

湘财证券研究所

刘正 分析师

执业编号：S0500511010001

联系人：侯文涛

Tel：021-68634518-8007

 E-mail：hwt2894@xcsc.com

徐颢

Tel：021-68634518-8990

 E-mail：xh3309@xcsc.com

基本数据

收盘价（元）：	29.81
总股本（百万股）：	115.00
流通股本（百万股）：	29.00
总市值（亿元）：	34.28
流通市值（亿元）：	8.64
PE TM	40.68
每股净资产：	10.25

评级：买入

目标价（元）：35.35

核心观点：

- 一、国内外 UPS 市场将稳步增长。**2010 年全球 UPS 市场规模已达 69.5 亿美元，预计 2011 年全球市场规模将达到 74.1 亿美元。随着中国、印度等亚洲国家信息化程度的提高，亚太地区在未来十年将很有可能成为全球 UPS 市场增长最快的区域。金融危机过后，我国金融、电信等传统行业开始逐渐恢复对信息化固定资产投资力度，预计未来三年增速将维持在 8%-10% 之间。
- 二、公司是 UPS 行业的内资龙头，未来进口替代市场潜力巨大。**公司 2010 年销售额在内资企业中排名第一，产品覆盖全面。目前，外资巨头艾默生、APC-MGE 和伊顿市场占有率近 60%。随着公司产品服务及知名度的提升，公司市场产品性价比优势将得到充分体现，有望抢占部分外资企业市场。
- 三、公司产品结构进一步优化，综合毛利率未来有望保持稳定。**公司 2010 年通过扩展直销渠道，毛利率较高的大功率 UPS 营收占比从 2008 年 22.7% 提高至 2010 年的 32.6%，公司综合毛利率从 2008 年 22.6% 提升至 2010 年 30%。预计未来 3 年内，大功率 UPS 占比将超过 50%，在考虑到 UPS 产品价格下降的情况下，仍能维持综合毛利率的稳定。
- 四、积极布局欧美中小功率 UPS 市场，未来中小功率 UPS 出口毛利率有望提升。**公司通过 ODM 模式迅速打开国外市场，近年海外收入占比稳定在 50%。稳定的销售收入说明公司产品质量已得到国外市场认可，也为公司未来在海外从事品牌经营打下了良好的基础。公司未来将定位对价格敏感程度较低的欧美市场，因此出口产品毛利率有望有所提升。
- 五、入围金太阳工程，光伏逆变器将成为公司盈利新亮点。**公司光伏逆变器已入围金太阳工程，成为 8 家逆变器供货商之一。公司拿到的意向书或者订单总量约为 20-30MW，其中包括大型集成式逆变器订单。虽然尚未形成规模化生产，但我们认为各国光伏政策已日趋明朗，看好公司未来获得批量订单。
- 六、2011 年一季度公司综合毛利率较低是由于公司短期出口产品结构调整所致。**公司加大了在东南亚中小功率 UPS 的出口规模以占领更大的市场份额，而银行及电信行业的大功率和在线型 UPS 销售确认一般在下半年。因此，我们相信，公司全年毛利率仍能保持在 29%。
- 七、预计公司 2011 年 EPS1.01 元，目标价格 35.35 元。**随着信息化的不断深入，公司 UPS 业务也将稳步提升。公司通过调整自身产业结构与营销模式，毛利率逐年大幅提升，盈利增长可观。国内光伏市场启动，公司光伏逆变器有望在未来成为公司盈利新的增长点。我们预计，公司 2011 年、2012 年、2013 年的 EPS 分别为 1.01、1.41、1.73，给予“买入”评级，按照 2011 年 EPS 的 35 倍 PE 给予目标价 35.35 元。

八、 **风险提示:** 近日, 公司在广东惠州市的铅酸蓄电池厂停产治理, 经整改完成通过惠州市环保局验收合格后, 方可恢复生产。目前, 公司现有 5.3 万 KVAH 电池库存, 且在深圳有 OEM 电池配套厂家。公司铅酸蓄电池生产线于 2009 年新建而成, 各项指标都符合环保要求。铅酸蓄电池生产线短期停产对公司业绩影响有限, 若长期停产将影响公司未来接单的毛利率, 但是我们认为可能性较小。

目录:

一、 公司是国内 UPS 领军企业之一	4
二、 UPS 未来发展需要长期技术积累与强大研发背景	5
三、 UPS 市场稳定, 规模化竞争已成趋势	6
3.1 国内外 UPS 市场未来将稳定增长	6
3.2 UPS 行业集中度高, 规模化企业具有优势	7
四、 产品结构优化和进口替代驱动公司盈利和业务增长	8
4.1 小功率机型稳定发展, 逐渐进军大功率 UPS	8
4.2 国内销售模式转型助推公司产品结构优化	9
4.3 国内市场存在较大进口替代的机会	9
五、 公司规模化发展迅速, 各产品毛利率稳步上升	10
5.1 海外 ODM 推动公司规模发展, 毛利率逐年上升	10
4.3 募投项目解决产能瓶颈, 巩固领先优势	11
六、 光伏逆变器业务成为公司盈利新亮点	12
6.1 光伏逆变器与 UPS 属于同源技术, 公司技术不成问题	12
6.2 光伏市场未来增速 30% 以上, 未来逆变器市场巨大	13
6.3 国内光伏市场启动, 公司光伏逆变器产品受益	14
6.3 产能进一步扩张, 大大加强市场供给能力	15
七、 预计 2011 年 EPS1.01 元, 目标价 35.35 元	15

图目录:

图 1: 2010 公司收入比例	4
图 2: 2008-2010 各项收入情况	4
图 3: 公司股权结构图	4
图 4: 未来 UPS 发展路线	5

图 5: 2010 全球 UPS 市场分布	6
图 6: 2005-2011 全球 UPS 市场	6
图 7: 中国 UPS 市场销售	7
图 8: 2008 中国 UPS 市场占有率	7
图 9: 国内公司按销售额分类数量	7
图 10: 大功率 UPS 销售及占比	8
图 11: 中小功率 UPS 销售及占比	8
图 12: UPS 销售渠道	9
图 13: 2008 年大功率 (>10kVA) 市场占有率	10
图 14: 2008 年中小功率 (<10kVA) 市场占有率	10
图 15: 各产品外销营业收入占比	10
图 16: 内销、外销营业收入	10
图 17: 各产品内销毛利率	11
图 18: 各产品外销毛利率	11
图 19: 2010H 公司产能和产量分别	12
图 20: 在线式产能利用率	12
图 21: 光伏系统示意图	12
图 22: 光伏逆变器及光伏阵列	12

