

科士达 (002518.SZ) 输配电及控制行业

评级：买入 维持评级

公司点评

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

传统业务保持高增长；逆变器前景乐观

事件

- 公司发布一季报：实现营业收入 2.1 亿，同比增长 61%；实现净利润 1953 万，同比增长 36%；折合每股收益 0.17 元；

评论

- **整体业绩符合我们之前的判断：**一季度盈利贡献来自于传统 UPS 业务，收入同比增幅达到 60%。虽然由于产品结构变化导致毛利率有所下滑，但净利润增长仍然超过 36%。公司整体业绩符合我们之前的判断，UPS 有望在今年保持 30-40% 左右的盈利贡献。光伏逆变器，将在后续季度中形成业绩增量；
- **一季度公司专注于 UPS 销售扩张，毛利率下滑源于销售产品结构的变化；后续季度大功率 UPS 需求和产能释放后，毛利率将有望回归正常水平：**一季度公司 UPS 市场扩张上采取了较为激进策略，重点扩大市场覆盖的广度。离线式和小功率等毛利率较低的 UPS 的销售占比较大。而为银行和电信配套的大功率和在线型 UPS 订货时间将在 2 季度，交货时间在第三、四季度。同时募投项目尚未开始释放产能，是造成大功率 UPS 的销售占比在一季度处于较低水平的主要原因。虽然一季度公司成本控制上遭遇元器件供应紧缺（日本地震的影响）和大宗原材料价格上涨，但是公司元器件库存有 3-6 个月的冗余，而销售规模效应显现也对冲了原材料价格上升的影响。我们相信公司在扩大市场份额后，会把重点放回到加强成本控制上，同时后续季度高毛利率的大功率 UPS 产能释放后，毛利率水平将有望回归到 28% 以上；
- **一季度光伏逆变器交货尚未形成规模，但是订单充足将保障后续第三、四季度的销售确认，从下游旺盛需求来看，逆变器存在超预期的可能：**从少数股东权益来看，光伏逆变器在一季度仍然处于略微亏损状态，其原因是逆变器生产线投产后销售尚未形成足够规模来达到盈亏平衡。但是公司在市场开拓上已经实现了国内金太阳工程的订单突破，握有大功率逆变器的批量订单。从国内光伏电站建设期来看，一般 6-10 月将是设备交付期，也将成为公司逆变器业绩兑现的高峰。同时公司在海外布局已逐步成熟，今年有望在欧洲、澳洲、东南亚和印度市场全面开花。从我们对下游光伏逆变器行业的需求调研来看，今年逆变器仍然处于供应紧张期，海外市场将成为公司业绩超预期的增长点；

投资建议

- 我们维持公司 2011 到 2012 年 EPS 预测，分别为 1.17 元和 1.44 元，净利润复合增速达为 39%，对应估值为 27 和 22 倍。我们继续维持对公司的“买入”评级；
- 我们建议密切跟踪光伏逆变器的订单，这将成为公司股价的重要催化剂。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	423	550	530	670	856	1,071
增长率		29.9%	-3.5%	26.4%	27.6%	25.2%
主营业务成本	-343	-423	-382	-477	-592	-743
% 销售收入	80.9%	77.0%	72.0%	71.2%	69.2%	69.3%
毛利	81	127	148	193	264	328
% 销售收入	19.1%	23.0%	28.0%	28.8%	30.8%	30.7%
营业税金及附加	0	-1	-1	-2	-3	-3
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-18	-32	-37	-54	-60	-75
% 销售收入	4.3%	5.8%	7.1%	8.1%	7.0%	7.0%
管理费用	-22	-38	-39	-60	-73	-89
% 销售收入	5.3%	6.9%	7.4%	9.0%	8.5%	8.3%
息税前利润 (EBIT)	40	56	70	76	129	161
% 销售收入	9.4%	10.2%	13.3%	11.4%	15.0%	15.1%
财务费用	-3	-8	-2	13	24	26
% 销售收入	0.8%	1.4%	0.4%	-1.9%	-2.8%	-2.4%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	35	47	67	88	152	187
营业利润率	8.3%	8.6%	12.7%	13.1%	17.8%	17.5%
营业外收支	1	0	1	1	1	1
税前利润	36	48	68	89	153	188
利润率	8.5%	8.7%	12.8%	13.2%	17.9%	17.6%
所得税	-2	-6	-6	-9	-18	-23
所得税率	6.8%	12.0%	9.5%	10.6%	12.0%	12.0%
净利润	33	42	61	79	135	165
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	33	42	61	79.2	135	165
净利率	7.8%	7.6%	11.6%	11.8%	15.8%	15.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	0	79	135	165
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	12	15	21
非经营收益	0	0	0	0	-1	-1
营运资金变动	0	0	0	16	12	21
经营活动现金净流	0	0	0	107	161	206
资本开支	-47	-35	-36	-22	-148	-29
投资	-4	-6	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-50	-41	-36	-23	-148	-29
股权募资	0	0	14	906	-8	0
债权募资	19	-6	8	-24	0	1
其他	3	-14	-7	-1	0	0
筹资活动现金净流	22	-21	14	881	-8	1
现金净流量	-28	-61	-21	966	4	178

