



依托 UPS 电源优势进军光伏逆变器

——科士达(002518.SZ)定价

新股定价

建议询价区间: 27.6~34.5 元

2010 年 11 月 18 日

湘财证券研究所

电力设备与能源小组

研究员: 侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

E-mail: hwt2894@xcsc.com

研究员: 冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

研究员: 张 俊

Tel: 021-68634518-8646

发行上市资料

股本结构

发行后股本: 11500 万股

发行股本: 2900 万股

占发行后股本比例: 25.22%

股票价格

建议询价区间: 27.6~34.5 元

发行情况

发行数量: 2,900 万股

网下发行数量: 574 万股

网上发行数量: 2,326 万股

网下缴款时间: 11 月 24 日

网上申购时间: 11 月 24 日

主承销商: 国信证券

投资要点

q 公司在是 UPS 电源领域的龙头企业。公司是本土 UPS 行业龙头企业, 09 年国内市场占有率 8.6%, 仅次于伊顿、艾默生、施耐德三大外资品牌。公司目前已是国内金融、电信、制造等众多行业及政府、教育、国防等部门 UPS 客户的主流供货商。虽然 UPS 领域的国际国内市场增速不高, 在年均 6~8%, 但公司产品依托相近的性能、更具竞争力的价格, 在国外市场的开拓仍具广阔空间; 目前公司的外销收入占比已达 50%, 大功率 UPS 电源供不应求, 产能扩张以后外销比重将会进一步提高。

q 依托现有产品优势, 进军光伏逆变器领域。公司依托在电力电子行业十余年的经验, 进军与 UPS 具有技术共通性的光伏逆变器领域。目前公司已经具有了 1~6kw 小型并网逆变器的产业化能力, 55~330kw 的大型三相逆变器也正处于研发阶段。公司产品获得了国家太阳能产品认证和欧洲 CE 认证, 在金太阳工程竞标中成功入围, 目前已经与尚德、中兴通讯等企业达成意向性订单, 年内就可形成销售收入。国产光伏逆变器目前全球占有率仅在 5%, 实现进口替代的空间非常大。

q 公司致力于成为电力安全环境一体化集成商。公司现有的产品包括 UPS、机柜和蓄电池, 而监控系统和精密空调均处于研发阶段, 预计明年 5 月份可形成产能, 届时公司将由设备制造商逐渐转型为设备电力保护及电能质量综合解决方案的提供商, 公司的综合毛利率水平将有较大提升。预计 1~2 年后将会有项目接单, 形成销售收入。

q 募投项目为 UPS 扩产, 超募资金将用于逆变器项目。募投项目主要为在线式 UPS 的扩建项目, 在现有 6.25 万台的产能上增加 8 万台产能。未来超募资金很可能用于前景乐观的光伏逆变器项目。

q 建议询价区间 27.6~34.5 元。我们预计科士达 10、11、12 年的 EPS 分别为 0.73、1.00 和 1.38 元。与可比公司科华恒盛、英威腾、荣信股份、科陆电子、九洲电气相比, 给予 2012 年 20~25 倍市盈率较为合理, 我们建议的询价区间为 27.6~34.5 元。

q 风险提示。市场竞争风险; 募投产能无法顺利释放的风险; 汇率波动风险。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	530	646	811	1070
收入同比(%)	-3%	22%	26%	32%
归属母公司净利润	61	84	115	159
净利润同比(%)	47%	37%	36%	39%
毛利率(%)	28.0%	29.2%	30.7%	31.3%
ROE(%)	28.4%	28.0%	27.6%	27.7%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.73	1.00	1.38

表 1、公司分业务业绩预测

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
在线式 UPS	收入	181.57	265.73	305.30	380.00	460.00	560.00
	YOY		46.35%	14.89%	24.47%	21.05%	21.74%
	销量	5.61	6.06	6.62	8.60	9.50	12.00
	产能(万套)	4.95	5.60	6.25	8.00	12.00	14.25
	毛利率	28.04%	31.92%	36.42%	36.00%	36.00%	36.00%
离线式 UPS	收入	160.78	174.77	127.66	168.00	171.00	180.00
	YOY		8.71%	-26.96%	31.60%	1.79%	5.26%
	销量	85.56	94.66	74.91	95.00	98.00	100.00
	产能(万套)	70.00	77.44	110.00	110.00	110.00	110.00
	毛利率	13.08%	12.46%	17.56%	20.60%	20.00%	20.00%
铅酸蓄电池	收入	71.85	93.10	86.65	90.00	90.00	90.00
	YOY		29.58%	-6.93%	3.87%	0.00%	0.00%
	销量(万 Kwh)	29.55	35.98	51.87	60.00	65.00	70.00
	产能(万 Kwh)	35.00	35.00	80.00	80.00	80.00	80.00
	毛利率	7.11%	13.37%	12.13%	15.00%	15.00%	15.00%
光伏逆变器	收入				8.00	90.00	240.00
	YOY					1025.00%	166.67%
	销量(MW)				8.00	100.00	300.00
	毛利率				45.00%	40.00%	35.00%
总收入		414.20	533.61	519.60	646.00	811.00	1,070.00
总成本		337.14	414.56	375.47	457.49	561.70	734.90

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 2、公司利润表预测

利润表	单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	530	646	811	1070
营业成本	382	457	562	735
营业税金及附加	1	1	2	2
营业费用	37	43	55	72
管理费用	39	47	59	78
财务费用	2	-2	-2	-5
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	67	99	134	187
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	68	99	135	187

所得税	6	15	20	28
净利润	61	84	115	159
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	61	84	115	159
EBITDA	69	104	143	197
摊薄 EPS（元）	0.71	0.73	1.00	1.38

数据来源：湘财证券研究所

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。