表目录:

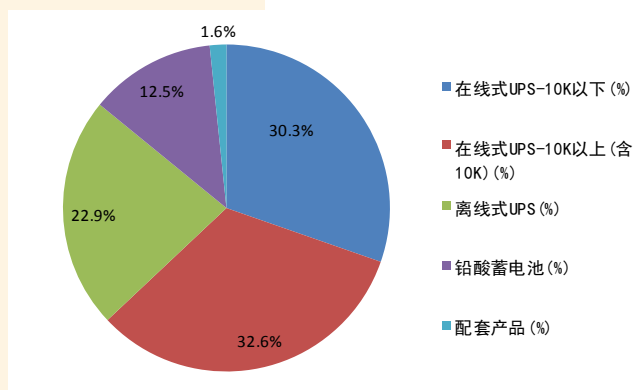
表 1: UPS 按应用功率分类	8
表 2: 在线式 UPS 扩产项目规划	11
表 3: 各机构对 2010、2011 光伏新增装机量预测	13
表 4: 全球光伏逆变器市场预测	13
表 5: 金太阳工程入围企业	14
表 6: 主营业务营收和毛利假设	15

一、公司是国内 UPS 领军企业之一

公司是中国领先的不间断电源（UPS）提供商，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。其 UPS 系列产品覆盖大中小功率级别，并已通过泰尔认证、FCC 认证及 CE 认证。公司 2010 年销售额达到 6.67 亿元，产品已出口 60 多个国家和地区，在本地公司中，销售额名列第一。同时，公司是 UPS 行业中行业标准制定者之一，参与通行行业多项新标准的编写与制定工作，具有一定的行业发言权。

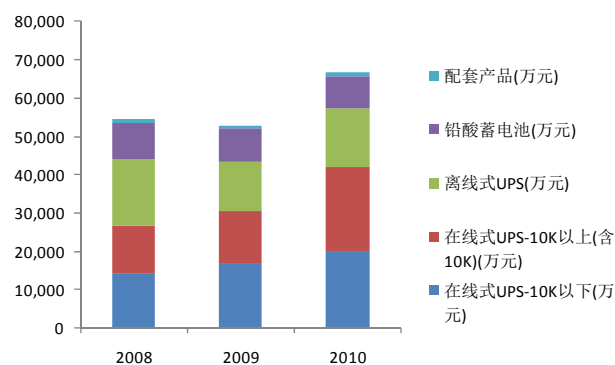
公司从较低端的小功率 UPS 发家，成为国内中小型 UPS 主要供应商之后，通过自身研发和探索，不断提升产品覆盖率并进军技术壁垒和毛利率较高的在线式大型 UPS。目前，公司在线式 UPS 占总收入的 62.9%，相比 2008 年，收入占比提高了近 15%。

图 1：2010 公司收入比例



数据来源：公司年报、湘财证券

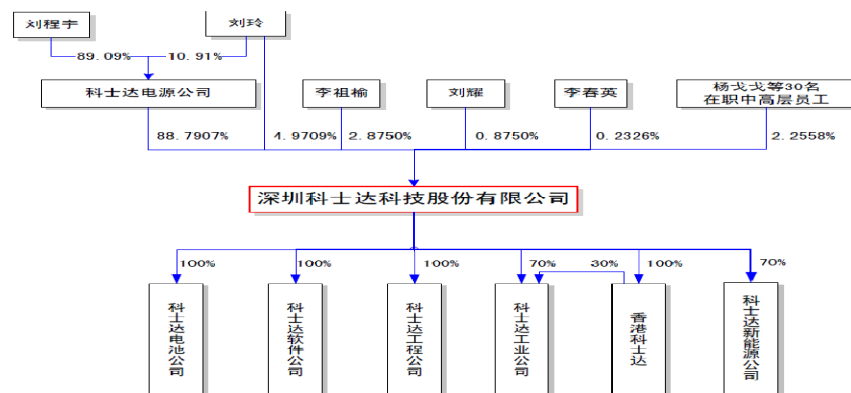
图 2：2008-2010 各项收入情况



数据来源：招股说明书、公司年报、湘财证券

公司实际控制人是刘程宇和刘玲，刘玲直接持有科士达 4.97% 的股份，另外两人控股的科士达电源公司持有科士达 88.79% 的股权。刘程宇和刘玲分别持有科士达电源公司 89.09% 和 10.91% 的股权。公司股权激励充分，32 位中高层骨干都持有公司的股权，占比达到 5.4%。

图 3：公司股权结构图



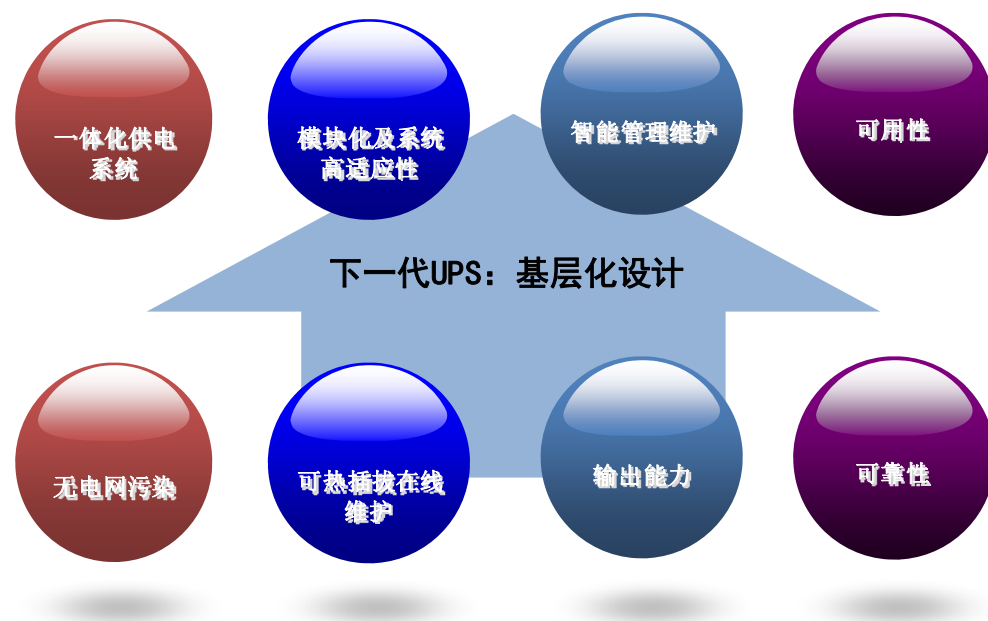
数据来源：公司年报、湘财证券

二、UPS 未来发展需要长期技术积累与强大研发背景

UPS 是不间断电源（Uninterruptible Power Supply）的英文简称，是能够提供持续、稳定、不间断的电源供应的重要外部设备。它以逆变器、整流为主要组成部分，以电池为储能装置。UPS 的基本功能是在市电出现异常时，有效地净化市电，改善用电质量；还可以在市电突然中断时提供备用电源，使用户能有充裕的时间应对。随着信息化社会的来临，UPS 广泛地应用于从信息采集、传送、处理、储存到应用的各个环节。

