

电气设备

科华恒盛 (002335.SZ) / 21.23 元

不间断电源，不间断复合 30%成长

独到见解

公司内资 UPS 市场份额第一、大功率产品行业第三。我们认为，公司未来三年 30% 增长远超行业 8% 增速，本质是“科龙”品牌 23 年行业发展积累的 UPS 全系列产品 and 精锐的直销团队。其中，信息类 UPS 业务占比 70%，毛利 31%，除 09 年受金融危机影响外，增速 30%-40%；工业动力 UPS 内资首家，业务占比 16%，毛利 48%，年增速逐年升高至 40%。06-10 年公司净利润保持了 30%-60% 高速增长，综合毛利不低于 30%。我们预计，未来公司传统型和节能型 UPS 产品整体保持 30% 以上增长是大概率事件，风电变流器、光伏逆变器等新能源产品增加公司业绩弹性。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.69、0.97、1.26 元，对应今日 21.23 元股价，PE 为 31、22、17 倍。首次给予“推荐”评级。

投资要点

- 1. 优质的管理团队，清晰的发展思路，保证走在正确的发展道路上。**
公司 23 年行业发展经验，大多核心员工持股，保证了公司稳定。成立以来，公司坚持发展主业，已在国内率先形成大、中、小功率全系列 UPS 产品以及解决方案。借助底层技术相通的优势，公司稳步拓展节能、新能源领域。
- 2. UPS 是公司主业，下半年信息化订单充足，两年 30% 增长有强力支撑。**
公司是国内大功率第三、行内资第一品牌，其对行业的理解和快速响应能力深得客户信爱，具有进口替代优势。凭借为客户提供解决方案的能力，未来两年 30% 的增长远超行业 8% 的增速。
- 3. 国内光伏逆变器有望明年爆发，混战中的超级战士，有望走出独立行情。**
国内光伏装机 11 年超过 1GW，十二五规划 15GW，为光伏逆变器发展提供想象空间。公司全系列产品已经通过金太阳认证，有望受益光伏逆变器行业发展机会。
- 4. 股权激励约束条件偏低，超预期是大概率事件。**

风险提示

铅酸电池行业波动可能增加企业成本弹性以及接单能力。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	662	993	1324	1761
同比增速(%)	42%	50%	33%	33%
净利润(百万)	93	110	154	201
同比增速(%)	33%	18%	40%	31%
每股盈利(元)	1.19	0.69	0.96	1.26
市盈率(倍)	17.89	30.98	22.05	16.88

证券分析师：李大军
执业编号：S0360511070002

联系人：张文博
Tel: 010-66500826
Email: zhangwenbo@hczq.com

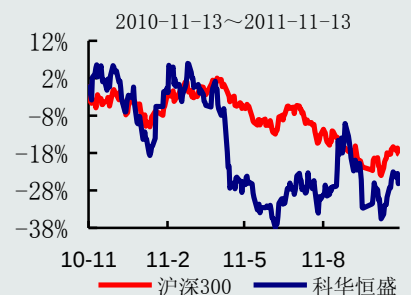
投资评级

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)	15997
流通 A 股/B 股(万股)	4602/0
资产负债率(%)	30.4
每股净资产(元)	5.34
市盈率(倍)	30.98
市净率(倍)	3.98
12 个月内最高/最低价	65.46/17.6

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

目 录

一、UPS 保证增长，逆变器增加弹性，3 年复合不低于 30%增长	4
二、国内 UPS 应用不断拓展，行业洗牌可能性不大	5
（一）UPS 应用领域不断拓展，未来覆盖全部用电领域	5
（二）技术、成本、规模、品牌四大行业进入壁垒	5
（三）行业格局形成，洗牌可能性不大	7
三、完善的 UPS 全系列产品，精锐的直销团队，保证公司强者恒强	9
（一）技术实力超前和市场需求稳定保证科华强者恒强	9
1、重视研发，一直走在国内 UPS 公司最前端	9
2、海外业务扩张明显，国内应用领域拓宽，产品竞争力不断提升	10
（二）完善产品系列、创新盈利模式，从红海走向蓝海	11
（三）直销渠道建设是公司长期立足行业龙头的法宝	13
四、下半年信息化 UPS 电源订单充足，持续稳定增长的强力支撑	14
（一）收入、毛利双提升，业绩稳定增长	14
（二）信息化产品占工业和信息化 UPS80%以上，业绩体现在下半年	15
五、稳步拓展工业、建筑、新能源领域，培育新兴市场	16
六、优质的管理团队，清晰的发展思路，保证走在正确的发展道路上	17
七、股权激励约束条件偏低，超预期是大概率事件	18
八、盈利预测及投资建议	19
九、风险提示	20
（一）铅酸电池行业波动可能增加企业成本弹性以及接单能力	20
（二）汇率上涨预期，不利于出口	20
附录：财务预测表	21

图表目录

图表 1 公司以节能型工业、信息化 UPS 为基础，拓展新能源领域.....	4
图表 2 国内 UPS 市场每年增速稳定在 8%左右.....	5
图表 3 UPS 电源底层技术是逆变的应用.....	6
图表 4 UPS 行业上中下游分析.....	6
图表 5 原材料成本占比超过 70%，规模优势将降低成本.....	7
图表 6 中国 UPS 电源已经由进口走向出口.....	7
图表 7 中国 UPS 市场三大主力厂商拓展产品线分析.....	8
图表 8 四股力量已经形成，后来企业很难突破大公司封锁.....	8
图表 9 2008 年国内前九家信息设备用 UPS 电源生产企业排名，科华恒盛内资第一.....	9
图表 10 公司重视研发与测试，在三地均设有研发部门.....	9
图表 11 公司产品性能及行业地位均稳步提升.....	10
图表 12 公司海外业务逐年提高印证产品竞争力提升.....	10
图表 13 公司成功突破 UPS 电源领域四壁垒，产品跻身国际品牌.....	11
图表 14 科华恒盛全系列产品为不同领域客户提供解决方案.....	12
图表 15 科华恒盛机房一体化解决方案为客户节省成本，增加稳定性与易用性.....	12
图表 16 直销为主、分销为辅的模式有利于贴近客户、树立品牌.....	13
图表 17 智慧电能领导者，由产品升级到方案解决，覆盖领域拓宽.....	13
图表 18 以 UPS 为主业，5 年收入复合增速 32% （单位：万元）.....	14
图表 19 全系列产品，综合解决方案保证公司产品毛利.....	14
图表 20 公司信息化 UPS 业务占工业和信息化超过 80%.....	15
图表 21 公司上半年与下半年工业和信息化 UPS 占比大概是 3:7.....	15
图表 22 公司由单一 UPS 系统，稳步发展新产品，培育新型市场.....	16
图表 23 2008 年国内工业动力 UPS 应用领域.....	16
图表 24 以小功率 UPS 为基础，凭借自身技术实力，逐渐拓展大功率产品.....	17
图表 25 上市前股权结构相对合理，保证公司稳定发展.....	18
图表 26 股权激励约束条件偏低，超预期是大概率事件.....	18
图表 27 分产品预测公司经营状况.....	19
图表 28 人民币汇率中间价年初至今已经下跌了 4.62%.....	20

