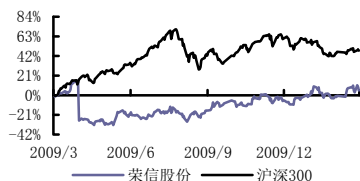


投资品 - 电气设备

2010 年 3 月 11 日

市场数据	2010 年 3 月 10 日
当前价格 (元)	40.79
52 周价格区间 (元)	26.42-44.90
总市值 (百万)	9136.96
流通市值 (百万)	5115.97
总股本 (百万股)	224.00
流通股 (百万股)	125.42
日均成交额 (百万)	73.38
近一月换手 (%)	20.39%
第一大股东	深港产学研创业投资有限公司
公司网址	http://www.rxpe.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
荣信股份	6.22%	11.45%	6.53%
沪深 300	2.04%	-8.32%	46.36%

陆勤、颜彪

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

陆勤、颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

抓住节能减排机遇，内生性增长点不断涌现

——荣信股份 (002123) 09 年年报点评

评级: 买入 (维持)

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	922.20	1490.36	2246.41	3446.38
净利润 (百万元)	185.41	257.97	365.44	510.86
每股收益 (元)	0.87	1.15	1.63	2.28
收入增长率%	58.28%	61.61%	50.73%	53.42%
净利润增长率%	42.38%	39.14%	41.66%	39.79%
市盈率	48.76	35.04	24.74	17.70
EV/EBITDA	50.07	34.02	22.70	16.54

资料来源: 世纪证券研究所

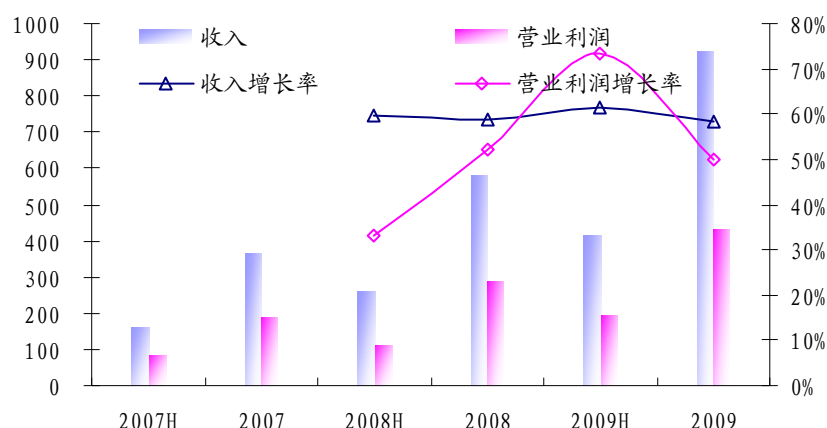
- **业绩符合预期。**09 年公司实现营收 9.22 亿元，同比增长 58.28%；实现净利润 1.85 亿元，同比增长 42.38%；实现 EPS0.87 元。利润分配及资本公积转增股本方案为本年利润不分配，10 股转增 5 股。
- **SVC 在电网领域实现突破。**在经济危机背景下，电网领域销售开始放量，同时公司开始进入电网串补业务 (FSC)；09 年公司 SVC 和 FSC 在电网的订单同比增长 348.84%，并有望在今年继续保持快速增长，SVC 在冶金、煤炭等传统行业订单预计 2010 年将恢复增长。
- **新业务成为盈利重要增长点。**(1) 变频类产品销售受节能减排政策推动明显。(2) 余热余压节能发电业务增长迅速。09 年余热余压节能发电业务实现收入 1.24 亿元，占营收比例达 13.47%，迅速成为盈利的主要来源之一。
- **订单呈现良好发展趋势。**09 年订单同比增长 61.21%；本部签订的订单中，冶金、发电、煤炭、电网和煤炭成为主要的用户，行业分布较为合理；从产品的订单结构看，余热发电和 FSC09 年新增订单占全部订单的 44.87%，新产品具备较强的订单获取能力。
- **营业外收入占比仍然较大。**09 年营业外净收支占当期利润总额的 29.27%，08 年该比例为 32.79%。增值税退税和政府补助对公司利润总额影响较大。
- **产品结构变化导致毛利率下降明显。**从产品结构来看，SVC 在产品中占比逐渐下降，而 FC、HVC、APF 以及余热发电系统业务在收入中占比不断提升。从分产品毛利率来看，SVC 等产品毛利率受竞争影响，有下降趋势。综合毛利率未来有进一步下降的空间。
- **投资评级：**我们预测 2010-2012 年公司净利润将分别达到 2.58 亿元、3.65 亿元和 5.11 亿元，实现 EPS 分别为 1.15 元、1.63 元和 2.28 元。考虑到公司面临的行业高景气和高增长速度，维持公司“买入”评级。

业绩符合预期

业绩增长符合预期。2009 年度公司实现营业收入 9.22 亿元，同比增长 58.28%；实现营业利润 1.49 亿元，同比增长 57.02%；实现净利润 1.85 亿元，同比增长 42.38%；实现每股收益 0.87 元。利润分配及资本公积转增股本方案为本年利润不分配，10 股转增 5 股。

07 年以来，公司营收保持在 60%左右增速，营业利润的复合增长率高达 51%：得益于国家节能减排政策带来巨大的市场空间，同时公司不断研发出适应市场的产品，具备进口替代的技术优势。

