

科士达

汇兑损失拖累 3Q20 业绩表现，看好数据中心与储能业务发力

业绩回顾

1-3Q20 业绩略低于我们预期

公司 1-3Q20 营收 15.74 亿元，同降 4.1%，归母净利 2.34 亿元，同增 1.7%，其中 3Q20 营收 6.9 亿元，同增 7.8%，归母净利 1.02 亿元，同降 4.3%。受 3Q20 汇兑损失带来财务费用 2263 万元影响，公司 3Q20 业绩不及我们预期。

发展趋势

汇兑损失拖累季度业绩，EBIT 维度维持高增长，营运费用管控优化。受外币汇率变动影响汇兑损失增加影响，公司 3Q20 财务费用达 2263 万元，去年同期为收益 1939 万元，使得整体利润同比下降。3Q20 收入同增 8%，毛利率同比持平，受益于营运费用（销售+管理+研发）同降 3ppt，公司 EBIT 同增 36%，延续较好增长。

我们预期公司储能业务蓄势待发，数据中心业务稳健增长，光伏业务表现有限。储能业务方面，我们预期合资公司宁德时代科士达首期项目将于 2020 年底投产，设计年产值约 6 亿元，同时已于海外推出户用储能产品。海外户用储能市场 2019 年装机量约 3GWh，LFP 储能系统（电池+BMS+PCS）单价可达 1.5 元/Wh 以上，利润空间丰厚，CR3 分别为特斯拉、LG Chem 与派能科技，合计占 35%。我们认为宁德时代 LFP 电芯产品具备更高性价比，且具备品牌认知力，科士达电力电子技术积淀渗透，合资公司产品具备切入海外蓝海市场的机遇。数据中心业务方面我们预期下游需求增长稳定，市场份额稳中有增，毛利率稳定。光伏业务方面我们预期 2020 年公司表现弱于行业，2021 年有望重回较好增长，并结合储能业务形成光储充的中长期系统级供应商。

盈利预测与估值

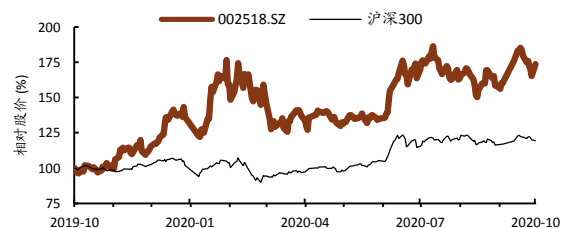
我们认为公司光伏业务发展全年不及行业增长，营收角度受影响较大；数据中心业务稳定增长，毛利率稳定，叠加合资公司（宁德时代控股）储能业务有望于 2021 年释放，利润增长依旧可期。我们下调 2020/2021e 公司收入 12%/13%至 26.7/33.3 亿元，下调 2020e 利润 5%至 3.71 亿元，但维持 2021e 利润不变。考虑公司中长期核心增长驱动数据中心与储能业务具备较好预期，维持 19 元目标价，当前股价与目标价分别对应 2021e 19x/24x P/E，有 22.2% 的上行空间，维持跑赢行业评级。

风险

宁德时代科士达储能业务发展不及预期，公司数据中心业务发展不及预期。

维持跑赢行业

股票代码	002518.SZ
评级	跑赢行业
最新收盘价	人民币 15.55
目标价	人民币 19.00
52 周最高价/最低价	人民币 17.16~8.47
总市值(亿)	人民币 91
30 日日均成交额(百万)	人民币 127.23
发行股数(百万)	582
其中：自由流通股(%)	97
30 日日均成交量(百万股)	8.05
主营行业	工业



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	2,715	2,610	2,669	3,332
增速	-0.5%	-3.8%	2.3%	24.8%
归属母公司净利润	230	321	371	468
增速	-38.1%	39.4%	15.7%	26.0%
扣非后净利润	220	297	334	421
增速	-38.7%	35.1%	12.5%	26.0%
每股净利润	0.40	0.55	0.64	0.80
每股净资产	4.15	4.50	4.93	5.55
每股股利	0.20	0.20	0.19	0.24
每股经营现金流	-0.15	1.69	1.90	0.80
市盈率	39.4	28.2	24.4	19.4
市净率	3.7	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	23.5	14.5	16.3	11.9
股息收益率	1.3%	1.3%	1.2%	1.5%
平均总资产收益率	6.3%	8.4%	8.8%	10.0%
平均净资产收益率	9.8%	12.7%	13.5%	15.3%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