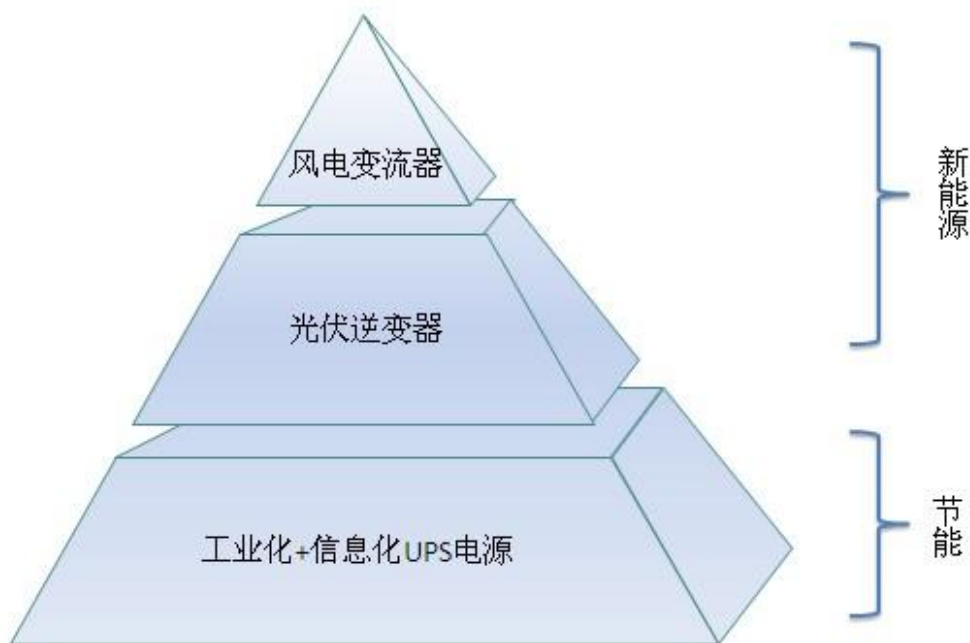
一、UPS 保证增长，逆变器增加弹性，3 年复合不低于 30% 增长

公司内资 UPS 市场份额第一、大功率产品行业第三。我们认为，公司未来三年 30% 增长远超行业 8% 增速，本质是“科龙”品牌 23 年行业发展积累的 UPS 全系列产品和精锐的直销团队。其中，信息类 UPS 业务占比 70%，毛利 31%，除 09 年受金融危机影响外，增速 30%-40%；工业动力 UPS 内资首家，业务占比 16%，毛利 48%，年增速逐年升高至 40%。06-10 年公司净利润保持了 30%-60% 高速增长，综合毛利不低于 30%。

上半年公司主要业务集中于工业化，下半年以信息化为主。鉴于金融业信息化订单多为大单并集中于下半年，且中报显示该类公司业绩超预期，企业下半年采购信息化设备动力十足，因此我们预计科华恒盛下半年 UPS 订单将好过上半年。

我们预计，未来公司传统型和节能型 UPS 产品整体保持 30% 以上增长是大概率事件，风电变流器、光伏逆变器新能源产品增加公司业绩弹性。UPS 和光伏逆变器行业未来拼的是成本。公司在内资大功率 UPS 行业市场份额第一，占据规模优势；同时其对行业的理解和快速响应能力深得客户信爱，业绩稳定增长可以保证；随着“十二五”国内光伏对逆变器的需求增加，公司业绩弹性得以体现。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.69、0.97、1.26 元，对应今日 21.23 元股价，PE 为 31、22、17 倍。首次给予“推荐”评级。

图表 1 公司以节能型工业、信息化 UPS 为基础，拓展新能源领域



资料来源：华创证券

二、国内 UPS 应用不断拓展，行业洗牌可能性不大

（一）UPS 应用领域不断拓展，未来覆盖全部用电领域

UPS 是指不间断电源，其核心部件包括主机和储能部件两大部分，主机主要指逆变单元，储能主要是铅酸电池单元。UPS 是在交流电输入正常或者异常时，为确保负载设备稳定、可靠工作，提供不间断供电的稳定电源。随着功率、稳定性、成本、适用性等关键指标不断突破，UPS 将覆盖全部用电领域，保障生产、生活安全、平稳用电。未来随着中国经济稳定发展，成套机房、电子商务、3G 网络、云计算等信息化和工业化建设的持续深入，中国 UPS 电源市场呈现增长态势。

图表 2 国内 UPS 市场每年增速稳定在 8% 左右

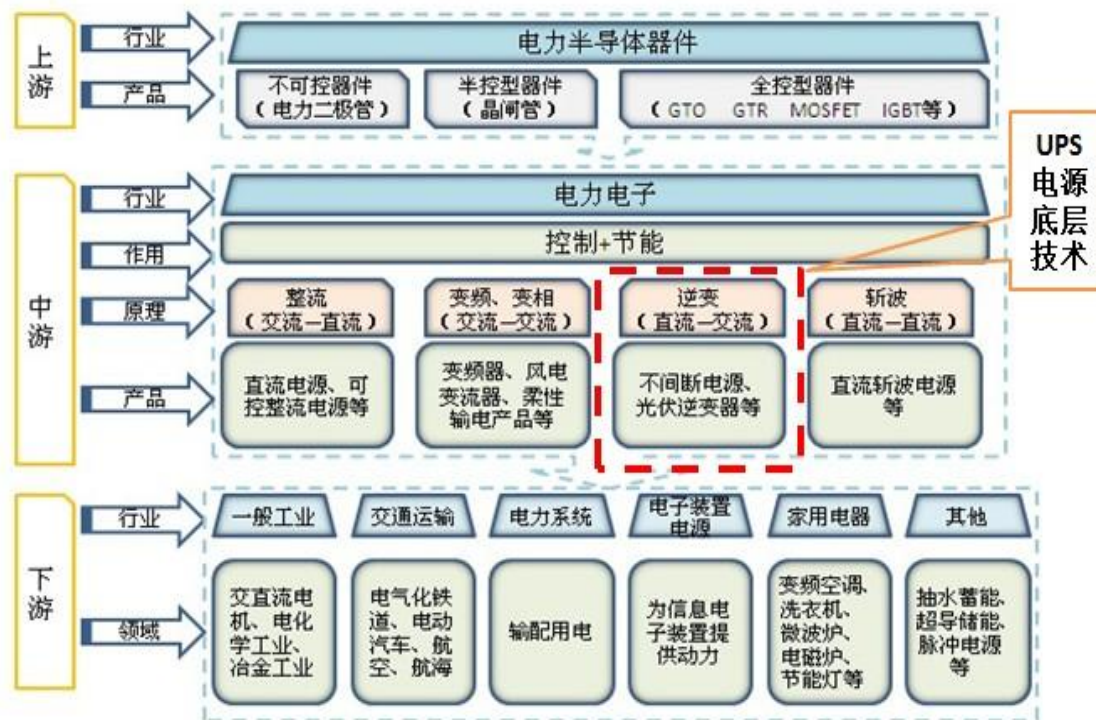


资料来源：ICTresearch 2011, 03

（二）技术、成本、规模、品牌四大行业进入壁垒

UPS 电源属于电力电子产品，其底层技术是逆变技术的应用。看似原理与整流、变频、斩波相通，但是想在行业内做出影响力，需要突破技术、成本、规模、品牌四大进入壁垒。

图表 3 UPS 电源底层技术是逆变的应用



资料来源：华创证券

UPS 电源上游是电力电子元器件、电气产品，以及软硬件设计，下游应用领域较广，报告金融、电信、制造、政府、教育、交通、能源、医疗等众多领域。

图表 4 UPS 行业上中下游分析

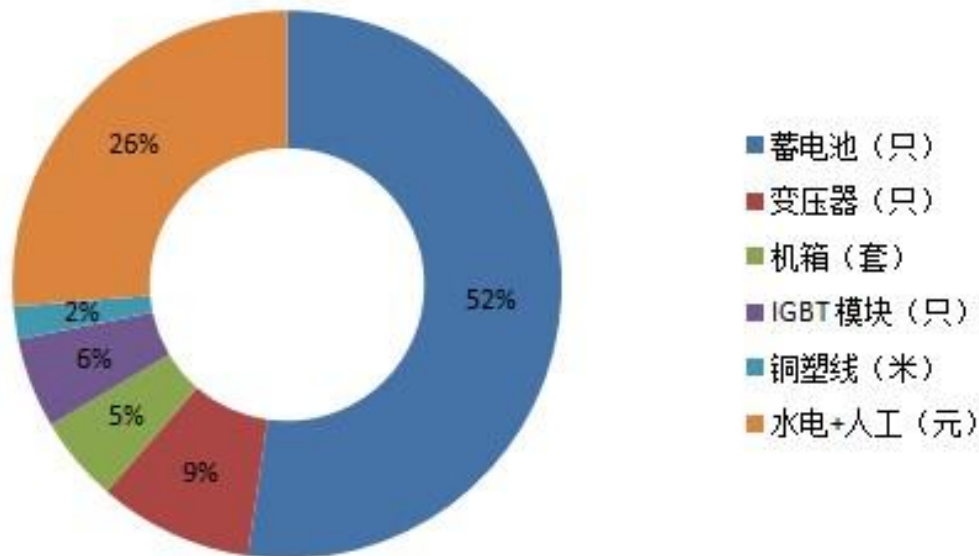


资料来源：华创证券

虽然蓄电池成本占比 50%左右，且今年二、三季度铅酸电池经历了缺货、涨价等过程，但是行业经验丰富，能够提供更加贴近客户需求的 UPS 电源供应商，可以通过行业影响力、提高产品价值等方案，将电池成本部分转嫁给下游。

