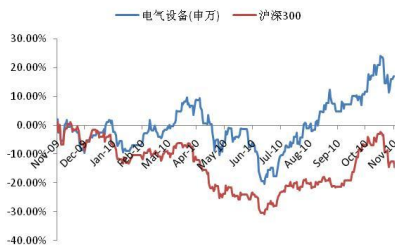


相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
电气设备	9.9	21.3	24.7
沪深 300	1.6	6.9	-5.0

重要数据 2010. 11. 23

发行价格	32.5 元
发行前总股份	8600 万
发行股数	2900 万
发行后股份	11500 万
主承销商	国信证券

发行后股本结构

主要股东	持股比例
科士达电源	66.4%
刘玲	3.72%
李祖榆	2.15%
公众股东	25.2%

分析师

孙林

执业证书编号: S0350210090006

电话: 0755-83716909

邮件: sunl@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司发行价32.5元,预计上市后合理股价为36元,建议投资积极参与申购。
- 科士达 (002518) 是国内领先的机房一体化系统集成制造商,领先的新能源电力转换技术创新厂商, UPS产业领导者, 高品质阀控式密封铅酸蓄电池专业制造商。公司主要致力于电力电子及新能源领域, 产品涵盖UPS不间断电源、逆变电源、阀控式铅酸蓄电池、机房一体化设备、太阳能光伏逆变器等。公司参与国家西气东输二线东段UPS集中采购等国家级重点信息化工程, 品牌在国内市场已具有较高的知名度和美誉度。
- 销售量居国内UPS行业本土品牌前列之一。2007-2010H1销售量分别为91.17万、100.71万、81.53万和44.88万台, 位居国内UPS行业前列, 市占率保持稳定。
- 公司是集团消费行业(金融、电信)客户的主流供应商之一, 品牌响亮。公司作为知名UPS品牌, 是银行、证券、保险、电信运营商的集团客户主流供应商之一。“科士达”品牌在2003-2009年连续7年当选“国内UPS首选品牌”, 相继获得“UPS服务用户买一镀金奖”、“UPS服务用户满意度第一”, “最近服务承诺兑现企业”等荣誉称号。公司在全国内参与完成了多个国家级、升级重点信息化工程项目, 积累了大量的客户资源, 在境内外市场中特别是境内市场有明显的客户与市场优势。
- 技术、研发优势明显。公司坚持“市场导向+技术驱动”的技术创新思路, 在行业内拥有较强的技术创新能力。2000年设立了科士达技术中心, 具有成熟的UPS设计开发能力, 特别在基于分散逻辑控制的三项半桥逆变器并联技术、基于功率均分的高频模块式冗余并联技术、符合中国电总通信协议的单机监控软件等方面取得了突破, 打破了国外企业在大功率UPS的技术垄断。2008年, 公司被评为深圳市首批国家高新技术企业。

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	530	616	853	999
收入同比 (%)	-3%	16%	38%	17%
净利润 (百万元)	61	90	121	156
摊薄每股收益 (元)	0.71	0.78	1.05	1.36
摊薄每股净资产 (元)	2.51	13.97	15.11	16.66
ROE (%)	28.4%	7.5%	9.3%	10.9%

- **募集资金用于扩建产能。**公司公开发行2900万股，计划募集2.268亿元，用于“在线式UPS扩建项目”、“技术中心建设项目”、“技术服务及国内营销网络项目”。目前各条生产线产能利用率均已达到或超负荷运行，而且公司已经拥有产品规模化和产业化的成熟技术和经验，对现有产能进行扩建不存在障碍，募投的成功实施将有效的强化公司在内资品牌中的领先优势，同时加速实现对外资一流品牌的赶超。
- **处于行业第二梯队，假以时日有望向第一集团迈进。**目前行业格局是以伊顿、艾默生、施耐德三家外资企业三强鼎立，3家在中国设有生产基地，市场份额合计超过63.3%，位列第一梯队。而科士达和科华恒盛处于第二集团之列，合计份额为17.9%，公司处于国内厂商第二，市占率8.3%。我们认为，公司在UPS行业已经有近20年经验和技術积累，而且UPS产品市场更新换代较快，目前已经采用了新一代高频化的UPS技术已经9年，技术上来说并不落后于前三家外企，产品没有较大差异，而且国内厂商在国内竞争中，成本相对较低，随着规模化的提升，在工艺上和技术进行改进，积累研发经验，凭借良好的服务和客户关系，未来公司在UPS领域的市场提升还有很大的提升潜力。随着公司募投于中大功率的UPS产品，加强高端产品自主知识产权产品的研发，以技术带动产品，也能打开高端市场。
- **光伏逆变器将是公司未来业绩增长亮点。**此外，公司在光伏逆变器领域技术领先，公司已经入围“金太阳示范工程”逆变器组件领域，未来逆变器行业有望随着光伏产业发展，出现爆发式增长。公司目前与无锡尚德有1个亿的供货协议，超募资金也可能继续投向逆变器产业。
- **业绩预测：2010-2012年EPS为：0.78, 1.05, 1.36元。**
- **投资建议。**公司属于中小板电气设备行业，未来几年保持35%以上的增长，按PE/G=1对公司进行估值，给予11年35倍的P/E估值，对于11年业绩为36.75元，而绝对值模型估值区间为35.24~52元，综合考虑，科士达合理股价为36元，较发行价仍有一定的上涨空间，建议投资者积极申购。

