



新股投资价值分析报告

机械—电力设备行业

询价区间 25.50-29.06 元

科华恒盛 (002335)

2009 年 12 月 25 日

股票价格

发行价	—
合理价值区间	25.50-29.06 元
网下发行数量 (万股)	390
网上发行数量 (万股)	1560

股本结构 (发行后)

总股本 (万股)	7800
流通 A 股 (万股)	1950
B 股/H 股 (万股)	0/0

重要日期

网下缴款日	2010 年 1 月 4 日
网上申购日	2010 年 1 月 4 日

国内高端 UPS 电源破冰者

科华恒盛于 1999 年 3 月成立,公司成立至今,始终专注于不间断电源产品的研发、生产、销售和服务,通过多年自主研发和创新,不断打破国外厂商对我国不间断电源高端产品的技术垄断。在国内全部大功率 UPS 销售排名中,公司位居第三,本土排名第一。公司致力于成为整体能源解决方案的提供商。

主要财务数据及预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率 (%)	33.55	8.15	14.15	20.06
主营业务利润率 (%)	34.09	37.21	35.12	34.45
净资产收益率 (%)	25.18	8.71	9.14	9.98
每股收益 (元)	0.53	0.75	0.85	1.01

注:每股收益按本次发行结束后的总股本 7800 万股计算。

资料来源:海通证券研究所

- **国内高端 UPS 电源破冰者。**公司主要产品包括信息设备用 UPS 电源和工业动力用 UPS 电源两大类。伴随公司在中大功率信息设备用 UPS 电源以及工业动力用 UPS 电源领域的突破,公司收入、利润均实现爆发式增长。2006-2008 年收入复合增长率为 40.85%,净利润复合增长 156.84%。收入构成变化趋势体现公司抢占 UPS 高端市场的策略,中大功率信息设备 UPS 电源和工业动力用 UPS 电源收入占比逐年提升。
- **国内 UPS 市场仍处萌芽期,国产替代驱动行业增长。**目前国内 UPS 市场处于发展初期,而国外品牌产品占有 80%以上市场份额,国产高端品牌实现进口替代的空间广阔。根据 CCID 预测,信息设备用中大功率 UPS 市场销售额将由 2008 年的 26.3 亿元增长到 2011 年的 30.38 亿元;工业动力用 UPS 电源将由 2008 年的 35.10 亿元增长到 2011 年的 46.90 亿元。高端产品的国产化将给国内技术优势明显的厂商带来发展良机。
- **募集资金项目有利于提高产能、提升市场份额。**本次募集项目均是围绕原有主业进行,体现公司拓展高端市场的战略布局,将进一步提升公司主营产品生产能力和技术水平。随着公司前两个项目建成投产,将新增年产信息设备用中大功率 UPS14000 台套、年产工业动力用节能型 UPS1400 台套的生产能力,由于这两个项目盈利能力均较强,预计将新增销售收入 4.4 亿元(含税),新增年税后利润 4210 万元。
- **合理价值区间为 25.50-29.06 元。**我们预测公司 2009-2012 年的摊薄每股收益将达到 0.75、0.85、1.01 和 1.28 元。目前国内主板和中小板主要电源设备企业 09 年和 10 年对应的市盈率均值为 52.45 倍和 38.95 倍,考虑到公司在高端 UPS 电源领域的竞争优势,我们认为公司的 10 年合理 PE 为 30—35 倍,结合 PB 估值,我们认为公司的合理估值区间为 25.50 元-29.06 元,对应 08 年的静态市盈率为 48-55 倍左右。
- **公司主要不确定因素。**(1) 新产品开发风险。公司如果不能持续不断研发将影响公司竞争力。(2) 市场竞争风险。公司与国外厂商竞争不利将影响公司市场份额的提升。(3) 原材料价格波动风险。电池等原材料价格波动过大将影响公司的盈利能力。

电力设备行业首席分析师

詹文辉

电话: 021-23219412

Email: zhanwh@htsec.com

电力设备行业助理分析师

张浩

电话: 021-23219383

Email: zhangh@htsec.com

请务必阅读正文之后的免责条款

目 录

1. 公司简介：国内高端 UPS 电源破冰者	3
1.1 科华恒盛股权结构及业务概况.....	3
1.2 公司主营“UPS 电源”	4
2. UPS 行业分析	6
2.1 国内 UPS 市场仍处萌芽期，国产替代驱动行业增长	6
2.2 行业竞争呈外商寡头垄断格局	7
2.3 整体化解决方案将是未来行业趋势	7
3. 公司竞争优势分析	8
3.1 持续的研发优势有助打破外商技术垄断	8
3.2 完整的产品线布局有助打造整体解决方案供应商	9
4. 募投资金投向分析	9
5. 估值分析与投资建议	9
5.1 业绩预测	9
5.2 相对估值 25.50-29.06 元	11
6. 主要不确定性	12
6.1 新产品开发风险	12
6.2 市场竞争风险	12
6.3 原材料价格波动风险	12

图目录

图 1 科华恒盛本次发行前股权结构图	4
图 2 2006-2009H1 公司主营收入增长	5
图 3 2006-2009H1 公司净利润增长	5
图 4 科华恒盛 2009H1 收入构成	5
图 5 2006-2009H1 公司收入构成变动趋势	5
图 6 2006-2009H1 主营分项毛利率	5
图 7 2009H1 主要原材料占成本比重	5
图 8 UPS 电源工作原理	6
图 9 信息设备用中大功率 UPS 市场规模	7
图 10 工业动力用 UPS 市场规模与实际年销售额	7
图 11 2008 年各品牌市场占有率情况	7
图 12 2008 年大于 10KVA 市场占有率情况	7