在这次铅酸电池涨价过程中，1~2KVA 的电动自行车用小功率铅酸电池涨价最为明显，大功率铅酸电池涨价幅度不如小功率明显。科华恒盛通过长期的行业信誉与优良的产品品质，以更加优惠的付款条件等方案，与铅酸电池供货商形成利益共同体，并与下游客户达成合作协议，部分传导了铅酸电池行业波动带来的经营风险，有效抵御了铅酸电池供给紧张给公司带来的影响。总体来说，公司铅酸电池供货未受影响，电池成本上涨 2%，属于可控范围内。

图表 5 原材料成本占比超过 70%，规模优势将降低成本



注：成本占比已经统一换算成元来计算

资料来源：华创证券

（三）行业格局形成，洗牌可能性不大

虽然 UPS 电源的发展在中国已经有 20 多年时间，但是产品线的完整度和大功率两项关键指标，以及销售规模是否上 5 亿，代表了公司的实力。经过多年积累，国内 UPS 电源行业已经形成四股力量，技术、规模、渠道、品牌、成本等因素决定了市场格局很难变化；后来公司也很难突破大公司多年的技术、市场封锁，行业格局基本稳定。

图表 6 中国 UPS 电源已经由进口走向出口

发展阶段	详细描述
纯进口阶段 (1991 年以前)	在此期间内，中国市场 UPS 产品几乎全部依赖进口，国内厂商主要经销或组装小功率进口产品。
进口替代阶段 (1991—2005 年)	1991—1995 年：国内部分厂商推出 3KVA 以下的产品，5KVA 以上的产品仍全部为进口；
	1996—2000 年：国内部分厂商陆续推出中大功率 5—20KVA 产品，UPS 价格开始稳步下降，国内厂商的中功率 UPS 市场份额逐步提升。
	2001—2005 年：国内少数厂商推出 20KVA 以上三相输出大功率产品，掌握了包括多机并联技术在内的各项高端技术，进口 UPS 价格明显下降，国内厂商的高端 UPS 市场份额逐步提升。
出口替代阶段 (2005 年至今)	国内具备规模优势的 UPS 厂商开始跨出国门，输出高端 UPS 产品，在世界范围内与国内知名品牌竞争。

资料来源：华创证券

图表 7 中国 UPS 市场三大主力厂商拓展产品线分析

厂商	近3年并购品牌	描述
 Eaton Powering Business Worldwide	 POWERWARE POWERING THE WORLD  SANTAK An Eaton Brand  wright · line An Eaton Brand	伊顿在并购了配电的厂家后，于2010年又并购了机柜厂家，但是伊顿没有空调制冷方面的经验，所以在中国区和佳力图进行合作。如果伊顿也并购或代理制冷产品，则产品线也基本封面，发展潜力较大。
 Schneider Electric	 MGE UPS SYSTEMS  APC  UNIFLAIR®	施耐德产品线也很全，但是制冷领域一直不行。2010年以前施耐德依靠1947年创建于汉堡的史图斯拓展制冷领域，2011年初两家分开。2010年底收购了优力，但是空调的实力一般。如果可以理顺施耐德原有高低压配电体系，则实力不可小觑，可以和艾默生一较高下。
 EMERSON Network Power	 CHLORIDE  Avocent	艾默生是业内数据中心产品线最全、实力也很强的厂商，包含了供配电、制冷、运维等几乎所有基础设施产品。艾默生本土化做的也比较好，制造和研发实力都很强。

资料来源：ICTresearch 华创证券

图表 8 四股力量已经形成，后来企业很难突破大公司封锁

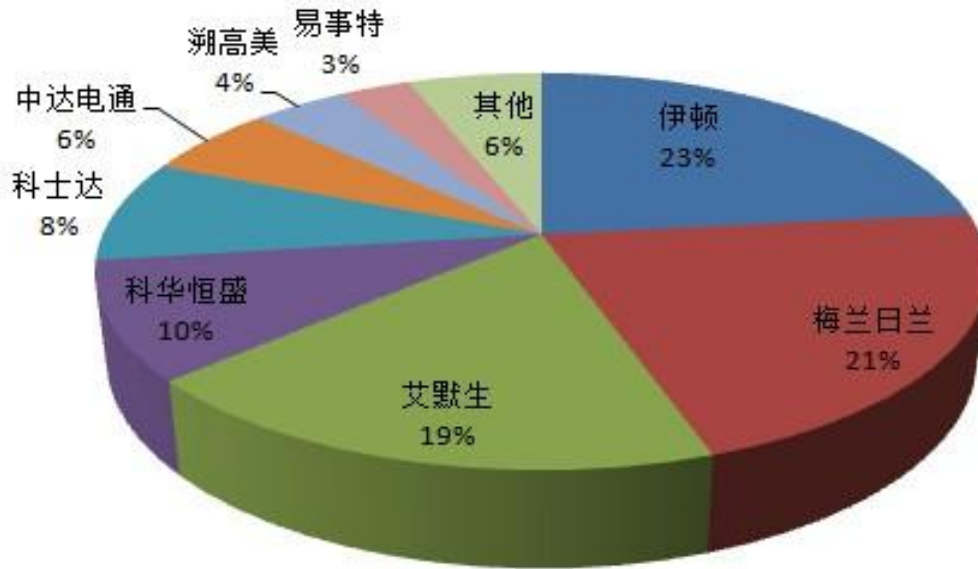


资料来源：华创证券

三、完善的 UPS 全系列产品，精锐的直销团队，保证公司强者恒强

完善的 UPS 全系列产品，精锐的直销团队，这些优势保证公司在国内 UPS 电源领域强者恒强。国内信息设备用 UPS 电源销售量，科华恒盛连续多年保持第一。工业用 UPS 电源几乎被国外垄断，国内目前只有科华恒盛一家具有规模化生产能力。

图表 9 2008 年国内前九家信息设备用 UPS 电源生产企业排名，科华恒盛内资第一



资料来源：ICTresearch

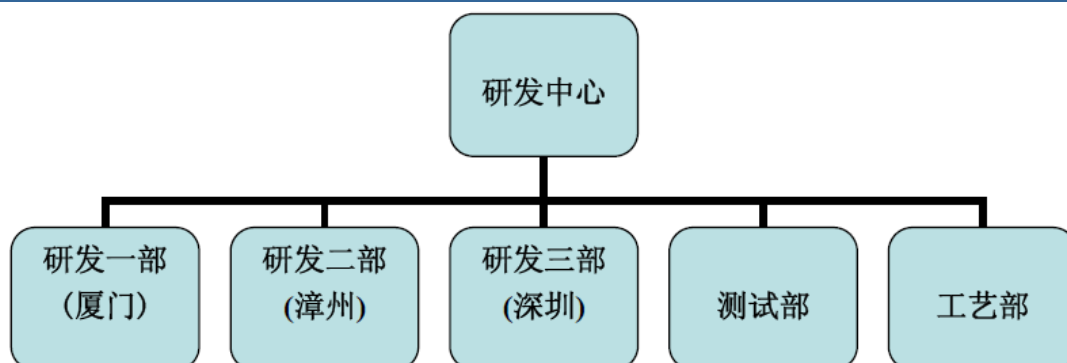
（一）技术实力超前和市场需求稳定保证科华强者恒强

面对已经形成的寡头垄断型市场，单靠成本或是技术很难改变行业格局，能够有技术支持和满足客户需求才能够在 UPS 市场逐渐抢占市场份额，完成国产品牌进口替代的进程。

1、重视研发，一直走在国内 UPS 公司最前端

目前公司现拥有员工近 2000 人，在厦门、漳州、深圳、北京四地设立了 5 家全资子公司、1 家中法合资公司、3 个电源研究中心、4 个现代化电源生产基地、1 个业界最先进的 UPS 及 EMC 检测中心。科华恒盛已经将产品重点由小功率产品提升到发展中大功率 UPS 产品和全面一体化电源解决方案。除自主研发外，公司还与华中科技大学、浙江大学、南京航空航天大学、以及意大利专业 UPS 研究所、印度专业 UPS 研究所、西班牙专业 UPS 研究所等建立“产学研”合作关系，取得了丰硕的成果。

