

科士达(002518)调研报告

谨慎推荐

主业 UPS 电源稳健增长，静候光伏逆变器业务开花结果
电气设备

首次覆盖

发布时间：2011 年 9 月 22 日

投资要点：

- **UPS 电源行业整体呈稳定增长，工业动力用大功率产品有较大进口替代空间。**UPS 电源行业增速在 10%左右，略高于 GDP 增速。目前已形成“3 外资+2 民营”的趋稳定竞争格局。中小功率段产品因技术壁垒低，竞争日趋激烈；而大功率段产品因外资垄断为主，利润空间高，仍是竞争蓝海。
- **公司是规模最大的本土 UPS 厂商，传统优势在中小功率段。**公司客户主要集中在金融和电信行业，尚未涉足工业领域用 UPS。公司从小功率 UPS 起家，在小功率产品市场本土品牌排名第一，大功率段产品虽起步相对晚但赶超势头强劲。
- **2011 年营收快速增长，但人工成本和原材料价格上涨一定程度制约了利润增长。**受部分往年订单转接、公司上市募集资金到位，管理运作规范、产品线完善等因素，今年营收增长强劲，远高于行业平均增速。但人工成本上涨明显，蓄电池行业停产治理、铅极板价格普涨，都压低了毛利率水平。
- **光伏逆变器是公司未来重要的增长点，预计下半年进度将加快。**因逆变技术的同源性，公司在做产品线延伸拓展时具备技术、原料采购、规模量产、销售渠道等协同优势，伴随国内光伏上网电价的确立和青海等地活跃的光伏电站招投标，预计下半年光伏新增订单和出货量将明显好于上半年。
- **预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.81、1.14、1.57 元，对应目前股价市盈率分别为 37 倍、27 倍、19 倍，公司是电力电子领域较优质的标的，主业 UPS 电源稳定增长也不乏亮点，光伏逆变器业务未来存在放量的可能性，结合当前估值水平，给予“谨慎推荐”评级。**
- **风险提示：**原料铅极板价格波动，光伏业务推进存在不确定。

业绩预测：

年度	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010	67,056	26.41	7,916	28.84	0.69	43.5
2011E	97,440	45.31	9,364	18.29	0.81	37.0
2012E	127,246	30.59	13,091	39.80	1.14	26.3
2013E	162,810	27.95	18,015	37.62	1.57	19.1

走势图



市场数据

2011-9-21

收盘价：	30.00 元
52 周最高价：	46.93 元
52 周最低价：	23.71 元
平均持仓成本：	32.00 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	11,500
流通 A 股（万股）：	2,900
每股收益（元）：	0.33
每股净资产（元）：	10.28
每股经营现金流（元）：	-1.01
市净率：	2.92

分析师：周思立 联系人：杨佳丽
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-315

FAX: (8621)6337 3209

Email: yangjl@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、UPS 电源行业的市场分析

1.1 UPS 电源的产品功能和主要下游应用领域

不间断电源(UPS)作为一种后备电源,主要功能是确保在主电源中断时连续供电,防止重要设备因为电能中断而遭受损失。按下游应用领域包括信息设备用 UPS 和工业动力用 UPS,其中,前者主要指金融、通信、政府、交通等的机房数据中心,金融和电信行业也是 UPS 电源最主要的消费行业,具体指银行、证券、保险、电信运营商等集团客户;后者主要用于驱动工业精密设备等,使用的功率段会相对高些,其应用工作环境相对恶劣,并且因使用工况不同,产品规格非标准化。目前工业动力用 UPS 市场主要仍由于少数外资企业占据,其利润率也明显高于信息领域。

1.2 UPS 电源的主要产品分类方式和细分领域机会

UPS 按工作方式分类,可分为离线式、在线互动式及在线式三大类,其中,离线式 UPS 在有市电时逆变器并不工作,其技术含量较低,因而产品单位售价和毛利率水平也较低;而在线式 UPS 中的逆变器始终处于工作状态,其输出电压稳定精度高,因而,其技术含量、价格和毛利率水平也相对离线式 UPS 要高。