表目录

表 1 本次发行前后股东结构变化	3
表 2 公司主要产品用途	4
表 3 主要研发项目	8
表 4 公司募集资金投资项目（万元）	9
表 5 科华恒盛主营业务盈利预测假设（万元）	10
表 6 科华恒盛 2009-2012 损益表预测（万元）	11
表 7 可比上市公司估值对比	12

1. 公司简介：国内高端 UPS 电源破冰者

1.1 科华恒盛股权结构及业务概况

科华恒盛于 1999 年 3 月成立，公司成立至今，始终专注于不间断电源产品的研发、生产、销售和服务，通过多年自主研发和创新，不断打破国外厂商对我国不间断电源高端产品的技术垄断。根据赛迪顾问 2008 年统计数据，在中国市场上包括国外品牌在内的全部 UPS 产品销售额排名中，公司位居第四，在本土品牌中位居第一；在中国市场上包括国外品牌在内的全部大功率 UPS 产品销售额排名中，公司位居第三，在本土品牌中排名第一；公司在中国中大功率 UPS 市场份额超过 10%，是中国本土厂商中最大的高端 UPS 电源提供商，并成为国际知名高端 UPS 品牌在中国市场的主要竞争者。

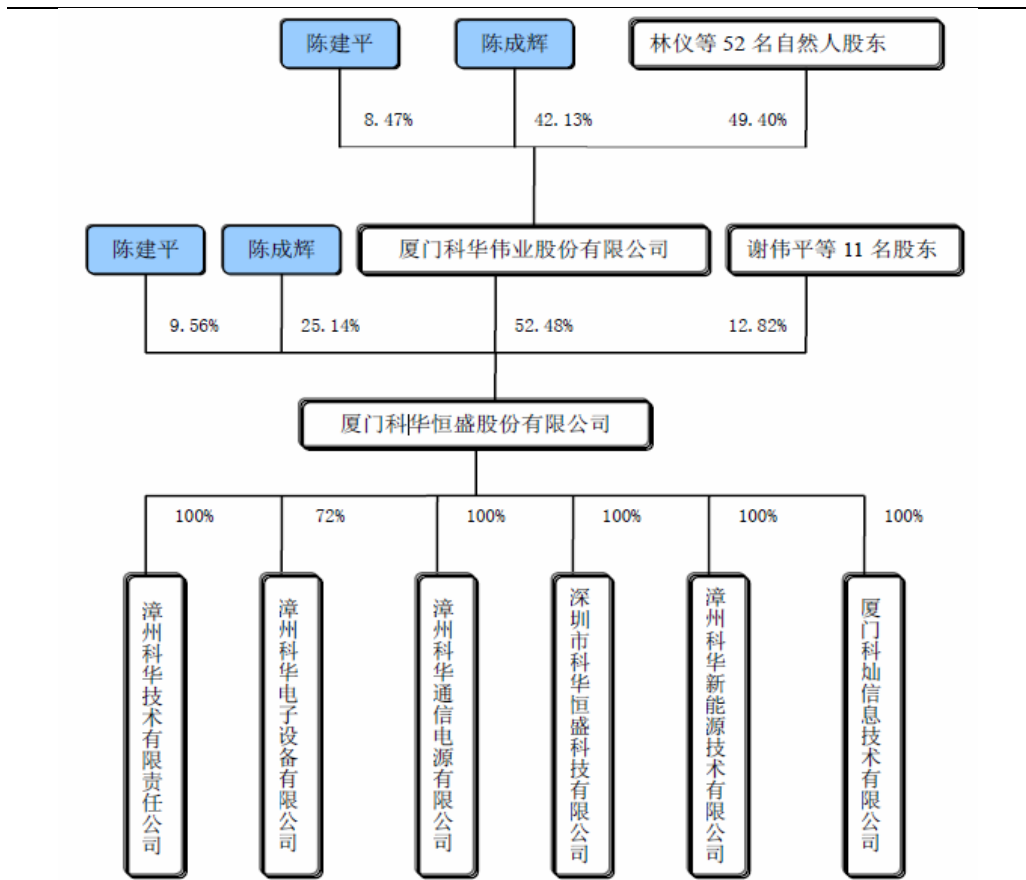
公司董事长陈建平、总裁陈成辉在本次发行前直接持有发行人 9.56%、25.14% 的股份，并持有发行人控股股东科华伟业 8.47%、42.13% 的股份，是发行人的实际控制人。公司总股本 5850 万股，本次计划发行 1950 万股，占发行后总股本的 25.00%。

表 1 本次发行前后股东结构变化

序号	股东名称	发行前		发行后		股权性质
		数量（股）	比例（%）	数量（股）	比例（%）	
1	科华伟业	30702100	52.48	30702100	39.36	限售流通股
2	陈成辉	14706900	25.14	14706900	18.86	限售流通股
3	陈建平	5590000	9.56	5590000	7.17	限售流通股
4	谢伟平	1300000	2.22	1300000	1.67	限售流通股
5	林仪	1261000	2.16	1261000	1.62	限售流通股
6	吴建文	1040000	1.78	1040000	1.33	限售流通股
7	刘军	780000	1.33	780000	1.00	限售流通股
8	张少武	650000	1.11	650000	0.83	限售流通股
9	王安朴	650000	1.11	650000	0.83	限售流通股
10	王军	520000	0.89	520000	0.67	限售流通股
11	苏瑞瑜	390000	0.67	390000	0.50	限售流通股
12	陈四雄	390000	0.67	390000	0.50	限售流通股
13	王禄河	260000	0.44	260000	0.33	限售流通股
14	林晓浙	260000	0.44	260000	0.33	限售流通股
15	社会公众股			19500000	25.00	无限售流通股
	总股本	58500000	100.00	78000000	100.00	