图表 10 公司重视研发与测试，在三地均设有研发部门



资料来源：公司公告 华创证券

技术支撑结合多年的市场渠道培育，使公司具备和施耐德、三特等大型企业直接竞争；公司产品成功入围中国电信、中国联通、中国移动、中国农业银行、中央国家机关等重大工程；500-600KVA 大功率 UPS 设备在工业新领域成功应用。这些行业应用树立了公司的行业地位。

图表 11 公司产品性能及行业地位均稳步提升

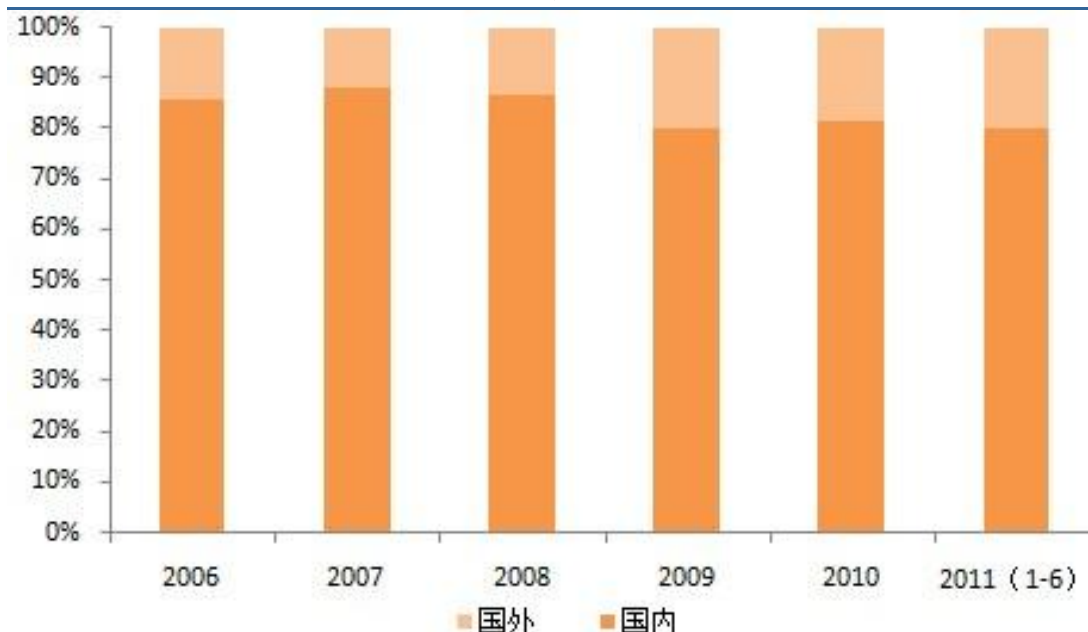
序号	功率等级	年代和描述	重要事项
1	0.5 — 2KVA 离线式	针对中国国情的产品开发,创造细分市场优势 (1988-1992 年)	最早开发出长延时型 UPS, 奠定了科华公司在金融、保险、税务等系统的行业地位
2	1-3KVA 在线式	不断技术创新,挑战国外品牌的技术地位 (1992-1995 年)	打破了当时在线式 UPS 完全从美国、欧洲、台湾进口的格局,动摇了国际知名品牌厂家在小功率领域的技术垄断地位。
3	5-20KVA 在线式	不断技术积累,进军高端应用领域 (1995-2001 年)	科华国产化的 10KVA、20KVA 中大功率 UPS 一举战胜国外品牌,赢得上千台订单
4	20 — 1200KVA 在线式	积极拓展高端技术,打破国外在高端市场的技术垄断 (2001-目前)	成为国内 UPS 厂家中的龙头企业、本土最大的高端 UPS 提供商

资料来源：华创证券

2、海外业务扩张明显，国内应用领域拓宽，产品竞争力不断提升

2009 年起公司海外业务扩展明显，海外业务占比逐年提高，说明产品已经具备国外同类产品替代优势。

图表 12 公司海外业务逐年提高印证产品竞争力提升



资料来源：公司公告 华创证券

凭借 23 年的行业积累，公司自主培养了 3 名享受国务院特殊津贴的专家，并组建了 100 多人的中国本土 UPS 行业最大的研发团队。通过技术、品牌、市场、渠道的不断积累，公司逐一实现了上述四个突破，产品先后获得多项国家专利，并承担了 30 多项国家级火炬计划，产品成功应用于北京鸟巢国家体育场、三峡枢纽工程、上海世博会、金税工程、首都机场、国税总局、广电总局、安哥拉足球亚洲杯国家主赛场等重大项目，起到了明显的示范效应，为公司在行业内奠定了深厚的基础。

图表 13 公司成功突破 UPS 电源领域四壁垒，产品跻身国际品牌

壁垒	优势	详细描述
技术壁垒	认证优势	ISO9001
		ISO14001
		CE
		TUV
		UL
		泰尔中心 TLC
		国防通信网设备器材进网许可
		广播电视设备器材入网认定
	技术优势	内资唯一工业 UPS 供应商，0.5KVA 到 1200KVA 的全线 UPS 产品均为自主研发，大功率高端产品领先
成本壁垒	产品优势	产品线齐全，提供一体化解决方案
	规模优势	量大面广的采购和生产成本优势
	定价优势	较高的产品性能价格比
	品牌优势	长期的品牌积累，知名度和忠诚度内资第一
品牌壁垒	售后优势	“主动式三级服务体系”，及时高效的售后服务和技术支持
规模壁垒	渠道优势	完善合理的销售网络布局，垂直管理更加高效，营业收入超 5 亿

资料来源：华创证券

在此技术上，公司还成功推出了大功率高频化 UPS 电源设备、风电双馈变流器、太阳能逆变器、风能控制系统电源设备、各系列 UPS 设备成本优化新品等多项新产品，有力地支持了市场推广，逐渐形成行业综合方案解决商。行业解决方案配合品牌优势，使公司在内资 UPS 电源领域独树一帜。

（二）完善产品系列、创新盈利模式，从红海走向蓝海

信息中心作为企业的核心，受应用环境和具体需求不同而不尽相同，这在招标时体现的是能够为客户提供一化解决方案的厂商占有招标优势。国际能够提供机房一体化业务的 UPS 公司有艾默生、梅兰日兰等，国内目前只有科华恒盛一家公司，其难点在于需要具有全系列产品以及各行业的深入了解。

图表 14 科华恒盛全系列产品为不同领域客户提供解决方案

UPS 电源系统按应用分类	功率类型	应用使用功率	产品系列	工作环境	技术复杂度	用途	特点	主要应用领域
信息设备用 UPS 电源	小功率	<3KVA	KI/KR/小卫士	较好	★	保证信息安全	阻性负载、容性负载、整流性负载	金融、信息、通信、国防安全、航空航天、交通等领域，保证其计算机信息系统、通讯系统、数据网络
	中功率	3KVA≤功率<10KVA	KI/KR/FR-UK	较好	★★		阻性负载、容性负载、整流性负载	
	大功率	≥10KVA	FR-UK	较好	★★★		阻性负载、容性负载、整流性负载	
工业动力用 UPS 电源	大功率	10KVA≤功率<100KVA	FR-UK**P	恶劣	★★	保证安全和质量	电机类感性负载	电力、石油化工、汽车工业、钢铁、半导体加工、有色金属、煤炭、建筑、医药、食品、军事等
	超大功率	≥100KVA	FR-UK**PG	恶劣	★★★		电机类感性负载	

资料来源：华创证券

凭借自身研发实力，科华恒盛突破跨国公司的壁垒，在国内率先推出机房一体化解决方案，提供空调、监控、门禁、主机等产品的咨询、规划、设计、制造、安装和维护全套解决方案，为客户节省了成本，增加了系统的稳定性与易用性，获得良好的市场反应。公司 2010 年建立了一批样板机房，现已与 IBM、华为等公司展开合作，UPS 竞争力明显提高。

图表 15 科华恒盛机房一体化解决方案为客户节省成本，增加稳定性与易用性



资料来源：华创证券

(三) 直销渠道建设是公司长期立足行业龙头的法宝

1989 年起，公司就大力发展 UPS 在信息领域的应用，是国内最早涉足该领域的公司之一。公司坚持为客户创造价值的经营理念，形成以直销为主，分销为辅的销售模式。经过 23 年的发展，公司从最初的以“科龙”品牌参与系统信息化建设，到后来顺利通过工、农、中、建四大行的 UPS 设备选型，并进入人行、人民保险、人寿保险等金融系统的采购名单。通过技术进步与行业突破，公司从金融领域成功渗透到冶金、化工、汽车制造、建材玻璃、电力新能源等领域，获得国税总局、中国电信、中国联通、中国铁通、中央国家机关、军队装备物资、中国石油天然气管道、蓝星化工集团等供应商资格，并与华为等知名企业建立了战略合作伙伴关系，未来逐渐进军通讯领域。

