

科士达（002518）：本土领先的 UPS 供应商

通信

合理价：31.1-35.6 元

报告日期：2010 年 11 月 24 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	530	553	656	844
(+/-)	-3.5%	4.2%	18.6%	28.7%
营业利润	67	80	114	150
(+/-)	42.5%	18.4%	42.4%	32.2%
归属于母公司 的净利润	61	72	103	136
(+/-)	46.6%	17.5%	42.2%	32.1%
每股收益（元）	0.53	0.63	0.89	1.18
净资产收益率	28.42%	6.15%	8.04%	9.60%

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010.11.24/待定
发行后总股本（万股）	11500
发行股数（万股）	2900
发行价格（元）	32.50
发行市盈率（倍）	62.50
发行动态市盈率（倍）	51.59
第一大股东	科士达电源公司
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	88.79%/66.40%
发行前每股净资产（元）	2.93
发行前资产负债率	44.66%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

联系人—资讯科技组

021-58824282-813 zhuk@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行A股2900万股，发行后总股本为11500万股。第一大股东是科士达电源公司，持股7,636万股，占发行后总股本的66.40%，刘程宇、刘玲夫妇合计持有科士达电源公司100%的股权，刘玲还直接持有本公司公开发行后3.72%的股份，刘程宇、刘玲夫妇为公司实际控制人。
- 公司是中国领先的不间断电源（UPS）提供商，UPS销售量及销售收入均位居国内UPS行业前列，主要从事UPS以及配套的阀控式密封铅酸蓄电池的研发、生产、销售和配套服务。
- **UPS产品份额保持领先。**公司2007-2009年、2010年1-6月UPS销售量分别为91.17万台、100.71万台、81.53万台和44.88万台，位居国内UPS行业前列，近三年及一期公司营业收入处于本土UPS厂商第一位。
- **公司所处行业前景广阔。**未来10-20年，中国将不断加快工业化和信息化建设的步伐，且全球UPS相关产业逐步向中国转移，中国UPS本土制造企业具有较大市场成长空间。Frost & Sullivan预测，全球UPS市场有望在未来几年继续保持较高的增长速度，2011年全球UPS市场规模可达74.1亿美元。此外，UPS技术与光伏逆变器技术同源，为公司进入新能源行业奠定基础。
- **募股资金投向分析。**公司募集资金投资项目主要包括在线式 UPS 扩产项目、技术中心建设项目、技术服务及国内营销网络项目。其中，在线式UPS扩产项目建成后，产能将增长128%。
- **公司面临的主要风险：**新增产能市场拓展风险；出口退税政策风险；汇率风险。
- **盈利预测及估值。**我们预计公司2010年-2012年分别实现净利润7,220万元、10,264万元、13,558万元。2010-2012年相应每股收益分别为0.63元、0.89元、1.18元。我们认为合理价格区间是31.1元-35.6元。

正文目录

1. 公司概况	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 公司股本结构	4
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位	5
2. 行业概况	6
2.1 UPS 行业简述	6
2.2 全球 UPS 市场稳步增长	8
3. 公司主营业务分析	8
3.1 公司细分产品简述	8
3.2 未来侧重品牌经营模式	9
3.3 产品市场份额国内领先	10
3.4 受益产业信息化及进口替代	11
3.5 未来进军新能源产业	12
4. 财务状况分析	12
4.1 毛利率分析	12
4.2 期间费用率分析	14
5. 募集资金项目分析	15
6. 公司竞争优势	15
6.1 技术研发优势	15
6.2 品牌优势	15
7. 盈利预测与估值分析	16
7.1 盈利预测	16
8. 风险揭示	17

图表目录

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系	4
图表 2 发行前后股本结构对比	5
图表 3 公司 2010 年上半年营收构成状况	5
图表 4 公司阶段发展	6
图表 5 UPS 基本工作原理	6
图表 6 UPS 产业链	7
图表 7 2005 年-2011 年全球 UPS 市场规模	8
图表 8 公司产品细分行业应用	8
图表 9 公司品牌经营模式	9
图表 10 公司 ODM 经营模式	10
图表 11 经营模式对比	10
图表 12 UPS 产品细分收入情况	11
图表 13 2002 年-2008 年中国 UPS 产品出口情况	11
图表 14 公司毛利率情况	12
图表 15 行业公司毛利率类比	14
图表 16 公司期间费用率情况	14
图表 17 在线式 UPS 产品募投项目概况	15
图表 18 科士达盈利预测（单位：万元）	16

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

深圳科士达科技股份有限公司是2007年9月26日由深圳科士达科技发展有限公司以整体变更方式设立成的股份有限公司，变更时注册资本为人民币8,600万元。

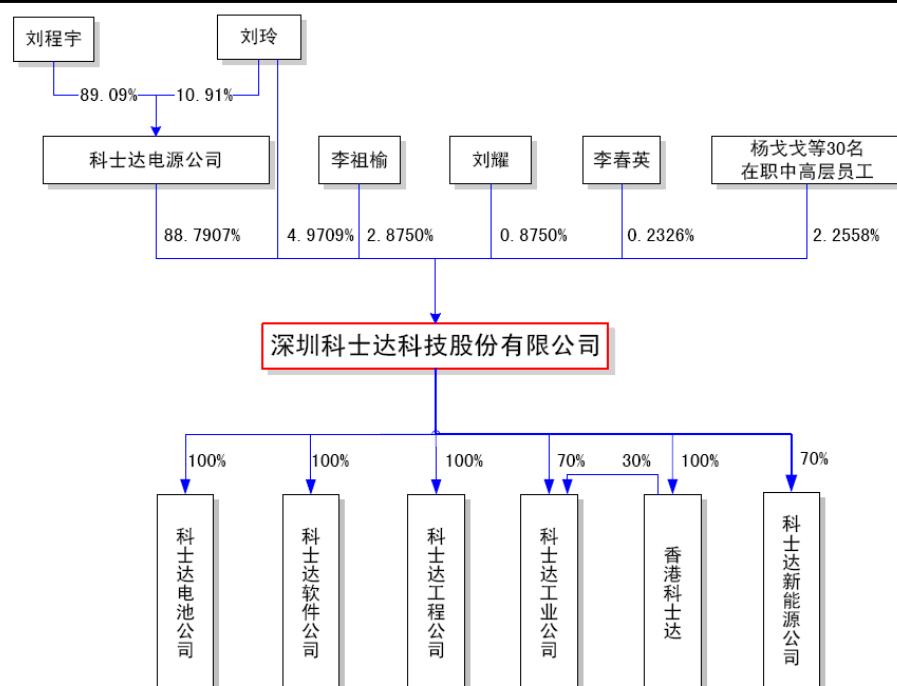
本次发行前，公司控股股东科士达电源公司持有发行人88.7907%的股份；刘程宇、刘玲夫妇合计持有科士达电源公司100%的股权，刘玲还直接持有公司公开发行前4.9709%的股份，刘程宇、刘玲夫妇为公司实际控制人。发行后，科士达电源公司持有公司66.4000%的股份，仍为公司控股股东；刘程宇、刘玲夫妇持有科士达电源公司100%的股权，刘玲仍直接持有公司发行后3.7174%的股份，刘程宇、刘玲夫妇仍为公司实际控制人。