按应用功率大小划分,以 10KVA 为界限,可分为大功率 UPS 和中小功率 UPS,其中,大功率段 UPS 为在线式产品,技术含量和附加值较高,是 UPS 行业中的高端产品,主要由外资品牌生产,国内中等规模以上 UPS 厂商有该功率段产品但市场份额较低;中小功率 UPS 技术较简单,市场竞争激烈,尤其是小功率段有众多中小规模 UPS 厂家在这个领域竞技;中小功率产品的需求数量庞大,占 UPS 使用总台数的 80%以上,但单价比大功率产品低很多。

总体而言,中小功率段的离线式和在线互动式产品,因为技术壁垒相对低,国内厂家已在外资中突围,并凭借综合性价比优势,形成了与国际厂商可抗衡的力量,其竞争环境激烈,已过了获得高额利润空间的时代。而大功率产品则是仍存在较大的进口替代空间,也是国内领军企业如科士达、科华恒盛拟花重笔墨去抢占的一块诱人市场。

1.3 UPS 电源的市场竞争格局:“3 外资+2 民营”的趋稳定格局

从市场竞争格局来看,由于近几年境外主要电源供应商纷纷看好中国电力电子电源市场的巨大潜力,把中国市场放在重要的战略地位,目前国内 UPS 行业的第一梯队是由伊顿、艾默生、施耐德三家跨国企业形成鼎立格局并且市场占有强劲,2008 年三家在中国市场份额合计超过 60%,三大家的技术实力雄厚,集团优势明显。而国内也涌现了一批优秀的规模超亿元的民营电源企业,如近年科士达、科华恒盛纷纷上市,借较强的技术实力和对本土市场的深刻理解领跑内资企业的前列,构成了 UPS 行业的第二梯队,因有充足的募集资金,业务发展速度较快,也开始追求多元化发展。从行业集中度来看,目前行业前五大厂商的合计份额约 75%,集中度较高,构成较为稳定的“3+2”格局,未来更多的是细分领域的差异化竞争。

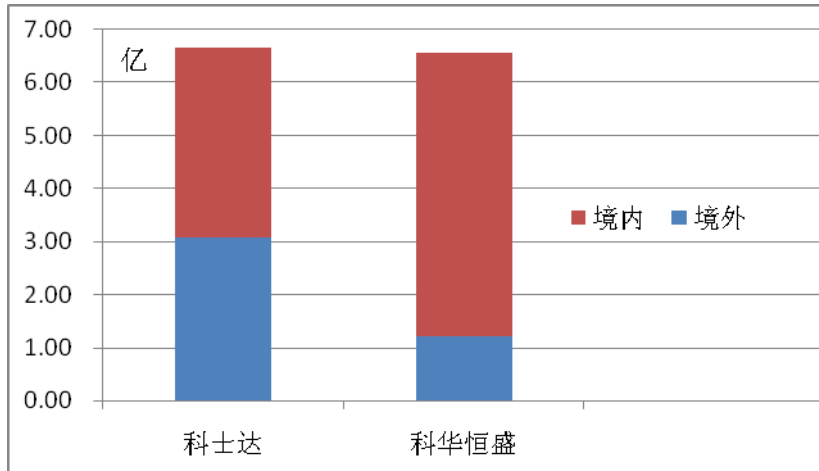
二、科士达 UPS 电源业务的经营现状

2.1 UPS 的行业地位:内资企业中,总销售规模排第一,国内市场排第二

从市场地位来看,我们比较科士达和科华恒盛 2010 年的财务数据可以发现,就总的销售规模而言,科士达(6.71 亿)略大于科华恒盛(6.62 亿),并且在小功率产品市场份额上取得了本土品牌的排名第一。但由于科士达的出口占比远高于科华恒盛,所以

就国内市场销售额而言，科华恒盛大于科士达；就外销业务规模而言，科士达大于科华恒盛。根据 CCID 发布的《2010-2011 中国 UPS 市场研究年度报告》，2010 年科华恒盛以 11.2% 的份额排名国内市场第四，我们由此测算科士达在国内的市场份额约 7.56%。