图 1 分产品预测

			2009	2010E	2011E	2012E
单价 (元/台套)	在线式	10kv 以下	2863.65	2500	2700	2800
		10kv 以上	20156.76	20200	20200	20200
	离线式		170.42	170	175	175
	铅酸蓄电池		306.44	340	350	360
数量	在线式(台套)	10kv 以下	59487	75000	90000	116000
		10kv 以上	6695	7800	10000	14000
	离线式		749072	900000	1100000	123000
	铅酸蓄电池 (KVAH)		518694	518694	550000	650000
金额 (万元)	在线式(台套)	10kv 以下	170349947.6	187500000	243000000	324800000
		10kv 以上	134949508.2	157560000	202000000	282800000
		合计	305299455.8	345060000	445000000	607600000
	离线式		127656850.2	153000000	192500000	21525000
	在线式 UPS		30529.94558	34506	44500	60760
	离线式 UPS		12765.68502	15300	19250	2152.5
	铅酸蓄电池		8664.54	10000	12000	15000
	配套产品		758.39	1000	1500	2000
	光伏逆变器			800	8000	20000
	总合计		52718.561	61606	85250	99912.5
	毛利率	在线式 UPS (%)		36.42	36.42	38
离线式 UPS (%)		17.56	17.56	20.63	20	
铅酸蓄电池 (%)		12.13	12.13	15.32	15	
配套产品 (%)		25.1	30	30	30	
光伏逆变器 (%)				35	35	
成本	在线式 UPS		19410.9394	21393.72	28035	38886.4
	离线式 UPS		10524.03073	12143.61	15400	1743.525
	铅酸蓄电池		7613.531298	8468	10200	12750
	配套产品		568.03411	700	1050	1400
	光伏逆变器		0	520	5200	13000
	总合计		38116.536	43225.33	59885	67779.925
总毛利率			27.70%	29.84%	29.75%	32.16%

资料来源：国海证券研究所

图 2 公司业绩预测

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	550	530	616	853	999
营业成本	423	382	432	599	678
营业税金及附加	1	1	1	2	2
营业费用	32	37	38	55	64
管理费用	38	39	45	62	73
财务费用	8	2	-2	-5	-5

资产减值损失	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	47	67	101	139	186
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	48	68	101	139	186
所得税	6	6	10	17	28
净利润	42	61	91	122	158
少数股东损益	0	0	1	1	2
归属母公司净利润	42	61	90	121	156
EBITDA	62	79	112	153	205
EPS (元)	0.52	0.71	0.78	1.05	1.36

数据来源：国海证券研究所

由 DCF 模型预测，在假定永续增长率为 3% 时，公司的合理估值为 41.76 元。

图 3 估值假设

Beta 值	1.12
目标负债率	0.76%
无风险利率	3.60%
资本风险溢价	9.00%
债务成本 (Kd)	3.06%
股权资本成本 (Ke)	9.65%
加权平均资本成本 (WACC)	9.76%
有效所得税率	15.00%
永续增长率	3.00%
合理估值 (元)	41.76