UPS 综合运用了电力电子、微电子、网络技术、自动化控制、嵌入式系统、蓄电池及管理、高可靠性配电等多种技术。UPS 的高精度、高性能要求，对于企业技术水平积累的要求极高。而其中作为不间断电源产品中的高端产品大功率 UPS，更需要掌握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。

图 4：未来 UPS 发展路线



数据来源：湘财证券

未来 UPS 将在目前的基础上更加强调系统性、可用性、高适应性和智能管理水平。

- ◇ 从单排设计发展至供电系统。产品将考虑系统中各种设备和环节的相互匹配、供电方式及供电布局，从而提升系统可靠性和模块化冗余结构。对电力系统研发能力要求较高。
- ◇ 对系统可靠性要求转变成对系统可用性要求。可用性包括了可靠性及可修复性和可修复幅度。提高可用性，将满足未来供电系统对供电连续性的要求，降低修复时间。对电机技术、电力设计及生产工艺和管理提出了新的挑战。
- ◇ 进一步提高智能管理和维护水平。产品将更多地引进系统设计理念，开发冗余技术，提高系统管理和维护的智能性，将具有实时监测、诊断故障、应急保护、自

身维护、交换信息等功能，从而大幅提高稳定的系统输出和可用性。

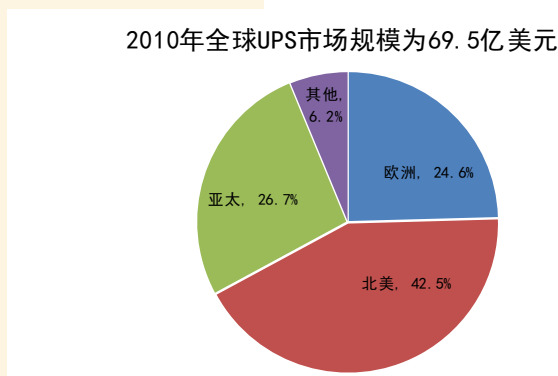
- ◇ 进一步提高 UPS 模块化进程及对供电系统的适应性。由于 IT 技术发展更新速度极快，提高 UPS 的适应性有助于设备和系统配置的优化和可扩充性。通过模块话设计，UPS 将更易于供电系统统一管理，达到高度集成的效果。

三、UPS 市场稳定，规模化竞争已成趋势

3.1 国内外 UPS 市场未来将稳定增长

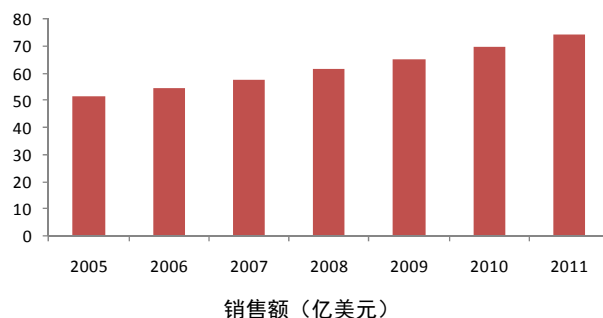
全球 UPS 市场发展稳定，据预测，增速约在 7% 左右。Frost & Sullivan 预计 2010 年全球 UPS 市场规模为 69.5 亿美元，其中北美占全球 42.54% 的份额，是全球最大的 UPS 消费市场；欧洲市场、亚太市场则各占 24.56% 和 26.65%。该机构预测，2011 年全球市场规模将达到 74.1 亿美元。随着亚洲经济成长和信息产业的迅速发展，特别是中国、印度等国家信息化程度的提高，亚太地区在未来十年将很有可能成为全球 UPS 市场增长最快的区域。

图 5：2010 全球 UPS 市场分布



数据来源：Frost & Sullivan、湘财证券

图 6：2005-2011 全球 UPS 市场

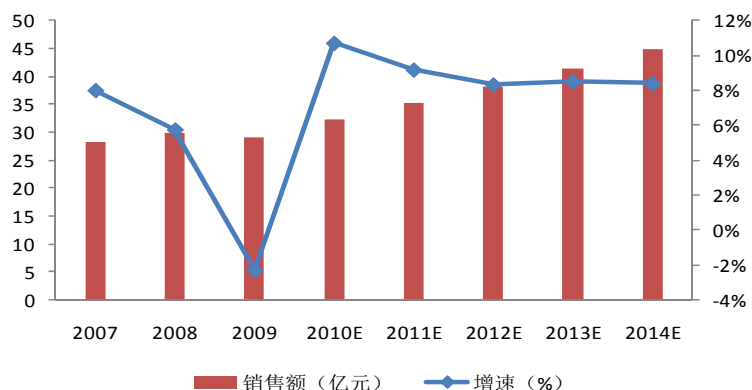


数据来源：Frost & Sullivan、湘财证券

随着我国不同行业信息化建设的深入，电能质量稳定性、设备性能可靠性、数据安全性被社会各行各业广泛关注。UPS 在中国制造工业和大型企业中的应用广阔，传统市场如金融、电信领域的需求稳步上升。目前，金融、电信、政府和制造行业市场构成中国 UPS 市场的主体，份额合计为 70%-80% 左右。随着 UPS 应用范围不断扩大，教育、交通等信息化较晚的行业对 UPS 需求增长也日趋明显，尤其是交通行业。在国家对铁路、城市轨道交通及高速公路建设迅速发展之际，未来将带来相应配套设施的投资，而 UPS 将是交通行业信息化重要的组成部分。同时，中小企业数量的迅速增长也推动了小功率 UPS 市场的扩大。

根据 ICT Research，2009 年中国信息化 UPS 销售已达超 29 亿元。金融危机过后，我国金融、电信等传统行业开始逐渐恢复对信息化固定资产投资的力度，预计未来三年增速将维持在 8%-10% 之间。