图 1 科士达和科华恒盛的销售规模、内外销比例对比



资料来源：公司年报、东北证券

2.1 UPS 的产品策略：侧重信息设备用，大功率产品虽起步晚但赶超势头强劲

从下游应用领域来看，科士达的产品几乎全部是信息设备用 UPS，金融和通信行业是公司最主要的下游行业，而公司并没有涉足工业动力用 UPS。从应用功率段来看，科士达早期以中小功率起家，而科华恒盛在大功率 UPS 和工业用 UPS 有先发优势，因而，科士达的综合毛利率相对低，但科士达也在逐步向高端大功率在线式 UPS 进军，尤其是 2011 年中报公司的在线式 UPS-10K 以上产品收入增速高达 114%，其营收比重已从 07 年的 16.58% 提高到了目前的 33.87%，工作成效显著。

2.2 UPS 业务的销售策略：海外走经销，国内直销和分销并重

科士达坚持内外销并重的发展战略，其 UPS 业务已形成境内和境外市场各占一半的格局。公司的外销主要采取 ODM 模式，并通过境外经销商渠道分销；其中，公司生产的离线式 UPS 产品几乎全部面向国际市场出口，该小功率产品主要为电能质量不稳定的国家作为家用需求，虽然毛利率较低，但需求量较稳定，该产品的策略是尽量把量做大。科士达的内销业务销售的均为在线式产品，因而境内市场毛利率高于境外市场。国内市场的营销模式是经销商分销和公司直销相结合，由于 UPS 行业的渠道有扁平化的趋势，科士达也在逐步完善并提高其直销客户的比例，目前国内市场中直销、经销模式约各占一半；若含境内境外全部市场，则直销占 25% 左右，经销约占 75%。

2.3 UPS 业务经营情况：营收快速增长，人工和原材料成长上涨压低毛利率

从 2011 年上半年的经营情况来看，科士达和科华恒盛这两家国产厂商分别实现了 60.06% 和 52.64% 的营收高增长。根据我们对行业的理解，UPS 本身是比较成熟的行业，行业整体应该是稳定增长，略高于 GDP 增速，而出现爆发式增长的可能非常小。因而，科士达今年上半年较高的营收增速，除了去年年底还有较大额订单转接到今年上半年完成的偶然因素外，也与公司上市募集资金、管理运作更加科学规范，并加大新的行业市场开拓，完善产品功率段等多方面因素有关系。从长期趋势来看，我们认为这两家公司

在国内的市场份额还将有缓慢的提升过程，从而获得略超过行业平均增速的营收增长。

但是从净利润来看，2011 年上半年未能与销售收入保持同比增长，其中，行业内普遍发生的人工成本明显上升增加了费用支出，原材料成本上涨侵蚀了部分毛利率空间，而控股子公司铅酸蓄电池生产车间也经历了近 2 个月的停产。从 UPS 产品的构成来看，主要是变换器、控制部件和储能部件，其中，储能部件为 UPS 配套的阀控式密封铅酸蓄电池，由公司自行生产配套；除内部销售外，也有部分铅酸蓄电池实现对外销售。而区别于大多数蓄电池厂商，公司生产铅酸电池所需的铅钙合金极板是通过外购来组装的，并非直接买铅来加工；铅极板也是公司采购比重最大的原材料，约占蓄电池成本的 70%，占公司全部采购成本的 30+%，也是公司目前价格波动最大的原材料。今年在铅酸电池行业大范围整顿关停的情况下，铅极板加工费从原先的 2000 元/吨左右上涨到目前 4000 元/吨左右，而公司的下游行业没有等额的成本转嫁能力，因而拉低了公司毛利率水平。

三、科士达光伏逆变器业务的经营现状

3.1 科士达介入光伏逆变器的出发点和主要优势

科士达较早地瞄准国家产业结构调整的机会，适时地切入了太阳能逆变器领域。对公司而言，一方面是在 UPS 电源核心主业的基础上进行了产品线的丰富和多元化，能较好的规避对 UPS 单一产品的依赖风险，也形成公司未来新的利润增长点；另一方面，光伏逆变器属于 UPS 电源同源技术的延伸拓展，因光伏逆变器主要是将直流电转换成交流电的逆变过程，而 UPS 电源同时包含交流-直流的整流电路和直流-交流的逆变电路，相对而言，UPS 更复杂。因而，电子电源类厂商研制该新产品本身并不存在太大技术门槛。科士达可在 UPS 和光伏逆变器在两块业务上发挥逆变技术、原材料采购、规模化生产、产能转换速度、渠道铺设（包括客户响应速度）等多方面的既有优势和协同效应。

