

**科士达 (002518.SZ)** 输配电及控制行业

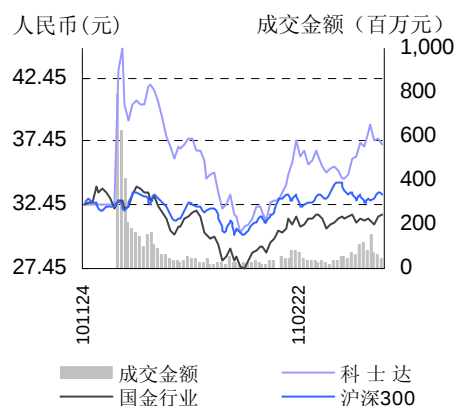
**评级: 买入 维持评级**
**业绩点评**

市价(人民币): 37.20 元

目标(人民币): 50.40 元

**长期竞争力评级: 高于行业均值**
**市场数据(人民币)**

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 29.00       |
| 总市值(百万元)       | 4,278.00    |
| 年内股价最高最低(元)    | 44.75/30.28 |
| 沪深 300 指数      | 3264.93     |
| 中小板指数          | 7412.24     |


**相关报告**

1.《光伏逆变器业务将引领公司步入快速发展》，2011.3.21

**张帅**

分析师 SAC 执业编号: S1130210010307  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

**姚遥**

联系人  
(8621)61357595  
yaoyao@gjzq.com.cn

## UPS 业务增长稳健，静待逆变器爆发

**公司基本情况(人民币)**

| 项 目         | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.714  | 0.688  | 1.171  | 1.440  | 1.667  |
| 每股净资产(元)    | 2.51   | 10.25  | 11.42  | 12.72  | 14.39  |
| 每股经营性现金流(元) | 0.85   | 0.39   | 1.82   | 1.79   | 2.18   |
| 市盈率(倍)      | N/A    | 53.97  | 32.17  | 26.17  | 22.60  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 61.71  | 61.71  | 61.71  | 61.71  | 61.71  |
| 净利润增长率(%)   | 46.58% | 28.84% | 70.18% | 22.93% | 15.77% |
| 净资产收益率(%)   | 28.42% | 6.71%  | 10.25% | 11.32% | 11.59% |
| 总股本(百万股)    | 86.00  | 115.00 | 115.00 | 115.00 | 115.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

■ 公司全年实现营业收入 6.7 亿元，同比增长 26.41%；归属上市公司股东的净利润 0.79 亿元，同比增长 28.84%；利润增速快于收入增速主要源于产品结构改善带来的毛利率提升。

**经营分析**

- **产品结构高端化提升 UPS 业务盈利能力:** 公司在 IPO 项目尚未建成、产能受限的情况下，积极调整产品结构、着力拓展以数据中心为核心的高端市场，使毛利率较高的大功率产品的销售收入同比增长达 61.3%，贡献的毛利占比从 37.4%提高到 45.5%，拉升公司综合毛利率 1.7 个百分点。
- **光伏逆变器产品线完善，静待爆发:** 公司充分利用技术和产业化优势，成功推出 1.5~500KW 全系列光伏逆变器产品，并高调参加 2 月份在上海举办的国际光伏展；从 2011 年起，光伏逆变器将成为公司重要的利润增长点，并引领公司步入发展的快车道。
  - 进入 2011 年以来，欧洲各国密集下调光伏发电补贴，对全产业链成本降低的诉求日趋强烈，拥有明显成本优势的国产光伏逆变器的“出口替代”进程有望加快；
  - 公司光伏逆变器产品国际认证齐全，进入欧洲和澳洲等主要国际市场没有障碍；全系列产品均已获得中国“金太阳”认证，并在首批入围“金太阳工程”示范项目的 8 家逆变器供应商中综合排名第四。
- **四季度订单大幅增加，一季报高增长可期:** 公司期末存货大幅增加，主要原因系四季度订单大幅增加，导致备料和完工未发货产品增加较多；大笔跨期执行的订单有望使公司一季报呈现同比高增长。

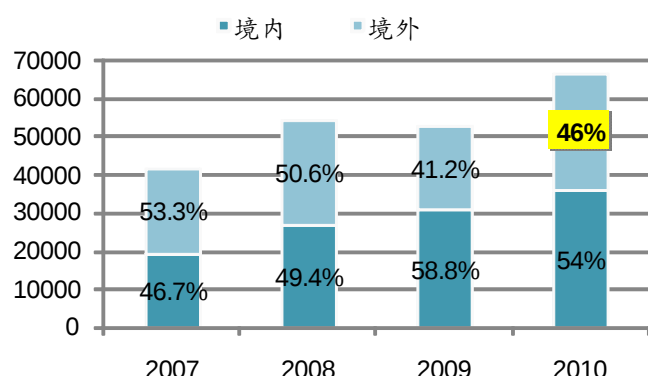
**盈利调整**

■ 我们维持对公司的盈利预测：2011/12 年 EPS 分别为 1.17、1.44 元，并重申公司逆变器业务在未来存在较大的超预期空间，及其对公司业绩的高弹性。