公司是中国领先的不间断电源（UPS）提供商，UPS 销售量及销售收入均位居国内UPS 行业前列。公司主要从事UPS 以及配套的阀控式密封铅酸蓄电池的研发、生产、销售和配套服务。

1.2 公司股本结构

本次公司拟发行2,900万股A股，发行价格为32.50元/股，其中网下向配售对象配售数量为574万股，占本次发行总量的19.79%；网上以资金申购方式发行数量为2326万股，占本次发行总量的80.21%。本次发行后，公司总股本增至11500万股，其中新发股票占发行后总股本的25.22%，科士达电源公司持股数量占发行后总股本的66.4000%，刘程宇、刘玲夫妇持有科士达电源公司100%的股权，刘玲直接持有公司发行后3.7174%的股份。

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

图表 2 发行前后股本结构对比

股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
有限售条件流通股	8,600.00	100%	8,600.00	74.7826%
科士达电源公司	7,636.00	88.7907%	7,636.00	66.4000%
刘玲	427.50	4.9709%	427.50	3.7174%
刘祖榆等 33 名自然人	474.40	6.2384%	474.40	4.6654%
本次发行流通股	-	-	2,900.00	25.2172%
合计	8,600.00	100.00%	11,500.00	100.00%

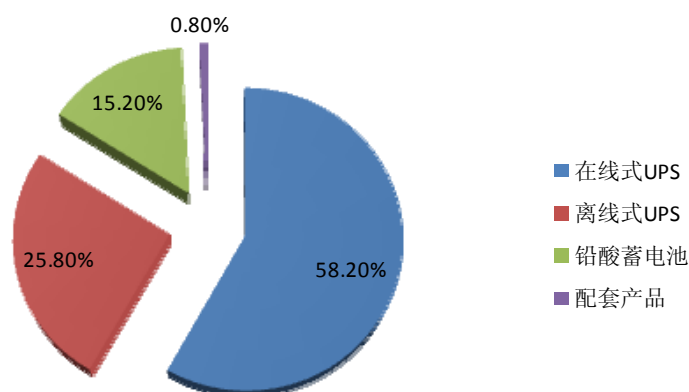
资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

1.3 公司主营业务构成状况及行业地位

公司主要从事UPS 以及配套的阀控式密封铅酸蓄电池的研发、生产、销售和配套服务。随着公司经营规模的日益扩大，2001 年以来，公司已是中国本土品牌中销售量最大的 UPS 制造商之一；2007 年公司股份制改造以后，公司坚持“高研发投入、高端产品线、高技术含量”的经营策略，不断加大在线式 UPS 产品线的研发和市场营销投入，目前公司在线式 UPS 产品销售收入占公司主营业务收入的比重均呈逐年上升趋势，2010 年 1-6 月已达到 58.20%，其中大功率在线式UPS 占主营业务收入比重也已上升到 25.62%。公司于 2008 年成为中国工商银行的主要 UPS 供应商，并成功进入中国移动等多家大型客户的供货商名单。公司目前已是境内金融、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，同时，产品远销北美、欧洲、东南亚、中东、南美等 60 多个国家和地区。

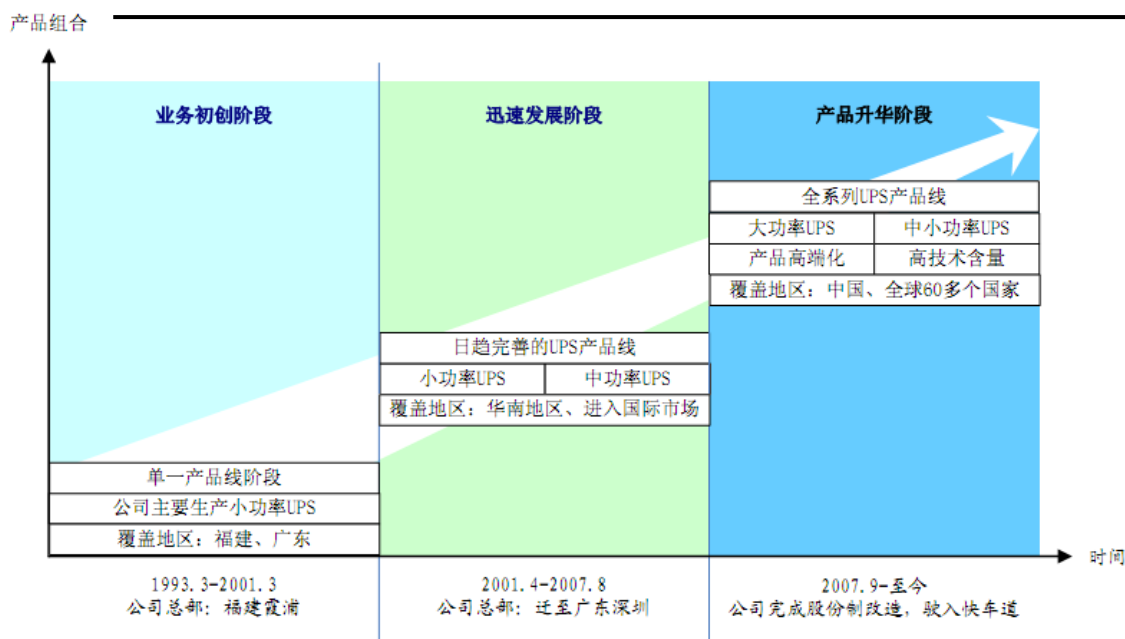
公司主要产品在国内的市场占有率保持领先。公司2007-2009年、2010年1-6月UPS 销售量分别为91.17万台、100.71万台、81.53万台和44.88万台，位居国内UPS行业前列，根据公司进行的市场调研，公司UPS产品市场占有率保持基本稳定。

图表 3 公司 2010 年上半年营收构成状况



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

图表 4 公司阶段发展



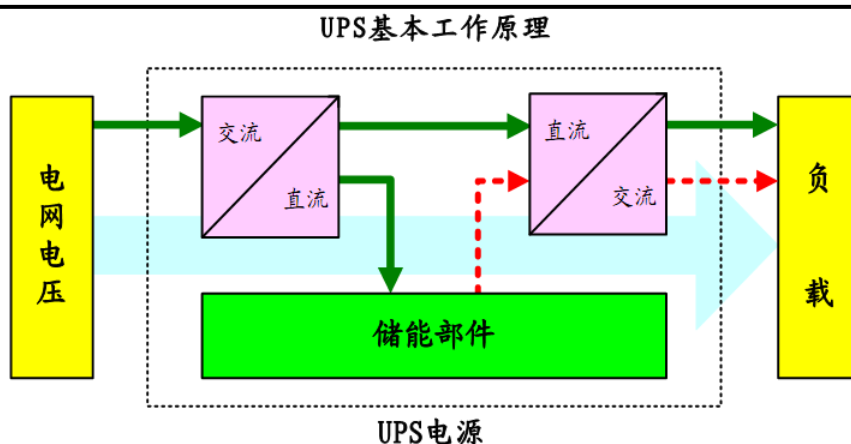
资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

