

2019年10月26日

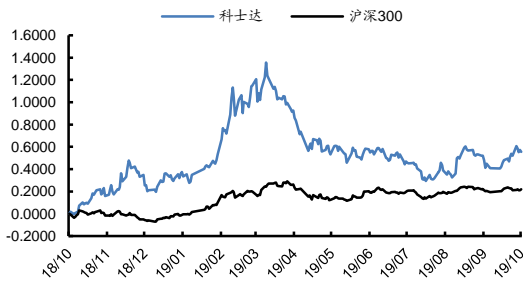
公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所
 证券分析师：谭倩 S0350512090002
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
 证券分析师：尹斌 S0350518110001
 yinb@ghzq.com.cn
 联系人：张涵 S0350118050002
 0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

三季度超预期，业绩有望重回快车道 ——科士达（002518）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
科士达	2.3	5.7	52.1
沪深300	0.7	1.2	22.0

市场数据

市场数据	2019-10-25
当前价格（元）	9.08
52周价格区间（元）	5.71 - 14.11
总市值（百万）	5288.60
流通市值（百万）	5079.88
总股本（万股）	58244.54
流通股（万股）	55945.81
日均成交额（百万）	86.95
近一月换手（%）	20.00

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

- 1) 公司发布三季度，前三季度实现收入16.4亿元，同比下滑8.8%，归母净利润2.3亿元，同比增长3.7%。Q3公司实现归母净利润1.07亿元，同比增长57%。
- 2) 公司拟使用自有资金以集中竞价交易的方式回购用于股权激励或员工持股计划。本次回购资金总额不超过人民币10,000万元，不低于人民币5,000万元，回购股份价格不超过人民币10.00元/股。

投资要点：

- **三季度业绩超预期，毛利率同比显著回升。**公司三季度归母净利润同比增长57%，环比增长35%，主要系去年三季度受到531政策影响，光伏逆变器业务下滑幅度较大。国内补贴政策于今年上半年落地，三季度国内光伏需求逐步启动，公司前三季度毛利率达到35.49%，同比提升4.62pct，其中Q3毛利率达到36.86%，同比提升8.31pct，毛利率回升主要是由于公司光伏板块回暖叠加数据中心业务持续稳定向好。公司2010年上市以来，2010-2017年业绩持续稳定增长，利润端复合增速达到25%。2018年业绩下滑主要系光伏政策波动，叠加充电桩诉讼所致。公司Q3单季度净利润接近历史最高水平，目前不利影响基本消除，预计业绩将重回高增长快车道。
- **数据中心业务受益于5G深发展，公司通讯客户已有突破。**目前5G建设快速推进，将推动本地化模块数据中心大规模建设，带动微模块、UPS、精密空调、配电等数据中心核心环节需求。公司持续挖掘行业客户需求，在保持金融等传统行业中的优势地位，进一步突破通讯行业，已经多次入围中国移动、联通、电信的相关项目建设。公司围绕UPS等传统优势产品提升集成设计和资源整合能力，为大客户提供整体解决方案，有助于公司提升市占率与品牌影响力，同时有望带动数据中心产品整体毛利率提升。此外，公司针对推出了5G行业推出大功率5G通信电源系列产品，系统效率处于行业领先水平。随着5G建设深入，基站数量爆发，公司作为本土优质厂商，其数据中心与电源产品有望持续受益。
- **与宁德时代强强联合，前瞻布局储能业务。**公司与宁德时代共同出资设立合资公司宁德时代科士达，布局储能产业链核心环节。公司

持有合资公司 49% 股权，将配套宁德时代电芯提供储能系统 PCS、储能 pack、光储充一体化产品。目前储能配套成本较高，应用场景有限，随着技术成熟，储能成本逐步降低，储能业务有望放量。公司在光储充等细分领域优势突出，与宁德时代深度合作，储能领域先发优势明显，未来有望将成为其新增长点。