图 7：中国 UPS 市场销售



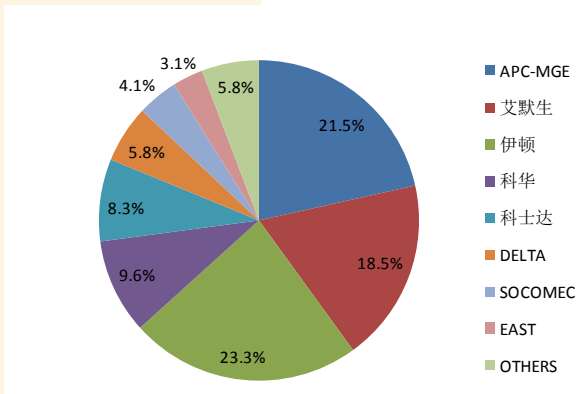
数据来源：ICT Research、湘财证券

3.2 UPS 行业集中度高，规模化企业具有优势

UPS 产品对客户信息安全和供电系统稳定性起着至关重要的作用，因此客户对厂家的技术、产品质量、售后服务要求较高。由于存在一定技术壁垒、品牌壁垒及产品认同壁垒，行业集中度较高，主流市场尤其是大功率市场被少数规模化企业把持。2008 年中国 UPS 市场占有率前三的企业都是外资企业，三家占比达到 62.3%，而前 8 家市场占有率更是高达 94.2%。虽然我国 UPS 企业数量超过 2000 家，但销售额超过 1 亿元的公司也不过 10 家，且大部分集中于中低端产品，市场份额和利润占比极少。

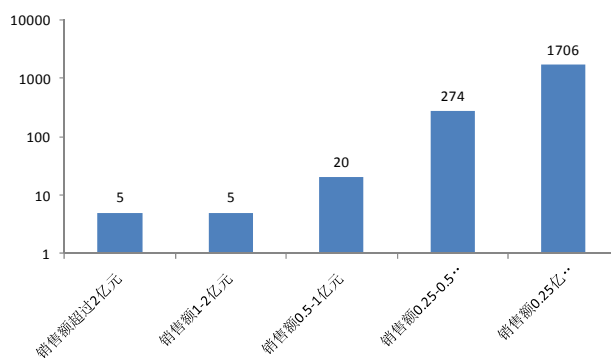
未来市场将保持目前的格局，规模化企业竞争市场份额，而小型企业将慢慢退出市场。

图 8：2008 中国 UPS 市场占有率



数据来源：科华恒盛、湘财证券

图 9：国内公司按销售额分类数量



数据来源：科华恒盛、湘财证券

四、产品结构优化和进口替代驱动公司盈利和业务增长

4.1 小功率机型稳定发展，逐渐进军大功率 UPS

UPS电源系统按其应用的功率可分为：大功率、中功率和小功率。小功率UPS是指其功率小于3kVA，技术门槛较低，市场竞争激烈。中功率UPS的功率3kVA与10kVA之间，技术相对复杂，产品质量控制有一定的难度。大功率的UPS其功率将高于10kVA，涉及技术相当复杂，产品质量控制需要较高的水平和综合实力。

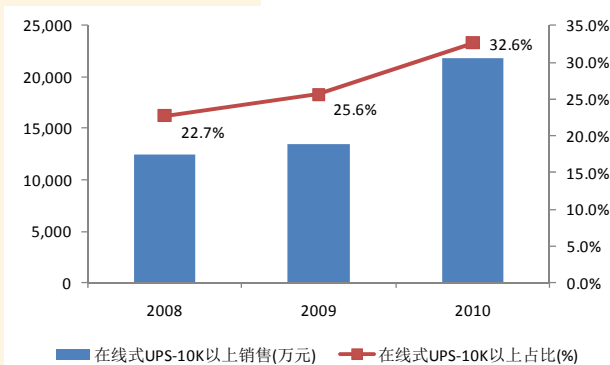
表 1：UPS 按应用功率分类

分类	应用功率	客户类型	销售渠道	竞争者
小功率	<3KVA	中小型企业	一般为经销商渠道	APC、SANTAK及国内中小企业
中功率	3KVA≤功率<10KVA			国外产商及国内中等规模以上企业
大功率	≥10KVA	政府、电信等行业用户	一般为直销或者系统集成商	国外产商及国内上规模的企业

数据来源：公司年报、湘财证券

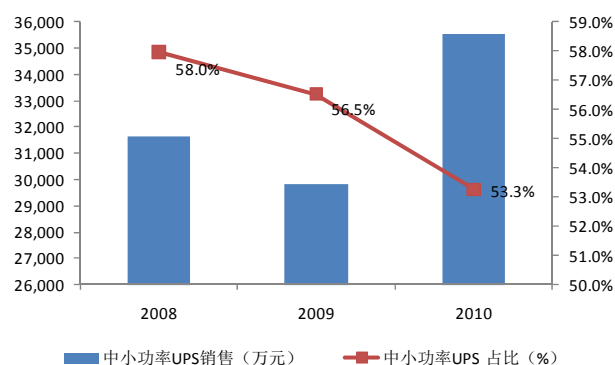
公司在中小功率 UPS 行业中处于国内领先地位。根据统计，2006 年中国中小企业总数为 3,151.8 万家，预计到 2012 年总数将达到 5,000 万家。随着信息化的深入，中小功率 UPS 将稳定增长，而对于中小型企业，性价比成为最终衡量中小功率 UPS 的指标。各厂商中小功率低端产品的价格已基本透明，差异并不大。尽管行业竞争激烈，但竞争对手大多为本土小型 UPS 供应商，在质量和服务上无法与公司抗衡。同时，国际巨头大多集中于在线式大功率 UPS 市场，少数的国际产商价格又远高于本土企业。因此，公司在中小功率 UPS 市场竞争中游刃有余，销售量和毛利率都位于行业前列。