图表 16 直销为主、分销为辅的模式有利于贴近客户、树立品牌



资料来源：ICTresearch 华创证券

图表 17 智慧电能领导者，由产品升级到方案解决，覆盖领域拓宽



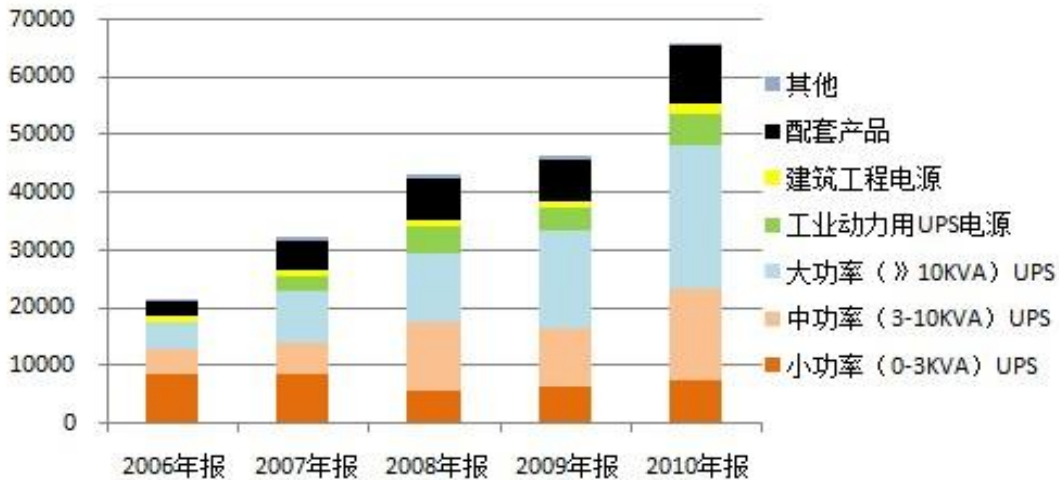
资料来源：华创证券

四、下半年信息化 UPS 电源订单充足，持续稳定增长的强力支撑

（一）收入、毛利双提升，业绩稳定增长

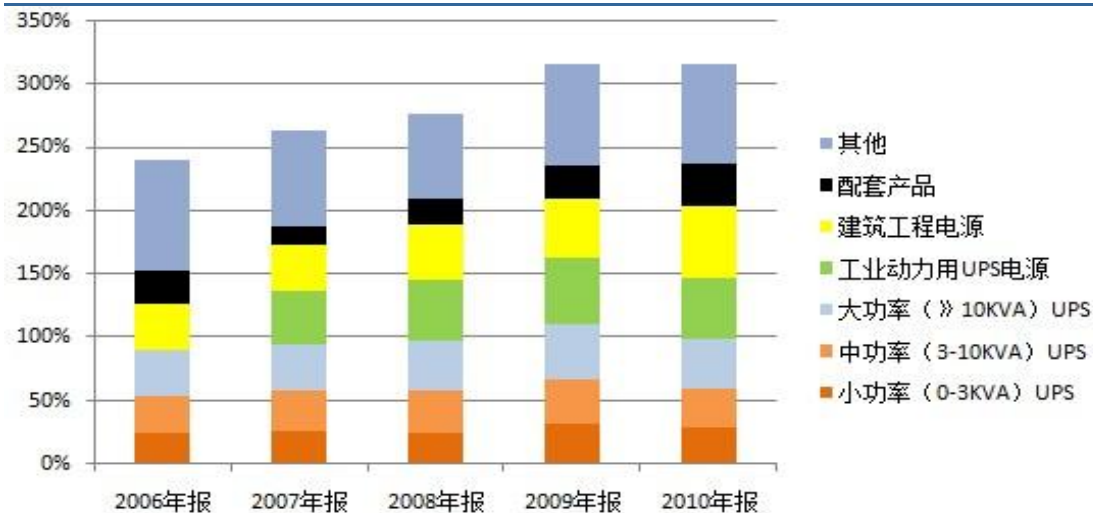
整体看来，公司收入逐年增长，毛利稳步提升，中小功率产品竞争逐渐激烈。虽然经历了 08~09 年的金融危机，但是公司仍然实现了 5 年收入 32% 的复合增速。凭借自身研发，公司大功率 UPS 电源业务占比不断提高。11 年上半年公司工业 UPS 电源系统实现收入 5452 万，实现翻番，毛利 48.63%；信息化 UPS 电源系统完成收入 2.25 亿，同比增长 31.34%，毛利 31.34%，业务占比 62%。

图表 18 以 UPS 为主业，5 年收入复合增速 32% （单位：万元）



资料来源：公司公告 华创证券

图表 19 全系列产品，综合解决方案保证公司产品毛利



资料来源：公司公告 华创证券

UPS 行业需求主要分工业和信息业两部分，其中信息业订单集中在下半年，且规模远远大过工业。信息化订单主要来自银行、券商等金融、数据服务公司。这些公司盈利能力优于其他行业，且对 UPS 产品需求呈现刚性。

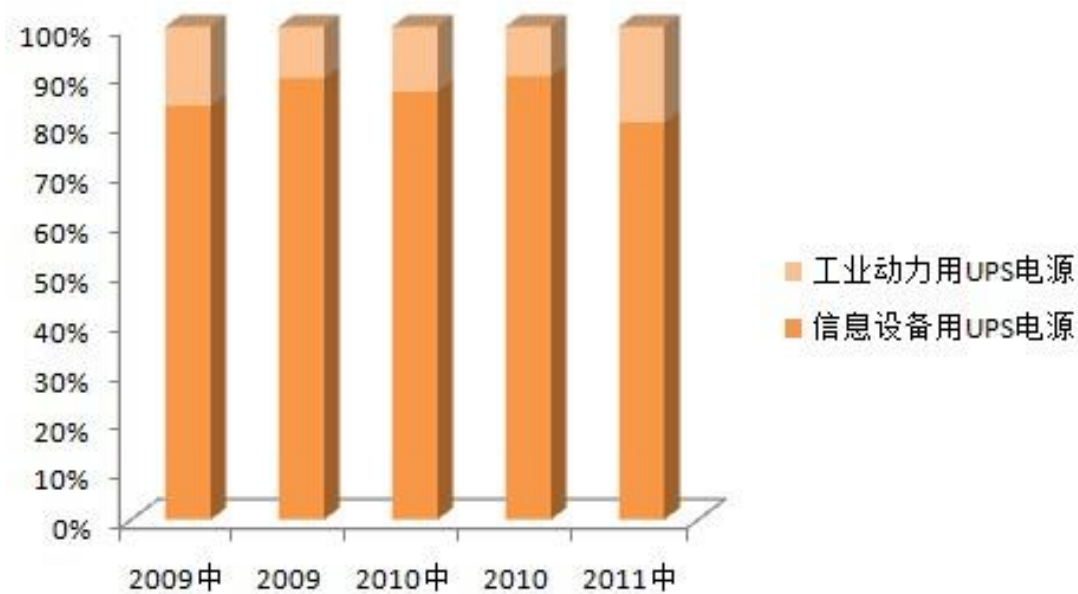
工业化订单毛利和门槛双高，能提供工业用 UPS 电源的公司，代表企业对行业的理解深入和对先进技术的掌握程度高。信息化订单一般需要公司产品性能具有优势、大中小产品线完整，能够提供解决方案。

因此我们判断：公司技术优秀，产品线完整，解决方案能力强。公司下半年信息化 UPS 电源订单充足，其业务占营业收入 70%，需求稳定。这些为公司未来两年 30% 的增长提供强力支撑。

