

湘财证券研究所

电力设备与能源小组

研究员: 冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

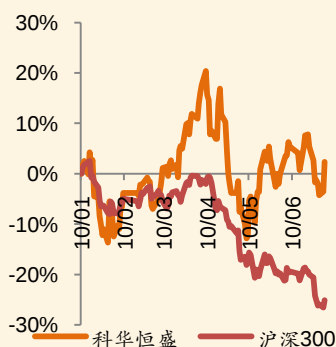
研究员: 侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

E-mail: hwt2894@xcsc.com

6-12 个月目标价: 65.8 元
当前股价: 49.25 元
基本资料

总股本 (百万):	78
流通股 (百万):	19.5
总市值 (亿):	38.4
10 年 EPS (元):	1.23
10 年 BVPS (元):	10.93
资产负债率:	20.46%

近期科华恒盛走势

相关研究报告

20100707-调研报告-乘产业升级东风,UPS 电源步入发展快车道

□ 营收同比增长 25.62%, 净利润同比增长 73.25%

2010 年 1-6 月份, 科华恒盛实现营业收入 2.38 亿元, 同比增长 25.62%, 归属于母公司净利润 3658 万元, 同比增长 73.25%, 销售毛利率 38.20%, 同比提高 1.59%。得益于组织结构优化和人力配置趋于合理, 公司销管费用率 21.26%, 同比下降 1.23%。公司主要产品的毛利率基本保持稳定, 但其中建筑工程电源表现抢眼, 毛利率提升 10 个百分点, 主要原因是产品结构不同。

□ 营销力度加大, 高端 UPS 取得较好增长

公司上半年加大了营销推广力度, 信息设备用中大功率 UPS、工业动力用 UPS 销售额均取得了较快增长。产品已经广泛应用于各大银行、保险、证券、税务、通信、能源、军队、政府、制造等行业。公司主打产品中功率 (3-10KVA)、大功率 ($\geq 10KV$) 的信息化 UPS 营收分别增长 45.78% 和 45.80%。工业动力用 UPS 受制于产能瓶颈, 营收仅增长 10.17%。

□ 海外业务增长迅猛, 其中不乏有潜力的新产品

公司上半年海外业务实现营收 5642 万元, 同比增长 53.09%, 海外业务快速增长得益于公司产品的认可度提升以及销售渠道多元化。在海外业务中不乏有技术含量且市场前景看好的新产品, 如医用 UPS、高频三相 UPS、电梯节能设备、太阳能逆变器等。随着新产品在国外的认同度不断提高, 市场潜力不容小视。

□ 高端 UPS 拼的是设计方案和服务, 而不是价格

高端 UPS 的价格对于客户来说并不敏感, 而客户更看重 UPS 的设计方案和后期服务, 这方面科华恒盛拥有其他竞争者没有的优势。公司建立了“主动式三级服务体系”, 能够全天候、多方位为用户提供从前期环境勘测、网络电源规划、方案配置到安装调试、现场培训、定期巡检、在线交流、终身保固等高效快捷的服务支持, 覆盖全国的 40 多个直属销售与服务网点。国外竞争者的服务网点只布局在一线城市, 二、三线城市的网点很少; 而国内竞争者由于经营时间短以及资金压力, 在服务网点上和科华恒盛也有比较大的差距。可以说, 除了技术优势外, 强大的售后服务能力是公司在市场竞争中的制胜法宝。

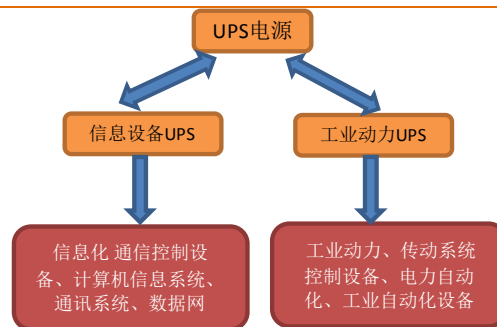
□ 产业升级助力, 高端 UPS 朝大功率、高效率、节能方向发展

当前国家力推的产业升级必然会提升我国的工业化水平, 从而带动中大功率 UPS 的需求, 另外, 对于企业来说, 提升管理能力以及信息处理能力的压力不断增强, 信息化 UPS 市场需求也非常旺盛。高端 UPS 正在朝大功率、高效率、节能方向发展。2010 年, UPS 业务的增长动力仍主要来自于信息化 UPS, 受制于产能限制, 工业动力用 UPS 的营收增速相对平稳, 2011 年工业动力用 UPS 将进入爆发期。