资料来源：国海证券研究所

图 4 敏感性分析

初始股价= 41.76		Growth				
		2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC	6.76%	56.04	62.11	69.80	79.85	93.54
	7.76%	47.46	51.56	56.53	62.66	70.42
	8.76%	41.42	44.38	47.86	52.00	57.01
	9.76%	36.93	39.18	41.76	44.75	48.26
	10.76%	33.47	35.24	37.23	39.50	42.10
	11.76%	30.72	32.15	33.74	35.52	37.53
	12.76%	28.48	29.66	30.96	32.40	34.00
	13.76%	26.62	27.61	28.70	29.88	31.19

资料来源：公司公告 国海证券研究所

财务报表预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	08-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	201	292	1199	1310	1475
现金	45	102	985	1034	1147
应收账款	112	126	148	188	225
其他应收款	3	2	3	4	4
预付账款	3	3	3	4	5
存货	38	54	57	77	89
其他流动资产	1	6	3	4	4
非流动资产	133	188	268	344	367
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	52	132	222	299	324
无形资产	49	48	46	43	41
其他非流动资产	32	8	1	1	1
资产总计	334	480	1467	1654	1842
流动负债	188	258	252	339	392
短期借款	14	21	15	14	17
应付账款	109	138	140	195	225
其他流动负债	65	99	96	130	150
非流动负债	5	6	4	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	6	4	5	5
负债合计	193	264	256	344	397
少数股东权益	0	0	1	2	4
股本	80	86	115	115	115
资本公积	9	16	883	883	883
留存收益	52	114	204	301	435
归属母公司股东权益	141	216	1202	1299	1432
负债和股东权益	334	480	1459	1645	1833

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	08-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	78	102	77	163	175
净利润	42	61	91	122	158
折旧摊销	7	10	13	20	24
财务费用	8	2	-2	-5	-5
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	26	28	-19	26	-6
其他经营现金流	-5	0	-6	0	4
投资活动现金流	-41	-56	-94	-95	-47
资本支出	35	56	100	96	48
长期投资	-6	0	-5	0	0
其他投资现金流	-12	0	1	1	1
筹资活动现金流	-20	20	891	-19	-15
短期借款	-6	8	-6	-1	3
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	6	29	0	0
资本公积增加	0	8	866	0	0
其他筹资现金流	-14	-2	2	-18	-18
现金净增加额	17	66	874	49	113

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	550	530	616	853	999
营业成本	423	382	432	599	678
营业税金及附加	1	1	1	2	2
营业费用	32	37	38	55	64
管理费用	38	39	45	62	73
财务费用	8	2	-2	-5	-5
资产减值损失	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	47	67	101	139	186
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	48	68	101	139	186
所得税	6	6	10	17	28
净利润	42	61	91	122	158
少数股东损益	0	0	1	1	2
归属母公司净利润	42	61	90	121	156
EBITDA	62	79	112	153	205
EPS (元)	0.52	0.71	0.78	1.05	1.36

主要财务比率

会计年度	2008-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	29.9%	-3.5%	16.1%	38.4%	17.2%
营业利润	34.4%	42.5%	50.2%	37.0%	34.3%
归属于母公司净利润	27.0%	46.6%	46.5%	33.9%	29.7%
获利能力					
毛利率(%)	23.0%	28.0%	29.8%	29.8%	32.2%
净利率(%)	7.6%	11.6%	14.6%	14.1%	15.6%
ROE(%)	29.7%	28.4%	7.5%	9.3%	10.9%
ROIC(%)	45.6%	47.5%	36.7%	40.4%	48.6%
偿债能力					
资产负债率(%)	57.8%	54.9%	17.6%	20.9%	21.6%
净负债比率(%)	7.02%	8.08%	5.86%	4.06%	4.23%
流动比率	1.07	1.13	4.76	3.86	3.77
速动比率	0.87	0.92	4.54	3.64	3.54
营运能力					
总资产周转率	1.78	1.30	0.63	0.55	0.57
应收账款周转率	5	4	4	5	5
应付账款周转率	3.69	3.09	3.11	3.57	3.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.71	0.78	1.05	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.19	0.89	1.90	2.04
每股净资产(最新摊薄)	1.64	2.51	13.97	15.11	16.66
估值比率					
P/E	62.03	45.49	41.53	31.01	23.92
P/B	18.45	12.93	3.11	2.88	2.61
EV/EBITDA	44	34	24	18	13

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我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业务服务。本报告版权归国海证券所有。