（二）信息化产品占工业和信息化 UPS80%以上，业绩体现在下半年

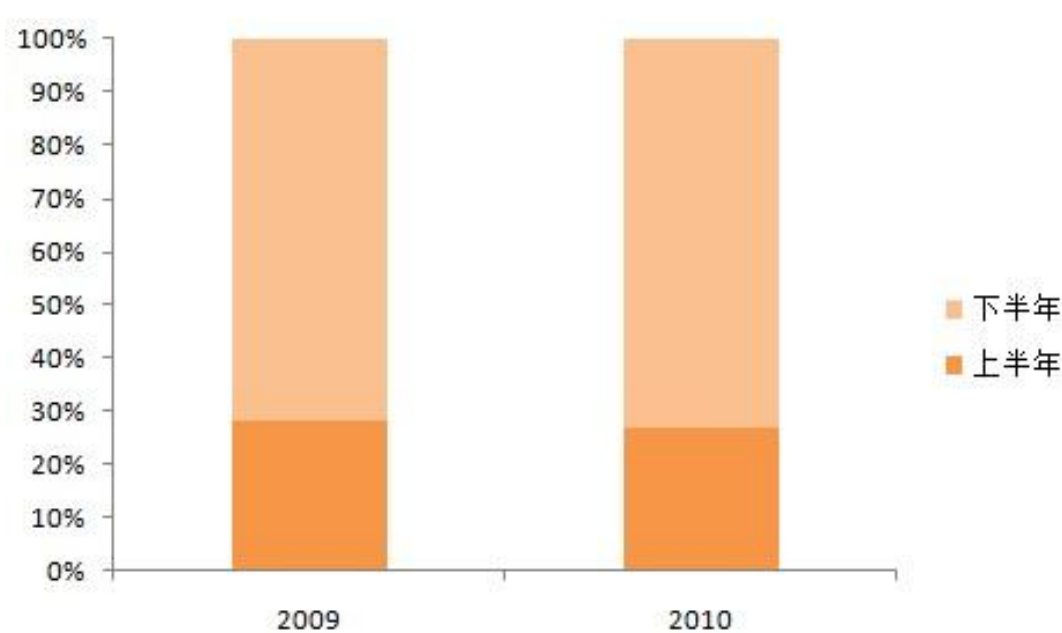
上半年公司主要业务集中于工业化，下半年以信息化为主。鉴于金融业信息化订单多为大单并集中于下半年，且中报显示该类公司业绩超预期，企业下半年采购信息化设备动力十足，从往年的情况看，公司信息化 UPS 业务占营业收入的比例超过 70%，且集中在下半年。公司上半年与下半年的收入比例大概是 3:7，比较稳定。因此预计科华恒盛下半年 UPS 订单将好过上半年。

图表 20 公司信息化 UPS 业务占工业和信息化超过 80%



资料来源：公司公告 华创证券

图表 21 公司上半年与下半年工业和信息化 UPS 占比大概是 3:7

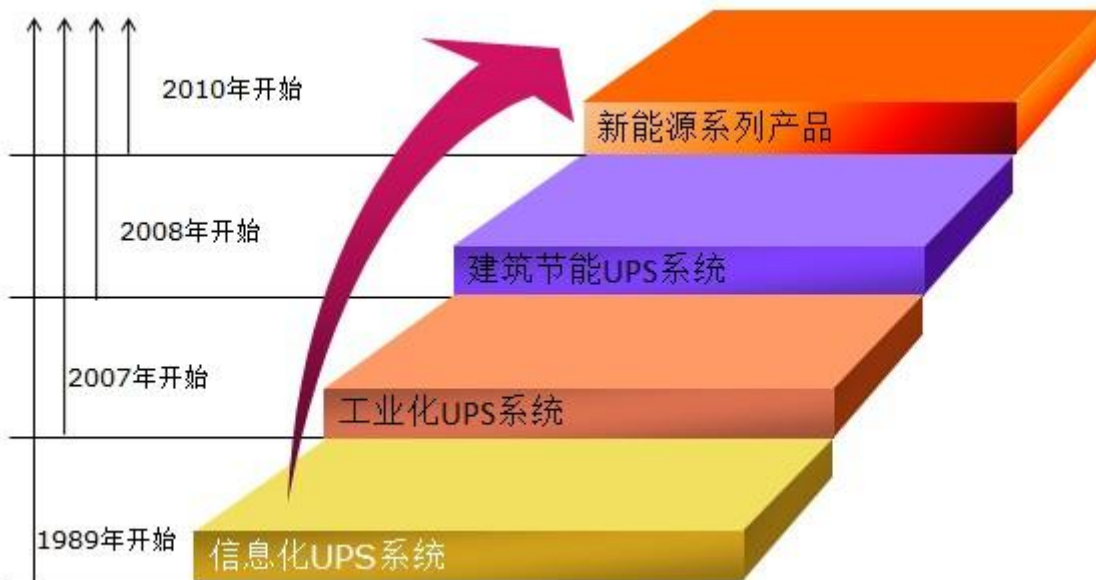


资料来源：公司公告 华创证券

五、稳步拓展工业、建筑、新能源领域，培育新兴市场

公司依托信息化 UPS 电池多年行业经验，稳步拓展工业、建筑、新能源领域，不断培育新兴市场。未来行业需求释放时，公司业绩弹性将随着市场需求增大。

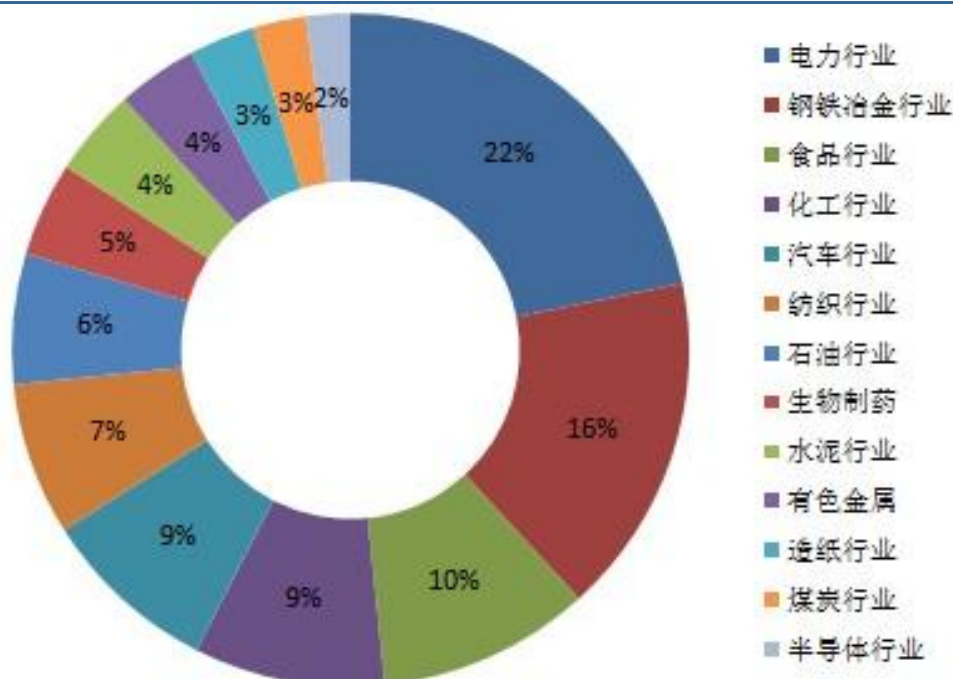
图表 22 公司由单一 UPS 系统，稳步发展新产品，培育新型市场



资料来源：华创证券

公司是国内首家发展工业 UPS 的公司，07 年正式为公司贡献业绩。5 年来，毛利稳定在 45% 左右，营收占比由 8%，逐渐上升到 17% 左右，体现了产品的品质，以及客户认可程度。2008 年国内工业动力用 UPS 市场需求额为 143 亿元左右，其中中大功率 UPS 设备年市场潜在需求近 30 亿元人民币，现几乎全部被国外公司把持，进口替代市场空间巨大。

