

电气设备

报告原因：半年报

2011 年 8 月 10 日

市场数据：2011 年 8 月 10 日

总股本/流通股本(亿股)	1.15/0.29
收盘价(元)	28.94
流通市值(亿元)	20.25

基础数据：2011 年 6 月 30 日

资产负债率	16.9%
毛利率	23.67%
净资产收益率(摊薄)	3.19%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760209090154

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

科士达 (002518)

增持

收入快速增长，毛利率有望稳定，逆变器业绩
潜力巨大

首次评级

公司研究/公告点评

投资要点：

① **收入快速增长，原材料上涨影响利润增速。**上半年公司实现营业收入 42631.87 万元，同比增长 60.60%，净利润 3775.17 万元，同比增长 4.73%，利润增速远低于收入增速，主要原因由于原材料价格上涨导致公司毛利率大幅下降，毛利率由 2010 年中期的 31.15% 下降到 2011 年中期的 23.67%。

② **大宗商品价格下降有利于公司毛利率的稳定。**铅钙合金极板、变压器等是公司生产 UPS 的主要原材料，其中铅钙合金极板和变压器累计占公司产品材料成本比重为 40% 以上，其市场价格主要受基本金属如铅、铜、铝等价格波动的影响。从 LME 现货价格看铅、铜、铝 2011 年上半年价格较 2010 年上半年价格又较大幅度上涨，详见图 2-4。目前看大宗商品价格出现了较大幅度回调，公司存货周转较快，公司成本压力有望减轻，而从单季度毛利率变动趋势看，公司产品毛利率也开始稳定，详见图 1。我们认为随着公司 UPS 产品结构的调整以及原材料价格的回调，公司毛利率有望稳中有升。

③ **进口替代，UPS 收入仍有望高速增长。**在 UPS 领域公司市场份额靠前，详见图 5，产品覆盖全面。目前 UPS 领域主要份额仍被外资占领，外资巨头艾默生、APC-MGE 和伊顿市场占有率近 60%。随着公司产品知名度提升及高端产品的增长，公司产品有望实现进口替代，逐步争夺外资市场份额。此外，公司产品通过贴牌出口也保持了快速增长。考虑到进口替代以及海外市场的增长，我们预计公司在 UPS 领域仍有望维持高速增长。

④ **光伏逆变器下半年有望开始贡献利润。**公司目前已经投产 1.5K-500K 全系列太阳能逆变器产品，报告期内公司已获得 45 兆瓦逆变器产品的订单。上半光伏逆变器为公司贡献营业收入为 391.78 万元，毛利率水平达到 38.77%，净利润为-342.04 万元。随着生产规模的扩大，预计毛利率有望达到 50% 以上，利润也将大幅增长。

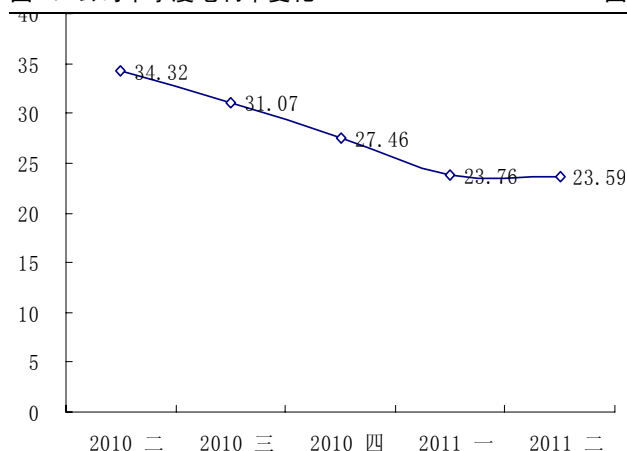
⑤ **国内光伏逆变器市场可观。**按照 2011 年和 2012 年新增装机容量 1000MW，50% 比例并网的话，按照 3 元/瓦的价格测算，未来两年国内光伏逆变器的市场容量约为 15 亿元。随着发电成本的降低 2012 年后新增有望翻倍，且并网比例有望进一步快速提升，光伏逆变器容量有望达到 30-50 亿元，详细测算见表 1。