2. 行业概况

2.1 UPS 行业简述

UPS是Uninterruptible Power Supply的英文缩写，即不间断电源，是能提供持续、稳定、不间断电能供应的电力电子设备。它以逆变器、整流器为主要组成部分，以电池为储能装置，不仅可以为用户提供备用电源以防止重要设备因电能中断而遭受损失，并且可改善电能质量，使设备免受高低电压、突波、杂讯、频率不稳及电磁的干扰，满足用户对于电能质量的需求。

图表 5 UPS 基本原理



注：上述储能部件即为UPS配套的阀控式密封铅酸蓄电池。

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

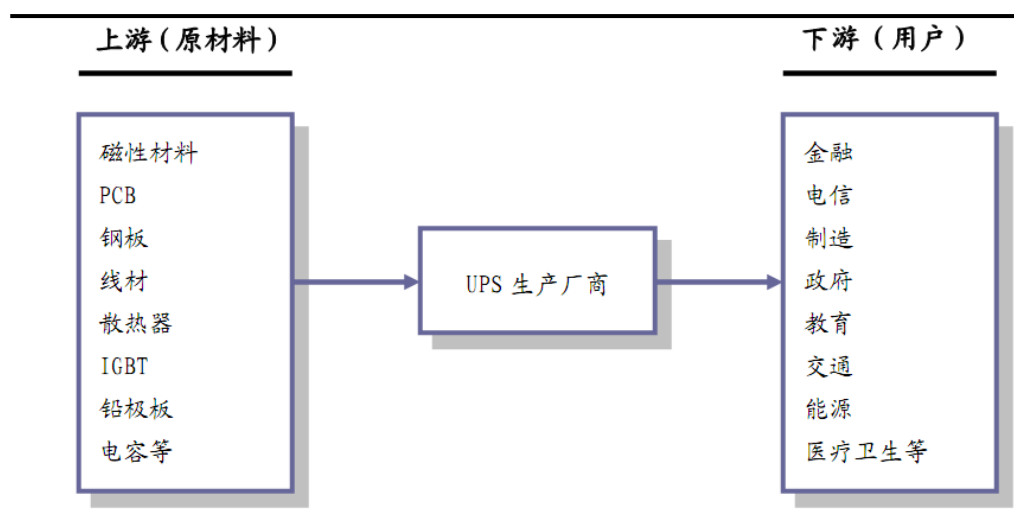
作为设备的电力保护装置，UPS可以确保在主电源中断时连续供电。国民经济中的许多行业，如信息、通信、金融、电力、钢铁、有色金属、煤炭、石油化工、建筑、医药、汽车、食品、军事、航空航天工业等，其重要设备对电能的稳定与不间断要求较高，一旦电能出现问题，会造成无法估量的损失。因此，这些设备需要配备UPS系统，保障供电稳定和连续。

按工作方式分类，UPS可分为离线式、在线互动式及在线式三大类。从原理上看，在线式UPS同离线式UPS的主要区别在于，离线式UPS在有市电时仅对市电进行稳压，逆变器不工作，处于等待状态，当市电异常时，离线式UPS会迅速切换到逆变状态，将电池电能逆变成为交流电对负载继续供电。而在线式UPS中的逆变器一直处于工作状态，先将市电转化为直流电给电池充电，同时逆变器将此直流电逆变为交流电为负载供电。

按照应用功率大小划分，UPS可分为大功率、中小功率两种。大功率UPS是不间断电源产品中的高端产品，主要利用大功率能量变换技术、数字化控制技术、交流电源并联冗余技术、有源谐波抑制技术、大功率产品工艺技术等高端技术，只有拥有大功率电力电子技术和系列产品开发、生产、服务能力，并积累了相应工业应用经验的企业，才能做好该产品的设计、生产与市场服务。

UPS 的上游主要是基础原材料（例如铜、钢板、铅、铝等）和零部件（例如磁性材料、PCB、钢板、线材、散热器、铅极板、电容等）。产品通过营销网络供给下游终端用户，例如金融、电信、制造、政府、教育、交通、能源、医疗卫生、气象、广播电视、电力及石油化工等各行业或机构。

图表 6 UPS 产业链



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

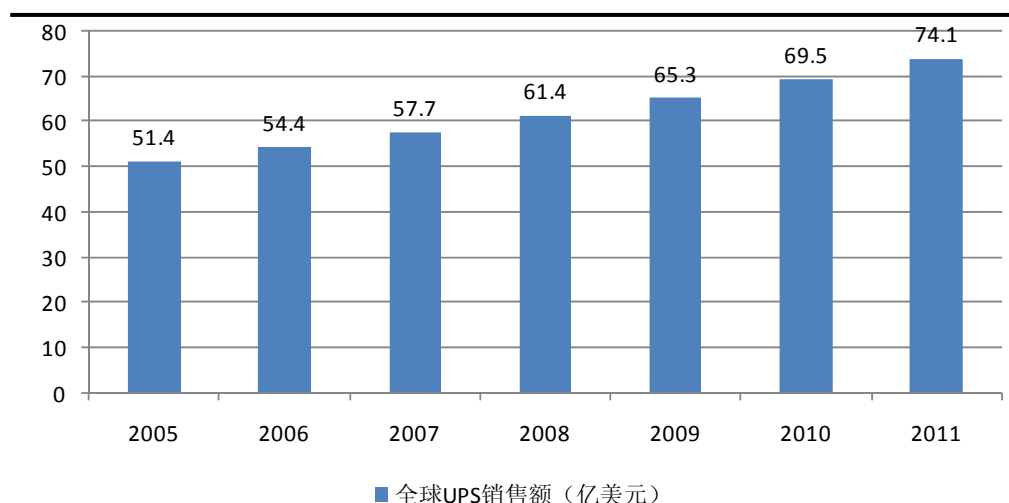
行业上游的铅、铜、冷轧板等基础原材料市场供应充足；上游的电力电子元器件技术也相对成熟，产业配套完整。公司产品所需的旋转开关、软磁材料、钣金和散热器等主要配件国产化程度也非常高，全部可以在国内选购。此外，以IGBT 为代表的功率器件也可通过完善的代理渠道从国外购买。公司下游行业主要是行业或机构用户为主的终端消费者。随着各行业不断加大信息化建设步伐，下游用户对信息设备、计算机外部设备及机房一体化整体解决方案的投资将会不断增加，进而推动本行业的快速发展。