- **盈利预测和投资评级：**我们认为，1) 公司三季度业绩超预期，毛利率同比显著回升；2) 随着 5G 建设深入，公司数据中心与电源产品有望持续受益；3) 公司与宁德时代强强联合，储能有望成为其新增长点；此前不利影响因素基本消除，业绩有望重回高增长快车道，预计 2019-2021 年净利润分别为 3.5/4.2/5.2 亿元，对应的 PE 分别为 15/12/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**数据中心业务发展低于预期风险；5G 产品推广不及预期风险；新能源政策波动风险；大盘系统性风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	2715	2773	3208	3724
增长率(%)	-1%	2%	16%	16%
归母净利润（百万元）	230	345	423	523
增长率(%)	-38%	50%	23%	23%
摊薄每股收益（元）	0.40	0.59	0.73	0.90
ROE(%)	9.49%	12.95%	14.29%	15.70%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、Q3 业绩超预期，毛利率显著回升

光伏与充电桩业务带来 2018 年业绩波动。公司以电力电子技术为核心，主要覆盖 UPS（不间断电源）、光伏逆变器、充电桩三大业务，三者技术同源，共享技术研发平台。自 2010 年上市至 2017 年连续 8 年实现利润正增长，2010-2017 年收入端 CAGR 达到 22%，净利润 CAGR 达到 25%。2018 年公司上市后首次出现利润负增长，一方面是 2018 年受光伏 531 政策影响，产业链景气度较低，公司光伏逆变器业务毛利率下滑幅度较大，另一方面是充电桩业务由于诉讼事项收回的部分产品冲减了当期收入及计提了资产减值损失，两者叠加效应带来公司上市后业绩首次负增长。

图 1：公司营业收入及增长率

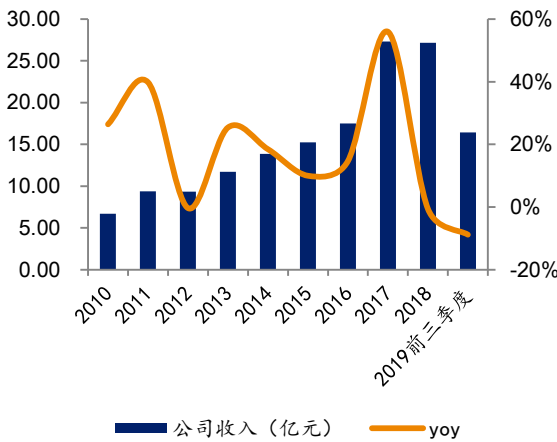
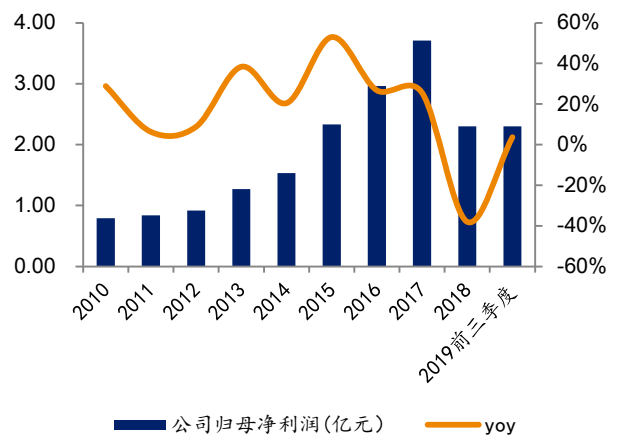