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 1 科华恒盛本次发行前股权结构图



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

1.2 公司主营“UPS 电源”

公司主营业务为 UPS 电源及配套产品的设计、生产、销售和服务。公司主要产品包括信息设备用 UPS 电源和工业动力用 UPS 电源两大类，功率范围为 0.5KVA~1200KVA，基本覆盖了 UPS 电源的全部功率段。公司未来将以提供整体电源解决方案为主要发展方向。

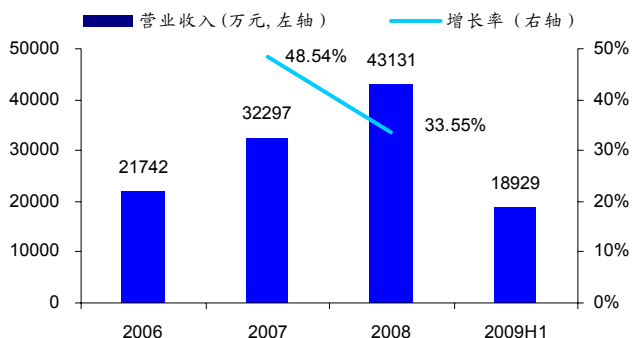
表 2 公司主要产品用途

UPS 电源系统按应用分类	应用使用功率	主要应用领域
信息设备用 UPS 电源	小功率 < 3KVA	金融、信息、通信、国防安全、航空航天、交通等领域，保证其计算机信息系统、通讯系统、数据网络的安全与稳定。
	中功率 3KVA≤功率<10KVA	
	大功率 ≥10KVA	
工业动力用 UPS 电源	大功率 10KVA≤功率<100KVA	电力、石油化工、汽车工业、钢铁、半导体加工、有色金属、煤炭、建筑、医药、食品、军事等工业领域，保证工业设备动力供给的可靠性。
	超大功率 ≥100KVA	

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

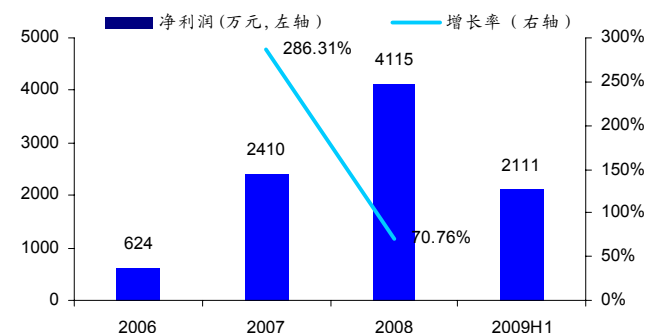
伴随公司在中大功率信息设备用 UPS 电源以及工业动力用 UPS 电源领域的突破，公司收入、利润均实现爆发式增长。2006-2008 年公司的营业收入分别为 2.17 亿、3.23 亿、4.31 亿，复合增长率为 40.85%，其中 2007 年收入同比增长 48.54%，2008 年同比增长 33.55%；净利润分别为 624 万元、2410 万元、4115 万元，复合增长率为 156.84%，其中 2007 年净利润同比增长 286.31%，2008 年同比增长 70.76%。

图 2 2006-2009H1 公司主营收入增长



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

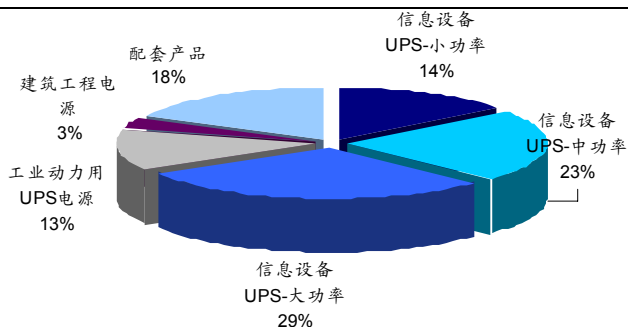
图 3 2006-2009H1 公司净利润增长



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

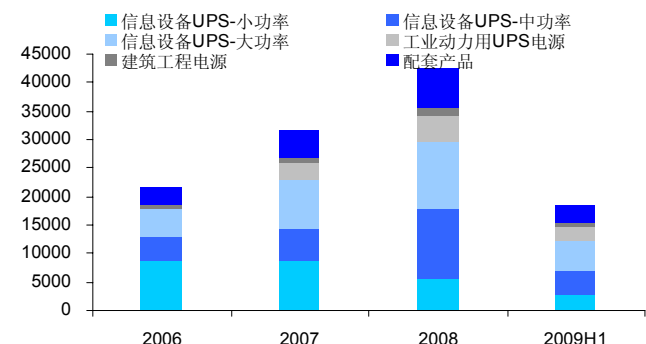
收入构成变化趋势体现公司抢占 UPS 高端市场的策略，中大功率信息设备 UPS 电源和工业动力用 UPS 电源收入占比逐年提升。其中，信息设备用小功率 UPS 电源收入占比由 2006 年的 39.94% 逐年下滑至 2008 年的 13.16%；而中大功率信息设备 UPS 电源收入占比则由 2006 年的 41.92% 上升至 2008 年的 56.13%；工业动力用 UPS 电源 2007 年进入市场，2009 年上半年收入占比达到 12.73%，未来将是重点发展的方向，收入占比将进一步提升。

