

2016年12月01日

UPS 龙头，光伏逆变和充电桩新秀，积极转型 买入（首次）

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

0512-62938661

投资要点：

■ **收到军委装备承制注册证书：**公司收到中央军委颁发的《装备承制单位注册证书》（第三类装备承制单位），承制范围包括不间断电源、精密空调等通信保障设备，为公司未来在军用装备承制领域的进一步拓展奠定了良好的基础。

■ **UPS 龙头转型发展，掘金 IDC 和轨交领域：**公司以 UPS 产品起家，深耕电力电子领域，掌握了高频 IGBT 整流、高频模块化、高压直流等核心技术，与科华恒盛、易事特一同成为了国内一线品牌厂商，三家公司占据了一半左右的国内市场份额。

近年来公司通过产品结构调整，切入高毛利高增长的数据中心 IDC 领域，重点推广大功率在线式 UPS（10kVA 以上）。2016 年上半年数据中心产品实现收入 5.28 亿元，毛利率提升 4.52 个百分点至 35.5%。随着 UPS 行业对模块化、系统化产品和一站式服务要求的不断提升，公司转型定位于一体化解决方案提供商，此前为广西广电、云南广电无线数字化覆盖工程项目提供整体不间断电源解决方案，并推出 ITCube 一体化数据中心解决方案，成功树立了行业标杆。

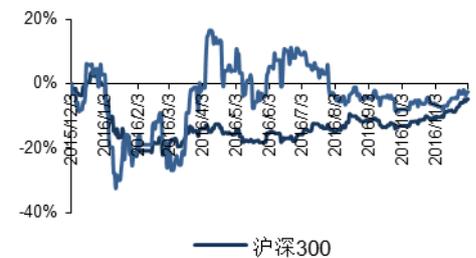
轨交方面，国家发布了 2016~2018 年交通基础设施重大工程三年行动计划，预计投入约 4.7 万亿元，根据我们测算对应电源设备投资为 300 亿元左右，此前公司中标过天津、杭州、长沙、长春、广州、东莞等地铁项目，可见轨交 UPS 电源将成为公司新的增长点。

■ **抓住光伏行业机遇，逆变器销量提升：**受光伏发电上网电价限期下调政策影响，2016 年大批光伏发电项目集中投产，1-9 月新增装机量 26GW，同比增长约 163%。公司有效抓住中东部发展迅速的机遇，逆变器产品继续入围中广核、华电、中电投、中节能、中兴能源等重大项目，并成功中标安徽、湖北等重点扶贫项目，上半年逆变器实现收入 1.77 亿元，同比增长 198.94%，毛利率提升 4.28 个百分点至 33.21%。此外，公司在金寨县内分阶段建设 300MW 光伏电站，并投资 6000 万元设立售电公司，有助于未来可持续发展。

■ **把握充电模块核心技术，充电桩优质标的：**在国家对新能源汽车产业的大力推动下，充电桩行业将迎来千亿市场机遇，公司坚持整机和模块销售的商业模式，重点配套新能源汽车制造企业和公共交通运营公司，并积极提供电动车充电系统一体化解决方案。2016 年上半年公司收到充电桩订单约 6000 万元，实现收入 3863.8 万元，同比增长 843.89%，毛利率高达 45.89%，全年预计收入在 1.5 亿元左右，成功跃居国内市场领先地位。同时，公司还批量出口日本，承揽深圳市政府形象工程充电项目，并与华住酒店合作推广智能充电。

■ **加大全球布局力度，积极探索外延发展：**自 2005 年起公司就

股价走势



市场数据

| | |
|----------|-------------|
| 收盘价（元） | 22.15 |
| 一年最低/最高价 | 27.33/14.57 |
| 市净率（倍） | 5.1734 |
| 流通市值（百万） | 9203.33 |

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产（元） | 4.05 |
| 资本负债率（%） | 24.23% |
| 总股本（万股） | 445.3214 |
| 流通 A 股（百万股） | 426.0803 |

相关研究

开始在全球 92 个国家和地区注册 KSTAR 商标，不断加大海外营销服务网络建设力度，加速布局全球营销网络体系。另外，公司还积极探索外延式发展，使用自有资金 1 亿元参与设立新兴产业创业投资基金合伙企业，通过间接培育新兴产业领域优质项目，加快产业布局。

- **三季度业绩保持稳步增长：**公司 2016 年前三季度实现收入 11.63 亿元，同比增长 17.43%，实现净利润 1.85 亿元，同比增长 32.87%，EPS 为 0.42 元，净利率自 2011 年以来持续提升。其中 Q3 单季度实现收入 4.15 亿元，同比增长 13.15%，实现净利润 7127 万元，同比增长 20.18%，EPS 为 0.16 元。同时预告 2016 年全年净利润 2.67~3.27 亿元，同比增长 10%~40%。
- **投资建议：**我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 3.05、4.05、5.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.69 元、0.91 元和 1.17 元，业绩增速达 30.87%、32.61%和 28.50%，对应 PE 分别为 31.49 倍、23.75 倍和 18.48 倍。给予公司 2017 年 35 倍 PE，对应目标价 31.85 元。首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**布局存在试错风险，推进或不达预期。