2.2 全球 UPS 市场稳步增长

根据Frost & Sullivan的研究数据，全球UPS市场在2006年已经达54.4亿美元的规模，全球出货量达2,120万台；2007年可达57.7亿美元、2,330万台的市场规模。在宽带和3G网络通讯的带动下，该机构预测，全球UPS市场有望在未来几年继续保持较高的增长速度，2011年全球UPS市场规模可达74.1亿美元。

其中，2010年1-5KVA、5KVA以上的在线式UPS出货量可达283万台，细分1-5KVA在线式UPS将超过250万台，5KVA以上在线式UPS可达33万台以上。

图表 7 2005 年-2011 年全球 UPS 市场规模



资料来源：Frost & Sullivan 天相投资顾问有限公司

3. 公司主营业务分析

3.1 公司细分产品简述

公司主要产品包括在线式 UPS、离线式 UPS、铅酸蓄电池。公司自成立以来一直专注于离线式、在线式 UPS 的研发、生产及销售，为用户提供电能质量整体解决方案。公司 UPS 产品的主要客户群体是金融、电信、制造、政府、教育、交通、能源、医疗卫生、气象、广播电视、石油化工等各行业或机构用户，以及家庭电脑用户，产品的应用领域广泛。各产品的主要用途如下：

图表 8 公司产品细分行业应用

产品类别	产品系列	主要用途及特点
在线式 UPS	大功率 10KVA 以上	功率段为 10KVA-200KVA，适用于金融、邮电、电信等领域的信息网络保护，以及为大中型数据中心、关键设备提供稳定的电能环境。 120KVA 以上一般采用工频系列，即采用工频变压器作为整流器与逆变器部件，主功率部件稳定可靠、过负荷能力和抗冲击能力强。 10KVA-120KVA 功率段采用高频系列可大幅度节约成本，即利用高频开关技术，以高频开关元件替代整流器和逆变器中的工频变压器，体积较小、效率较高。

	中小功率 10KVA 以上	功率段为 1KVA-10KVA，适用于服务器、网络设备、数据中心、精密设备等网络数据安全保护。
	离线式 UPS	功率段为 0.5KVA-1.5KVA，适用于网络节点、工作站、个人电脑、自动控制系统、门禁监控系统等领域。 该系列产品拥有超宽电压输入，直流开关功能，可防止设备短路造成受损，同时具有电源智能管理功能，可搭配小型发电机使用。
	铅酸蓄电池	应用于 UPS、EPS 的储能装置，使用铅钙多元特殊合金制造极板板栅，电池自放电低、寿命长、高倍率放电性能优异。
	配套产品	指机柜成品和半成品、线材件、塑胶件、绝缘材料、辅料类、二极管、电阻、磁材类等 UPS 配套产品。

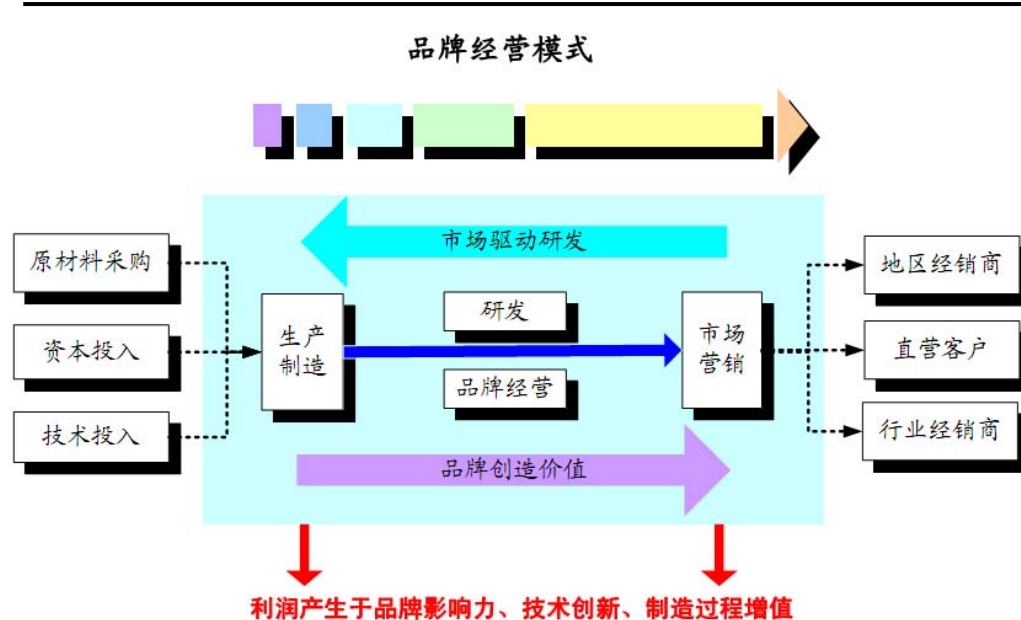
资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

3.2 未来侧重品牌经营模式

公司境内市场主要采取品牌经营模式，境外市场主要采取 ODM 模式。

品牌经营模式。目前，境内市场中高端UPS产品利润率较高，市场空间广阔，成长迅速，因此，公司在境内市场采取品牌经营模式，最大限度提升品牌影响力，努力打造全产品线UPS系列、逐渐树立“技术含量高、品牌号召力强、产品高端化”的企业形象，充分发挥品牌效应，赚取高中端市场的超额利润。