图 4 科华恒盛 2009H1 收入构成



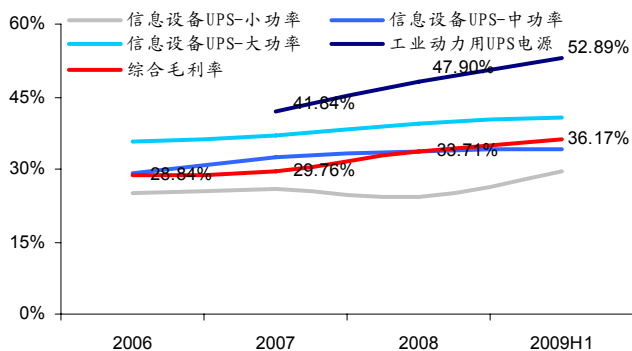
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 5 2006-2009H1 公司收入构成变动趋势



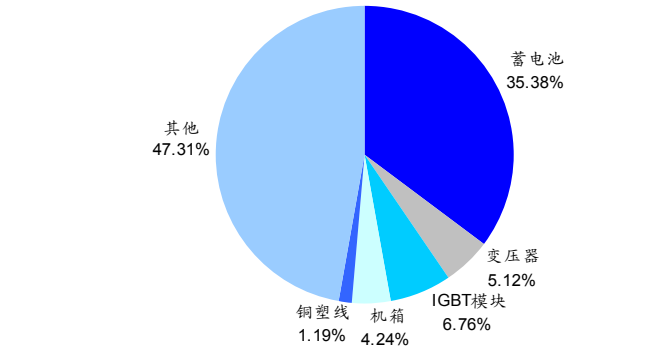
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 6 2006-2009H1 主营分项毛利率



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 7 2009H1 主要原材料占成本比重



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

公司 2006-2009H1 的综合毛利率分别为 28.84%、29.76%、33.71% 和 36.17%。毛利率的逐年提升与公司产品结构调整直接相关。中大功率信息设备 UPS 电源和工业

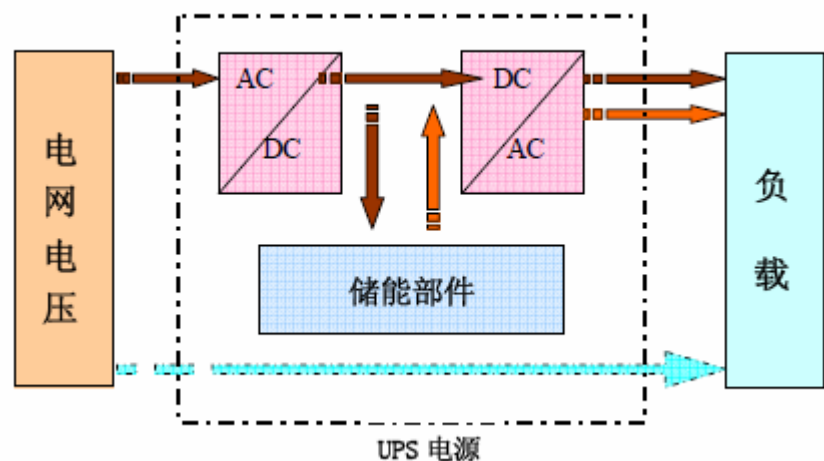
动力用 UPS 电源因其技术壁垒毛利率较高,其中工业动力用 UPS 毛利率 2009 年达到 52.89%。在工业动力用 UPS 领域,国内基本依靠进口,公司产品价格低于国外厂商 20% 左右仍实现较高毛利,足见该市场较高的盈利空间。另外,2009 年上半年毛利率提升也与蓄电池等相关原材料价格下降有关。

2. UPS 行业分析

UPS 电源是 Uninterruptable Power Supply 的英文缩写,即不间断电源。作为一种具有储能作用的电能变换装置,UPS 主要由主机、储能部件组成,能在交流输入正常或者异常时,确保负载设备稳定、可靠、不间断供电,达到稳压、稳频,抑制浪涌、尖峰、电噪音,补偿电压下陷、长期低压等因素,保证供电电能质量。

UPS 电源工作原理如下图,在电网电压正常时,通过电网给负载供电的同时也给储能部件充电;当突发停电时,UPS 由储能部件供给负载所需电能,维持负载的正常运行(如粗黑→所示);当负载严重过载时,对于在线式 UPS,电网电压直接给负载供电(如虚线所示),对于离线式或者互动式 UPS,一般出现过载保护。

图 8 UPS 电源工作原理



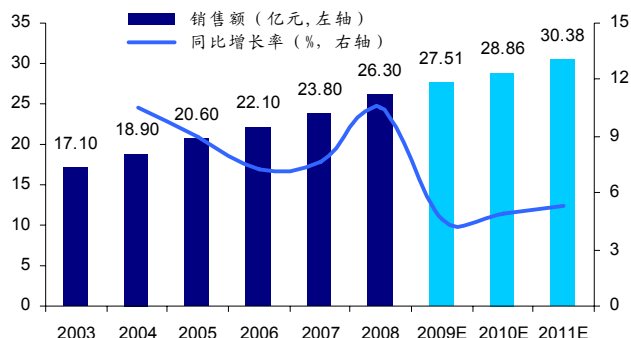
资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

