

评级：审慎推荐（维持）

电力设备

公司年报点评

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

研究助理 罗佳华 S1080111080059

电话：0755-83026480

邮件：luojiahua@fcsc.cn

科士达(002518)

——光伏逆变取得一定竞争地位，维持审慎推荐

事件：公司发布 2012 年年报，实现收入 93443.5 万元，同比下降 0.33%，实现净利润 9157.0 万元，同比增长 8.83%，实现每股收益 0.44 元。本期每 10 股派息 1.5 元。

点评：

1、去年 UPS 市场需求下滑导致公司收入下降

公司 UPS 电源设备实现收入 81139 万元，同比下降 10.58%。根据 ICT research 的预计，去年 UPS 市场下滑大约 2%，同样作为国内 UPS 市场第一梯队品牌，科华恒盛去年收入规模下降 0.95%。

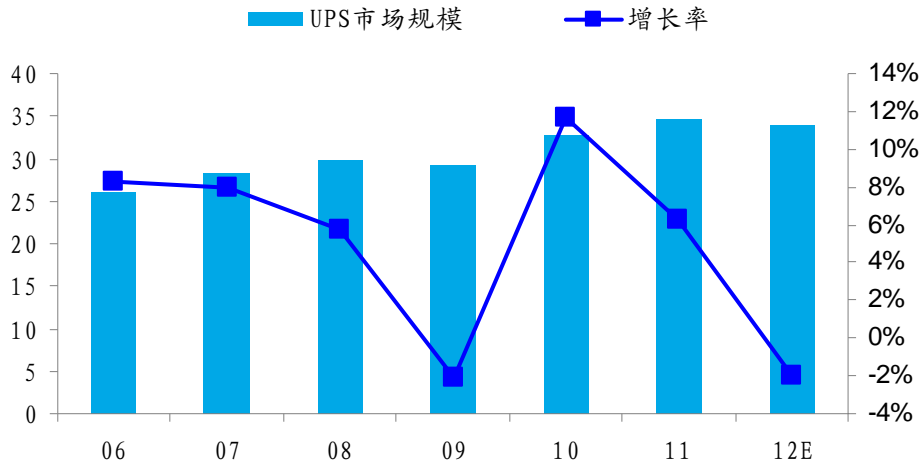
UPS 毛利率整体上升 4.45%，除了公司原材料价格稳定的因素外，主要是产品结构的变化原因。公司出口的产品主要是离线式 UPS，毛利率较低，其下降幅度较大。

图表 1 科士达 2012 年主营收入和毛利率变化一览表

	收入(万元)	收入变化	毛利率	毛利率变化
在线式 UPS	55352	2.25%	33.34%	增加 2.61%
离线式 UPS	16016	-27.02%	19.87%	增加 3.44%
铅酸蓄电池	8227.9	-33.77%	20.42%	增加 6.06%
光伏逆变器	12065	346.01%	34.83%	下降 9.15%
配套产品	1542.5	-30.92%	10.86%	增加 1.93%
合计	93443.5	-0.33%	29.89%	上升 4.59%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 2：国内 UPS 市场容量变化