图表 9 公司品牌经营模式

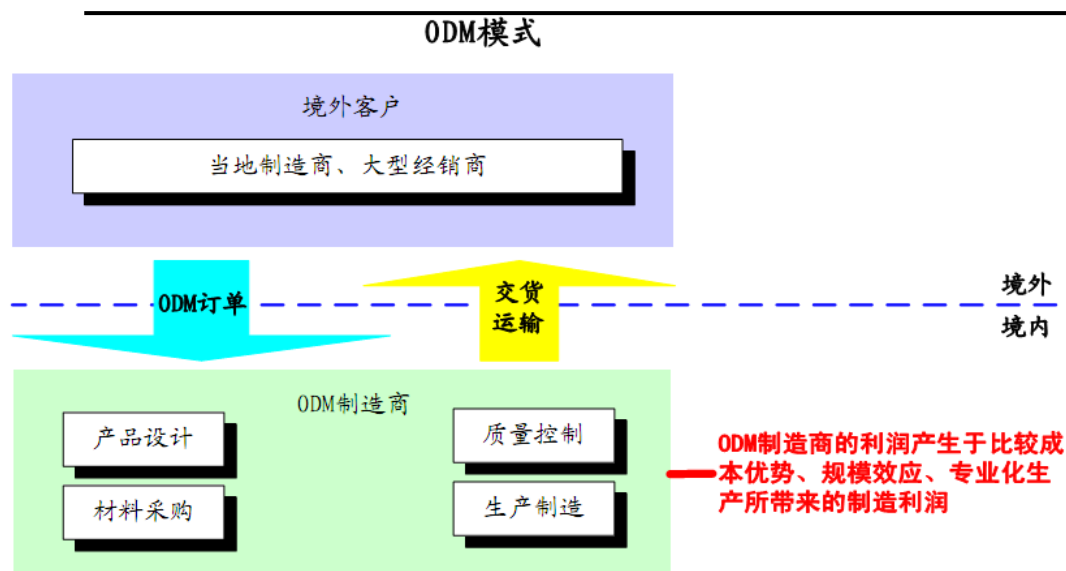


资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

ODM模式。目前公司主要通过接受境外经销商的ODM订单并组织生产，拓展境外市场，并通过严格的质量管理来强化公司的高品质企业 and 专业制造商形象。鉴于发达国家市场的进入门槛较高，且高端市场基本为跨国公司所垄断，因此，公司在发达市场主要采取ODM模式，通过与当地制造商和经销商的合作，努力提高中低端产品ODM订单所占份额；在发展中国家，公司则充分利用当地经销商的营销网络和品牌影响力，结合自身的技术和生产优势，实现强强联手，努力提高中高端产品ODM

订单所占份额，提高产能利用率，发挥规模效应，进而增强企业的竞争力和盈利能力，为日后扩展自身品牌奠定基础。

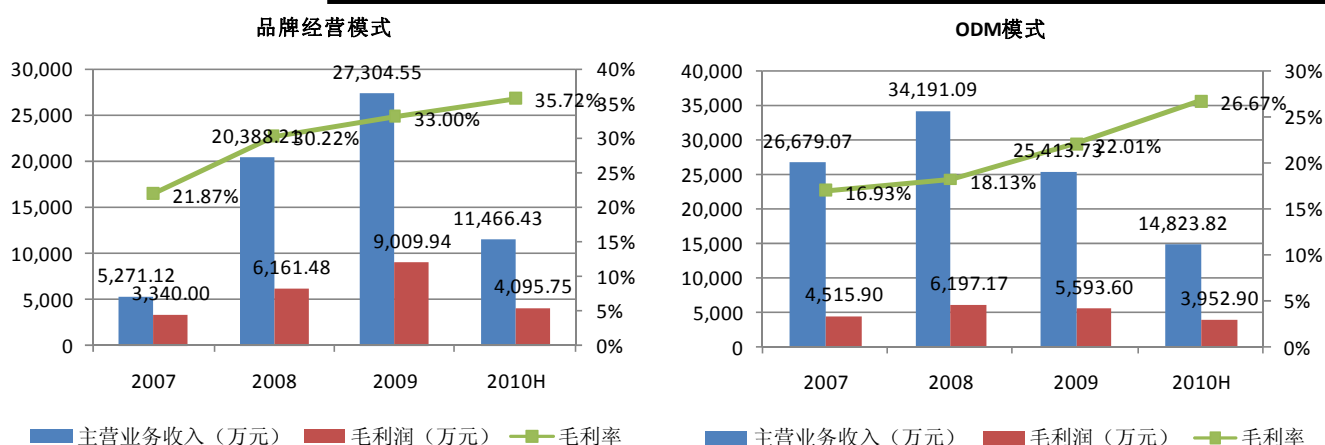
图表 10 公司 ODM 经营模式



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

公司努力扩大自有品牌影响，2009年，品牌经营模式产生的毛利占比开始超过50%。公司逐步实现了从ODM模式偏重的经营模式转向品牌经营模式为主的经营模式。

图表 11 经营模式对比



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

3.3 产品市场份额国内领先

公司 2007-2009 年、2010 年 1-6 月 UPS 销售量分别为 91.17 万台、100.71 万台、81.53 万台和 44.88 万台，位居国内 UPS 行业前列，根据公司进行的市场调研，报告期内，公司 UPS 产品市场占有率保持基本稳定。

根据公司和科华恒盛公布的财务数据，2007-2009 年、2010 年 1-6 月公司营业收入分别为 42,326.58 万元、54,962.41 万元、53,045.96 万元、26,545.34 万元，科华恒盛营业收入分别为 32,296.82 万元、43,131.23 万元、46,645.43 万元、23,778.71 万元，近三年及一期公司营业收入均居本土 UPS 厂商第一位。在中小功率 UPS 市场上，公司凭借产品、服务以及价格方面的优势，在该细分市场上处于领先地位。在大功率 UPS 市场上，国外厂商具有较大的竞争优势。近年来，公司通过加大技术投入与创新的力度，逐渐在大功率 UPS 市场上取得了较大突破。目前，公司 UPS 产品按功率分类的销售收入结构如下：

图表 12 UPS 产品细分收入情况

产品类别	2010H		2009		2008		2007	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
大功率 UPS	6,735.64	30.51%	13,494.95	31.17%	12,409.74	28.17%	6,953.38	20.31%
中小功率 UPS	15,342.74	69.49%	29,800.50	68.83%	31,640.96	71.83%	27,281.61	79.69%
UPS 产品合计	22,078.38	100.00%	43,295.45	100.00%	44,050.70	100.00%	34,234.99	100.00%

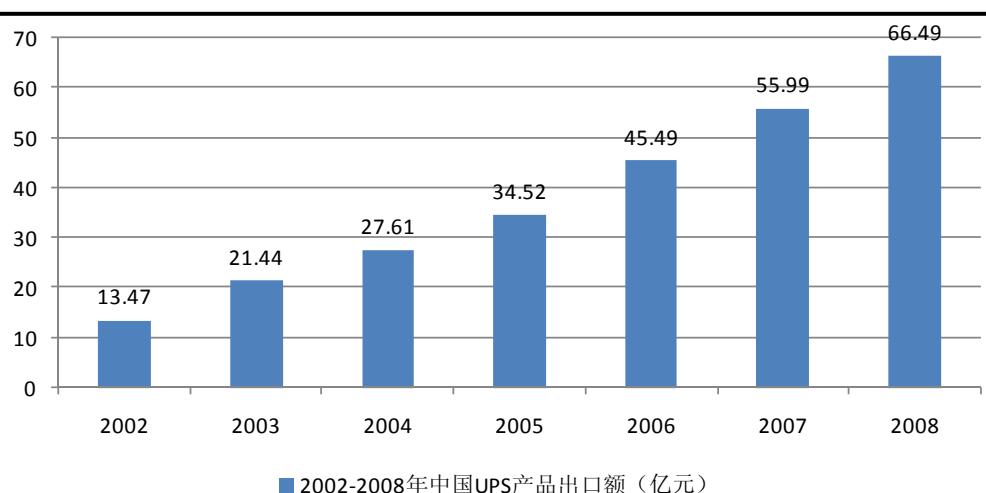
资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