2.1 国内 UPS 市场仍处萌芽期,国产替代驱动行业增长

中国信息设备用中大功率 UPS 市场销售额从 2003 年的 17.1 亿元增长到了 2008 年的 26.3 亿元人民币,年均增幅约为 9%。根据 CCID 赛迪顾问对中国信息设备用中大功率 UPS 市场未来三年销售额的预测,2009 至 2011 年中大功率 UPS 市场年均增长率约 5%,中大功率市场将成为信息设备用 UPS 行业发展的主要动力。

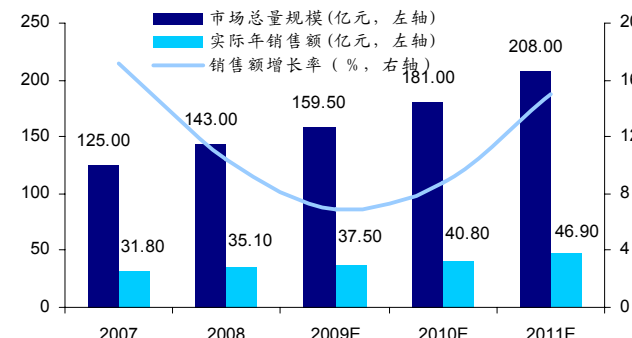
随着工业自动化成套设备和设备更新改造的飞速发展,工业动力大功率 UPS 电源系统设备市场在 2000 年后开始增长,2003 年出现加速,平均增长率达到 16%。根据中国电子商会电源专业委员会的统计分析,我国工业动力用 UPS 电源 2008 年市场总量规模为 143 亿,2009-2011 年的销售额平均增长率将达到 10.17%,目前国外品牌产品占有 80%以上市场份额,国产高端品牌实现进口替代的空间广阔。

图 9 信息设备用中大功率 UPS 市场规模



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 10 工业动力用 UPS 市场规模与实际年销售额



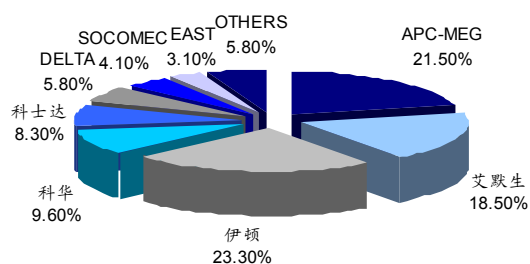
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2.2 行业竞争呈外商寡头垄断格局

UPS 市场上并购整合不断。首先是施耐德收购美国 APC 公司，全球最大的 UPS 制造商 APC 公司和欧洲最大的 UPS 制造商法国 MGE 进行整合，形成了全球 UPS 的航母；其次是美国的伊顿集团在原先拥有美国著名大功率高端 UPS 制造商 Powerware 的基础上，收购了亚洲最大的小功率 UPS 制造商—台湾飞瑞，使得伊顿同时拥有了 Powerware 和 SANTAK 两个著名品牌。另一方面，美国艾默生一直快速持续发展，在中国拥有越来越多市场份额。巨头之间的联合，使得其在 UPS 产品线上更加的丰富，利用整合后各自的优势，主流厂商们能够更加突出自身围绕行业的整体解决方案。从全球来看，整个 UPS 市场已经形成了寡占形态，APC-MGE、Emerson 等 UPS 领导厂商已经占据了半数的市场份额。

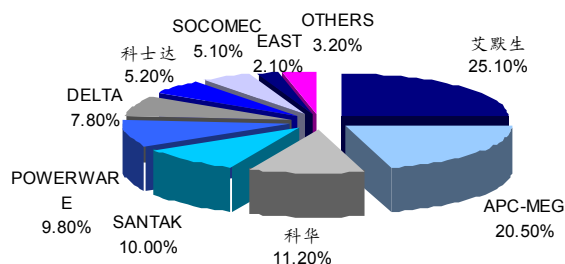
在 2008 年全部信息设备用 UPS 电源销售额排名中，科华名列第四，占据 9.6% 的市场份额，在本土 UPS 厂商中名列第一。在中大功率 UPS 市场上，2008 年公司在大功率（大于等于 10KVA）市场销售排名第三，市场份额达到 11.2%，在本土品牌中排名第一。在大功率高端 UPS 市场上，公司已经成为国外 UPS 大厂商在中国市场上的主要竞争者。

图 11 2008 年各品牌市场占有率情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 12 2008 年大于 10KVA 市场占有率情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2.3 整体化解决方案将是未来行业趋势

UPS 用户涉及行业面广，不同用户应用环境和具体需求都不尽相同，用户希望购置的是完全适合实际需求的产品和服务，而且关心设备投资的短期、长期回报率及投资风险。此外，由于各个厂商所提供的零部件、产品设计及技术并不相同，集中监控和各

