



方正证券研究所证券研究报告

分析师：张远德

执业证书编号：S1220511030004

联系人：

姚玮（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68584809

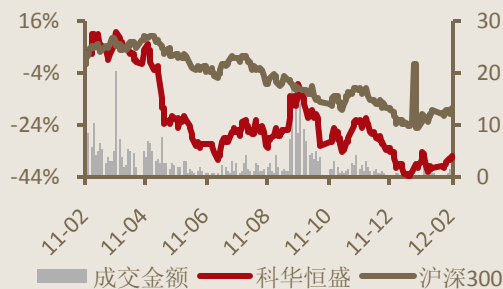
Email: yaowei0@foundersc.com

王莎莎（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68586817

Email: wangshasha@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	661.89	968.87	1375.80	1829.81
(+/-)	41.90%	46.38%	42.00%	33.00%
净利润	92.59	117.09	152.60	191.81
(+/-)	32.96%	26.47%	30.33%	25.69%
EPS (元)	1.19	0.73	0.95	1.20
P/E	29.17	23.39	17.95	14.28

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

相关研究

占据 UPS 高地，向新能源进军
_2011-11-4UPS 龙头地位稳固，新能源空间广阔
_2011-10-30

请务必阅读最后特别声明与免责条款

2011 年业绩稳定增长

UPS 产品高端化巩固龙头地位

科华恒盛(002335)

公司财报点评

2012.02.09 增持（维持）

电气设备行业

事件：

2月9日晚间科华恒盛发布2011年度业绩快报：公司2011年实现营业收入9.69亿元，同比增长46.38%；归属于上市公司股东的净利润1.17亿元，同比增长26.46%。

点评：

※ 业绩增长符合预期，UPS 产品高端化巩固龙头地位

公司 2011 年业绩符合我们之前预期，经营延续良好增长态势。净利润增速低于收入增速主要原因是原材料价格上涨导致公司营业成本上升，毛利率较上年有所下降。公司是 UPS 产品国内品牌龙头，2010 年国内 UPS 市场占有率为 11.2%。近年来公司调整产品线结构，经营重点逐渐向高端产品倾斜，毛利率较高的大功率产品收入占比不断提升，带动了收入与利润快速增长。去年以来毛利近 50%的工业动力用 UPS 电源业务拓展迅速，进一步提升盈利能力，巩固国内 UPS 市场的龙头地位。

※ 产业升级与进口替代拓展公司未来市场空间

我国信息设备用 UPS 市场近年来保持稳定增长，销售额从 2003 年的约 20 亿元增长到 2010 年的 32.6 亿元，年复合增长率 7.2%，其中大功率 UPS 占总销售额 80%以上。在占市场份额 60%以上的金融、电信、政府等行业大单需求拉动下，预计未来五年我国信息设备用 UPS 仍能保持 10%以上的年均增长率。此外国内产业升级将推动工业动力用 UPS 市场迎来黄金发展期，预计未来三年有望实现年均 15%左右的增速。目前国外品牌占据国内 UPS 市场 60%以上的份额，公司与四大行等大客户的良好合作关系，以及在工业动力用 UPS 市场上高性价比和个性化全方位服务等竞争优势，将助力公司进一步抢夺国际品牌市场空间。

※ 新能源业务将成为公司新的增长引擎

2011 年我国光伏市场高速启动，装机容量达到 3GW，同比增长 3 倍以上。根据“十二五”规划目标，到 2015 年我国光伏装机将达 15GW，巨大市场空间将带动光伏逆变器需求井喷。我们预计 2011-2015 年光伏逆变器市场容量年复合增速将达 26.63%，其中增速最快的是 2012 和 2013 年。公司光伏逆变器以 UPS 电源 23 年研发制造经验为背景，具备技术和平台优势，未来将成为新能源业务盈利主力军。另外，国际小型风电市场悄然兴起，约占全球市场份额一半的美国市场预计到 2015 年累积装机容量将达到 1GW，而英国预计将达到 1.3GW。2010 年 6 月公司成立中法合资公司生产高品质小型风电产品，积极拓展欧美中小风机市场。

※ 盈利预测与估值

考虑股权激励成本，我们预计公司 2011-2013 年按最新股本摊薄后 EPS 分别为 0.73 元、0.95 元、1.20 元，按当前股价对应 PE 分别为 23.39 倍、17.95 倍、14.28 倍。对公司高速成长的预期及未来国内光伏市场空间带来公司新能源业务较大业绩弹性，我们维持“增持”评级。

