

科 士 达(002518)定价报告

定价区间
29.75—34.00 元

国内领先 UPS 提供商，光伏逆变器值得期待

投资品 / 设备制造

发布时间：2010 年 12 月 6 日

投资要点:

- 公司是中国领先的 UPS 提供商。**公司 UPS 销售收入连续几年均位居国内同行业第一位。公司参与多项 UPS 行业内标准的制定。公司在国内金融和通信领域客户优势明显，产品远销 60 多个国家和地区。
- 国内厂商产品替代国际巨头产品的趋势不可阻挡。**2002 年以来，国内厂商出口增长率 30% 以上。三巨头长期占有全球 UPS 市场份额 70% 以上的局面不可能一直持续下去，公司作为国内优秀厂商代表之一，未来有望以更高性价比的产品快速提高市场份额。
- 光伏逆变器有望成为公司新的利润增长点。**公司的光伏逆变器产品已经通过的欧洲 CE 认证，成为国内“金太阳工程”8 家光伏逆变器供应商之一，已经与无锡尚德签订 100MW 光伏逆变器的供货协议。作为光伏产业链的“蓝海”，光伏逆变器市场将为公司提供新的成长空间。
- 募投项目打破公司产能瓶颈。**募投项目投产后，公司的产能增长 130%，大大改善公司因生产能力不足而无法满足市场需求的状况，同时将进一步完善公司的营销管理体系，促进公司的销售网络扁平化。
- 应合理价位为 29.75-34.00 元。**预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.69 元、0.85 元和 1.15 元，参比同类上市公司估值及考虑公司新产品的高成长性，我们认为公司 2011 年市盈率在 35-40 倍之间比较合理，对应股价为 29.75-34.00 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	53,046	-3.49%	6,144	46.58%	0.53			
2010E	66,307	25.00%	7,889	28.40%	0.69			
2011E	86,200	30.00%	9,724	23.27%	0.85			
2012E	116,370	35.00%	13,270	36.46%	1.15			

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	8,600
发行数量 (万股)	2,900
发行价格 (元)	32.50
发行前 EPS (元)	0.71
发行后 EPS (元)	0.53
发行前每股净资产 (元)	2.93
发行日期	2010-11-24
上市日期	2010-12-7
主承销商	国信证券

分析师: 周思立 联系人: 明锐
 执业证书编号: S0550207100075
 TEL: (8621)6337 7000-279
 FAX: (8621)6337 3209
 Email: mingk@nesc.cn
 地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
 邮 编: 200002

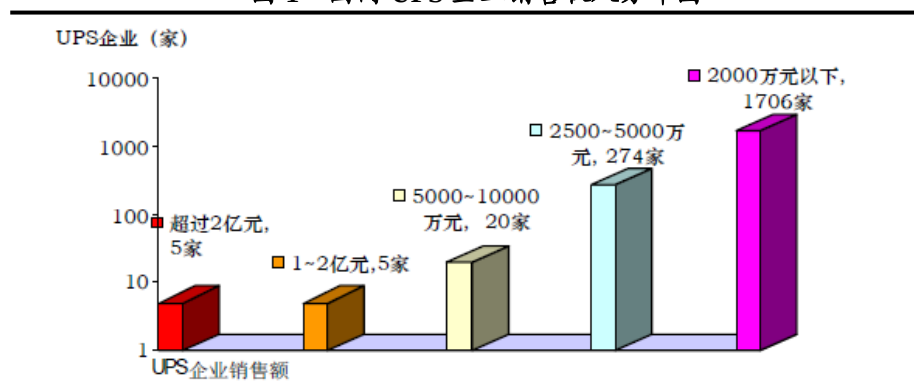
国内领先的 UPS 提供商

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。UPS 是能提供持续、稳定、不间断电能供应的电力电子设备，保证重要设备的供电稳定和连续。公司已是国内 UPS 厂商中产品线最为完整的企业之一，目前已经量产的 UPS 产品线，已全面覆盖大中小各功率段；离线式、在线式产品线均衡发展，能满足不同类型客户的需求。

公司是 UPS 行业的行业标准制定者之一，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。

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，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。