3.4 受益产业信息化及进口替代

经济全球化、生产外包化、社会信息化的发展趋势，为中国 UPS 生产厂商创造了历史性的机遇。国际产业转移、中国 IT 产业集群效应、国际国内两个市场巨大的潜在需求、跨国公司产业链战略调整，使中国本土 UPS 生产厂商迎来了历史性的发展机遇，不但能够承接大量的 UPS 外包生产订单，而且能够独立自主研发中高端 UPS 技术，形成自主知识产权，并逐步在国际市场上与跨国公司争夺中高端市场。

未来 10-20 年，中国将不断加快工业化和信息化建设的步伐。在全球 UPS 相关产业向中国转移的背景下，中国 UPS 本土制造企业的市场成长空间巨大。

图表 13 2002 年-2008 年中国 UPS 产品出口情况



资料来源：《中国海关统计年鉴》(2002 年—2008 年) 天相投资顾问有限公司

3.5 未来进军新能源产业

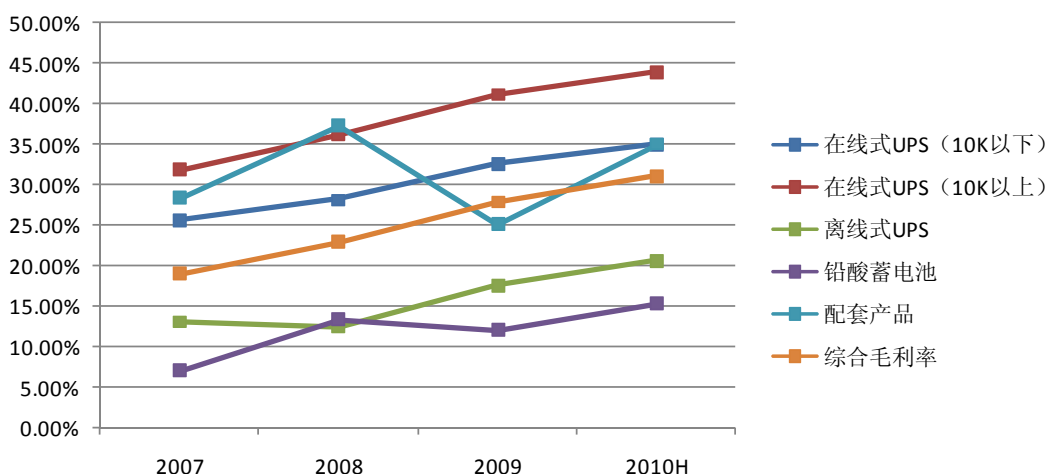
UPS 采用的核心技术是逆变技术,可以将不稳定的电能转换为稳定的电能。与 UPS 逆变技术同源的太阳能逆变技术、风能发电机组变流技术目前应用日益广泛,是国家积极鼓励发展的“新能源、节能环保”绿色技术,符合未来的发展潮流,可以预见,未来 UPS 领域的核心逆变技术应用范围将日益扩大。目前,公司成功入围“金太阳工程”逆变器竞标,光伏逆变器是光伏系统核心功率调节器件,技术含量及利润率较高。公司拥有供应链及市场推广优势,有利于公司在未来光伏行业起跑时占据领先地位,成为公司的潜在增长点。

4. 财务状况分析

4.1 毛利率分析

报告期内公司毛利率呈上升趋势,公司主要产品中,销售占比最大产品——在线式 UPS 的毛利率逐年提高,离线式 UPS 的毛利率先降后升,铅酸蓄电池的毛利率稳中有升。虽然各类产品在各年间毛利率有一定的波动,但各类产品毛利在当年度互为补充,且毛利率最高的在线式 UPS 的销售占比最大,使得公司主营业务毛利率仍呈逐年上升态势。

图表 14 公司毛利率情况



资料来源: 招股说明书 天相投资顾问有限公司

公司毛利率稳步上升主要源于以下三点:

高附加值的在线式 UPS 比重不断提高大幅提升了毛利率水平。公司加大了高附加值的在线式 UPS 的研发、生产及销售,在线式 UPS 占主营业务收入的比重由 2007 年的 43.28% 提高到 2009 年的 57.91%, 2010 年 1-6 月又提高至 58.20%。相比离线式 UPS,在线式 UPS 具有技术含量较高、技术壁垒较强、单位价值较高、覆盖功率段较长等特征,故其毛利率更高。报告期内,在线式 UPS 的主营业务毛利率较离线式 UPS 高 15-20 个百分点,在线式 UPS 收入比重的不断提高大幅提升了主营业务毛



利率水平。

销售渠道扁平化进一步提升毛利率水平。在境内市场上，公司最开始是以地区经销商推广作为基础，凭借质量、服务和价格优势，公司产品在全国范围内影响和知名度越来越高。近几年，公司重点加强了直接客户的销售推广，迅速在金融、电信、交通、税务等行业入围，并在全国范围内参与完成了多个国家级、省级重点信息化工程项目，使得公司直销收入占主营业务收入比重由 2007 年的 4.33% 提高到 2009 年的 22.92%。而直销的毛利率水平明显高于其他渠道，2009 年直销毛利率为 35.76%，较主营业务毛利率水平高出 8 个百分点。直接销售比重的加大使得公司毛利率水平进一步提高。

产品成本降低也提高毛利率水平。一方面，公司通过技术革新、工艺改进、材料替代等方式大幅降低了产品的材料成本。报告期内，公司加大了自主研发力度，延伸高频式 UPS 产品功率段覆盖等级，因高频式 UPS 不含变压器，且具有体积小、重量轻、成本更低、损耗下降、噪声更低等特点，大大节约了材料成本，较同等功率的工频 UPS 成本低约 20-30%；同时，公司于 2007 年 3 月实现工频式 UPS 中变压器铜改铝技术的突破，使变压器的市场价格不再受电解铜价格的影响，大幅降低了公司变压器的采购成本，2008 年、2009 年变压器平均单价同比分别下降了 10.42% 和 21.27%；此外，公司还通过其它的工艺改进和原材料替代，降低了材料成本，并且通过引入供应商竞争机制有效控制了原材料采购成本。另一方面，极板等主要原材料价格在 2007 年不断攀升，2008 年价格迅速回落，2009 年价格先降后逐渐回升，2010 年 1-6 月价格走势较平稳，使得报告期内原材料成本波动较大，公司在 2007 年原材料价格上升的时候相应的提高了 UPS 的售价，在 2008 年、2009 年原材料价格回落的时候，公司保持 UPS 售价不变，公司较强的议价能力也进一步提高了产品毛利率。