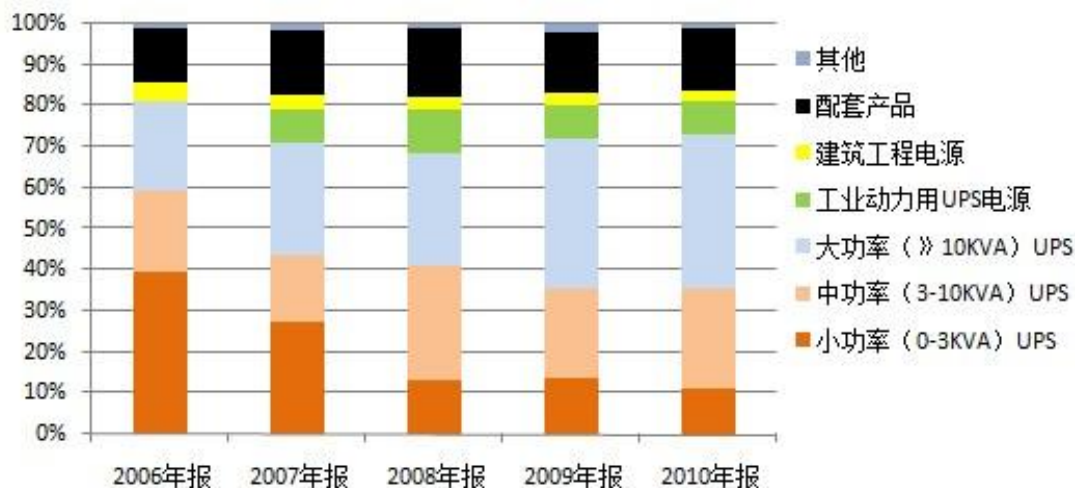
图表 23 2008 年国内工业动力 UPS 应用领域



资料来源：《中国 UPS 电源行业研究与市场调查报告》

与此同时，公司看准未来建筑节能市场，开发建筑节能型 UPS 产品。2010 年国内电梯生产数量 35 万台，占全球的 55% 产量，几乎都没有安装节能装置。存量电梯节能改造市场空间更大。公司专利产品电梯节能产品和电梯安全电源也已成功应用建筑节能项目当中，并进入上海三菱电梯等客户采购名单。

图表 24 以小功率 UPS 为基础，凭借自身技术实力，逐渐拓展大功率产品



资料来源：公司公告 华创证券

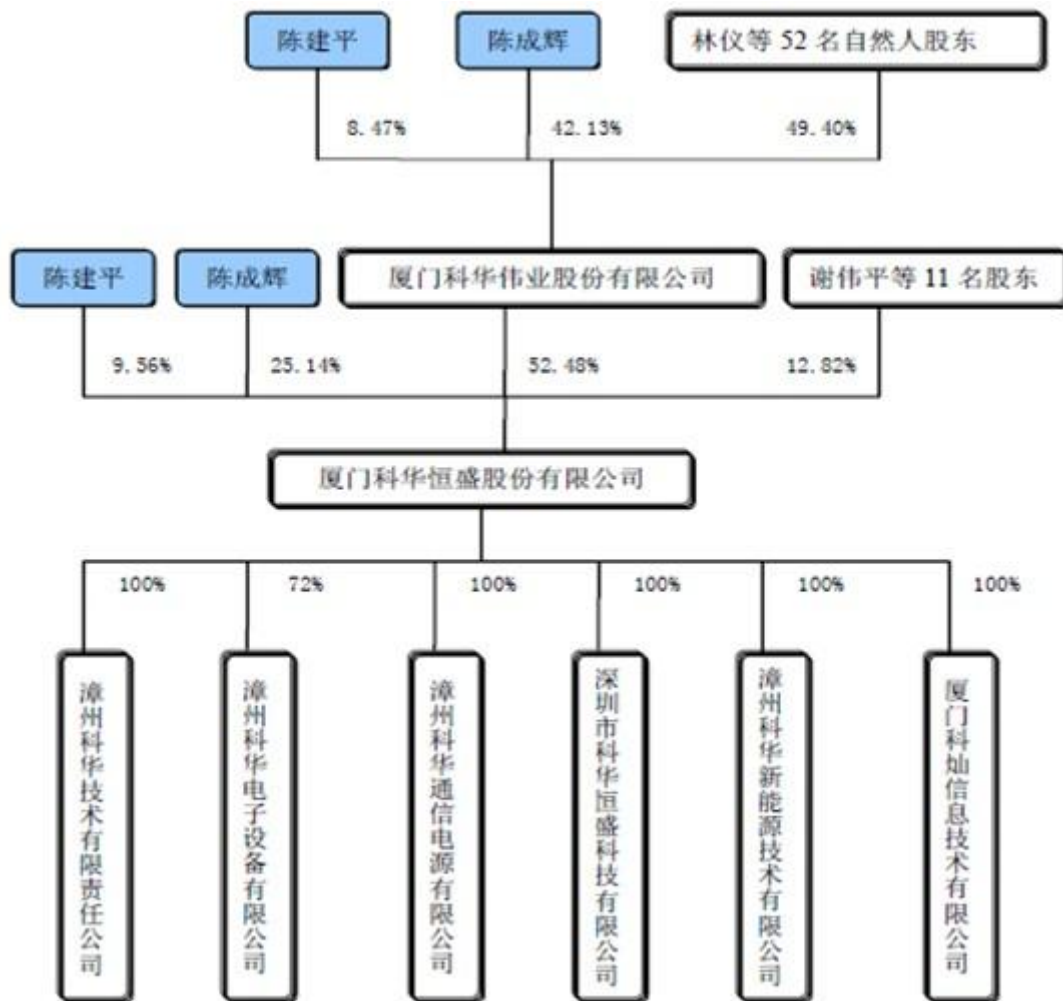
另外，公司新能源产品已经成熟。10 年光伏逆变器、风电变流器实现销售收入，其中光伏逆变器全系列产品通过国家金太阳认证。准备在国内光伏逆变器混战中抢夺市场先机。据了解，10 年末我国太阳能发电装机 0.26GW(中电联)，若按“十二五”末 10GW 计算，则增加量为 9.74GW；若“十二五”规划太阳能规模提高到 15GW 计算，则增加量将达到 13.74GW。目前在建的太阳能发电总规模约为 1GW，如果算上目前在建量，按规划规模 10GW，则至“十二五”末的增幅约 7 倍多，增加量总规模约为 8.74GW，平均每年新装 2.5GW。若按 15GW 计算，增加量将是 13.74GW，平均每年新装 3.25GW。

六、优质的管理团队，清晰的发展思路，保证走在正确的发展道路上

民营企业没有试错的资本。因为每一次研发和实验，对民营企业来说，都是去烧钱。如果没有足够的技术储备和行业经验，很难做出稳定的全系列产品出来，也很难做出超前客户需求的产品。想满足客户需求，并引导行业方向，与国际企业竞争，就需要优质的管理团队，保证产品的研发和公司的发展方向始终保证在正确的发展道路上。

科华恒盛有成立 20 多年，科龙品牌早已深入人心；董事长陈建平、总裁陈成辉系叔侄关系，发行前分别直接持有科华恒盛 9.56% 和 25.14% 的股份，并分别持有控股股东科华伟业 8.47% 和 42.13% 的股份，也保证了公司股权的稳定；陈成辉对技术执着的追求使科华恒盛在技术上国内领先，其本人也享受国务院特殊津贴；对市场和渠道的把握，以及 100 多持股老员工对公司的忠诚，使公司成为了能与国外企业竞争的内资 UPS 电源龙头企业。

图表 25 上市前股权结构相对合理，保证公司稳定发展



资料来源：公司公告

公司在不断成长的同时，注意到了管理规范与管理制度的完善，成为首家在过年 UPS 上市公司里启动 ERP 系统导入工作，将采用 Oracle 的系统配合 IBM 管理咨询团队，通过信息化建设提升管理水平。

七、股权激励约束条件偏低，超预期是大概率事件

公司股权激励已经于 2011 年 9 月 30 日授予。调整后的股权激励人数由 141 名减少为 136 名，限制性股票数量由 413.5 万股减少到 396.5 万股，占公司目前总股本 15600 万股的 2.54%。授予价格 10.92 元/股。我们认为，其约束条件偏低。公司业绩平稳，随着信息化进程和国产替代进程逐渐加快，公司业绩超预期是大概率事件。

图表 26 股权激励约束条件偏低，超预期是大概率事件

解锁条件	2011	2012	2013	2014
以 2010 年为基数，净利增长不低于	10%	30%	60%	90%
加权平均净资产收益率不低于	12.00%	12.50%	13%	13.50%
按约束条件算出年度 EPS（元）	0.64	0.75	0.93	1.10