图 10：大功率 UPS 销售及占比



数据来源：公司公告、湘财证券

图 11：中小功率 UPS 销售及占比



数据来源：公司公告、湘财证券

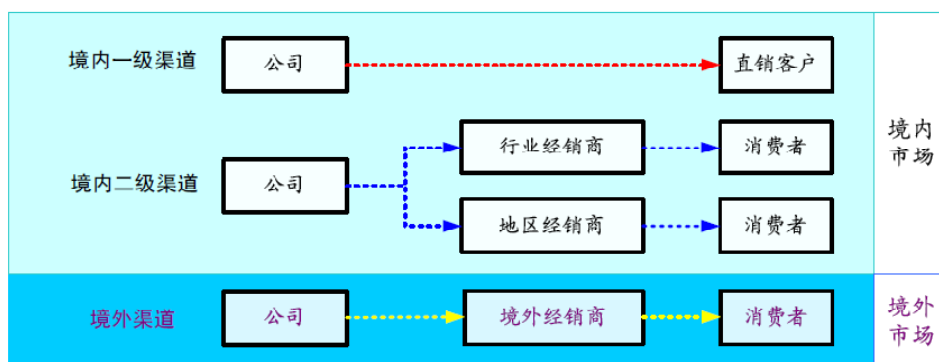
公司大功率 UPS 销售收入和收入占比稳步提升，预计未来三年内有望达到 50%。公司成立之初定位于中小功率 UPS，随着技术水平和品牌知名度的提高，公司逐渐开发具有较高附加值的大功率 UPS。公司仅用两年时间就将大功率 UPS 销售额提高到 2 亿元

以上，营业占比达到 32.6%，增幅明显。

4.2 国内销售模式转型助推公司产品结构优化

对于不同的 UPS 产品，其分销的渠道也不尽相同，中小功率产品主要面对中小企业用户，用户多，系统服务需求较低，毛利率也较低，多采用经销商渠道。大功率产品主要用于政府、电信等行业用户，这类用户对于 UPS 的售后维护及产品设计方案要求较高，毛利率高，产家多采用直销方式满足用户的个性化要求。

图 12：UPS 销售渠道



数据来源：招股说明书、湘财证券

公司在境内采用分为直销和经销的营销模式，在 2007 年直销比例仅占总营业收入的 4%。随着公司对自身定位调整及大功率 UPS 发展规划，公司进一步完善营销体系，促进渠道扁平化，直销客户所占比例呈逐年快速上升趋势，至 2009 年已达 22.4%，有助于公司大功率 UPS 的销售。在经销模式上，公司在特定行业（证券、银行、电信、保险）选择行业经销商，垂直拓展市场深度，利用经验丰富行业经销商在特定行业中的渠道优势，有效覆盖了一般地区经销商无法进入的高增长行业。我们认为，公司的直销比例的提高有助于提高特定客户的大功率 UPS 后续技术服务及产品制定质量，推动大功率销售。同时，行业经销商模式成为公司快速进入高增长行业的有效途径，有利于公司开发大功率 UPS 市场。在内销市场中，公司在中小功率产品中也进行了结构优化调整，大幅提高毛利率较高在线式产品比例，而毛利率较低的离线式 UPS 多为出口，内销比例极小。

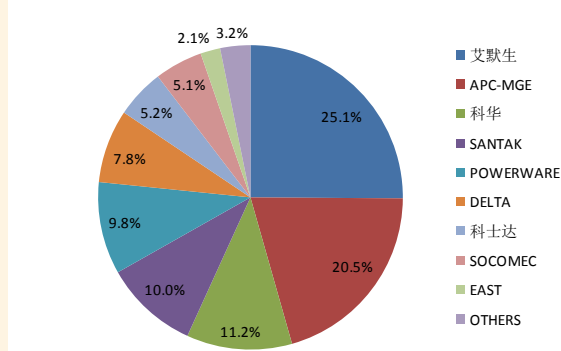
4.3 国内市场存在较大进口替代的机会

公司在中小功率机型具有较大的优势，连续位列本土产商销售量第一名。据赛迪顾问统计，公司 2008 年，市场占有率达到 14.1%，仅次于国外公司 SANTAK 和 APC-MGE。由于中小功率技术相对成熟，价格透明，公司性价比优势明显，因此，公司未来提高市场占有率应该只是时间问题。

公司在大功率机型中与国外厂商在质量和一体化设计上仍有差距，市场份额也远不及

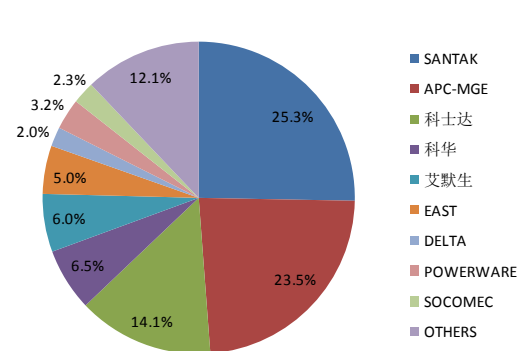
国外产商。外资巨头艾默生、APC-MGE 和伊顿（SANTAK、POWERWARE 为其子公司）市场占有率近 66%，构成大功率市场第一梯队。但是随着公司加大直销和产品发展力度，品牌知名度不断提升，大功率机型年增长速度已经明显高于行业增速。

图 13：2008 年大功率（>10kVA）市场占有率



数据来源：招股说明书、湘财证券

图 14：2008 年中小功率（≤10kVA）市场占有率



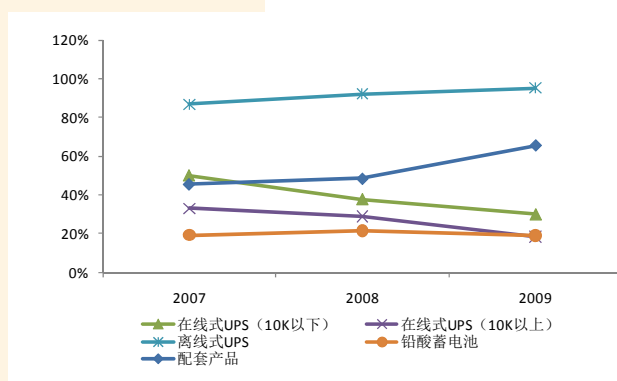
数据来源：招股说明书、湘财证券

五、公司规模化发展迅速，各产品毛利率稳步上升

5.1 海外 ODM 推动公司规模发展，毛利率逐年上升

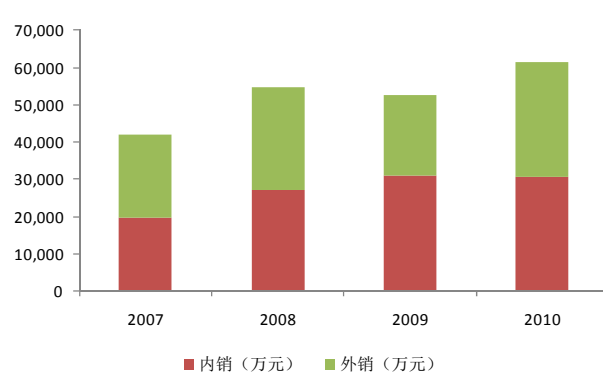
公司出口产品主要以 ODM 制造为主，近几年出口比例一直维持在 50%左右。公司把海外市场分为发达国家和发展中国家，设立不同的经营策略和战略目标。对于发达国家，由于市场门槛较高，公司通过经销商取得部分市场的小功率产品的差异化优势，扩大公司在业界的影响。而对于发展中国家，离线式小功率市场需求巨大，并且跨国巨头介入程度有限，公司凭借其多年中低端产品的竞争优势，占领市场，并逐步进军中高端市场。公司多年的稳定出口说明产品质量已得到海外市场的认可，主要外销产品毛利率提升幅度巨大，公司正积极调整海外市场侧重点，积极布局对价格敏感度较低的欧美中小功率 UPS 市场。因此我们认为公司在发展中国家未来将有望扩大品牌经营销售比例及提高中高功率在 ODM 制造中的占比从而进一步提升毛利率水平。

