.00	0.00	0.00
其他	991.85	1,016.70	963.57	950.87	936.38	其他	140.63	9.27	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4,565.61	4,925.35	4,767.14	4,656.37	4,505.01	营业利润	250.21	450.56	606.44	798.34	1,040.89
资产总计	7,831.79	8,329.23	9,395.83	10,265.62	12,319.54	营业外收入	3.24	5.99	3.79	4.34	4.70
短期借款	307.64	471.22	300.00	300.00	300.00	营业外支出	13.94	8.69	7.94	10.19	8.94
应付票据及应付账款	1,597.58	1,665.27	2,474.02	3,093.37	4,040.77	利润总额	239.50	447.86	602.28	792.48	1,036.65
其他	630.19	869.76	960.71	764.56	1,287.29	所得税	23.20	57.22	76.95	101.25	132.44
流动负债合计	2,535.41	3,006.25	3,734.73	4,157.92	5,628.06	净利润	216.31	390.64	525.34	691.24	904.21
长期借款	1,823.79	1,799.81	1,800.00	1,800.00	1,800.00	少数股东损益	9.14	8.75	11.77	15.49	20.26
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	207.16	381.89	513.56	675.75	883.95
其他	31.49	32.36	31.36	31.74	31.82	每股收益(元)	0.45	0.83	1.11	1.46	1.92
非流动负债合计	1,855.28	1,832.17	1,831.36	1,831.74	1,831.82						
负债合计	4,390.68	4,838.42	5,566.09	5,989.66	7,459.88						
少数股东权益	244.78	256.21	267.98	283.47	303.73	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	271.51	461.57	461.57	461.57	461.57	成长能力					
资本公积	2,135.02	1,764.58	1,764.58	1,764.58	1,764.58	营业收入	12.58%	7.71%	32.00%	30.00%	28.00%
留存收益	2,924.71	2,772.85	3,100.20	3,530.92	4,094.36	营业利润	84.64%	80.08%	34.60%	31.64%	30.38%
其他	(2,134.92)	(1,764.40)	(1,764.58)	(1,764.58)	(1,764.58)	归属于母公司净利润	177.09%	84.34%	34.48%	31.58%	30.81%
股东权益合计	3,441.11	3,490.81	3,829.74	4,275.96	4,859.66	获利能力					
负债和股东权益总计	7,831.79	8,329.23	9,395.83	10,265.62	12,319.54	毛利率	31.02%	31.84%	31.80%	31.50%	31.00%
						净利率	5.35%	9.16%	9.34%	9.45%	9.66%
						ROE	6.48%	11.81%	14.42%	16.93%	19.40%
						ROIC	6.31%	9.77%	11.55%	13.94%	19.62%
						偿债能力					
						资产负债率	56.06%	58.09%	59.24%	58.35%	60.55%
						净负债率	51.96%	56.85%	49.86%	20.78%	20.19%
						流动比率	1.29	1.13	1.24	1.35	1.39
						速动比率	1.12	0.99	1.04	1.16	1.17
						营运能力					
						应收账款周转率	2.38	2.48	2.42	2.60	2.60
						存货周转率	8.62	9.85	9.28	9.22	9.17
						总资产周转率	0.50	0.52	0.62	0.73	0.81
						每股指标(元)					
						每股收益	0.45	0.83	1.11	1.46	1.92
						每股经营现金流	1.66	1.24	0.86	3.08	0.74
						每股净资产	6.92	7.01	7.72	8.65	9.87
						估值比率					
						市盈率	50.69	27.50	20.45	15.54	11.88
						市净率	3.29	3.25	2.95	2.63	2.30
						EV/EBITDA	6.84	11.34	14.63	10.84	8.94
						EV/EBIT	8.71	15.74	18.17	13.05	10.45

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com