资料来源：公司公告 华创证券

八、盈利预测及投资建议

（一）关键假设：毛利相对稳定

1、铅酸电池不是成本增长点

随着铅酸电池厂商的扩产，需求失衡将逐渐扭转。假设明年铅酸电池不是公司主要成本增长点。

2、原材料价格稳中略降

如果全球经济增长放缓，生产资料的涨势将被遏制。我们预计，明年原材料价格将稳中略降。

（二）盈利预测

图表 27 分产品预测公司经营状况

项目	2011E	2012E	2013E
信息设备用 UPS 电源			
营业收入（万元）	65,196.27	87,006.51	114,439.00
毛利率（%）	33.31%	33.53%	33.44%
收入增长率（%）	34.63%	33.45%	31.53%
小功率（0-3KVA）UPS			
营业收入（万元）	10,816.38	14,832.16	19,366.60
毛利率（%）	25.80%	25.90%	25.80%
收入增长率（%）	44.75%	37.13%	30.57%
中功率（3-10KVA）UPS			
营业收入（万元）	17,630.01	23,175.25	31,690.80
毛利率（%）	29.20%	29.40%	29.20%
收入增长率（%）	10.00%	31.45%	36.74%
大功率（≥10KVA）UPS			
营业收入（万元）	36,749.88	48,999.10	63,381.60
毛利率（%）	37.50%	37.80%	37.90%
收入增长率（%）	47.43%	33.33%	29.35%
工业动力用 UPS 电源			
营业收入（万元）	14,848.94	20,897.45	29,120.32
毛利率（%）	48.10%	48.50%	48.50%
收入增长率（%）	171.81%	40.73%	39.35%
建筑工程电源			
营业收入（万元）	1,800.00	2,000.00	2,200.00
毛利率（%）	53.00%	53.00%	53.00%
收入增长率（%）	11.10%	11.11%	10.00%
配套产品			
营业收入（万元）	16,583.52	20,999.03	28,168.26
毛利率（%）	32.00%	31.00%	30.00%
收入增长率（%）	64.15%	26.63%	34.14%
光伏逆变器			
营业收入（万元）	200.00	600.00	900.00
毛利率（%）	15.00%	18.00%	21.00%
收入增长率（%）	-	200.00%	50.00%

其他			
营业收入（万元）	695.27	927.01	1,232.42
毛利率(%)	65.00%	65.00%	65.00%
收入增长率(%)	20.58%	33.33%	32.95%
合计			
营业收入（万元）	99,324.00	132,430.00	176,060.00
毛利率(%)	35.85%	35.94%	35.78%
收入增长率(%)	50.06%	33.33%	32.95%

资料来源：华创证券

（三）投资建议

我们预计，未来公司传统型和节能型 UPS 产品整体保持 30%以上增长是大概率事件，风电变流器、光伏逆变器等新能源产品增加公司业绩弹性。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.69、0.97、1.26 元，对应今日 21.23 元股价，PE 为 31、22、17 倍。首次给予“推荐”评级。

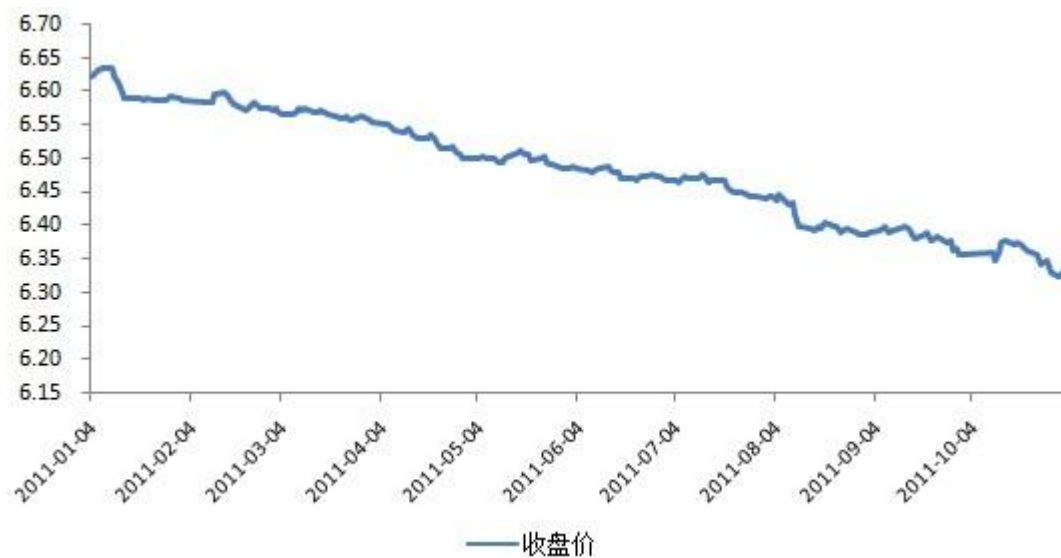
九、风险提示

（一）铅酸电池行业波动可能增加企业成本弹性以及接单能力

（二）汇率上涨预期，不利于出口

面对人民币升值造成的毛利下滑，公司通过加大研发投入，优化产品生产工艺，减轻汇率波动对公司的负面影响。如果人民币升值势头持续，预计出口利润增长势头将减缓。

图表 28 人民币汇率中间价年初至今已经下跌了 4.62%



资料来源：wind

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	945	1062	1293	1588
现金	625	648	713	804
应收账款	174	198	294	402
其它应收款	8	18	23	28
预付账款	12	33	37	51
存货	113	158	214	287
其他	13	8	11	16
非流动资产	170	168	189	209
长期投资	23	8	10	14
固定资产	90	101	110	117
无形资产	27	34	44	56
其他	30	24	24	22
资产总计	1116	1230	1481	1797
流动负债	308	374	507	686
短期借款	0	0	0	0
应付账款	153	167	254	350
其他	155	206	253	336
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	308	374	507	686
少数股东权益	2	2	3	4
股本	78	160	160	160
资本公积金	500	419	419	419
留存收益	228	275	392	529
归属母公司股东权益	807	854	971	1107
负债和股东权益	1116	1230	1481	1797

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	70	83	132	190
净利润	93	110	155	203
折旧摊销	11	12	15	17
财务费用	-9	-9	-8	-9
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-38	-32	-30	-21
其它	11	1	-0	-0
投资活动现金流	-87	-7	-38	-42
资本支出	64	22	22	22
长期投资	-24	-16	3	3
其他	-47	-1	-13	-17
筹资活动现金流	489	-54	-29	-56
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	20	82	0	0
资本公积增加	490	-82	0	0
其他	-20	-54	-29	-56
现金净增加额	472	23	65	92

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	662	993	1324	1761
营业成本	418	637	848	1131
营业税金及附加	5	8	11	14
营业费用	79	126	159	211
管理费用	62	104	138	180
财务费用	-9	-9	-8	-9
资产减值损失	3	2	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	-0	-0	-0
营业利润	102	124	173	231
营业外收入	8	7	9	8
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	109	130	181	238
所得税	16	20	27	35
净利润	93	110	155	203
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	93	110	154	201
EBITDA	105	127	180	239
EPS（元）	1.19	0.69	0.96	1.26

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	41.9%	50.1%	33.3%	32.9%
营业利润	44.5%	21.2%	40.1%	32.9%
归属母公司净利润	33.0%	18.4%	40.5%	30.7%
获利能力				
毛利率	36.8%	35.8%	35.9%	35.8%
净利率	14.0%	11.0%	11.6%	11.4%
ROE	11.5%	12.8%	15.9%	18.2%
ROIC	56.5%	52.0%	60.0%	69.1%
偿债能力				
资产负债率	27.6%	30.4%	34.2%	38.1%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.07	2.84	2.55	2.32
速动比率	2.71	2.42	2.13	1.90
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.85	0.98	1.07
应收帐款周转率	5	5	5	5
应付帐款周转率	3.64	3.98	4.02	3.74
每股指标(元)				
每股收益	0.58	0.69	0.96	1.26
每股经营现金	0.44	0.52	0.82	1.19
每股净资产	5.04	5.34	6.07	6.92
估值比率				
P/E	17.89	30.98	22.05	16.88
P/B	2.05	3.98	3.50	3.07
EV/EBITDA	26	22	15	11

电力设备与新能源组分析师介绍

李大军 电力设备与新能源行业 首席分析师

清华大学电子系硕士，惠普公司三年实业经验，从事通信、电力行业咨询。2009 年 8 月加入华创证券，负责电力设备与新能源行业研究。现组建六人研究团队，深入研究和紧密跟踪电力设备、新能源、节能、环保、新能源汽车、工业自动化等新兴产业。

张文博 电力设备与新能源行业 分析师

对外经济贸易大学工商管理硕士，本科自动化，中国石油天然气管道局四年实业经历，从事市场、行政等工作。2010 年 1 月加入华创证券，负责电力设备与新能源行业研究。主要研究方向涉及电力节能、工业节能、建筑节能、工业自动化等产业。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

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。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558