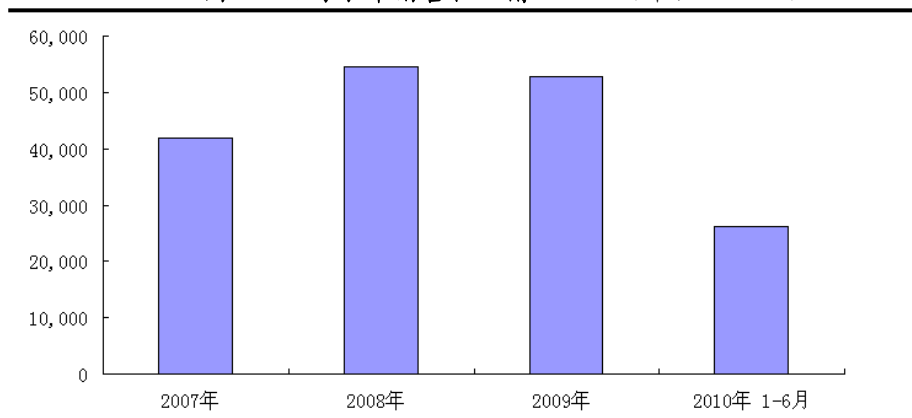
图 1 国内 UPS 企业销售收入分布图



资料来源：《中国 UPS 电源行业研究与市场调查报告》、东北证券

国内生产 UPS 的厂商近 2000 家，但是基本上规模较小，缺乏与国际品牌竞争的實力。在国内市场上销售的全部厂商中，销售额超过 2 亿元的企业仅有 5 家，公司近两年销售收入均在 5 亿以上，在同行业企业中排名第一。

图 2 公司今年销售收入情况 （单位：万元）

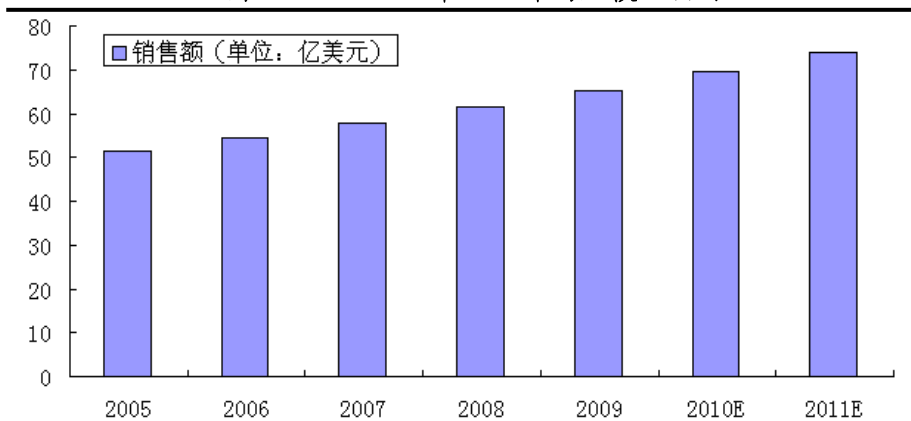


资料来源：公司招股书、东北证券

UPS 行业整体稳步增长，产业转移趋势不可阻挡

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。该机构预测，2011 年全球 UPS 市场规模可达 74.1 亿美元。

图 3 2005-2011 年 UPS 市场规模及预测

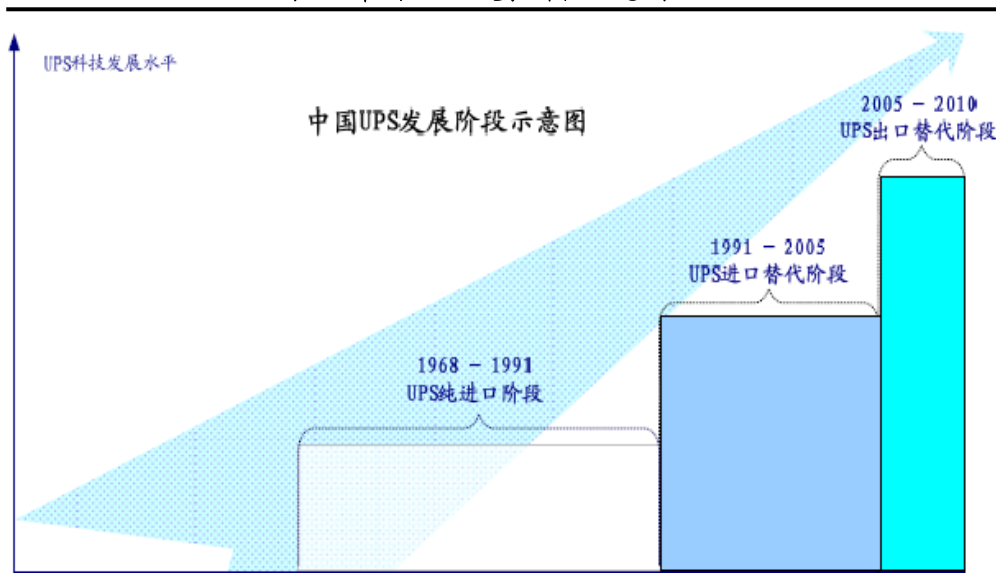


资料来源: Frost & Sullivan、东北证券

2010 年，Frost & Sullivan 预计全球 UPS 市场规模为 69.5 亿美元，其中北美占全球 42.54% 的份额，是全球最大的 UPS 消费市场；欧洲市场规模占 24.56%；亚太市场则占 26.65%。该机构认为，随着新兴市场在未来十年将成为全球 UPS 市场增长最快的区域。