④ **光伏逆变器业绩潜力巨大。**光伏逆变器是光伏系统核心功率调节器件，占据系统成本比例在 10-15%之间，有较高的技术含量，目前全球龙头 SMA 占据市场份额达 40%以上，第二梯队四个厂商合计占据 30%以上市场，其余超过 150 多家公司分割剩下的市场，行业集中度较高。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，上半年公司已经获得光伏逆变器订单 45 兆瓦，公司在该领域获得了实质性突破。假设公司能够占领国内 10%的市场份额，不考虑出口，公司有望在该领域获得 3-5 亿的收入，光伏逆变器的业绩潜力巨大。

④ **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.76、1.17、1.77，对应目前市盈率分别为 38、24、16 倍，估值水平并不算高，考虑到公司已经在光伏逆变器领域已经获得了实质性突破，业绩释放就在眼前，给与公司“增持”的投资评级。

④ **投资风险。**公司海外市场占比约 50%，对海外市场有一定的依赖性，欧美经济如若出现二次波动将对公司业绩产生一定影响。此外，如国家对因铅酸蓄电池生产导致环境污染的中小企业强制要求关停，那么将导致全行业面临铅钙合金极板采购价格大幅上涨、采购周期延长等风险。

图 1：公司单季度毛利率变化



资料来源：山西证券

图 2：LEM 铝现货收盘价格



资料来源：Wind

图 3: LME 铅现货收盘价格

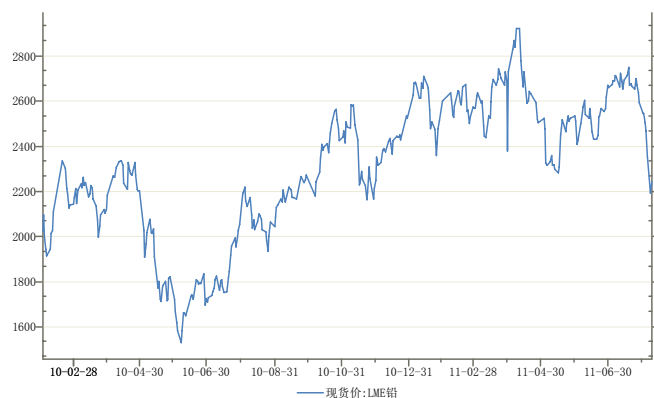
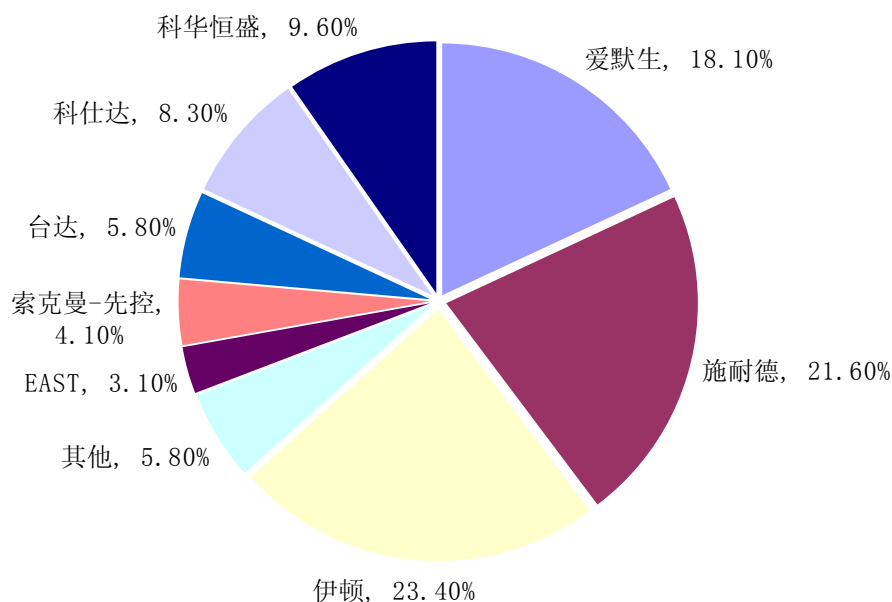