类设备监控软件具有难以兼容的特性，再加上后续服务的考虑，用户往往倾向于在一个系统内采用同一厂商的产品。这样，具备完整产品线的 UPS 厂商在竞争中会更有优势，尤其在中大功率 UPS 电源产品市场中这方面优势更加明显。用户多方面的需求，促使各 UPS 厂商开始在产品的个性化服务上下功夫，并促使销售渠道及服务网络更加扁平化，为用户定制更有针对性、更切实可行的个性化产品、服务和解决方案。如何适应 IT 技术发展和应用融合，为企业用户提供更加完善的服务与技术支持、厂商的解决方案能力、服务支持能力以及市场反应速度等将决定其在未来竞争格局中的地位。

3. 公司竞争优势分析

3.1 持续的研发优势有助打破外商技术垄断

作为国内 UPS 行业的技术领先者，公司一直坚持自主研发，建立起一支 100 多人的资深研发团队，拥有业界最先进的 UPS&EMC 检测中心和 3 个电源研发中心。持续的技术研发，使得公司不断突破外商在高端 UPS 电源领域的技术垄断。

在工业动力用 UPS 市场，国内厂商尚不具备与国际品牌竞争的能力，基本为外商所垄断，公司是目前唯一在该领域实现产业化生产的国内企业。近年来，公司依靠研发优势与技术优势，加大研发投入，自主开发出能够适应复杂工业环境、采用节能控制技术、数字化 DSP 控制等技术设计的工业动力用节能型 UPS 产品，并在 2007 年取得了良好的业绩，实现了 2700 多万元的销售，完成了国产工业动力用 UPS 产品从研发到产业化的飞跃。目前，公司生产的工业动力用 UPS 电源产品已成功应用于半导体、钢铁、冶金、石油、精细化工、玻璃、食品、电子制造等诸多领域，积累了一定的工业应用经验，并获得了用户的认可。

目前公司技术储备丰富，未来计划将产品线进一步延伸到风电变流器和太阳能逆变器并网技术领域。

表 3 主要研发项目

序号	项目名称	进展情况	拟达到的目标
1	大功率高频化 UPS 项目	企业立项项目，已经完成产品的性能样机，正处于可靠性验证和定型测试的中试阶段。	批量生产
2	大功率有源滤波装置研发	企业立项项目，已经完成关键技术的预研，正进行项目产品的方案设计。	批量生产
3	电梯安全和节能电源装置	企业立项项目，已经完成产品的性能样机，正处于可靠性验证和定型测试的中试阶段。	批量生产
4	大功率风力发电机组变流装置	企业立项项目，已经完成市场调研，正进行技术预研。	批量生产替代进口产品
5	数字化交流电源并联技术和可靠性研究	企业立项项目，正在进行技术预研。	技术储备，大功率产品的技术优化应用
6	大功率变换拓扑和效率优化技术研究	企业立项项目，正在进行技术预研。	技术储备，大功率产品的技术优化应用
7	数字化节能型工业电力优化装置产业化	国家发改委专项资金支持项目，已经完成系列产品设计和小批量投放市场，正进行产业化。	批量生产
8	三相模块化不间断电源研发及产业化	政府专项资金支持项目，已经完成系列产品设计和小批量投放市场，正进行产业化。	批量生产
9	中大功率网络并联型不间断电源（UPS）研制及产业化	政府专项资金支持项目，已经完成系列产品设计和批量投放市场，正进行产业化升级。	产业化升级和批量生产
10	40KW 三相高频 PFC 型整流技术开发	政府专项支持项目，已经完成系列新技术研究和设计，正进行产品应用设计。	完成技术储备
11	2-15KVA 医疗专用不间断电源	企业立项项目，已经完成关键技术的研究及中试，低功率段产品已投产。	批量生产
12	1-10KVA 风电系统专用户外型不间断电源	企业立项项目，已经完成关键技术的研究及中试。	批量生产
13	大功率 UPS 包装结构与工艺标准化设计	企业立项项目，正进行项目方案设计。	批量应用
14	20-160KVA 工业动力用 UPS 结构与工艺优化设计	企业立项项目，已经完成关键技术的研究，正进行项目中试设计。	批量生产

15	80KVA-300KVA 三相高频机器 PFC 项目	企业立项项目，已经完成方案设计，正进行生产现场验证和优化，低功率产品已完成模型样机开发和测试。	批量生产
16	2MW 双馈风力发电系统变流器项目	企业立项项目，已经完成样机设计，正进行生产现场验证和优化。	批量生产
17	大功率 UPS 生产工艺优化	企业立项项目，已经完成方案设计，正进行生产现场验证和优化。	生产线应用
18	UPS 自动检测系统设计	企业立项项目，已经完成样机设计，正进行正样设计。	生产线应用

资料来源：公司招股说明书

3.2 完整的产品线布局有助打造整体解决方案供应商

公司产品功率范围为 0.5KVA~1200KVA，基本覆盖了 UPS 电源的全部功率段。公司在覆盖全功率段的基础上，将重点放在中大功率 UPS、节能产品和行业解决方案上，不断推出满足各种大型供电环境应用的一体化电源解决方案，公司提出的“按需定制解决方案”，可根据客户现有的物理基础设施和供电要求来定制最适用的解决方案。公司是国内少数拥有全系列 UPS 电源产品的供应商之一，不仅为用户提供不断创新的产品和服务，还可提供基于深层需求的高端产品和定制解决方案，从而使公司能够较好地满足客户的不同需要，在产品布局上具有较强的竞争优势。