□ 预计 2010 年 EPS1.23 元, 首次给予“买入”评级, 目标价 65.8 元

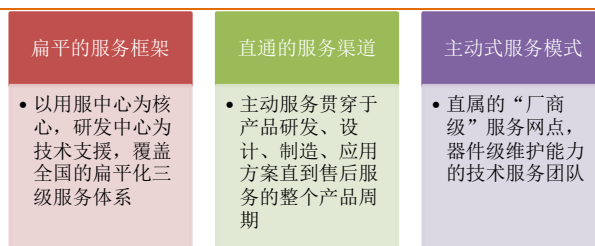
随着工业化水平和信息化水平提高, 科华恒盛的 UPS 业务面临非常好的发展机遇。IPO 后宽裕的资金实力帮助公司加强营销网络建设, 同时采取进取的方式获得更多的订单。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 分别为 1.23 元、1.88 元、2.78 元, 维持“买入”评级, 目标价 65.8 元。

图 1、公司主要经营的两类 UPS



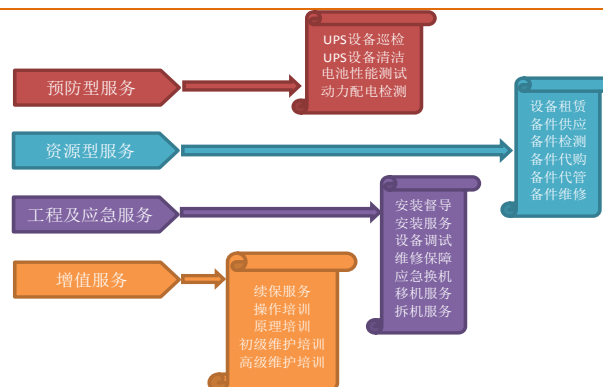
数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 2、主动式三级服务体系



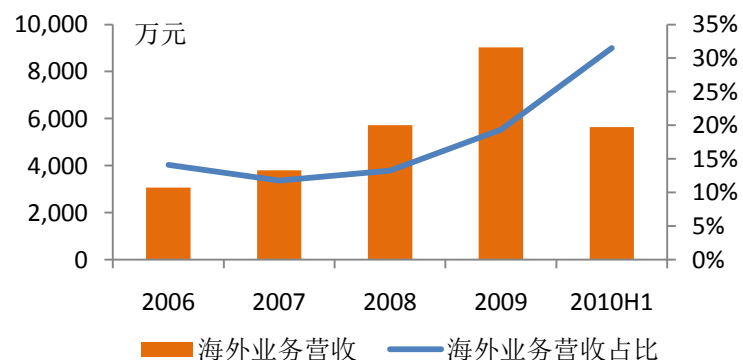
数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 3、公司提供的服务项目



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 4、海外业务营收占比不断提高



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 1、主营业务营收和毛利预测

(营业收入 万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、信息化 UPS 电源系统设备	22,922	29,546	33,593	47,846	73,036	102,208
yoy(%)		28.90%	13.70%	42.43%	52.65%	39.94%
小功率 (0-3KVA)	8,791	5,612	6,439	7,276	8,222	9,291
yoy(%)		-36.17%	14.75%	13.00%	13.00%	13.00%
中功率 (3-10KVA)	5,388	12,121	10,127	14,178	21,268	29,775
yoy(%)		124.94%	-16.44%	40.00%	50.00%	40.00%
大功率 (≥10KVA)	8,742	11,814	17,027	26,392	43,546	63,142
yoy(%)		35.13%	44.13%	55.00%	65.00%	45.00%
二、工业动力用 UPS	2,731	4,656	3,935	4,919	7,624	12,199
yoy(%)		70.49%	-15.49%	25.00%	55.00%	60.00%
三、建筑工程电源	1,051	1,230	1,249	1,499	2,098	3,043
yoy(%)		-1.52%	1.57%	20.00%	40.00%	45.00%
四、配套产品	5,086	7,208	7,005	8,756	11,383	15,367
yoy(%)		41.72%	-2.82%	25.00%	30.00%	35.00%
主营业务收入	31,790	42,640	45,782	63,020	94,142	132,816
yoy(%)		34.13%	7.37%	37.65%	49.38%	41.08%
其他业务收入	507	491	863	1,079	1,348	1,685
yoy(%)		-3.12%	75.80%	25.00%	25.00%	25.00%
营业收入	32,297	43,131	46,645	64,099	95,490	134,501
yoy(%)		33.55%	8.15%	37.42%	48.97%	40.85%
(毛利率)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、信息化 UPS 电源系统设备	31.53%	34.11%	39.09%	39.91%	41.14%	42.82%
小功率 (0-3KVA)	25.71%	24.36%	32.18%	32.56%	33.15%	34.19%
中功率 (3-10KVA)	32.29%	33.56%	34.68%	34.87%	34.61%	36.82%
大功率 (≥10KVA)	36.92%	39.31%	44.33%	44.65%	45.83%	46.92%
二、工业动力用 UPS	41.84%	47.90%	52.25%	52.34%	52.91%	53.57%
三、建筑工程电源	36.86%	44.38%	46.60%	46.90%	47.12%	48.92%
四、配套产品	13.83%	21.05%	25.77%	25.00%	25.00%	25.00%
主营业务毛利率	29.76%	33.71%	38.39%	38.98%	40.27%	41.89%
其他业务毛利率	76.69%	67.18%	80.06%	65.00%	65.00%	65.00%
综合毛利率	30.50%	34.09%	39.16%	39.42%	40.62%	42.18%

