

科士达 (002518)

铅酸电池复产将使盈利能力回升，光伏逆变器仍值期待

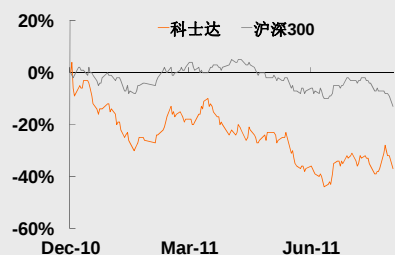
推荐 (首次)

现价：27.64 元

主要数据

行业	电气设备
公司网址	www.kstar.com.cn
大股东/持股	深圳市科士达电源设备有限公司/66.40%
实际控制人/持股	刘程宇/59.16%
总股本(百万股)	115
流通 A 股(百万股)	29
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	31.79
流通 A 股市值(亿元)	8.02
每股净资产(元)	10.42
资产负债率(%)	16.2

行情走势图



证券分析师

窦泽云 S1060210090001
0755-22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

投资要点

上半年，公司实现营业收入 4.26 亿元，同比增长 60.60%；归属上市公司股东净利润为 3775 万元，同比增长 4.73%；毛利率为 23.55%，同比下降 7 个百分点。

■ 海外国内均有较快增长

上半年，公司同步拓展大型行业机构选型入围和集中采购市场、数据中心高端 UPS 市场以及国内外区域分销市场，从而进一步扩大市场份额，使得 10K 以上 UPS 产品的销售收入和离线式 UPS 产品出口大幅提升，海外销售收入增长 60.59%，国内收入增长 63.30%。

■ 铅酸电池停产和人工成本上升是毛利率下降的主要原因

上半年，铅酸电池停产对公司经营造成较大影响，导致了供货时间延长，销售进度减慢。铅酸电池占 UPS 系统的一半左右的成本，公司外购电池进行配套销售，而受停产影响，铅酸电池价格也有上涨，因此增加了公司 UPS 的产品成本，但价格压力无法向下游转嫁，故盈利能力受到影响。此外，今年初以来普遍发生的人工成本上升也是影响公司利润率的原因。目前，公司的铅酸电池车间处于边生产边整改状态，如果不再被停产，自给的铅酸电池将可以使公司 UPS 产品利润率得到回升。

■ 光伏逆变器将逐渐放量

公司自去年进入光伏逆变器市场，拥有 550KW 以下的各种产品及部分认证，目前公司生产的光伏逆变器主要是跟随国内组件厂销往国内市场，少部分有销往意大利和南非。上半年公司光伏逆变器订单有 45MW，实现销售收入 407 万元。而不久前发改委公布了光伏上网电价政策，标志着国内市场即将启动，公司是目前国内较优秀的逆变器企业之一，有望在未来发展中分得一杯羹。

■ 投资建议

预计 2011~2013 年 EPS 为 0.81、1.17 和 1.50 元，对应 8 月 9 日收盘价的 PE 为 34.2、23.6 和 18.4 倍，估值相对较高，但我们看好公司铅酸电池行业整改后的相对优势以及光伏逆变器的发展前景，首次给予“推荐”评级。

■ 风险提示

铅酸电池行业再次被整改而令公司停产；光伏逆变器销售进度低于预期。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	550	530	671	909	1115
YoY(%)	29.9	-3.5	26.4	35.6	22.6
净利润(百万元)	42	61	79	93	135
YoY(%)	27.0	46.6	28.8	17.5	45.1
毛利率(%)	23.0	28.0	29.7	26.1	28.4
净利率(%)	7.6	11.6	11.8	10.2	12.1
ROE(%)	29.7	28.4	6.7	7.5	9.8
EPS(摊薄/元)	0.36	0.53	0.69	0.81	1.17
P/E(倍)	75.8	51.7	40.2	34.2	23.6
P/B(倍)	22.6	14.7	2.7	2.57	2.32

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
流动资产	1270	1175	1368	1618					
现金	977	816	946	1116					
应收账款	174	220	266	308					
其他应收款	3	4	5	6					
预付账款	18	25	30	35					
存货	83	109	119	151					
其他流动资产	15	1	1	2					
非流动资产	202	403	404	405					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	146	354	351	350					
无形资产	47	47	47	47					
其他非流动资产	9	2	6	8					
资产总计	1472	1578	1772	2022					
流动负债	285	339	399	476					
短期借款	20	0	0	0					
应付账款	158	234	272	326					
其他流动负债	107	106	127	150					
非流动负债	6	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	6	0	0	0					
负债合计	291	339	399	476					
少数股东 权益	2	1	1	1					
股本	115	115	115	115					
资本公积	871	871	871	871					
留存收益	193	251	386	559					
归属母公司股东权益	1179	1237	1372	1545					
负债和股东权益	1472	1578	1772	2022					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	45	80	128	163					
净利润	78	92	135	173					
折旧摊销	14	13	19	20					
财务费用	4	-23	-23	-27					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-50	-5	-5	-5					
其他经营现金流	-1	3	2	2					
投资活动现金流	-55	-210	-20	-20					
资本支出	49	216	20	20					
长期投资	-7	0	0	0					
其他投资现金流	-13	7	0	0					
筹资活动现金流	893	-32	23	27					
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	0	0	0					
其他筹资现金流	11	-12	23	27					
现金净增加额	883	-161	131	169					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
营业收入	671	909	1115	1320					
营业成本	471	672	798	945					
营业税金及附加	2	3	4	5					
营业费用	48	75	89	92					
管理费用	55	73	85	98					
财务费用	4	-23	-23	-27					
资产减值损失	2	3	3	3					
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	107	159	204					
营业外收入	2	2	0	0					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	89	108	159	204					
所得税	11	16	24	31					
净利润	78	92	135	173					
少数股东损益	-1	-1	0	0					
归属母公司净利润	79	93	135	173					
EBITDA	106	97	155	196					
EPS (元)	0.69	0.81	1.17	1.50					

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
成长能力									
营业收入	26.4%	35.6%	22.6%	18.4%					
营业利润	30.4%	21.8%	48.4%	28.3%					
归属母公司股东权益	28.8%	17.5%	45.1%	28.3%					
获利能力									
毛利率 (%)	29.7%	26.1%	28.4%	28.4%					
净利率 (%)	25.4%	23.9%	23.7%	11.8%					
ROE (%)	6.7%	7.5%	9.8%	11.2%					
ROIC (%)	36.9%	16.9%	27.0%	34.9%					
偿债能力									
资产负债率 (%)	19.8%	21.5%	22.5%	23.5%					
净负债比率 (%)	6.87%	0.00%	0.00%	0.00%					
流动比率	4.46	3.46	3.43	3.40					
速动比率	4.16	3.14	3.13	3.08					
营运能力									
总资产周转率	0.69	0.60	0.67	0.70					
应收账款周转率	4	4	4	4					
应付账款周转率	3.19	3.43	3.15	3.16					
每股指标 (元)									
每股收益	0.69	0.81	1.17	1.50					
每股经营现金流	0.39	0.70	1.11	1.41					
每股净资产	10.25	10.76	11.93	13.44					
估值比率									
P/E	40.15	34.19	23.57	18.37					
P/B	2.70	2.57	2.32	2.06					
EV/EBITDA	21	23	14	11					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257