选取和公司产品种类相似度较高的科华恒盛进行毛利率对比。科士达的综合毛利率较科华恒盛低 7-11 个百分点，主要有以下三方面原因：

营销模式不同。公司在境内市场实行经销商分销与公司直销相结合的营销模式，而科华恒盛的销售模式主要为直销。由于地区经销商及行业经销商还需承担销售至最终用户的销售费用，故这部分产品售价低于同类直销产品，其毛利率低于直销方式，对公司的综合毛利率有一定影响。

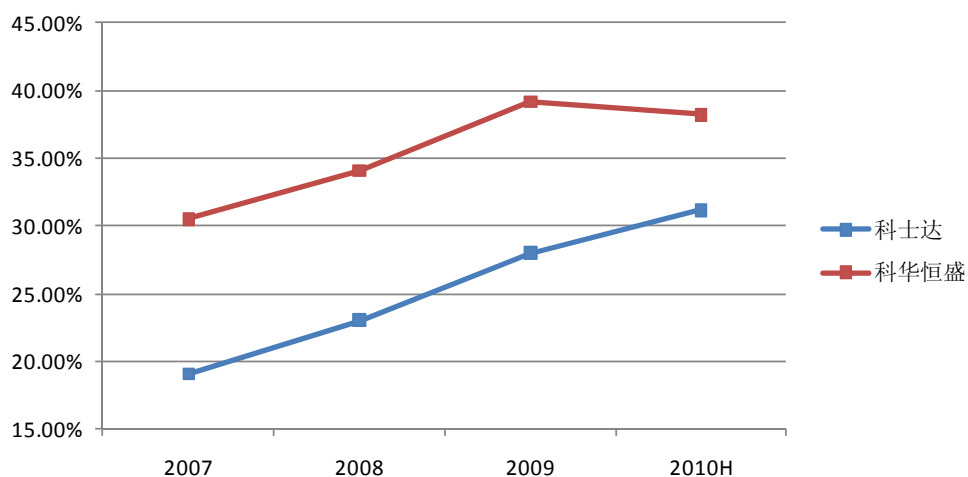
产品结构不同。公司 2009 年主营业务收入中 10K 以上的大功率 UPS 占比为 25.60%、中小功率 UPS 占比为 56.52%，其他为铅酸蓄电池及配套产品；科华恒盛 2009 年主营业务收入里的大功率 UPS（即包括 2009 年年度报告中披露的大功率信息化 UPS 和工业动力 UPS）占比 45.79%，中小功率 UPS 为 36.19%，配套产品及其他占比为 18.03%。由于大功率 UPS 技术含量及附加值更高，毛利率相对更高，公司的大功率 UPS 比重明显低于科华恒盛，故而影响了公司综合毛利率水平。

内外销结构不同。公司采取内外销并重策略，2007-2009 年、2010 年 1-6 月，外销收入占比分别为 53.31%、50.60%、41.21%、51.83%。而科华恒盛主要为内销，外销占比较小，近三年及一期，占比保持在 24% 以下。由于外销的毛利率水平普遍比内销低，也拉低了公司的综合毛利率。

营销模式及内外销结构不同，一方面导致公司的综合毛利率低于科华恒盛，另一方面也降低了公司销售费用，2007-2009 年公司销售费用占营业收入的比重分别为 4.30%、5.77%、7.06%，科华恒盛同期分别为 10.63%、12.13%、10.34%，高于本公司。

近年来，通过增加大功率 UPS 的研发投入、加大大功率 UPS 的销售力度，公司综合毛利率已有显著提升。未来，通过实施在线式 UPS 扩产项目以及国内营销网络建设项目，公司的综合毛利率水平具有较大提升空间。

图表 15 行业公司毛利率类比

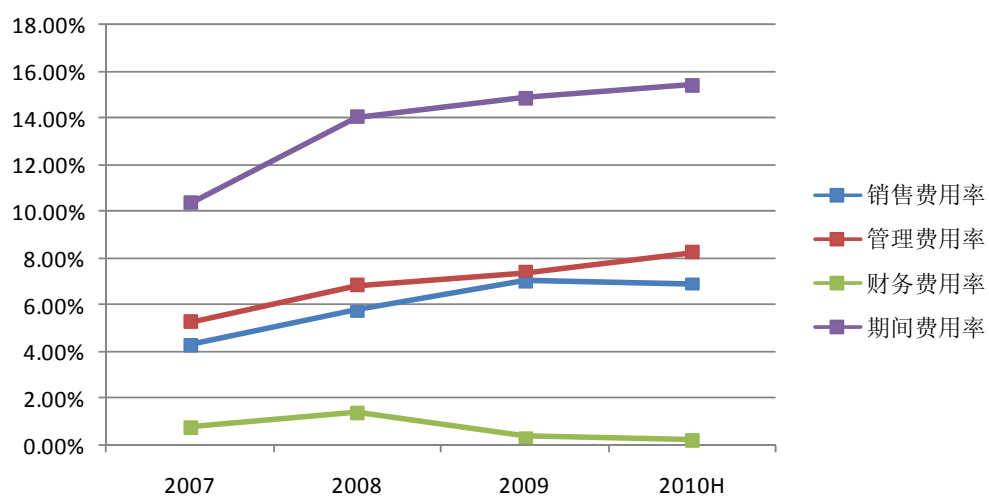


资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

4.2 期间费用率分析

报告期内，公司期间费用率平稳中趋于上升，2007 年至 2010 年 1-6 月公司期间费用率分别为 10.36%、14.05%、14.86%和 14.41%。销售费用率上升主要源于近几年公司加大直销力度，使得销售费用中的工资、运输费、安装维护费上升较快。管理费用上升主要源于技术开发费用、工资费用增加。

图表 16 公司期间费用率情况



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

5. 募集资金项目分析

公司拟将首次公开发行股票募集的资金用于以下项目：1) 在线式 UPS 扩产项目；2) 技术中心建设项目；3) 技术服务及国内营销网络项目。募投项目计划总计投入 2.67 亿元。

其中，在线式 UPS 扩产项目投资 1.67 亿元，主要在现有产品基础上进行产业升级。项目达产后，将扩大现有产品的生产规模。达产后新建的中小功率 UPS 车间和大功率 UPS 车间，将新增两班年产在线式 UPS 产品 80,000 套的生产能力，其中包括在线式中小功率 UPS70,000 套，大功率 UPS10,000 套。建设期为 1 年 6 个月，募集资金到位后 1 年 6 个月为项目建设期，项目竣工后进入试投产期，试投产期前 6 个月内可达设计产能 30% 左右；试投产其后 1 年内可达设计产能 70% 左右；募集资金到位后三年内达到设计产能 100%。

图表 17 在线式 UPS 产品募投项目概况

品种	2009 年产能	募投计划		项目达产后总产能
		产量	增幅	
1 在线式 UPS (10K 以上)	6,500	10,000	153.85%	16,500
2 在线式 UPS (10K 以下)	56,000	70,000	125.00%	126,000
合计	62,500	80,000	128.00%	142,500