3.2 科士达在新能源领域的经营运作和取得的主要成绩

2010 年 5 月，科士达成立了新能源公司，控股比例为 70%，其主营业务为研发、生产及销售太阳能光伏逆变器，其后也不断加大对光伏逆变技术的研发投入，并成功入围国家“金太阳工程”，成为首批并网光伏逆变器设备的 8 家供应商之一，根据对效率、可靠性、低电压穿越功能等技术性能评比，公司综合评分排名第四。国际方面，公司也已取得欧洲 CE 认证、TUV 认证、澳洲 SAA 认证等多项认证。2011 年 1 月，公司进行了少数股东股权转让，引进了河南德天程科技有限公司以加强销售渠道能力；同时由公司 9 名技术人员成立深圳同达新能投资有限公司，以起到核心技术人员激励的作用。其后，公司拟用超募资金 6300 万元对深圳新能源进行增资，上海非凡、德天程、同达新能也按持股比例进行增资，结束后新能源公司的注册资本达到 1 亿元。太阳能逆变器项目总投资 9000 万，预计达产后每年实现营收近 2 亿（估计新增光伏逆变器产能在 190-200MW 左右），利润总额近 3000 万元，项目建设周期 12 个月，从 2011 年 1 月-2011 年 12 月。

科士达目前已经投产的逆变器全部为并网型，功率段覆盖了 1.5K~500K 全系列。产品关键指标如效率和最大功率跟踪 MPPT 效率等均达到了国内领先水平。而从成本来看，公司采购的是基础元器件，自己来做整套电路板设计，并不买整个的半成品模块，因而，相比业内成熟企业依然有成本优势，我们认为这也是光伏产业链上在激烈竞争中最后能生存下来的关键因素之一。科士达上半年实现光伏并网逆变器 406.81 万元，该

业务对业绩的贡献低于市场预期。但中报披露了 45MW 的逆变器产品订单，预计年内会完成交货。2011 年 8 月 1 日，发改委下发了《关于完善太阳能光伏发电上网电价政策的通知》，正式确立了全国范围内的光伏上网标杆电价，对于日照条件较好的西北部地区可获得合理的投资回报，也点燃了青海省接近 GW 级的光伏电站项目。总体上，我们认为，公司的光伏逆变器业务在下半年的进展相比上半年将会有明显提速，预计全年的出货量或明显超过中报披露的订单额。但由于光伏逆变器的技术壁垒相对低，目前进入角逐竞争的厂家也如雨后春笋，所以未来发展过程中，一方面取决于下游需求（产能扩张本身是相对容易和快速的），另一方面也不可避免存在价格和毛利率的厮杀过程。

四、盈利预测与投资建议：

关键假设：

（1）公司主业 UPS 电源总体上保持稳定增长，预计增速仍会超过 UPS 行业平均增速，公司市场份额仍有小幅提升空间。同时，我们预计在线式 UPS-10K 以上产品的营收增速将略超过 10K 以下产品。

（2）光伏逆变器 2011 年考虑上半年新增 45MW 订单在年内交付完毕，并预计后续仍有新增订单，下半年出货量明显大于上半年。2012-2013 年考虑超募资金建设光伏逆变器项目逐步达产，2011-2013 年光伏逆变器业务保持较高的复合增长率。

（3）产品毛利率方面，因 2011 年人工成本和原材料价格上涨的现象普遍存在，且这些因素在短期内较难克服和缓解，明显拉低了公司毛利率。我们参照公司中报的毛利率，认为 2011 年全年毛利率相比 2010 年仍会有不小幅度的下降，并预计 2012-2013 年的毛利率基本维持在 2011 年的水平。

