

公司研究

2015 年 11 月 11 日

科华恒盛（002335）

——国内 UPS 龙头能源互联网布局已现雏形

投资评级	增持
评级变动	首次关注
当前股价	34.07 元
总股本	2.24 亿股
流通股本	1.83 亿股
每股净资产	5.33 元
EPS (TTM)	0.580 元

投资要点：

稳健经营的国内 UPS 龙头企业。科华恒盛专注 UPS 领域 27 年，销售额连续多年名列本土品牌第一，是国内 UPS 品牌龙头。上市后公司经营稳健，净资产收益率（ROE）维持在 10% 以上，投入资本回报率（ROIC）维持在 9% 之上。目前公司正积极转型，从产品制造商跨越为整体解决方案提供商，建立“技术+资本”为核心的商业模式。

积极布局能源互联网，打造生态型能源互联网企业。公司以传统的电力电子技术为基础，发挥自主创新优势、产品优势、服务优势和人才优势，在光伏电站建设运营、绿色数据中心建设运营及智慧电能产业积极布局扩张。公司与张家口市政府携手建立“可再生能源应用综合创新示范区”，共同推进基于“互联网+”智慧能源管理云平台建设发展；公司与中国低碳产业投资中心建立战略合作伙伴关系，并设立“智慧电能产业投资联盟”，参与低碳经济顶层设计。公司整体战略发展规划志存高远，布局稳健。

首次关注，增持评级。鉴于公司过去长期的稳健经营风格，及目前在能源互联网布局的领先地位，我们看好公司在国内能源互联网领域的发展。假设公司非公开发行顺利实施，我们预测公司 15-16 年的 EPS 分别为 0.796、0.834、1.119。首次关注，并给予增持评级。

盈利预测摘要

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1485.66	1781.62	2212.36	2707.56
增长率(%)	46.57%	19.92%	24.18%	22.38%
归属母公司股东净利润	126.96	178.56	262.39	352.08
增长率(%)	11.40%	40.64%	46.94%	34.18%
每股收益 (EPS)	0.566	0.796	0.834	1.119
销售毛利率	32.20%	34.39%	35.92%	36.93%

长城国瑞证券研究所

分析师：

刘宾

lb@xmzq.com.cn

执业证书编号：

S0200514120001

联系电话：0592-5169081

地址：厦门市莲前西路 2 号

莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



目录

1.经营稳健的国内 UPS 龙头	3
1.1 国内 UPS 龙头	3
1.2 稳健的经营团队.....	4
1.3 国产 UPS 发展空间广阔.....	4
2.布局能源互联网.....	5
2.1 布局光伏电站运营.....	5
2.2 布局绿色数据中心.....	6
2.3 智慧能源管理.....	7
3.盈利预测与投资评级.....	8
4.风险提示.....	8