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

6. 公司竞争优势

6.1 技术研发优势

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。2008 年 12 月，公司被评为深圳市首批国家级高新技术企业。目前，公司已具有成熟的 UPS 设计开发能力，特别在基于分散逻辑控制的三相半桥逆变器并联技术、基于功率均分的高频模块冗余并联技术、符合中国电总通信协议的单机版监控软件等方面已经取得了突破，打破了国外企业在大功率 UPS 产品上的技术垄断。截至本招股说明书签署日，公司已取得 28 项专利，另有 9 项发明专利、5 项外观设计专利、13 项实用新型专利正在申请之中。2008-2010 年公司型号为 HP9100 (6K\10K)、EPOWER10K-200K、HIPOWER 系列 20K-80K 的 UPS 分别取得深圳市自主创新产品及深圳市重点自主创新产品认证。同时，公司是 UPS 行业的行业标准制定者之一，积极参加了中国通信标准化协会组织的多项通信行业的新标准编写、制订工作，公司先后参与了通信应急电源 (EPS)、通信电局 (站) 电源设备维护技术要求、VRLA 蓄电池组在线诊断技术要求和测试方法、通信用模块化不间断电源等行业标准的起草，提高了本土 UPS 企业在行业标准制定方面的发言权。

6.2 品牌优势

公司品牌在国内市场已具有较高的知名度和美誉度，“科士达”品牌在 2003-2009 年连续 7 年当选“国内 UPS 首选品牌”（由中国质量协会全国用户委员会、计世资讯

联合组织的国内大规模中国 IT 用户满意度调查评定)，公司近几年相继获得“UPS 服务用户满意度金奖”、“UPS 服务用户满意度第一”、“中国计算机用户服务优质企业”、“最佳服务承诺兑现企业”等荣誉称号（由中国计算机用户协会等第三方机构进行的大型用户满意度调查评定）。公司产品广泛应用于金融、电信、制造、政府、教育、国防等领域，是中国移动、中国联通、中国电信、中国银行、中国工商银行、中国人寿、兴业银行、中信银行、上海浦东发展银行、深圳发展银行、北京银行、中国石化、中国石油、中央国家机关、教育部、国家税务总局、国家气象总局、解放军总参、国防科工委等重点行业客户的指定入围供应商。公司在全国范围内参与完成了多个国家级、省级重点信息化工程项目，积累了大量的客户资源，在境内外市场中尤其是境内市场中具有明显的客户与市场优势。

7. 盈利预测与估值分析

7.1 盈利预测

综合上述，我们预计公司未来仍可保持稳健成长。2010 年-2012 年分别实现销售收入 5.53 亿元、6.56 亿元和 8.44 亿元，同比增长 4.23%、18.63%和 28.67%；实现净利润 7,220 万元、10,264 万元和 13,558 万元，同比增长 17.52%、42.16%和 32.09%。

按照发行 2,900 万股计，总股本扩大至 11,500 万股，全面摊薄后 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.63 元、0.89 元、1.18 元。我们认为公司合理的估值区间应为 2010 年 35-40 倍市盈率，合理价格区间是 31.1 元-35.6 元。

图表 18 科士达盈利预测（单位：万元）

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
一、营业收入	53,046	55,290	65,590	84,395
同比增长	-3.49%	4.23%	18.63%	28.67%
减：营业成本	38,207	38,023	44,031	55,794
综合毛利率	27.97%	31.23%	32.87%	33.89%
营业税金及附加	114	121	142	183
资产减值损失	111	100	100	100
减：期间费用	7,881	9,074	9,963	13,304
期间费用率	14.86%	16.41%	15.19%	15.76%
其中：销售费用	3,747	4,268	4,783	6,973
管理费用	3,947	4,756	5,230	6,481
财务费用	186	50	-50	-150
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
二、营业利润	6,733	7,972	11,354	15,014
营业利润率	12.69%	14.42%	17.31%	17.79%
加：营业外收支净额	56	50	50	50
三、利润总额	6,789	8,022	11,404	15,064
减：所得税	645	802	1,140	1,506

实际所得税率	9.50%	10.00%	10.00%	10.00%
四、净利润	6,144	7,220	10,264	13,558
归属母公司所有者净利润	6,144	7,220	10,264	13,558
同比增长	46.58%	17.52%	42.16%	32.09%
净利润率	11.58%	13.06%	15.65%	16.06%
少数股东损益	0	0	0	0
每股收益（元/股）	0.53	0.63	0.89	1.18
每股净资产（元/股）	1.88	10.21	11.10	12.28
净资产收益率	28.42%	6.15%	8.04%	9.60%

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

8. 风险揭示

新增产能市场拓展风险：公司近两年加大中高端 UPS 市场开拓力度，努力打破国外品牌在中高端市场的垄断地位。以伊顿、艾默生、APC-MGE 为代表的国际 UPS 品牌厂商，亦在竭力维持自身在中高端市场的竞争地位，并通过在中国本地设立生产基地的方式与本土 UPS 企业展开竞争，因此，待产能达产后，公司未来可能面临日益激烈的市场竞争，给公司进一步扩大市场份额，提高市场竞争地位带来一定的压力。

出口退税政策风险：目前公司 UPS 产品出口收入占总营业收入的 50%左右。根据《中华人民共和国增值税暂行条例》的有关规定，公司出口的 UPS 可享受出口退税。报告期内公司 UPS 出口退税率经历了两次调整：2008 年 12 月 1 日起由之前的 13% 提高至 14%，2009 年 4 月 1 日起又提高至 17%。若未来出口退税率下调，将会对公司产生一定的不利影响：一种情形是出口产品的销售成本相应增加，在价格不变的情况下将减少一定的毛利；另一种情形是通过适当提价将成本转嫁，但提价会在一定程度上削弱公司产品价格竞争力。以 2009 年外销 UPS 产品毛利率和外销比例测算，在销售价格不变的情况下，UPS 出口退税率每下调 1%，主营业务毛利额将减少 1.34%。

汇率风险：2007-2009 年、2010 年 1-6 月，公司境外销售收入占主营业务收入的比重分别为 53.31%、50.60%、41.21%、51.83%。公司产品出口主要采用美元结算，在外币货款回收期内以及公司持有外币资产期间，汇率波动可能给公司造成一定的汇兑损益。2007-2009 年、2010 年 1-6 月，公司汇兑损失净额分别为 219.94 万元、479.79 万元、21.96 万元、35.16 万元。假定 2009 年除汇率以外的其他影响因素均不变，人民币相对美元的汇率每上升一个百分点，则会导致 2009 年的主营业务毛利额减少 1.48%。鉴于公司采取提价措施具有一定的滞后性，如果人民币未来持续快速升值，则会对公司经营业绩产生一定影响。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014