图 4: LME 铜现货收盘价格



资料来源: Wind

图5: UPS市场份额



资料来源: 山西证券

表1: 中国光伏逆变器市场容量测算

	2007	2008	2009	2010E	2011-2012	2013E
累计装机容量	100	145	305	1000	2000	4000
新增	20	45	160	695	1000	2000
增速	25.00%	45.00%	110.34%	227.87%	100.00%	100.00%
并网比例				30%	50%	60%
单位价格(元/瓦)				3.00	3.00	2.50
市场容量(亿元)				6.26	15.00	30.00

资料来源: 山西证券

表 2：国内相关上市公司太阳能逆变器进度

上市公司	进度
荣信股份	研发推进阶段
九州电气	已掌握兆瓦级风力发电变流器多项核心技术及生产工艺，预计 2010 年将全面掌握 2MW、3MW 双馈型及全功率风力发电变流器技术及单机 100KW 功率的光伏逆变器
科华恒盛	目前 2MW 双馈风机发电变流器完成样机设计；光伏逆变器处于技术储备状态
许继电气	入围金太阳工程
科陆电子	出口澳大利亚
科士达	入围金太阳工程，获得订单
和顺电气	产品研发

资料来源：山西证券

表 3：盈利预测假设（单位：万元）

	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
营业收入					
在线式 UPS(万元)	30,529.92	42,002.48	67203.97	94085.56	122311.22
离线式 UPS(万元)	12,765.53	15,289.81	24463.70	29356.44	35227.72
铅酸蓄电池(万元)	8,664.54	8,309.95	8309.95	8725.45	9161.72
光伏逆变器(万元)			1000.00	10000.00	30000.00
配套产品(万元)	758.39	1,097.88	1317.46	1580.95	1580.95
营业收入增速			52.55%	40.52%	37.94%
在线式 UPS(万元)	14.89%	37.58%	60%	40%	30%
离线式 UPS(万元)	-26.96%	19.77%	60%	20%	20%
铅酸蓄电池(万元)	-6.93%	-4.09%	0%	5%	5%
光伏逆变器(万元)			-	1000%	200%
配套产品(万元)	-37.77%	44.76%	20%	20%	
毛利率	27.97%	29.69%	24.24%	27.22%	29.59%
在线式 UPS(%)	36.42%	37.54%	30%	31%	31%
离线式 UPS(%)	17.56%	17.18%	13%	13%	13%
铅酸蓄电池(%)	12.13%	12.32%	10%	10%	10%
光伏逆变器(万元)			40%	50%	50%
配套产品(%)	25.10%	17.26%	17%	17%	17%

资料来源：山西证券

表 4：盈利预测（单位：万元）

	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
营业收入	53045.96	67056.02	102295.07	143748.39	198281.61
营业成本	38207.22	47148.75	77498.64	104624.22	139600.60
营业税金及附加	114.11	179.78	300.00	421.57	581.50
销售费用	3747.24	4807.60	7334.07	10306.08	14215.86
管理费用	3947.05	5537.34	8859.74	12403.64	16124.73



财务费用	186.44	364.13	(1600.00)	(1000.00)	(500.00)
资产减值损失	111.14	240.23	0.00	0.00	0.00
营业利润	6732.77	8778.19	9902.62	16992.87	28258.93
营业外收入	213.22	156.85	0.00	0.00	0.00
营业外支出	157.38	20.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	6788.62	8914.34	9902.62	16992.87	28258.93
所得税	644.68	1096.83	1188.31	2039.14	3391.07
净利润	6143.94	7817.51	8714.30	14953.73	24867.86
少数股东损益		(98.32)	30.00	1500.00	4500.00
归属母公司净利润	6143.94	7915.83	8684.30	13453.73	20367.86
每股收益(元)	0.53	0.69	0.76	1.17	1.77
增速	46.58%	28.84%	9.71%	54.92%	51.39%

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。