曾轶

分析师

tao.zeng@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080518040001

赵宇辰

联系人

yuchen.zhao@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080119050029

刘俊

分析师

jun3.liu@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080518010001

SFC CE Ref: AVM464

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					成长能力				
营业收入	2,715	2,610	2,669	3,332	营业收入	-0.5%	-3.8%	2.3%	24.8%
营业成本	1,907	1,674	1,704	2,147	营业利润	-36.6%	39.1%	15.2%	26.0%
税金及附加	39	40	41	51	EBITDA	-24.7%	60.1%	-20.5%	31.5%
营业费用	267	318	325	366	净利润	-38.1%	39.4%	15.7%	26.0%
管理费用	197	220	208	238	扣非后净利润	-38.7%	35.1%	12.5%	26.0%
财务费用	-24	-17	20	-6	盈利能力				
其他	-40	-40	-27	-20	毛利率	28.3%	34.3%	34.7%	34.0%
营业利润	257	358	413	520	营业利润率	9.5%	13.7%	15.5%	15.6%
营业外收支	-1	-1	0	0	EBITDA 利润率	13.3%	22.1%	17.2%	18.1%
利润总额	257	357	413	520	净利润率	8.5%	12.3%	13.9%	14.0%
所得税	25	35	41	52	扣非后净利润率	8.1%	11.4%	12.5%	12.6%
少数股东损益	1	1	0	0	偿债能力				
归属母公司净利润	230	321	371	468	流动比率	2.67	2.31	2.48	2.40
扣非后净利润	220	297	334	421	速动比率	2.30	2.05	2.23	2.14
EBITDA	360	576	458	602	现金比率	0.65	0.57	1.27	1.19
资产负债表					资产负债率	31.5%	35.3%	33.5%	35.6%
货币资金	599	717	1,617	1,909	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	1,296	1,031	1,075	1,367	回报率分析				
预付款项	7	39	40	50	总资产收益率	6.3%	8.4%	8.8%	10.0%
存货	346	318	324	414	净资产收益率	9.8%	12.7%	13.5%	15.3%
其他流动资产	230	782	105	112	每股指标				
流动资产合计	2,479	2,888	3,162	3,852	每股净利润 (元)	0.40	0.55	0.64	0.80
固定资产及在建工程	743	803	809	809	每股净资产 (元)	4.15	4.50	4.93	5.55
无形资产及其他长期资产	321	366	363	361	每股股利 (元)	0.20	0.20	0.19	0.24
非流动资产合计	1,063	1,169	1,173	1,170	每股经营现金流 (元)	-0.15	1.69	1.90	0.80
资产合计	3,542	4,057	4,334	5,022	估值分析				
短期借款	0	0	0	0	市盈率	39.4	28.2	24.4	19.4
应付账款及票据	697	1,009	1,027	1,294	市净率	3.7	3.5	3.2	2.8
其他流动负债	232	243	248	312	EV/EBITDA	23.5	14.5	16.3	11.9
流动负债合计	929	1,253	1,275	1,606	股息收益率	1.3%	1.3%	1.2%	1.5%
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	188	178	178	178					
非流动负债合计	188	178	178	178					
负债合计	1,117	1,432	1,454	1,785					
归母所有者权益	2,419	2,619	2,874	3,230					
少数股东权益	6	6	7	7					
负债及股东权益合计	3,542	4,057	4,334	5,022					
现金流量表									
净利润	230	321	371	468					
折旧和摊销	55	67	67	73					
营运资本变动	-438	548	-14	-102					
其他	63	48	683	29					
经营活动现金流	-90	984	1,107	468					
资本开支	-164	-189	-70	-70					
其他	433	-569	0	0					
投资活动现金流	268	-758	-70	-70					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-173	-120	-137	-105					
筹资活动现金流	-173	-120	-137	-105					
汇率变动对现金的影响	2	0	0	0					
现金净增加额	8	105	900	293					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

科士达是中国大陆 UPS 产业领航者，围绕数据中心关键基础设施、太阳能光伏发电系统、电动汽车充电系统、储能提供一流产品和解决方案。科士达 UPS 市场份额位于第一梯队，光伏逆变器的国内市场占有率也逐年提升，综合技术实力出众。