图 表 1：科士达三大财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产 | 1930.08 | 2242.89 | 2527.34 | 2946.40 | 营业收入 | 1526.48 | 1846.82 | 2408.25 | 3109.27 |
| 现金 | 210.20 | 486.42 | 713.75 | 1047.24 | 营业成本 | 1007.58 | 1194.89 | 1553.80 | 2009.29 |
| 应收账款 | 678.42 | 738.73 | 770.64 | 839.50 | 营业税金及附加 | 12.03 | 13.48 | 16.86 | 20.83 |
| 其它应收款 | 13.79 | 14.45 | 21.40 | 24.30 | 营业费用 | 149.77 | 175.45 | 216.74 | 270.51 |
| 预付账款 | 11.70 | 60.00 | 45.00 | 30.00 | 管理费用 | 126.40 | 145.90 | 180.62 | 223.87 |
| 存货 | 291.26 | 320.00 | 345.00 | 370.00 | 财务费用 | -17.20 | -19.63 | -18.63 | -13.52 |
| 其他 | 724.71 | 623.29 | 631.55 | 635.35 | 资产减值损失 | 16.75 | 19.58 | 27.16 | 34.05 |
| 非流动资产 | 594.67 | 606.25 | 706.90 | 846.38 | 公允价值变动收益 | 0.58 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 5.59 | 5.00 | 4.00 | 2.00 | 投资净收益 | 28.67 | 29.41 | 29.70 | 30.00 |
| 固定资产 | 423.01 | 447.44 | 493.89 | 570.53 | 营业利润 | 260.40 | 346.57 | 461.41 | 594.24 |
| 无形资产 | 46.54 | 51.61 | 54.67 | 55.73 | 营业外收入 | 9.30 | 10.60 | 11.50 | 12.30 |
| 其他 | 119.52 | 102.19 | 154.34 | 218.12 | 营业外支出 | 0.53 | 0.60 | 0.70 | 0.80 |
| 资产总计 | 2524.75 | 2849.14 | 3234.24 | 3792.77 | 利润总额 | 269.17 | 356.57 | 472.21 | 605.74 |
| 流动负债 | 720.28 | 703.86 | 793.25 | 941.72 | 所得税 | 38.65 | 51.70 | 67.53 | 85.41 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润 | 230.52 | 304.87 | 404.68 | 520.33 |
| 应付账款 | 352.49 | 387.83 | 457.57 | 559.67 | 少数股东损益 | -2.90 | -0.60 | -0.40 | -0.20 |
| 其他 | 367.79 | 316.03 | 335.68 | 382.05 | 归属母公司净利润 | 233.42 | 305.47 | 405.08 | 520.53 |
| 非流动负债 | 38.18 | 30.16 | 32.54 | 33.62 | EBITDA | 300.38 | 389.25 | 509.25 | 650.53 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EPS (摊薄) | 0.52 | 0.69 | 0.91 | 1.17 |
| 其他 | 38.18 | 30.16 | 32.54 | 33.62 | | | | | |
| 负债合计 | 758.45 | 734.02 | 825.79 | 975.34 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 26.07 | 25.47 | 25.07 | 24.87 | 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 归属母公司股东权益 | 1740.22 | 2089.65 | 2383.38 | 2792.56 | 成长能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 2524.75 | 2849.14 | 3234.24 | 3792.77 | 营业收入增长率 | 9.99% | 20.99% | 30.40% | 29.11% |
| | | | | | 营业利润增长率 | 54.32% | 33.09% | 33.14% | 28.79% |
| | | | | | 归属于母公司净利润增长率 | 53.00% | 30.87% | 32.61% | 28.50% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 33.99% | 35.30% | 35.48% | 35.38% |
| | | | | | 净利率 | 15.10% | 16.51% | 16.80% | 16.73% |
| | | | | | ROE | 13.96% | 15.74% | 17.91% | 19.92% |
| | | | | | ROIC | 13.09% | 14.34% | 16.64% | 18.21% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 30.04% | 25.76% | 25.53% | 25.72% |
| | | | | | 净负债比率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.68 | 3.19 | 3.19 | 3.13 |
| | | | | | 速动比率 | 2.28 | 2.73 | 2.75 | 2.74 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.65 | 0.69 | 0.79 | 0.88 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 2.54 | 2.61 | 3.19 | 3.86 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 3.10 | 3.23 | 3.68 | 3.95 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 (最新摊薄) | 0.52 | 0.69 | 0.91 | 1.17 |
| | | | | | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.80 | 0.65 | 0.96 | 1.31 |
| | | | | | 每股净资产 (最新摊薄) | 3.91 | 4.69 | 5.35 | 6.27 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 41.22 | 31.49 | 23.75 | 18.48 |
| | | | | | P/B | 5.53 | 4.60 | 4.04 | 3.45 |
| | | | | | EV/EBITDA | 4.85 | 23.54 | 17.54 | 13.22 |

资料来源：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>