图 15：各产品外销营业收入占比



数据来源：招股说明书、湘财证券

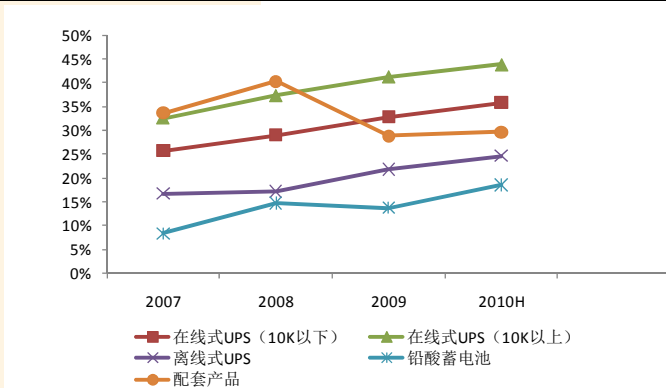
图 16：内销、外销营业收入



数据来源：招股说明书、湘财证券

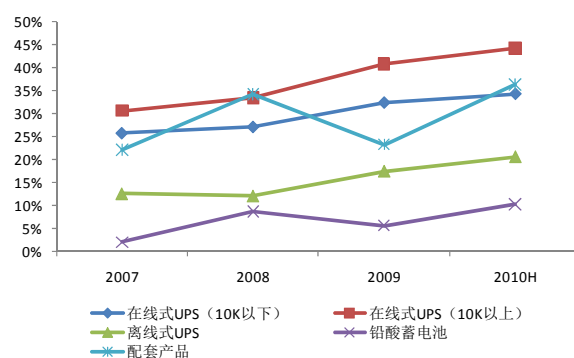
ODM 模式推动公司对海外市场的迅速介入，而海外市场的扩张有助于公司规模的增长。尽管产品外销毛利率要比内销产品低，但是稳定销售增长带来公司规模化生产的成本下降使公司综合毛利率稳定上升。公司中小功率 UPS 的产品如离线式 UPS 及在线式 10kVA 以下 UPS 外销毛利率分别从 2007 年的 12.53%、25.63% 提高至目前的 20.44%、34.16%，内销毛利率从 16.7%、25.7% 提高到 24.6%、35.8%。同时，大功率 UPS 的毛利率也是逐年增长，目前外销和内销毛利率均已达到 43% 以上。公司在价格波动不明显的情况下，仍能保证各项产品毛利率的提升，主要是由于公司利用海外市场进行规模化扩张，摊薄产品成本。我们认为，随着品牌和质量知名度在业内的提升，公司海外未来出口毛利率仍有上升空间，尤其是看好未来品牌经营在发展中的自由竞争市场中的爆发。

图 17：各产品内销毛利率



数据来源：招股说明书、湘财证券

图 18：各产品外销毛利率



数据来源：招股说明书、湘财证券

4.3 募投项目解决产能瓶颈，巩固领先优势

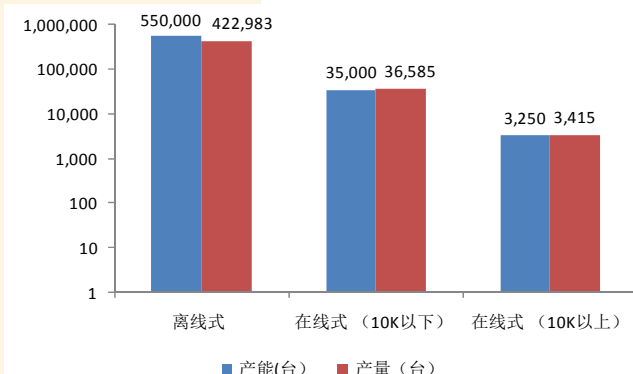
公司自 2008 年以来，在线式 UPS 的产能利用率超过 100%，各条生产线都已达到超负荷运行状态。公司利用 1.67 亿元募投资金，投建“在线式 UPS 扩产项目”，2012 年成功扩产后，公司将在线式 UPS 产能从现在的 6.25 万台提高至 14.2 万台，产能增幅达到 128%，将大幅提高公司在线式 UPS 的供应能力。其中，公司提高大功率 UPS 产能比例，符合公司未来对向大功率市场迈进的规划。我们预计，公司未来的产能释放不但能扩大自身销售规模，同时，随着公司规模化进程进一步深入，成本摊薄效果将更加明显，未来毛利率仍有较大的提升空间。

表 2：在线式 UPS 扩产项目规划

	产量 (台)	增幅 (台)	增幅	总产能 (台)
在线式 UPS (10K 以上)	6,500	10,000	153.85%	16,500
在线式 UPS (10K 以下)	56,000	70,000	125.00%	126,000
总计	62,500	80,000	128.00%	142,500