改革开放以前，中国的经济发展缓慢，需求较少，在随后的十多年中，UPS 产品以进口为主；80 年代末 90 年代初，以科士达、科华恒盛为代表的厂商相继成立，在中国开始进行 UPS 产品的制造和销售，行业出现明显发展。2005 年以后，国内具备规模优势的 UPS 厂商开始跨出国门，输出高端 UPS 产品，在世界范围内与国际知名品牌竞争。

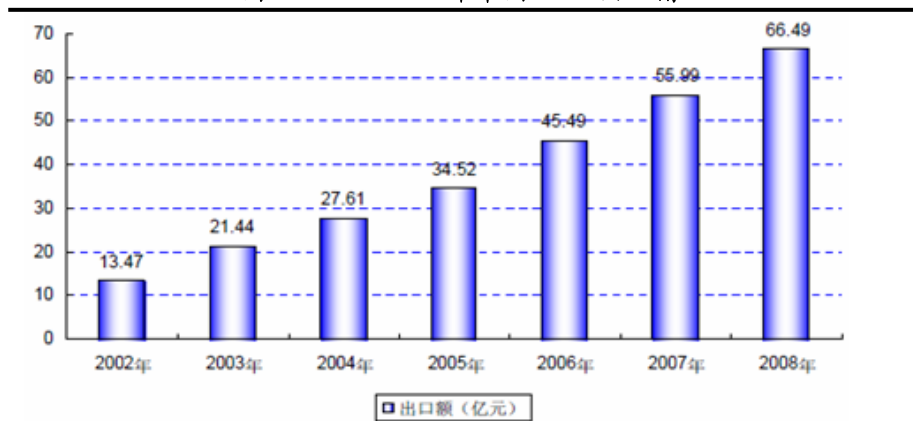
图 4 中国 UPS 发展阶段示意图



资料来源: 公司招股书

中国承接 UPS 产业转移的制造能力日渐增强，出口增长迅速，国际竞争力不断提高。随着国际制造业的转移，中国已经成为全球 UPS 最重要的制造中心。近年来，经过技术积累和产品创新，本土厂商及在中国境内设厂的外资厂商 UPS 生产规模不断扩大，相关产品的出口额不断增长，2002-2008 年中国 UPS 出口额年均增长 30%，2008 年达到 66.49 亿元，约占同期全球 UPS 销售额的 14%。

图 5 2002-2008 年中国 UPS 出口情况



资料来源：中国海关统计年鉴（2002-2008）、公司招股书

发达国家的市场成熟度高，中高端 UPS 市场基本上被伊顿、艾默生和施耐德这三家世界 500 强企业所垄断，三家合计市场占有率超过 75%，竞争格局趋于稳定。在 UPS 国内市场上，三大巨头 2008 年的市场份额合计超过 63.3%。除上述三家跨国企业占据第一梯队外，国内厂商科士达、科华恒盛构成第二梯队，近几年实现的营业收入均位居前列；而索克曼-先控、台达等其他生产厂商则构成第三梯队。可以预计，在国际 UPS 制造向中国转移的背景下，国内 UPS 厂商将面临巨大的发展机会。

表 1 国内 UPS 市场竞争格局

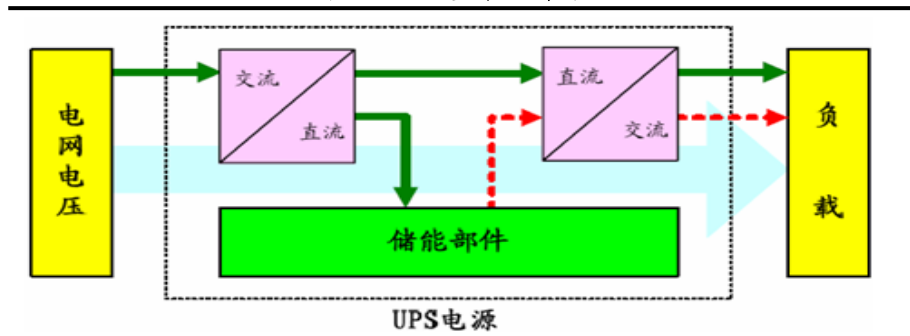
第一梯队	伊顿、爱默生、施耐德
第二梯队	科士达、科华恒盛等
第三梯队	索科曼-先控、台达等