4. 募投资金投向分析

本次募集资金主要用于信息设备用中大功率 UPS 产业升级、工业动力用 UPS 产业化项目以及技术服务和营销网络建设。投资总额为 1.68 亿元。

表 4 公司募集资金投资项目（万元）

项目名称	总投资	第一年	第二年	第三年	新增产能 (台套)	销售收入 (万元)	利润总额 (万元)	税后利润 (万元)
信息设备用中大功率 UPS 产业升级项目	7522	6022	1050	450	14000	25000	3142	2356
工业动力用节能型 UPS 产业化项目	5527	4527	700	300	1400	19000	2472	1854
技术服务与营销网络建设项目	3707	3707	-	-				
合计	16756	14256	1750	750		44000	5613	4210

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

本次募集项目均是围绕原有主业进行，体现公司拓展高端市场的战略布局，将进一步提升公司主营产品的生产能力和技术水平。随着公司前两个项目建成投产，将新增年产信息设备用中大功率 UPS14000 台套、年产工业动力用节能型 UPS1400 台套的生产能力，由于这两个项目盈利能力均较强，预计将新增销售收入 4.4 亿元（含税），新增年税后利润 4210 万元。

5. 估值分析与投资建议

5.1 业绩预测

假设条件：

（1）收入预测。假设公司募集项目按照公司规划进度达产。2010 年为建设期，2011-2012 年产能释放，信息设备用中大功率 UPS 和工业动力用 UPS2011 和 2012 年实现快速增长。

（2）毛利率水平。随着原材料价格的上升以及行业竞争的加剧，我们认为公司毛利率水平维持稳中有降的趋势。

（3）公司 IPO1950 万股，盈利预测按发行后 7800 万股总股本计算。

表 5 科华恒盛主营业务盈利预测假设(万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入							
信息设备用 UPS 电源	17637.58	22921.74	29545.89	32704.33	37287.31	44951.94	56164.94
小功率	8605.16	8791.06	5611.62	6453.36	7098.70	7808.57	8589.43
中功率	4264.77	5388.37	12120.59	10302.50	11847.88	14217.45	17771.82
大功率	4767.65	8742.31	11813.68	15948.47	18340.74	22925.92	29803.70
工业动力用 UPS 电源		2731.21	4656.49	4889.31	5622.71	6747.25	8434.07
建筑工程电源	1011.20	1050.74	1229.71	1352.68	1555.58	1788.92	2057.26
配套产品	2897.52	5086.44	7208.26	7208.26	8289.50	9947.40	12434.25
合计	21546.30	31790.13	42640.35	46154.59	52755.11	63435.52	79090.52
yoy							
信息设备用 UPS 电源		29.96%	28.90%	10.69%	14.01%	20.56%	24.94%
小功率		2.16%	-36.17%	15.00%	10.00%	10.00%	10.00%
中功率		26.35%	124.94%	-15.00%	15.00%	20.00%	25.00%
大功率		83.37%	35.13%	35.00%	15.00%	25.00%	30.00%
工业动力用 UPS 电源			70.49%	5.00%	15.00%	20.00%	25.00%
建筑工程电源		3.91%	17.03%	10.00%	15.00%	15.00%	15.00%
配套产品		75.54%	41.72%	0.00%	15.00%	20.00%	25.00%
合计		47.54%	34.13%	8.24%	14.30%	20.25%	24.68%
毛利率							
信息设备用 UPS 电源	28.83%	31.54%	34.11%	37.40%	35.30%	35.04%	34.86%
小功率	24.88%	25.71%	24.36%	29.00%	27.00%	26.00%	25.00%
中功率	29.19%	32.29%	33.56%	34.00%	33.00%	32.00%	31.00%
大功率	35.63%	36.92%	39.31%	43.00%	40.00%	40.00%	40.00%
工业动力用 UPS 电源		41.84%	47.90%	52.00%	50.00%	48.00%	46.00%
建筑工程电源	36.60%	36.86%	44.38%	44.00%	42.00%	40.00%	40.00%
配套产品	26.19%	13.83%	21.05%	23.00%	21.00%	20.00%	20.00%
合计	28.84%	29.76%	33.71%	36.89%	34.82%	34.20%	33.84%
营业收入	21742.41	32296.82	43131.22	46645.46	53245.98	63926.39	79581.39
yoy		48.54%	33.55%	8.15%	14.15%	20.06%	24.49%
营业成本	15356.29	22446.59	28429.33	29288.01	34547.98	41902.72	52484.10
营业利润率	29.37%	30.50%	34.09%	37.21%	35.12%	34.45%	34.05%