※ 风险提示：原材料价格风险、政策风险、新能源业务拓展风险

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	945.46	980.65	1287.79	1551.08	经营活动现金流	88.00	139.11	137.10	224.11
现金	624.77	651.17	687.90	914.90	净利润	93.29	117.98	153.76	193.26
应收账款	174.46	148.50	310.10	299.84	折旧摊销	11.26	15.43	22.02	29.42
其它应收款	7.68	20.00	19.31	32.97	财务费用	-8.50	-0.29	0.28	0.37
预付账款	12.15	26.60	28.43	44.76	投资损失	0.69	0.00	0.00	0.00
存货	113.05	129.52	231.63	248.70	营运资金变动	-7.47	4.94	-38.67	1.23
其他	13.36	4.86	10.43	9.90	其它	-1.26	1.05	-0.28	-0.16
非流动资产	170.33	204.49	254.24	307.77	投资活动现金流	-99.64	-50.60	-71.53	-82.77
长期投资	23.31	23.31	23.31	23.31	资本支出	64.22	35.52	49.33	53.36
固定资产	89.93	116.96	151.31	186.59	长期投资	-23.31	0.00	0.00	0.00
无形资产	34.72	42.71	55.13	71.01	其他	-58.73	-15.08	-22.20	-29.41
其他	22.37	21.51	24.50	26.86	筹资活动现金流	494.14	-62.11	-29.55	-38.52
资产总计	1115.79	1185.14	1542.03	1858.85	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	307.66	321.39	553.83	715.53	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.70	124.89	其他	494.14	-62.11	-29.55	-38.52
应付账款	152.89	150.32	283.06	293.33	现金净增加额	482.50	26.40	36.03	102.82
其他	154.77	171.07	270.07	297.31					
非流动负债	0.00	0.05	0.02	0.02	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.00	0.05	0.02	0.02	营业收入	41.90%	46.38%	42.00%	33.00%
负债合计	307.66	321.43	553.85	715.55	营业利润	44.51%	27.02%	37.12%	33.00%
少数股东权益	1.57	2.46	3.61	5.06	归属母公司净利润	32.96%	26.47%	30.33%	25.69%
归属母公司股东权益	806.55	861.25	984.58	1138.24	获利能力				
负债和股东权益	1115.79	1185.14	1542.03	1858.85	毛利率	36.81%	37.41%	37.00%	37.00%
					净利率	14.09%	12.18%	11.18%	10.56%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	11.54%	13.66%	15.56%	16.90%
营业收入	661.89	968.87	1375.80	1829.81	ROIC	11.57%	13.70%	15.61%	15.30%
营业成本	418.26	606.42	866.75	1152.78	偿债能力				
营业税金及附加	5.03	7.27	10.32	13.72	资产负债率	27.57%	27.12%	35.92%	38.49%
营业费用	78.82	125.95	178.85	237.88	净负债比率	0.00%	0.00%	0.13%	17.45%
管理费用	62.23	96.89	137.58	182.98	流动比率	3.07	3.05	2.33	2.17
财务费用	-8.50	-0.29	0.28	0.37	速动比率	2.71	2.65	1.91	1.82
资产减值损失	3.23	2.91	4.13	5.49	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.87	0.84	1.01	1.08
投资净收益	-0.69	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	4.91	6.00	6.00	6.00
营业利润	102.13	129.73	177.89	236.60	应付帐款周转率	3.64	4.00	4.00	4.00
营业外收入	8.24	12.00	4.00	4.00	每股指标(元)				
营业外支出	1.33	2.28	1.00	2.00	每股收益	1.19	0.73	0.95	1.20
利润总额	109.04	139.45	180.89	238.60	每股经营现金	1.13	0.87	0.86	1.40
所得税	15.75	21.48	27.13	45.33	每股净资产	10.34	5.38	6.15	7.12
净利润	93.29	117.98	153.76	193.26	估值比率				
少数股东损益	0.70	0.88	1.15	1.45	P/E	29.17	23.39	17.95	14.28
归属母公司净利润	92.59	117.09	152.60	191.81	P/B	3.36	3.18	2.78	2.41
EBITDA	120.29	154.89	202.91	268.01	EV/EBITDA	14.07	13.49	10.13	7.29
EPS (元)	1.19	0.73	0.95	1.20					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com