图表 1: 科士达季度业绩表现

(人民币百万元)	1Q19	2Q19	3Q19	1-3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	1-3Q20	3Q20 QoQ	3Q20 YoY	1-3Q20 YoY
营业收入	392.6	605.9	643.1	1,641.5	968.6	241.7	638.6	693.3	1,573.7	8.6%	7.8%	-4.1%
营业成本	259.6	393.2	406.1	1,058.9	615.0	156.0	401.7	436.8	994.4			
毛利	133.0	212.7	237.0	582.6	353.6	85.7	237.0	256.5	579.3	8.3%	8.2%	-0.6%
营业利润	52.1	94.7	124.4	271.2	86.9	27.3	128.1	120.6	276.0	-5.8%	-3.1%	1.8%
归母净利润	43.8	79.4	106.9	230.1	90.6	20.6	110.94	102.34	233.87	-7.8%	-4.3%	1.7%
毛利率	34%	35%	37%	35%	37%	35%	37%	37%	37%			
营业利润率	13%	16%	19%	17%	9%	11%	20%	17%	18%			
净利率	11%	13%	17%	14%	9%	9%	17%	15%	15%			

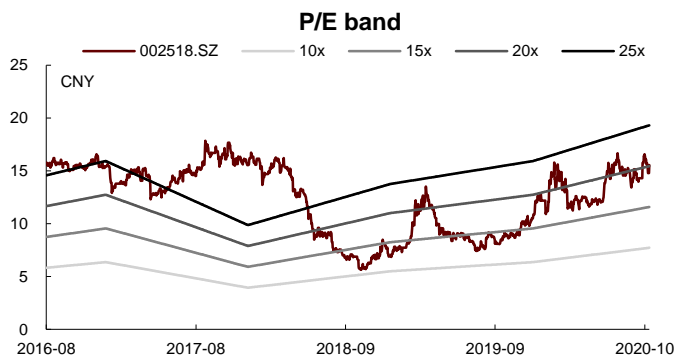
资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 2: 科士达盈利预测调整

利润表 (百万元)	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	3,022	2,669	-12%	3,823	3,332	-13%
营业成本	1,968	1,704	-13%	2,509	2,147	-14%
毛利	1,054	966	-8%	1,313	1,185	-10%
销售费用	368	325	-12%	440	366	-17%
管理费用	80	71	-12%	101	88	-13%
研发费用	156	137	-12%	172	150	-13%
财务费用	-20	20	202%	-12	-6	48%
营业利润	433	413	-5%	526	520	-1%
税前利润	433	413	-5%	526	520	-1%
所得税	43	41	-4%	58	52	-10%
归母净利润	389	371	-5%	468	468	0%

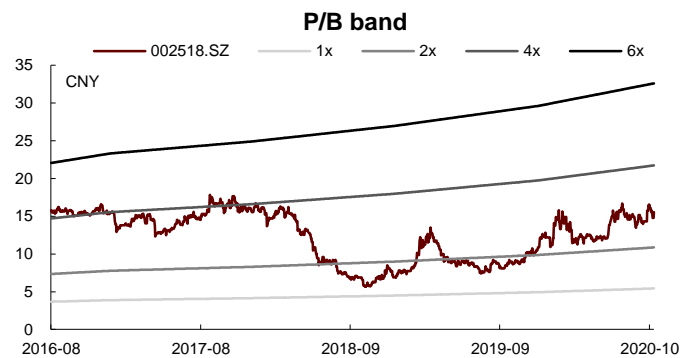
资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部；注：Page2 管理费用包含研发费用，故与图表不一致

图表 3: 历史 P/E



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4: 历史 P/B



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	市值 (百万美元)	净利润 (财报货币 百万)		市盈率		目标价	收盘价 10-26
				2020E	2021E	2020E	2021E		
300001.SZ	特锐德*	CNY	3,192	325	522	65.6	40.9	19.00	21.39
600386.SH	北巴传媒*	CNY	455	104	134	29.2	22.6	4.50	3.77
002518.SZ	科士达*	CNY	1,355	371	468	24.4	19.4	19.00	15.55
002364.SZ	中恒电气*	CNY	902	193	252	31.2	23.9	18.00	10.70
600406.SH	国电南瑞*	CNY	14,188	5,004	5,752	19.0	16.5	27.00	20.52
002276.SZ	万马股份*	CNY	1,270	249	349	34.1	24.3	9.00	8.20

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；注：交易货币为人民币

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