资料来源:海通证券研究所

表 6 科华恒盛 2009-2012 损益表预测 (万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	21742	32297	43131	46645	53246	63926	79581
增长率		48.54%	33.55%	8.15%	14.15%	20.06%	24.49%
营业成本	15356	22447	28429	29288	34548	41903	52484
毛利率	29.37%	30.50%	34.09%	37.21%	35.12%	34.45%	34.05%
营业税金及附加	58	169	289	313	357	428	533
销售费用	2826	3433	5232	5597	6123	7032	8356
销售费用率	13.00%	10.63%	12.13%	12.00%	11.50%	11.00%	10.50%
管理费用	2247	2269	3815	4385	4792	5626	6844
管理费用率	10.33%	7.02%	8.85%	9.40%	9.00%	8.80%	8.60%
财务费用	141	375	259	-37	-592	-578	-645
资产减值损失	57	2	226	50	55	65	80
期间费用	5271	6078	9531	9995	10378	12144	14635
期间费用率	24.24%	18.82%	22.10%	21.43%	19.49%	19.00%	18.39%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	0	0	0	0
营业利润	1057	3603	4882	7050	7963	9451	11929
EBIT	1198	3978	5141	7013	7371	8873	11284
增长率		232.08%	29.22%	36.42%	5.11%	20.38%	27.17%
EBIT margin	5.51%	12.32%	11.92%	15.03%	13.84%	13.88%	14.18%
营业外收入	39	52	195	0	0	0	0
营业外支出	46	10	94	0	0	0	0
利润总额	1050	3645	4984	7050	7964	9452	11930
增长率		247.28%	36.75%	41.45%	12.95%	18.68%	26.22%
所得税	82	1170	842	1128	1274	1512	1909
所得税率	7.83%	32.09%	16.90%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
净利润	967	2475	4142	5922	6689	7939	10021
少数股东损益	344	66	28	42	48	57	72
归属于母公司所有者净利润	624	2410	4115	5880	6642	7883	9949
总股本(万股)	3979	4500	4500	7800	7800	7800	7800
摊薄 EPS(元)	0.08	0.31	0.53	0.75	0.85	1.01	1.28

资料来源: 海通证券研究所

根据预测条件和财务模型, 我们预测 2009-2012 年公司的摊薄每股收益分别为 0.75、0.85、1.01 和 1.28 元。

5.2 相对估值 25.50-29.06 元

目前国内主板和中小板主要电源设备企业 09 年和 10 年对应的市盈率均值为 52.45 倍和 38.95 倍, 考虑到公司在高端 UPS 电源领域的竞争优势, 我们认为公司的 10 年合理 PE 为 30—35 倍, 对应估值区间为 25.50—29.75 元。

按照可比公司 PB 水平定价。目前行业的平均为 5.94 倍。发行前公司每股净资产 3.10 元, 我们预计公司发行至少可取得 1.68 亿筹资金额, 每股净资产至少可达 4.47 元, 取 5.5-6.5 倍的 PB 水平, 公司的合理价格区间为 24.59-29.06 元。

综合考虑 PE、PB 估值, 我们认为公司的合理估值区间为 25.50 元-29.06 元, 对应

08 年的静态市盈率为 48-55 倍左右。

表 7 可比上市公司估值对比

	Last price 12 月 24 日	总市值 (亿元)	EPS (元)			BVPS(元)		PE			PB	
			2008	2009E	2010E	2009H1	2008	2009E	2010E	2009H1		
600405.SH 动力源	9.45	19.72	0.024	0.200	0.300	1.750	393.75	47.25	31.50	5.40		
600580.SH 卧龙电气	18.2	51.89	0.456	0.708	0.909	3.800	39.89	25.72	20.02	4.79		
002180.SZ 万力达	24.76	20.63	0.332	0.320	0.429	3.820	74.60	77.28	57.78	6.48		
002169.SZ 智光电气	17.02	28.22	0.164	0.242	0.331	1.890	103.72	70.39	51.40	9.01		
002227.SZ 奥特迅	21.07	22.88	0.438	0.506	0.619	5.240	48.08	41.61	34.03	4.02		
行业平均							132.01	52.45	38.95	5.94		

资料来源: wind, 海通证券研究所

6. 主要不确定性

6.1 新产品开发风险

不断开发新产品是 UPS 生产企业扩大市场份额、提高盈利能力的重要手段,为此,企业需要投入大量资金用于技术升级及新产品研发。本公司始终坚持以市场为导向,新产品开发、技术升级均是在对市场需求进行充分论证的基础上进行的,产品投放市场取得了较好的市场效果。随着市场竞争的不断加剧,产品更新换代周期越来越短,公司如果不能及时准确地把握市场需求,将导致公司研发的新产品不能获得市场认可,对公司市场竞争能力产生较大不利影响。

6.2 市场竞争风险

国内高端 UPS 产品市场一直被国外品牌所主导,本公司作为中国本土厂商中最大的高端 UPS 电源提供商,虽然在高端产品市场占有一定的市场份额,但尚未形成与世界 500 强企业的 UPS 品牌相抗衡的综合实力。本公司拟借助本次募集资金投资项目的实施,进一步提升综合竞争实力,与国外厂商在 UPS 高端产品市场展开全面竞争,届时,如果国外厂商利用其技术优势和品牌优势,对本公司设置技术壁垒,或采取其他针对本公司的竞争手段,将给本公司进一步扩大市场份额,保持快速发展带来一定的压力。

6.3 原材料价格波动风险

2006 年至 2008 年上半年,有色金属价格持续上涨,导致本公司主要原材料(蓄电池、变压器)采购成本上涨,单位产品生产成本有所上升。2008 年下半年以来,有色金属价格开始回落,主要原材料(蓄电池、变压器)采购成本下降。报告期内,虽然公司通过调整产品结构、优化设计工艺以及加大高功率段产品销售力度等措施消化了原材料价格上涨的影响,使得产品销售毛利率逐年提升。但是,原材料价格频繁、剧烈波动,将会影响到主要原材料采购成本,并对公司经营业绩产生影响。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

詹文辉：电力设备行业首席分析师

张 浩：电力设备行业助理分析师

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、银星能源、华光股份、国电南瑞。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通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。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

唐建伟
社会服务行业分析师
(021) 23219608
tangjw@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

陈子仪
TMT小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongwei@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程助理分析师
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程助理分析师
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(021) 23219397
yinyq@htsec.com