数据来源：湘财证券研究所

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	322.97	431.31	466.45	640.99	954.90	1345.01
增长率(%)	48.54%	33.55%	8.15%	37.42%	48.97%	40.85%
归属母公司股东净利润	24.10	41.15	69.64	96.06	146.89	217.15
增长率(%)	286.31%	70.76%	69.24%	37.95%	52.91%	47.83%
每股收益(EPS)	0.309	0.528	0.893	1.232	1.883	2.784
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.043	0.060	0.091	0.135
每股经营现金流	0.662	0.877	0.999	1.263	1.356	2.886
销售毛利率	30.50%	34.09%	39.16%	39.42%	40.62%	42.18%
销售净利率	7.66%	9.60%	14.98%	15.04%	15.44%	16.20%
净资产收益率(ROE)	19.93%	25.39%	30.50%	11.27%	14.80%	18.11%
投入资本回报率(ROIC)	21.79%	36.04%	71.35%	52.94%	47.10%	57.00%
市盈率(P/E)	159.42	93.36	55.17	39.99	26.15	17.69
市净率(P/B)	31.77	23.70	16.82	4.50	3.87	3.20
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.001	0.001	0.002	0.003

报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	322.97	431.31	466.45	640.99	954.90	1345.01
减: 营业成本	224.47	284.29	283.79	388.34	567.01	777.75
营业税金及附加	1.69	2.89	4.25	5.84	8.70	12.26
营业费用	34.33	52.32	57.75	79.48	119.36	168.80
管理费用	22.69	38.15	48.23	66.66	101.22	145.26
财务费用	3.75	2.59	0.21	-3.27	-6.35	-7.97
资产减值损失	0.02	2.26	1.55	1.50	1.50	1.50
加: 投资收益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	36.03	48.82	70.68	102.43	163.45	247.42
加: 其他非经营损益	0.42	1.02	10.84	11.00	10.00	9.00
利润总额	36.45	49.84	81.52	113.43	173.45	256.42
减: 所得税	11.70	8.42	11.63	17.01	26.02	38.46
净利润	24.75	41.42	69.89	96.42	147.43	217.96
减: 少数股东损益	0.66	0.28	0.26	0.36	0.55	0.81
归属母公司股东净利润	24.10	41.15	69.64	96.06	146.89	217.15
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	99.62	96.20	118.18	636.19	734.15	960.84
应收和预付款项	76.09	79.76	122.29	144.34	246.53	284.36
存货	45.65	62.47	64.22	109.15	143.99	203.22
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	6.67	6.71	7.56	6.02	4.48	2.94
固定资产和在建工程	54.36	53.15	59.27	167.38	154.49	127.86
无形资产和开发支出	4.36	6.67	8.66	9.51	10.10	10.45
其他非流动资产	0.00	0.00	3.94	1.97	0.00	0.00
资产总计	286.75	304.96	384.12	1074.55	1293.75	1589.67
短期借款	67.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	96.35	132.85	147.99	213.86	292.75	381.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1.40	8.70	6.20	6.00	6.00	6.00
负债合计	164.75	141.55	154.19	219.86	298.75	387.24
股本	45.00	45.00	58.50	78.00	78.00	78.00
资本公积	10.93	10.92	10.92	524.42	524.42	524.42
留存收益	64.99	106.14	158.90	250.30	390.07	596.69
归属母公司股东权益	120.92	162.06	228.32	852.72	992.49	1199.11
少数股东权益	1.08	1.35	1.61	1.96	2.51	3.32
股东权益合计	122.00	163.41	229.93	854.69	995.00	1202.42
负债和股东权益合计	286.75	304.96	384.12	1074.55	1293.75	1589.67
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金流量	51.61	68.42	77.96	98.54	105.74	225.09
投资性现金流量	-23.67	-15.31	-24.57	-112.65	-7.50	3.65
筹资性现金流量	30.30	-72.48	-6.56	532.11	-0.27	-2.06
现金流量净额	57.72	-19.57	46.74	518.01	97.97	226.68