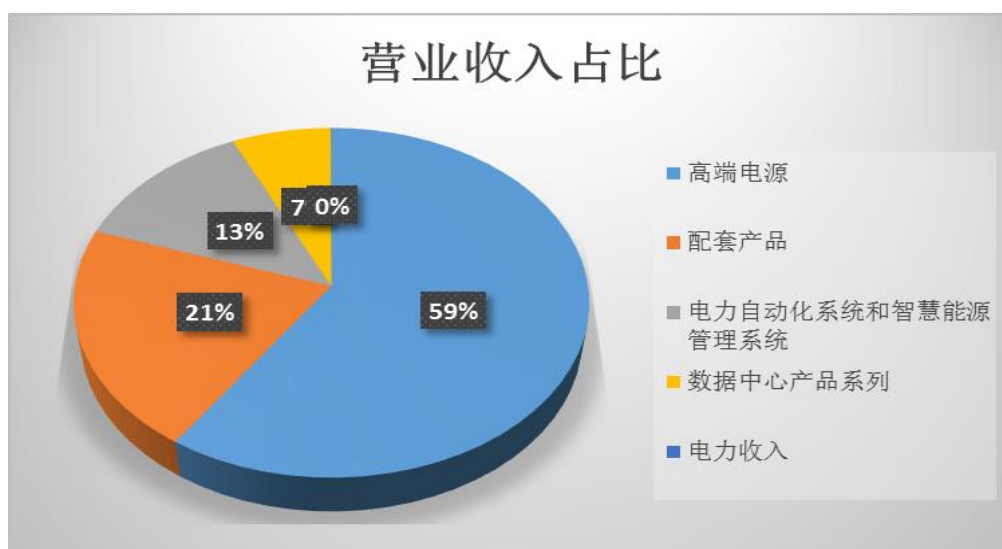


1.经营稳健的国内 UPS 龙头

1.1 国内 UPS 龙头

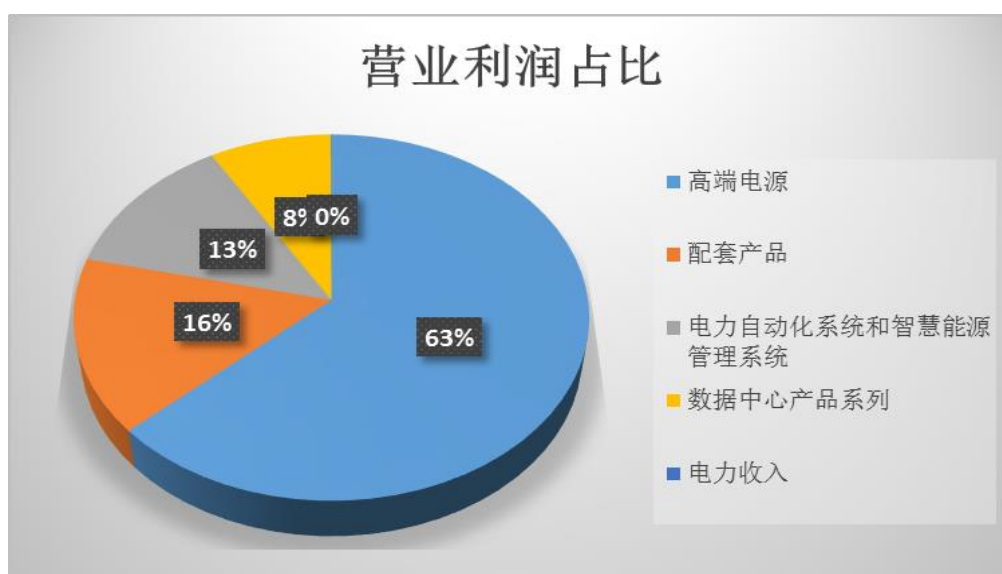
科华恒盛传统主营项目为不间断电源（UPS）系列产品以及配套产品，有 27 年从事 UPS 产品设计、生产、销售和服务经验，销售额连续多年名列本土品牌第一，是国内 UPS 品牌龙头。高端电源至今依然是公司的主要收入和利润来源，高端电源及配套产品占公司营业收入及利润分别为 80%、74%。

图表 1 科华恒盛 2015 年中报营业收入分布



来源：公司公告 长城国瑞证券研究所

图表 2 科华恒盛 2015 年中报营业利润分布



来源：公司公告 长城国瑞证券研究所

1.2 稳健的经营团队

公司三位核心创始人陈成辉、苏瑞瑜、陈四雄均为国务院特殊津贴专家。自 1988 年起，公司始终专注于 UPS 技术和产品的自主研发与推广，先后承担了二十八项国家级、省级火炬计划、国家级重点新产品计划项目，获得了三十余项国家专利，是 UPS 国家和行业标准的起草单位，是中国 UPS 行业首家“国家火炬计划重点高新技术企业”。