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	23	45	102	1,068	1,072	1,250
应收款项	90	115	129	142	181	227
存货	65	38	54	59	73	92
其他流动资产	2	3	7	7	8	9
流动资产	180	201	292	1,275	1,334	1,578
% 总资产	63.1%	60.2%	60.9%	86.4%	79.9%	82.1%
长期投资	6	6	5	6	5	5
固定资产	52	78	134	145	282	292
% 总资产	18.3%	23.2%	27.9%	9.8%	16.9%	15.2%
无形资产	47	49	48	47	46	45
非流动资产	105	133	188	200	335	344
% 总资产	36.9%	39.8%	39.1%	13.6%	20.1%	17.9%
资产总计	285	334	480	1,475	1,669	1,922
短期借款	20	14	21	0	0	0
应付款项	150	158	220	255	316	397
其他流动负债	8	19	19	20	25	31
流动负债	178	190	261	274	341	428
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	3	3	0	0	0
负债	178	193	264	274	341	429
普通股股东权益	107	141	216	1,201	1,328	1,493
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	285	334	480	1,475	1,669	1,922

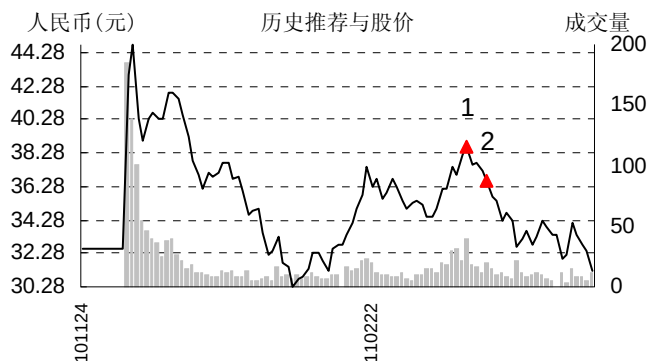
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	0.524	0.714	0.688	1.173	1.439
每股净资产	1.338	1.762	2.514	10.446	11.545	12.984
每股经营现金净流	0.304	0.972	0.854	0.933	1.396	1.793
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	30.83%	29.74%	28.42%	6.59%	10.16%	11.08%
总资产收益率	11.57%	12.55%	12.80%	5.37%	8.08%	8.61%
投入资本收益率	29.17%	31.83%	26.79%	5.68%	8.52%	9.50%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	29.85%	-3.49%	26.35%	27.64%	25.19%
EBIT增长率	N/A	40.38%	25.89%	8.62%	68.42%	25.47%
净利润增长率	N/A	27.05%	46.58%	28.85%	70.40%	22.65%
总资产增长率	N/A	17.13%	43.70%	207.49%	13.09%	15.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.7	66.1	81.7	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	34.6	44.3	43.9	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	63.9	98.9	118.0	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	44.9	34.4	91.2	72.3	93.6	95.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.60%	-22.22%	-37.29%	-88.88%	-80.73%	-83.64%
EBIT利息保障倍数	11.8	7.2	37.7	-6.1	-5.3	-6.2
资产负债率	62.46%	57.79%	54.95%	18.58%	20.43%	22.30%

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
2	2011-03-25	买入	36.58	50.40 ~ 50.40

来源：国金证券研究所


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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室