（4）期间费用率方面，管理费用和销售费用伴随公司销售规模扩张而同步增长，但费用率或呈微幅下降态势，财务费用考虑存款利息收入。

按照公司 11,500 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.81 元、1.14 元、1.57 元，归属于母公司净利润增长率分别为 18.29%，39.80%，37.62%，对应 2011 年 9 月 21 日收盘价 30.00 元的 PE 分别为 37.04 倍、26.32 倍、19.11 倍。我们认为公司是电力电子领域较优质的标的，主业 UPS 电源稳定增长也不乏亮点，光伏逆变器业务未来存在放量的可能性。结合当前估值水平，我们给予“谨慎推荐”评级。

表 1 分业务的收入和毛利率预测表（单位：万元）

产品分类	指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
在线式 UPS	销售收入	30,530	42,002	56,933	72,732	91,114
	收入增速	14.89%	37.58%	35.55%	27.75%	25.27%
	毛利率	36.42%	37.54%	32.16%	32.45%	32.66%
其中：在线式 UPS-10K 以上 (含 10K)	销售收入	13,495	21,768	32,652	44,081	57,305
	收入增速	8.74%	61.31%	50.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	44.33%	41.63%	36.00%	36.00%	36.00%
其中：在线式 UPS-10K 以下	销售收入	17,035	20,234	24,281	28,652	33,809
	收入增速	20.27%	18.78%	20.00%	18.00%	18.00%
	毛利率	32.66%	33.15%	27.00%	27.00%	27.00%
离线式 UPS	销售收入	12,766	15,290	22,170	26,604	31,925
	收入增速	-26.96%	19.77%	45.00%	20.00%	20.00%

	毛利率	17.56%	17.18%	14.00%	14.00%	14.00%
铅酸蓄电池	销售收入	8,665	8,310	9,141	10,055	11,061
	收入增速	-6.93%	-4.09%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	12.13%	12.32%	11.00%	11.00%	11.00%
光伏逆变器	销售收入			7,000	15,000	25,000
	收入增速				114.29%	50.00%
	毛利率			38.00%	38.00%	38.00%
配套产品	销售收入	758	1,098	2,196	2,854	3,711
	收入增速	-37.77%	44.76%	100.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	25.10%	17.26%	16.00%	16.00%	16.00%
主营业务	营业收入	52,718	66,700	97,440	127,246	162,810
	营收增速	-3.41%	26.52%	46.09%	30.59%	27.95%
	综合毛利率	27.70%	29.40%	26.10%	27.19%	27.97%

数据来源：东北证券

表 2 盈利预测表（单位：万元）

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	53,045.96	67,056.02	97,440.36	127,246.12	162,810.31
减：营业成本	38,207.22	47,148.75	72,008.97	92,653.78	117,272.25
减：营业税金及附加	114.11	179.78	263.09	343.56	439.59
销售费用	3,747.24	4,807.60	8,282.43	10,434.18	13,024.83
管理费用	3,947.05	5,537.34	7,795.23	9,925.20	12,210.77
财务费用	186.44	364.13	-1,753.93	-1,272.46	-976.86
资产减值损失	111.14	240.23	300.00	350.00	400.00
加：投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	6,732.77	8,778.19	10,544.56	14,811.86	20,439.74
加：营业外收入	213.22	156.85	200.00	200.00	200.00
减：营业外支出	157.38	20.70	20.00	20.00	20.00
利润总额	6,788.62	8,914.34	10,724.56	14,991.86	20,619.74
减：所得税	644.68	1,096.83	1,340.57	1,873.98	2,577.47
净利润	6,143.94	7,817.51	9,383.99	13,117.88	18,042.27
减：少数股东损益	0.00	-98.32	20.00	27.00	27.00
归属于母公司所有者的净利润	6,143.94	7,915.83	9,363.99	13,090.88	18,015.27
股本（万股）	8,600.00	11,500.00	11,500.00	11,500.00	11,500.00
摊薄每股收益(元)	0.71	0.69	0.81	1.14	1.57

数据来源：东北证券

五、风险提示：

原材料铅极板价格波动导致毛利率下滑，大功率段 UPS 产品未来竞争格局或趋于激烈，光伏逆变器进展存在不确定性。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。