上市后，公司经营业绩稳定，净资产收益率（ROE）始终维持在 10%以上，营业收入与净利润逐年成长，投入资本回报率(ROIC)近三年始终维持在 9%之上。

图表 3 科华恒盛历史财务摘要

	2014	2013	2012	2011	2010
每股指标					
每股收益-基本(元)	0.58	0.51	0.42	0.69	1.21
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.23	0.24	0.70	0.03	0.90
净资产收益率-加权(%)	11.82	11.36	10.16	13.09	12.73
投入资本回报率 ROIC(%)	9.51	9.75	9.05	11.87	16.25
销售毛利率(%)	32.20	35.14	32.45	33.07	36.81
净资产同比增长率(%)	8.34	7.19	8.40	11.39	253.25
利润表摘要					
营业总收入(亿元)	14.86	10.14	9.33	9.42	6.62
净利润(亿元)	1.37	1.14	0.95	1.09	0.93
非经常性损益(亿元)	0.14	0.15	0.07	0.07	0.06

来源：公司公告 长城国瑞证券研究所

1.3 国产 UPS 发展空间广阔

公司高端电源及配套产品广泛应用于各大银行、保险、证券、税务、通信、能源、军队、政府、制造等行业领域，并全面入选各大行业系统设备选型、招标，如中央国家机关政府采购、人民银行、中国银行、建设银行、农业银行、清华大学、中国人寿、中国人保、ABB 等。

据 CCID（赛迪顾问）发布的《2013-2014 中国 UPS 市场研究年度报告》显示，2013 年科华恒盛以 13%的年度市场份额排名第四位，继续稳居中国本土 UPS 品牌首位。在高端大功率（20KVA 以上）UPS 市场中，科华恒盛以 19.3%的市场占有率，仅次于艾默生、APC-MGE，位居第三位，在本土品牌中稳居首位，并以绝对优势继续领跑中国电源行业；在中小功率市场排名中，科华恒盛在国内外品牌中排名第五位。

虽然，科华恒盛是国产 UPS 的龙头，但市场占有率仍然有广阔的发展空间：

进口替代空间大。以前，国外厂商靠大功率 UPS 产品实现差异化。现在，从技术和产品质量来看，



随着国内厂商技术能力持续提升、产品线不断完善，国内外厂商已处于近乎同等水平。从信息安全的角度看，国家对安全可控信息技术的应用将更加重视，高端 UPS，特别是金融、军工、能源、政府等领域的进口替代需求将会快速增加。在运营商市场，国内厂商的市场占有率已经超过了国外厂商。2014 年，科华恒盛技术中心被认定为国内业界首个国家级企业技术中心。专业性获得认可，将使科华恒盛有望成为进口替代趋势的最大受益者。

“一带一路”随行。轨道交通是国家“一带一路”战略的先行领域，轨道交通设备领域中，UPS 又是不可或缺的重要设备。因此，公司在轨道交通 UPS 产品方面将有望产生新的增量市场。

军用 UPS 可期。2015 年 9 月份，全资子公司“漳州科华技术”获国家国防科技工业局颁发的《武器装备科研生产许可证》，已经取得具备从事证书所列武器装备科研生产活动的资格，将对公司涉足军工业务领域、开拓军工市场奠定良好的基础。

2. 布局能源互联网

公司目前正处于转型期，将从制造商转型技术服务商，从产品制造商跨越为整体解决方案提供商，建立“技术+资本”为核心的商业模式。公司将以电力电子技术为基础，融合高端电源、新能源、数据中心三大业务，形成新能源、电力保护、节能、储能、智能监控、大数据与网络等为一体的“智慧电能”业务体系，并以互联网金融推动资本扩张，致力于打造生态型能源互联网企业。