图 2：公司归母净利润及增长率

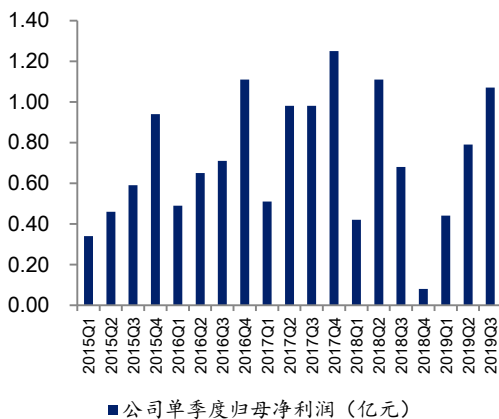


资料来源：公司公告，国海证券研究所

资料来源：公司公告，国海证券研究所

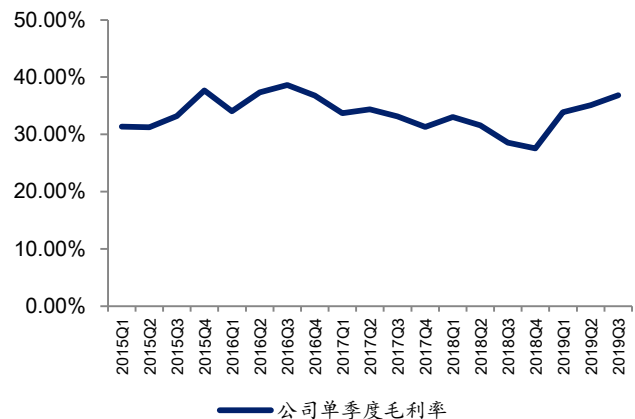
Q3 业绩超预期，毛利率显著回升。Q3 公司实现净利润 1.07 亿元，同比增长 57%，环比增长 35%。国内光伏补贴政策于今年上半年落地，三季度国内光伏需求逐步启动，预计将在四季度达到高峰。公司前三季度毛利率达到 35.49%，同比提升 4.62pct，其中 Q3 毛利率达到 36.86%，同比提升 8.31pct，毛利率回升主要是由于公司光伏回暖回升叠加数据中心业务持续稳定向好。公司单季度净利润接近历史最高水平，目前不利影响基本消除，预计业绩将重回高增长快车道。

图 3：公司 2019Q3 净利润接近历史最高水平



资料来源：公司公告，国海证券研究所

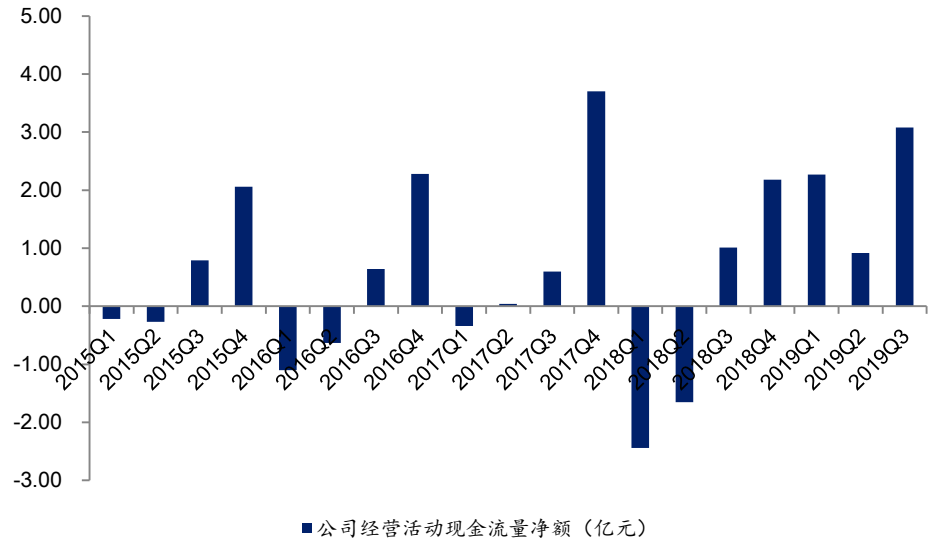
图 4：2019Q3 毛利率显著回升



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司费用率略有提升，现金流明显改善。公司前三季度销售费用率 11.43%，同比提升 1.32pct，管理费用率 2.66%，同比下降 0.50pct，研发费用率 5.48%，同比提升 0.96pct，财务费用率-1.59%，同比基本持平，费用率合计 17.98%，同比提升 2.23pct。公司 2019 年 Q3 实现经营活动现金流量净额 3.08 亿元，环比增长 235%，同比增长 204%，现金流显著向好。