**投资建议**

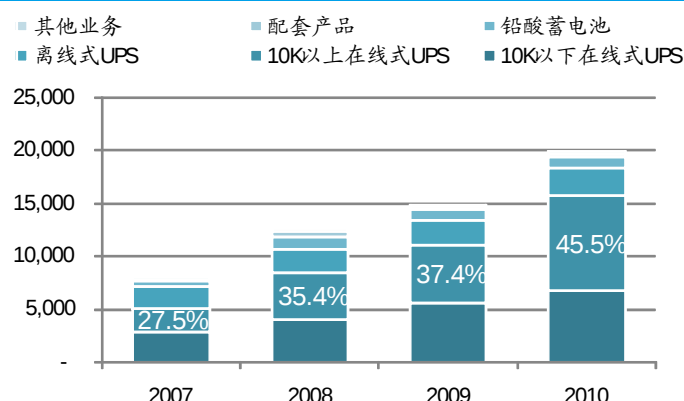
- 我们维持对公司的“买入”评级，目标价 50.40 元，对应 35x12PE；
- 光伏逆变器订单的获得、一季报高增长将是公司股价表现的催化剂。

图表1: 海外UPS市场复苏明显(万元)



来源: 国金证券研究所

图表2: 大功率产品毛利占比显著提高(万元)



图表3: 分项目销售预测

| 产品                    | 2008   | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E   |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>在线式UPS (10K以下)</b> |        |        |        |        |         |
| 总收入(万元)               | 14,163 | 17,035 | 20,234 | 23,400 | 26,950  |
| 毛利率                   | 28.22% | 32.66% | 33.15% | 33.00% | 32.00%  |
| 毛利占比                  | 31.58% | 37.50% | 33.69% | 27.36% | 25.46%  |
| <b>在线式UPS (10K以上)</b> |        |        |        |        |         |
| 总收入(万元)               | 12,410 | 13,495 | 21,768 | 26,620 | 32,340  |
| 毛利率                   | 36.14% | 41.17% | 41.63% | 42.00% | 41.00%  |
| 毛利占比                  | 35.44% | 37.44% | 45.52% | 39.61% | 39.14%  |
| <b>离线式UPS</b>         |        |        |        |        |         |
| 总收入(万元)               | 17,476 | 12,765 | 15,290 | 16,500 | 16,500  |
| 毛利率                   | 12.46% | 17.56% | 17.18% | 17.00% | 17.00%  |
| 毛利占比                  | 17.21% | 15.11% | 13.19% | 9.94%  | 8.28%   |
| <b>铅酸蓄电池</b>          |        |        |        |        |         |
| 对外销售收入(万元)            | 9,310  | 8,665  | 8,310  | 10,000 | 11,500  |
| 毛利率                   | 13.37% | 12.13% | 12.32% | 14.00% | 14.00%  |
| 毛利占比                  | 9.84%  | 7.08%  | 5.14%  | 4.96%  | 4.75%   |
| <b>光伏逆变器</b>          |        |        |        |        |         |
| 销量(MW)                |        |        |        | 100    | 200     |
| 单价(元/W)               |        |        |        | 1.20   | 1.00    |
| 销售收入(万元)              |        |        |        | 12,000 | 20,000  |
| 毛利率                   |        |        |        | 38.00% | 35.00%  |
| 毛利占比                  |        |        |        | 16.15% | 20.66%  |
| <b>配套产品</b>           |        |        |        |        |         |
| 总收入(万元)               | 1,219  | 758    | 1,098  | 1,200  | 1,300   |
| 毛利率                   | 37.30% | 25.11% | 17.26% | 20.00% | 20.00%  |
| 毛利占比                  | 3.59%  | 1.28%  | 0.95%  | 0.85%  | 0.77%   |
| 收入合计(万元)              | 54,961 | 53,046 | 67,056 | 90,120 | 108,990 |
| 综合毛利率                 | 23.03% | 27.97% | 29.69% | 31.32% | 31.08%  |

来源: 国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 强买 | 0    | 0    | 3    | 3    | 3    |
| 买入 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| 持有 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 2.00 | 2.00 | 1.50 | 1.40 | 1.36 |

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价   |
|--------------|----|-------|-------|
| 1 2011-03-21 | 买入 | 38.70 | 50.40 |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室