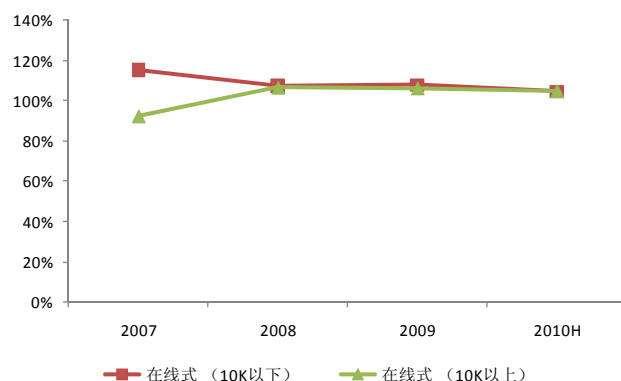
数据来源：招股说明书、湘财证券

图 19：2010H 公司产能和产量分别



数据来源：招股说明书、湘财证券

图 20：在线式产能利用率



数据来源：招股说明书、湘财证券

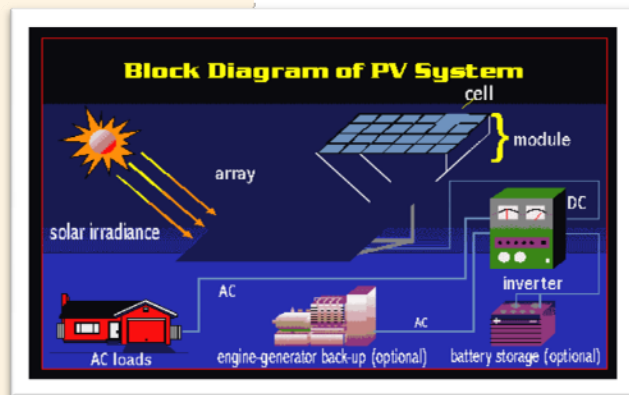
六、光伏逆变器业务成为公司盈利新亮点

6.1 光伏逆变器与 UPS 属于同源技术，公司技术不成问题

逆变器是光伏发电系统中不可或缺的核心部件，在整个光伏产业链中，逆变器占整个光伏系统价值总额的 8%-12%，扮演着衔接电网和光伏组件的角色。太阳能通过光伏组件转化为非线性直流电流，再通过光伏逆变器将直流电能转化为电网同相位，同频率的稳定的正弦交流电流并网或负载。

UPS 采用的核心技术是逆变技术，而太阳能逆变技术是 UPS 逆变技术的同源技术，具有一定的相同性。与 UPS 中传统逆变器不同的是，光伏逆变器还需要具有可靠的并网控制、MPPT 等功能，主要包括控制器和监护保护单元。公司依托其强大的研发能力和技术资源，已通过“金太阳”产品认证、欧洲 CE 认证、TUV 认证、澳洲 SAA 认证等多项认证，功推出 1.5~500K 全系列太阳能光伏逆变器产品，实现批量生产。

图 21：光伏系统示意图



数据来源：湘财证券

图 22：光伏逆变器及光伏列阵



数据来源：湘财证券

6.2 光伏市场未来增速 30%以上，未来逆变器市场巨大

2010 年全球光伏系统装机量有望达到 14GW 以上，相比 2009 年增长近一倍左右。从目前公布的装运情况分析，EPIA 保守估计全世界 2010 年装机量将达到 14.3GW，同时有望冲击 16.5GW，主要是由于 2010 年底各国政府颁布的 2011 年光伏政策对年底装机量的不确定性造成的。同时，其他机构也给出了相应的 2010 及 2011 年光伏装机量的预测，并普遍看好。

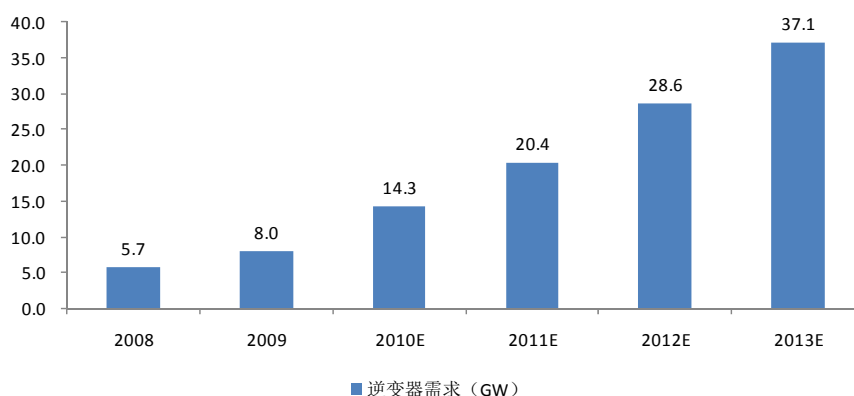
表 3：各机构对 2010、2011 光伏新增装机量预测

机构	2010	2011	增速
IMS	17.5GW	20.5GW	17.1%
iSuppli	14.2GW	20.2GW	42.7%
Solarbuzz	16.3GW	20GW以上	23.0%
Bloomberg	19-21GW	19-24GW	0-13%

数据来源：湘财证券、IMS、iSuppli、Solarbuzz

结合目前欧洲各国出台相对温和的政策、新兴市场快速的发展及光伏系统成本持续的下降，我们对在完成 2011 年 20GW 的目标持乐观的态度。在 2011-2013，随着光伏发电技术的提高和成本的下降，以及从各国节能减排长期的规划方针来看，光伏新增装机量仍将保持上升趋势。虽然由于德国和意大利仍将继续下调补助政策，但我们认为政策的出台并不是为了抑制光伏市场的发展，而是使市场变得更加稳定。因此，虽然在 2011 年初可能会再次出现光伏安装量放缓的情况，但是我们依然看好光伏系统安装量在未来 5 年保持 30%-40%的年复合增长率。

表 4：全球光伏逆变器市场预测



数据来源：湘财证券

6.3 国内光伏市场启动，公司光伏逆变器产品受益

中国光伏装机量“十二五”规划目标有望比原计划翻番，达到 10GW。据中国可再生能源学会光伏专委会透露，2010 年中国累计装机量约为 600MW，未来中国“金太阳工程”将保证每年 500MW 的装机量。预计未来几年内，中国的光伏装机量有望以 60% 以上的速度增长，逆变器的需求也将大幅提升。由于政府资助光伏项目大多采用国内产品，内资光伏逆变器企业将明显收益。考虑逆变器价格维持目前 1.0-1.2 元/W，我们预计 2011、2012 年国内逆变器市场将达到人民币 7 亿元和 11 亿元。

入围金太阳，公司光伏逆变器有望成为盈利亮点。2010 年 10 月由国家财政部、科技部、住建部、能源局四部委联合组织的“国家金太阳示范工程和太阳能光电建筑应用示范工程”招标中，公司成为 8 家中标逆变器厂商之一，取得全国范围试点工程的准入资格。只有持有此项资格的产商才能向国家金太阳示范工程和太阳能光电建筑应用示范工程提供逆变器，并且，公司还将按中标协议供货价格的一定比例获取政府补贴。从政策来看，进一步提高光伏逆变器行业门槛，而对于公司则是市场份额的保证及财政补贴双丰收。