财务分析和估值指标汇总

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率						
毛利率	30.50%	34.09%	39.16%	39.42%	40.62%	42.18%
三费/销售收入	18.81%	21.57%	22.77%	22.29%	22.43%	22.76%
EBIT/销售收入	12.21%	11.98%	17.38%	17.11%	17.45%	18.43%
EBITDA/销售收入	13.79%	13.54%	19.34%	19.46%	20.62%	20.69%
销售净利率	7.66%	9.60%	14.98%	15.04%	15.44%	16.20%
资产获利率						
ROE	19.93%	25.39%	30.50%	11.27%	14.80%	18.11%
ROA	13.75%	16.95%	21.11%	10.21%	12.88%	15.60%
ROIC	21.79%	36.04%	71.35%	52.94%	47.10%	57.00%
增长率						
销售收入增长率	48.54%	33.55%	8.15%	37.42%	48.97%	40.85%
EBIT 增长率	248.48%	31.08%	56.85%	35.25%	51.92%	48.83%
EBITDA 增长率	196.83%	31.14%	54.43%	38.27%	57.89%	41.33%
净利润增长率	155.85%	67.35%	68.74%	37.95%	52.91%	47.83%
总资产增长率	28.44%	6.35%	25.96%	179.74%	20.40%	22.87%
股东权益增长率	41.51%	34.02%	40.89%	273.47%	16.39%	20.82%
经营营运资本增长率	-8.76%	-22.16%	80.24%	23.75%	91.62%	25.41%
资本结构						
资产负债率	57.45%	46.41%	40.14%	20.46%	23.09%	24.36%
投资资本/总资产	42.43%	36.18%	41.24%	26.30%	27.54%	23.66%
带息债务/总负债	40.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.34	1.68	1.98	4.05	3.76	3.74
速动比率	1.07	1.24	1.56	3.55	3.28	3.22
股利支付率	0.00%	0.00%	4.85%	4.85%	4.85%	4.85%
收益留存率	100.00%	100.00%	95.15%	95.15%	95.15%	95.15%
资产管理效率						
总资产周转率	1.13	1.41	1.21	0.60	0.74	0.85
固定资产周转率	5.94	8.11	8.48	13.53	6.80	10.69
应收账款周转率	4.94	7.46	4.82	6.38	5.17	6.74
存货周转率	4.92	4.55	4.42	3.56	3.94	3.83
业绩和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT	39.44	51.69	81.08	109.66	166.60	247.95
EBITDA	44.54	58.41	90.20	124.71	196.90	278.28
NOPLAT	26.94	42.13	60.30	83.86	133.11	203.10
净利润	24.10	41.15	69.64	96.06	146.89	217.15
EPS	0.309	0.528	0.893	1.232	1.883	2.784
BPS	1.550	2.078	2.927	10.932	12.724	15.373
PE	159.42	93.36	55.17	39.99	26.15	17.69
PEG	2.72	1.77	1.20	1.05	0.49	0.37
PB	31.77	23.70	16.82	4.50	3.87	3.20
PS	11.89	8.91	8.24	5.99	4.02	2.86
PCF	74.44	56.15	49.28	38.98	36.33	17.07
EV/EBIT	56.22	41.87	34.67	29.83	19.24	12.17
EV/EBITDA	49.78	37.06	31.17	26.23	16.28	10.85
EV/NOPLAT	82.30	51.38	46.62	39.01	24.08	14.86
EV/IC	18.22	19.62	17.75	11.58	9.00	8.03
ROIC-WACC	21.79%	36.04%	71.35%	52.94%	47.10%	57.00%
股息率	0.000	0.000	0.001	0.001	0.002	0.003

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。