2.1 布局光伏电站运营

光伏行业“十三五”装机目标大幅上调已成共同预期，光伏行业景气受政策支持依然持续向好。截至今年 6 月底，全国光伏发电装机容量达到 3578 万千瓦，已完成“十二五”3500 万千瓦的目标。日前，国内三大光伏行业协会已联名提议，将“十三五”规划光伏装机目标由之前 1 亿千瓦(100GW)调整为 2 亿千瓦(200GW)。国家能源局新能源和可再生能源司副司长梁志鹏在 2015 光伏领袖峰会上表示“光伏补贴未来 8-10 年不会停。”

公司拟非公开发行募集 16.58 亿元，在山东、福建、河南等 6 省份筹建 155.6MW 分布式光伏电站，税后内部报酬率加权平均为 9.39%，对应税后利润为 1.25 亿。若本次募集资金投资项目能顺利实施，公司建设运营的光伏电站规模将达到 160MW。



图表 4 募集资金投资计划单位：万元

序号	项目名称	规模	项目投资额	拟用募集资金投入金额	内部报酬率
1	山东农光互补光伏发电项目	40	36,000.00	34,200.00	9.65%
2	河南分布式光伏发电项目	40	34,200.00	34,200.00	8.31%
3	福建分布式光伏发电项目	20	16,900.00	16,900.00	8.84%
4	广东分布式光伏发电项目	5.6	4,700.00	4,700.00	9.61%
5	宁夏分布式光伏发电项目	20	16,243.24	10,800.00	11.37%
6	江西分布式光伏发电项目	30	25,500.00	15,300.00	9.54%
小计		155.60	133,543.24	116,100.00	9.39%
7	补充流动资金		49,700.00	49,700.00	
合计			183,243.24	165,800.00	

来源：公司公告 长城国瑞证券研究所

2.2 布局绿色数据中心

公司在行业级数据中心整体解决方案的优势：公司凭借自主创新的数据中心技术和丰富的实施经验，已陆续推出云动力生态节能型数据中心、模块化数据中心、微型数据中心等行业级整体解决方案。公司打造的数据中心方案，PUE(电能使用效率)低于 1.5，符合国家绿色数据中心发展方向。据国家能源局和工信部的数据显示，我国数据中心发展迅猛，总量已超过 40 万个，年耗电量超过全社会用电量的 1.5%，其中大多数数据中心的 PUE 仍普遍大于 2.2，与国际先进水平相比有较大差距。目前，美国数据中心 PUE 已达 1.9，先进数据中心 PUE 已达到 1.2 以下。

公司携手中经云和浪潮云，通过战略合作快速推进数据中心布局。公司去年 11 月与中经云签署战略合作协议，中经云是国家信息中心大数据基础设施服务商。今年 10 月份公司子公司北京科华众生与浪潮云签署战略合作协议。浪潮云是浪潮集团“云战略”重要平台，在政务云市场有领先优势，浪潮云将投资 100 亿元建设全国 7 个核心云计算数据中心、50 个地市云计算中心，为我国 200 个区域政府、40 个行业部委、200 个大型企业提供云服务。

目前，公司绿色数据中心布局正稳步推进，2015 年公司控股子公司已经签订的重大意向合作协议金额共计 7.16 亿。

图表 5 数据中心合作协议

公告日期	合作方	金额（万元）	合作期限
7 月 8 日	迅安联创	16,600	2015 年 7 月 20 日至 2018 年 12 月 31 日
7 月 14 日	天地祥云	30,000	2015 年 7 月 20 日至 2018 年 12 月 31 日
7 月 21 日	网聚无限	25,000	2015 年 7 月 20 日至 2018 年 12 月 31 日