数据来源：ICT research、第一创业研究所

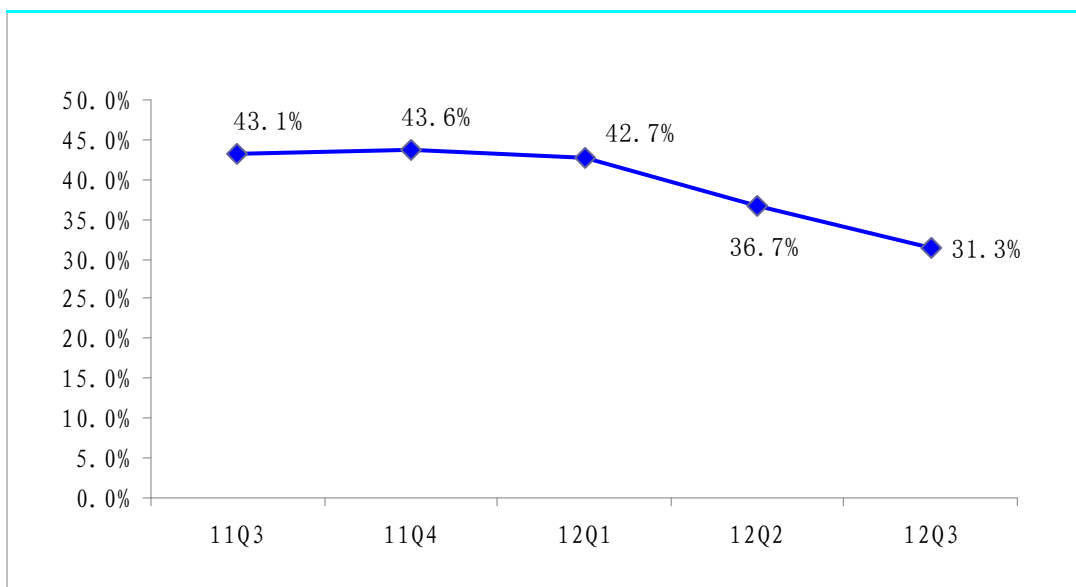
2、光伏逆变器毛利率已经接近 UPS 产品

公司上半年光伏逆变器收入 3042 万，毛利率 43.67%，这一部分销售主要是在 2011 年完成，而在 2012 年确认收入，毛利率还比较高。

下半年光伏逆变器销售收入 9041 万，毛利率 31.87%，这一部分主要在 2012 年销售，并确认收入。从这个情况来看，光伏逆变器的毛利率已经接近 UPS 的毛利率，可以参考在线式 UPS 毛利率 33%。

我们一直的观点认为，光伏逆变器作为电力电子产品，其原材料、制作流程与 UPS、高压变频器都很类似，因此它的毛利率可以参考这两个已经经历过价格竞争，目前非常稳定的产品的毛利率情况。**我们认为，目前光伏逆变的毛利率已经接近价格战的尾声。**

图表 3 阳光电源光伏逆变行业毛利率变化





数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

3、在行业不景气时加大营销平台建设及研发投入

公司销售费用同比增长 29.49%，管理费用同比增长 13.43%。主要是公司加强市场开拓，投入建设覆盖全国主要城市的营销网络平台。研发投入的增加，主要是公司加强新一代 UPS、精密空调产品、光伏逆变的多规格产品的研发。

4、盈利预测

我们预计 2013 年、2014 年、2015 年公司每股收益分别为 0.51 元、0.62 元、0.70 元，按目前股价对应 PE 为 25、21、19 倍。公司行业竞争较为稳定，维持“审慎推荐”投资评级。

图表 4 公司主营收入和毛利率预测一览表

万	2012 年	2013E	2014E	2015E
一、在线式 UPS				
收入	55352	63655	73203	84183
增长率	2.3%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	33.3%	33.0%	33.0%	33.0%
毛利	18432	21006	24157	27781
二、离线式 UPS				
收入	16016	19219	22102	25417
增长率	-27.0%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	19.9%	16.4%	16.4%	16.4%
毛利	3182	3152	3625	4168
三、铅酸蓄电池				
收入	8228	9874	10861	11404
增长率	-33.8%	20.0%	10.0%	5.0%
毛利率	20.4%	18.0%	16.0%	16.0%
毛利	1680	1777	1738	1825
四、配套产品				
收入	1543	1852	2222	2666
增长率	-30.9%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	168	185	222	267
五、光伏逆变器				
收入	12065	18098	25337	32937



增长率	346.0%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利率	34.8%	31.0%	31.0%	30.0%
毛利	4199	5610	7854	9881
六、合计				
收入	93444	112697	133724	156609
收入增长	-0.3%	20.6%	18.7%	17.1%
毛利	27661	31731	37596	43922
毛利率	25.1%	28.2%	28.1%	28.0%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 5 盈利预测表

万	2012 年	2013E	2014E	2015E
一、营业利润				
营业收入	93444	112697	133724	156609
减：营业成本	65517	80966	96128	112687
减：营业税金及附加	400	482	572	670
减：营业费用	10132	11609	13086	15325
减：管理费用	8267	8973	10648	12470
减：财务费用	-1600	-1184	-948	-758
减：资产减值损失	592	317	253	203
加：投资收益	0	0	0	0
营业利润	10141	11534	13984	16012
二、利润总额				
加：营业外收支	489	489	489	489
利润总额	10630	12023	14473	16501
三、净利润				
减：所得税	1463	1383	1664	1898
净利润	9167	10640	12809	14603
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	10	10	10	10
归属母公司净利润	10630	12799	14593	10630
总股本（万）				20700
EPS(元)	0.44	0.51	0.62	0.70

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



5、风险提示

- 1、原材料价格波动；
- 2、HVDC 替代进程加速对其 ups 产品构成威胁。



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易，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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135