表 5：金太阳工程入围企业

入围企业	入围产品规格型号		协议供货价格
	50kW 以上	50kW 以下	
北京京仪绿能电力系统工程有 限公司	JYNB-100K JYNB-500K	JYNB-5KVI	0.69 元/W
北京科诺伟业科技有限公司	KNGI900-100PTA KNGI900-150PTA KNGI900-250HEA KNGI900-500HEA	KGI-5	0.86 元/W
北京能高自动化技术有限公司	Sunvert50 Sunvert 100 Sunvert 250	Sunvert25	0.918 元/W
深圳科士达科技股份有限公司	KSG-55K KSG-110K	KSG-2K KSG-3K KSG-5K	0.88 元/W
南京冠亚电源设备有限公司	GSG50KTT-V GSG100KTT-V GSG250KTL-V GSG500KTT-LV	无	1.1 元/W
许继集团有限公司	GBL200-100 GBL200-500	无	0.98 元/W
合肥阳光电源股份有限公司	SG50k3 SG100k3 SG250k3	SG30k3	1.3 元/W
中达电通股份有限公司	ESI53B100 AN ESI53B250 AN ESI53B500 AN	RPI203N	0.98 元/W

数据来源：湘财证券、财政部

6.3 产能进一步扩张，大大加强市场供给能力

公司投资 9000 万元（6300 万元为超募资金）投建光伏逆变器项目，保守预计 2011 年底达产 50%，2012 年完工时产能将达到约 200MW。公司目前光伏逆变器产能为约为 2180 台/年，其中，中小功率逆变器 2000 台，大功率逆变器 180 台。项目完成后，太阳能逆变器产能从目前的 2180 台增加到 16320 台的生产能力。其中，小功率逆变器（1.5kW~6kW）15600 台，大功率逆变器（100kW 以上）720 台，将大大增加市场的供给能力。

七、预计 2011 年 EPS1.01 元，目标价 35.35 元

随着信息化的不断深入，公司 UPS 业务也将稳步提升。公司通过调整自身产业结构与营销模式，毛利率逐年大幅提升，盈利增长可观。国内光伏市场启动，公司光伏逆变器有望在未来成为公司盈利新的增长点。我们预计，。预计公司 2011 年、2012 年、2013 年的 EPS 分别为 1.01、1.41、1.73，给予“买入”评级，按照 2011 年 EPS 的 35 倍 PE 给予目标价 35.35 元。

表 6：主营业务营收和毛利假设

营业收入（万元）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
在线式UPS-10K以下	14,164	17,035	20,234	26,012	31,100	36,011
YOY%		20.3%	18.8%	28.6%	19.6%	15.8%
在线式UPS-10K以上(含10K)	12,410	13,495	21,768	30,463	39,602	47,522
YOY%		8.7%	61.3%	39.9%	30.0%	20.0%
离线式UPS	17,477	12,766	15,290	22,606	24,796	25,988
YOY%		-27.0%	19.8%	47.9%	9.7%	4.8%
铅酸蓄电池	9,310	8,665	8,310	8,153	8,112	7,921
YOY%		-6.9%	-4.1%	-1.9%	-0.5%	-2.4%
配套产品	1,219	758	1,098	1,440	1,710	1,938
YOY%		-37.8%	44.8%	31.2%	18.7%	13.3%
光伏逆变器				8,800	24,000	31,200
主营业务总计	54,579	52,718	66,702	97,476	129,321	150,580
毛利率（%）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
在线式UPS-10K以下	28.2%	32.7%	33.1%	32.0%	31.6%	32.5%
在线式UPS-10K以上(含10K)	36.1%	41.2%	41.6%	41.6%	41.3%	41.3%
离线式UPS	12.5%	17.6%	17.2%	17.1%	17.6%	18.1%
铅酸蓄电池	13.4%	12.1%	12.3%	15.0%	13.8%	13.3%
配套产品	37.3%	25.1%	17.3%	32.8%	32.1%	32.1%
光伏逆变器				25.0%	30.0%	30.0%
主营业务毛利率	22.6%	27.7%	30.6%	29.5%	30.5%	31.2%

数据来源：湘财证券

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1270	1312	1383	1506	营业收入	671	975	1293	1506
现金	977	930	972	998	营业成本	471	687	899	1035
应收账款	174	201	287	281	营业税金及附加	2	2	3	3
其他应收款	3	3	3	3	营业费用	48	78	103	120
预付账款	18	15	27	27	管理费用	55	81	107	125
存货	83	146	79	180	财务费用	4	-4	-5	-5
其他流动资产	15	18	14	17	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	202	355	541	674	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	146	180	285	327	营业利润	88	129	183	225
无形资产	47	46	45	44	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	9	129	210	303	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1472	1667	1924	2179	利润总额	89	130	184	226
流动负债	285	399	493	549	所得税	11	14	22	27
短期借款	20	0	0	0	净利润	78	116	162	199
应付账款	158	228	277	305	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	107	170	216	245	归属母公司净利润	79	116	162	199
非流动负债	6	6	6	6	EBITDA	106	133	191	237
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.69	1.01	1.41	1.73
其他非流动负债	6	6	6	6					
负债合计	291	405	499	556	主要财务比率				
少数股东权益	2	2	2	2	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	115	115	115	115	成长能力				
资本公积	871	871	871	871	营业收入	26.4%	45.4%	32.7%	16.4%
留存收益	193	274	437	636	营业利润	30.4%	47.1%	42.1%	22.7%
归属母公司股东权益	1179	1261	1423	1622	归属于母公司净利润	28.8%	46.6%	39.9%	22.6%
负债和股东权益	1472	1667	1924	2179	获利能力				
					毛利率(%)	29.7%	29.5%	30.5%	31.2%
					净利率(%)	11.8%	11.9%	12.6%	13.2%
					ROE(%)	6.7%	9.2%	11.4%	12.3%
					ROIC(%)	36.9%	33.6%	34.8%	31.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	19.8%	24.3%	25.9%	25.5%
					净负债比率(%)	6.87%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.46	3.29	2.81	2.74
					速动比率	4.16	2.93	2.65	2.41
					营运能力				
					总资产周转率	0.69	0.62	0.72	0.73
					应收账款周转率	4	5	5	5
					应付账款周转率	3.19	3.56	3.56	3.56
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.69	1.01	1.41	1.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	1.38	2.05	1.49
					每股净资产(最新摊薄)	10.25	10.96	12.37	14.10
					估值比率				
					P/E	50.22	34.26	24.49	19.98
					P/B	3.37	3.15	2.79	2.45
					EV/EBITDA	28	23	16	13

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。