来源：公司公告 长城国瑞证券研究所



2.3 智慧能源管理

公司参与张家口可再生能源应用综合创新示范特区建设，为智慧能源管理打开广阔空间。张家口是2022年北京冬季奥运会协办城市。公司于4月28日发布公告，与张家口市人民政府、北京智慧星科技有限公司签订战略合作框架协议，三方将围绕张家口可再生能源综合创新示范区建设，将张家口市打造成为引领全球的以清洁能源支撑的“智慧生态城市”的样板模式。三方共同建设创立“一个云平台”，形成“两个价值生态链”，打造“三个高地”，塑造“一个模式”，即：一个智慧能源管理云平台，可再生能源的智慧管理与传统能源的智慧管理两个生态价值链，打造智慧能源高新技术集群高地、智慧能源产业集聚高地、创造价值与成就梦想的高地，塑造一个引领全球的清洁能源支撑的生态城市的示范样板模式。

智慧能源管理云平台将成为张家口市政府唯一的能源交易云平台，张家口市人民政府对合资公司给予包括配售电、微电网等方面的政策支持，为智慧能源管理云平台配置1GW光伏电站的投资建设与运营权，作为打造可再生能源价值链的示范工程。

公司与中国低碳产业投资中心建立战略合作伙伴关系，并设立“智慧电能产业投资联盟”。

中国低碳产业投资中心是由国务院批准成立的由中国旅促会和中国建设发展集团等单位联合发起设立的投资机构，并由政府部门、科研院所、中央企事业单位、金融、媒体等组成的国家级专业投资平台，肩负着国家节能减排、环境保护的重任；参与国家和地方重大产业项目、城市开发、节能改造、基础设施等领域的建设，推动地方低碳经济健康稳定发展，为国家制定新的方针、政策，发展低碳经济当好参谋，做好低碳经济与社会可持续发展的领航者。

双方战略合作内容包括：中国低碳产业投资中心为科华恒盛正式设立“智慧电能产业投资联盟”出具红头文件，同时为联盟设立专项引导基金及股权投资；科华恒盛将结合低碳产业投资中心在全国规划的“低碳经济顶层设计”战略布局提供先进的技术、产品及运营管理；双方围绕联盟行业建立相关标准的制定与认证体系，同时，在低碳产业投资中心网站及资料中进行联盟行业系统化的宣传。

通过这两项战略合作协议的签署，有利于公司发挥技术优势、产品优势、服务优势和人才优势，促进公司在智慧电能产业的进一步发展，为公司进一步扩张能源互联网市场，推进公司打造生态型能源互联网企业的战略实施起了积极作用，符合公司的发展战略和长远规划。

3.盈利预测与投资评级

假设公司非公开发行 9025.58 万股，成功募集 16.58 亿元用于分布式光伏电站建设，并于明年下半年并网发电，我们预测公司 15-16 年的 EPS 分别为 0.796、0.834、1.119。

鉴于公司过去长期的稳健经营风格，及目前在能源互联网布局的领先地位，我们看好公司成为国内能源互联网领军企业，首次关注，并给予增持评级。

图表 6 盈利预测摘要

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	933.41	1013.62	1485.66	1781.62	2212.36	2707.56
增长率(%)	-0.95%	8.59%	46.57%	19.92%	24.18%	22.38%
归属母公司股东净利润	94.67	113.97	126.96	178.56	262.39	352.08
增长率(%)	-12.91%	20.38%	11.40%	40.64%	46.94%	34.18%
每股收益(EPS)	0.422	0.508	0.566	0.796	0.834	1.119
每股股利(DPS)	0.106	0.149	0.147	0.207	0.304	0.408
每股经营现金流	0.707	0.245	0.234	1.436	-0.089	2.009
销售毛利率	32.45%	35.14%	32.20%	34.39%	35.92%	36.93%
销售净利率	10.14%	11.24%	9.24%	10.84%	12.82%	14.06%
净资产收益率(ROE)	9.72%	10.92%	11.23%	14.14%	8.42%	10.43%
投入资本回报率(ROIC)	18.72%	23.12%	16.10%	15.17%	24.78%	23.46%

来源: WIND 长城国瑞证券研究所

4.风险提示

非公开发行审核未通过；智慧能源管理合作项目未达预期；国内 UPS 竞争加剧。



投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

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。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。