资料来源：公司招股书、东北证券

光伏逆变器有望成为公司新的利润增长点

UPS 以逆变器、整流器为主要组成部分，以电池为储能装置，工作原理如图 6 所示，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（如红色虚线→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（如绿色实线→所示），对于离线式或者互动式 UPS，一般出现过载保护。图中直流电转换成交流电的部分就是由逆变器来完成的。

图 6 UPS 基本工作原理



资料来源：公司招股书

光伏发电系统中，光伏电池阵列产生的均为直流电，必须经过逆变器将直流电转换为交流电。光伏逆变器作为光伏发电系统核心调节器件，占据了系统成本总量的10%-15%，目前利润率水平约为40%-50%，远高于光伏系统其他生产环节。由于技术门槛较高，能批量生产的厂商较少，全球光伏逆变器市场处于供不应求。

表 2 光伏产业链环节比较

产业链	电池片	电池组件	逆变器	光伏系统建设
产量占全球市场	约 40%	约 35%	小于 5%	小于 2%
占光伏系统的价格	50%-60%		10%-15%	30%
利润率	20%-30%		40%-50%	10%-20%

资料来源：公司招股书

UPS 厂商在研发和生产光伏逆变器有着天然的优势。由于 UPS 研发中运用很多与光伏逆变器相同或者同源的技术，二者核心技术也比较接近，UPS 企业相当于有了一定光伏逆变器研发的经验积累；而在生产原料上，80%以上生产 UPS 的原材料与生产逆变器的原料是相同的，原材料的规模采购可以大大降低 UPS 企业生产逆变器的成本。

目前公司已经成功研制出公司 1.5KW-4 KW 的光伏逆变器产品已获得欧洲 CE 认证，预计澳洲 SAA 和欧洲 TUV 级意大利相关认证年底完成。国内 2009 年启动的“金太阳工程”计划在 2-3 年内财务财政补助的方式支持不低于 500MW 的光伏发电项目，公司已经成功入围“金太阳工程”逆变器集中招标候选企业，成为 8 家能为“金太阳工程”供应光伏逆变器的企业之一，排名第四。公司已经与无锡尚德签订了明年供货 100MW 光伏逆变器的协议，正在与努力开拓其他光伏组件厂商客户。

募投项目

本次募集资金拟投入“在线式 UPS 扩建项目”、“技术中心建设项目”和“技术服务及国内营销网络项目”，具体情况如表 3 所示。

表 3 募投项目情况

序号	项目名称	拟投入募集资金	投资进度		
			第一年	第二年	第三年
1	在线式 UPS 扩产	16,720.00	8,350.00	8,370.00	-
2	技术中心建设	3,300.00	1,800.00	1,390.00	110
3	技术服务及国内营销网络	2,660.00	1,335.00	1,325.00	-

资料来源：公司招股书

项目达产后预计可新增销售收入约 3.93 亿元，若以前三年公司在线式 UPS 产品平均毛利率 32.48%来测算，可新增毛利约 12,764.64 万元。

在线式 UPS 扩产项目的建成投产将是公司的产能增长 130%，大大改善公司因生产能力不足而无法满足市场需求的状况，有助于提升公司的竞争力和市场份额；技术中心建设项目可提升公司的研发水平，为生产提供技术支持；技术服务及国内营销网络项目将进一步完善公司的营销管理体系，促进公司的销售网络扁平化，增加直接对终端供货。

盈利预测

我们认为公司的主营的 UPS 业务的发展受益于产品技术的提升，国际厂商产品替代空间非常广阔。公司的光伏逆变器产品将受益于国内国外光伏电站的大规模建设，成为公司未来新的增长点。预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.69 元、0.89 元和 1.15 元，参比同类上市公司估值及考虑公司的新产品光伏逆变器的广阔前景，我们认为公司 2011 年市盈率在 38-43 倍之间比较合理，对应合理价位为 29.75-34.00 元。

公司利润表预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	530.46	663.07	862.00	1163.70
减：营业成本	382.07	477.41	646.50	872.77
营业税金及附加	1.14	1.46	1.90	2.56
营业费用	37.47	43.10	51.72	64.00
管理费用	39.47	46.42	55.17	72.15
财务费用	1.86	1.88	-7.69	-3.90
资产减值损失	1.11			
加：投资收益				
公允价值变动损益				
其他经营损益				
营业利润	67.33	92.81	114.41	156.11
加：其他非经营损益	0.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	67.89	92.81	114.41	156.11
减：所得税	6.45	13.92	17.16	23.42
净利润	61.44	78.89	97.24	132.70
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	61.44	78.89	97.24	132.70
每股收益	0.53	0.69	0.85	1.15

注：EPS 按照发行摊薄后的总股本来计算

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。