图 5: 经营活动现金流量净额明显改善



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2、盈利预测和投资评级

我们认为，1) 公司三季度业绩超预期，毛利率同比显著回升；2) 随着 5G 建设深入，公司数据中心与电源产品有望持续受益；3) 公司与宁德时代强强联合，储能有望成为其新增长点；此前不利影响因素基本消除，业绩有望重回高增长快车道，预计 2019-2021 年净利润分别为 3.5/4.2/5.2 亿元，对应的 PE 分别为 15/12/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

3、风险提示

- 1) 数据中心业务发展低于预期风险；
- 2) 5G 产品推广不及预期风险；
- 3) 新能源政策波动风险；
- 4) 大盘系统性风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2715	2773	3208	3724
增长率(%)	-1%	2%	16%	16%
归母净利润(百万元)	230	345	423	523
增长率(%)	-38%	50%	23%	23%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.59	0.73	0.90
ROE(%)	9.49%	12.95%	14.29%	15.70%

附表：科士达盈利预测表

证券代码:	002518.SZ				股价:	9.08	投资评级:	买入	日期:	2019-10-25
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值		2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标					
ROE	9%	13%	14%	16%	EPS		0.40	0.59	0.73	0.90
毛利率	30%	33%	33%	34%	BVPS		4.15	4.57	5.08	5.71
期间费率	13%	19%	19%	18%	估值					
销售净利率	8%	12%	13%	14%	P/E		22.98	15.31	12.49	10.12
成长能力					P/B		2.19	1.99	1.79	1.59
收入增长率	-1%	2%	16%	16%	P/S		1.95	1.91	1.65	1.42
利润增长率	-38%	50%	23%	23%	利润表 (百万元)					
营运能力					营业收入	2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.77	0.73	0.77	0.79	营业收入	2715	2773	3208	3724	
应收账款周转率	2.07	2.07	2.07	2.07	营业成本	1907	1849	2133	2469	
存货周转率	5.51	5.51	5.51	5.51	营业税金及附加	39	40	46	54	
偿债能力					销售费用	267	305	337	372	
资产负债率	32%	29%	29%	29%	管理费用	74	222	247	279	
流动比	2.67	3.02	3.08	3.15	财务费用	(24)	(27)	(31)	(36)	
速动比	2.30	2.65	2.70	2.76	其他费用/(-收入)	(114)	0	(5)	(5)	
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	257	384	470	581	
现金及现金等价物	599	905	1033	1191	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	
应收款项	1313	1342	1552	1802	利润总额	257	383	469	580	
存货净额	346	343	395	458	所得税费用	25	38	46	57	
其他流动资产	220	224	255	291	净利润	232	345	423	523	
流动资产合计	2479	2786	3208	3714	少数股东损益	1	0	0	0	
固定资产	704	633	570	563	归属于母公司净利润	230	345	423	523	
在建工程	39	39	89	89	现金流量表 (百万元)					
无形资产及其他	68	68	73	78	经营活动现金流	(90)	388	317	377	
长期股权投资	4	4	4	4	净利润	232	345	423	523	
资产总计	3542	3779	4192	4697	少数股东权益	1	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	54	77	70	64	
应付款项	697	690	796	921	公允价值变动	(6)	0	0	0	
预收帐款	72	73	85	98	营运资金变动	(371)	(24)	(411)	(487)	
其他流动负债	160	160	160	160	投资活动现金流	268	70	13	7	
流动负债合计	929	924	1041	1180	资本支出	(190)	70	13	7	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	2	0	0	0	
其他长期负债	188	188	188	188	其他	457	0	0	0	
长期负债合计	188	188	188	188	筹资活动现金流	127	(104)	(127)	(157)	
负债合计	1117	1112	1229	1368	债务融资	0	0	0	0	
股本	582	582	582	582	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	2425	2667	2963	3329	其它	127	(104)	(127)	(157)	
负债和股东权益总计	3542	3779	4192	4697	现金净增加额	306	355	204	228	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。