

电气设备

科士达(002518.SZ)/32.24元

海外业务拉低 UPS 毛利，光伏逆变器放量还需等待

事项

2011年5月18日，我们对科士达进行了调研。公司主要产品包括离线式 UPS 电源、在线式 10KVA 以上 UPS 电源、在线式 10KVA 以下 UPS 电源、光伏逆变器、铅酸电池等。

主要观点

1、积极布局海外中小功率 UPS 市场，以低毛利换品牌。

因为技术和品牌壁垒双重作用，目前国际 UPS 电源市场主要被跨国公司垄断。其中，中大功率产品几乎全被伊顿、施耐德、艾默生等公司垄断，离线式小功率产品则被众多经销商竞争。

公司产品已经通过中国金太阳、欧洲 CE 及 TUV 认证，有望获得澳洲 SAA、意大利认证等资质，计划通过具有成本优势的中小功率 UPS 产品打开国外市场的大门，以低毛利产品树立公司品牌，为以后拓展大功率 UPS 做铺垫。

虽然国内 UPS 电源市场内资份额已经由 30% 逐渐提高到 40%，但主要集中在中小功率，毛利仅为 18% 左右。公司一季度毛利下滑的原因之一就是低毛利的 UPS 出货量占到销售额的 50% 多。

2、全年出口占销售额 48% 左右，毛利下滑空间被封闭。

因为金融、通信、政府等大客户订单集中在 2-3 季度，收入确认集中在 4 季度，且高毛利的大功率 UPS 产品居多，所以我们预计，公司全年出口占到销售收入的 48% 左右。高毛利产品占比回升使综合毛利下滑空间封闭。

3、国内光伏尚在观望期，逆变器放量还需等待。

因为目前上网电价尚不具备优势，国内光伏项目多处于观望期，所以光伏逆变器作为并网关键组件，需求同样得不到放量。公司前 4 个月销售光伏逆变器 20 多 MW，保守估计全年销量在 60MW 左右，乐观估计在 120MW，为公司贡献收入 6000 万~1.2 个亿左右。

4、全年收入增速 45% 左右，利润增速低于收入。

海外方面，销售力度加强，公司特意委任原董事会秘书李祖榆先生负责海外营销与市场拓展业务。国内方面，高毛利的大单集中在 4 季度确认收入。公司上下半年销售收入占比大概是 4: 6，其中一季度收入 2 个亿，因此我们预期全年营收增速 45% 左右，低毛利产品占比增加、原材料价格上涨，以及人才激励等因素或拉低利润增速。

5、人才争夺日趋激烈，股权激励或提上日程。

随着电力电子在各领域的快速发展，国内企业纷纷开始扩充队伍。有规模的公司甚至一次组件上百规模的电力电子团队，企图把持国内电力电子领域。高薪

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：李大军 张文博
Tel: 010-59370826
Email: zhangwenbo@hczq.com

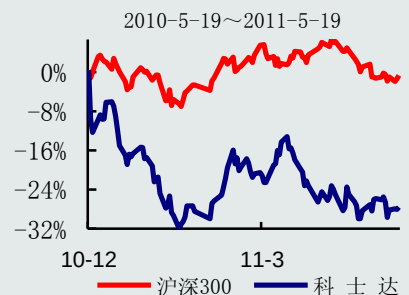
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	11500
流通 A 股/B 股(万股)	2900/0
资产负债率(%)	16.20
每股净资产(元)	10.42
市盈率(倍)	189.87
市净率(倍)	3.09
12 个月内最高/最低价	46.93/29.47

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

挖人并许以更好发展空间的情况愈演愈烈。面对这些竞争者，民营企业通过股权激励留住关键人才是一条有效途径。预计公司在吸引和挽留人才方面，不排除考虑股权激励。

投资建议

我们预测公司 11/12/13 年 EPS 为 0.95/1.35/1.77 元，对应 PE 分别为 34/24/18 倍。考虑到公司估值进入相对安全区域，光伏逆变器产品存在爆发可能，因此给予“推荐”评级。建议紧密跟踪公司 3 季度订单情况。

风险提示

- 1、汇率波段风险。
- 2、人才缺失风险。
- 3、原材料价格变动风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1270	1867	1934	2018
现金	977	1599	1613	1634
应收账款	174	137	146	152
其它应收款	3	3	3	3
预付账款	18	8	9	12
存货	83	113	153	206
其他	15	7	9	11
非流动资产	202	631	812	1056
长期投资	0	0	0	0
固定资产	146	373	397	455
无形资产	47	46	44	42
其他	9	211	370	559
资产总计	1472	2497	2746	3074
流动负债	285	370	479	635
短期借款	20	0	0	0
应付账款	158	229	302	407
其他	107	141	177	228
非流动负债	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他	6	6	6	6
负债合计	291	375	485	641
少数股东权益	2	2	1	1
股本	115	115	115	115
资本公积金	871	1737	1737	1737
留存收益	193	268	407	580
归属母公司股东权益	1179	2120	2259	2432
负债和股东权益	1472	2497	2746	3074

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	45	224	204	295
净利润	78	109	154	203
折旧摊销	14	24	38	45
财务费用	4	-36	-46	-46
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-50	126	58	94
其它	-1	1	-0	-0
投资活动现金流	-55	-449	-220	-290
资本支出	49	450	220	290
长期投资	-7	4	-1	-1
其他	-13	4	-0	-1
筹资活动现金流	893	848	30	16
短期借款	-1	-20	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	29	0	0	0
资本公积增加	855	866	0	0
其他	11	2	30	16
现金净增加额	883	622	15	21

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	671	941	1255	1684
营业成本	471	686	907	1228
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	48	82	106	138
管理费用	55	83	108	130
财务费用	4	-36	-46	-46
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	88	122	174	228
营业外收入	2	1	2	2
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	89	123	175	229
所得税	11	14	20	27
净利润	78	109	154	203
少数股东损益	-1	-0	-0	-1
归属母公司净利润	79	109	155	203
EBITDA	106	111	166	226
EPS（元）	0.69	0.95	1.35	1.77

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	26.4%	40.3%	33.4%	34.2%
营业利润	30.4%	39.3%	42.2%	31.2%
归属母公司净利润	28.8%	38.1%	41.5%	31.3%
获利能力				
毛利率	29.7%	27.1%	27.7%	27.1%
净利率	11.8%	11.6%	12.3%	12.1%
ROE	6.7%	5.2%	6.9%	8.4%
ROIC	36.2%	14.6%	17.5%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	19.8%	15.0%	17.7%	20.9%
净负债比率	6.87%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.46	5.05	4.04	3.18
速动比率	4.16	4.74	3.71	2.85
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.47	0.48	0.58
应收帐款周转率	4	6	9	11
应付帐款周转率	3.19	3.54	3.42	3.46
每股指标（元）				
每股收益	0.69	0.95	1.35	1.77
每股经营现金	0.39	1.94	1.78	2.56
每股净资产	10.25	18.44	19.64	21.15
估值比率				
P/E	46.84	33.90	23.95	18.25
P/B	3.14	1.75	1.64	1.52
EV/EBITDA	26	25	17	12

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801