Figure 1 07 年以来公司收入和营业利润及其增长情况（单位：百万元）

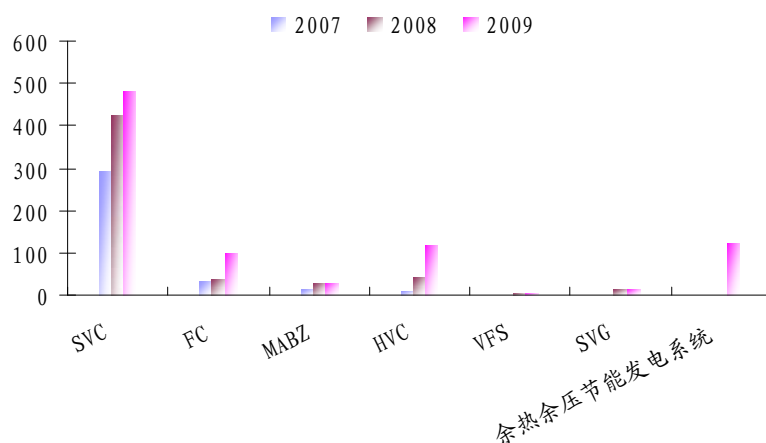


数据来源：公司公告、世纪证券研究所

SVC 在电网领域实现突破

公司主导产品 SVC 市场份额继续保持国内领先。在传统行业销售领域受经济危机影响的情况下，电网领域销售逐渐开始放量，同时公司开始进入电网无功补偿的另一新领域—串补业务（FSC）。2009 年公司 SVC 和 FSC 在电网签订的订单同比增长 348.84%，并有望在今年继续保持快速增长，SVC 在冶金、煤炭等传统行业订单预计 2010 年将恢复增长。

Figure 2 公司主要产品收入情况（单位：百万元）



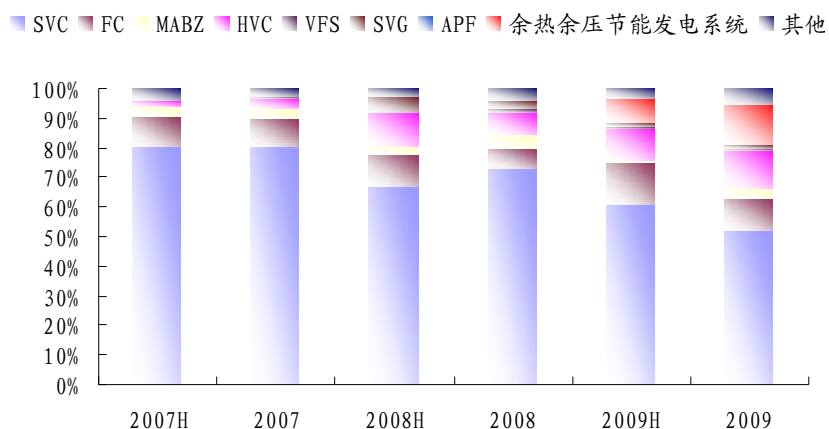
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

新业务成为盈利重要增长点

变频类产品销售受节能减排政策推动明显

变频类产品立足高端，并实现了功率单元标准化，成本显著降低，市场竞争力大幅提升，获得较高毛利水平，收入、订单将继续保持快速增长。从订单来看，HVC 同比增长 132.96%，MABZ 同比增长 22.33%，VFS 同比增长 157.67%；从收入来看，FC 同比增长 159.90%，HVC 同比增长 172.68%，VFS 同比增长 38.46%。

Figure 3 公司各业务结构变化趋势图



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

余热余压节能发电业务增长迅速

公司控股子公司北京信力筑正公司的余热余压节能发电业务具有投资回收期短、为客户大幅降低成本等优势，在国家进一步提高对钢铁、石化等行业节能减排要求的政策推动下，为该公司产品提供了新的市场机遇，信力筑正公司订单饱满，市场增长空间大，将为公司收入和利润增长提供有利支撑。

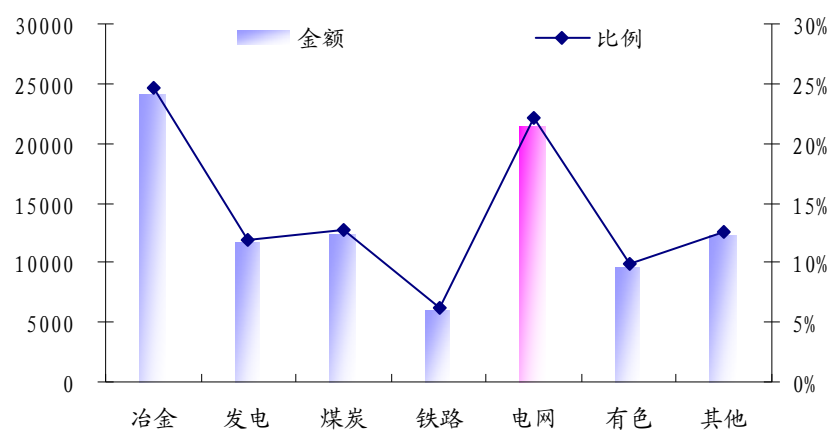
09 年余热余压节能发电业务实现收入 1.24 亿元，占营收比例达 13.47%，迅速成为盈利的主要来源之一。

订单呈现良好发展趋势

公司及控股子公司凭借变频业务、余热余压节能发电系统业务及无功补偿产品在电网领域销售的快速增长，签订订单 150,855.96 万元，同比增长 61.21%。其中，公司本部签订订单 97,583.18 万元，控股子公司签订订单 53,272.78 万元，均为冶金行业的余热余压节能发电系统合同。09 年底，公司未执行合同 111,134.93 万元，转入 2010 年度执行。

从公司本部签订的订单行业分布来看，冶金、发电、煤炭、电网和煤炭成为主要的用户，行业分布较为合理，缓解了下游单一行业景气周期波动对公司业务发展的不利影响，保证了公司营业收入的相对稳定。

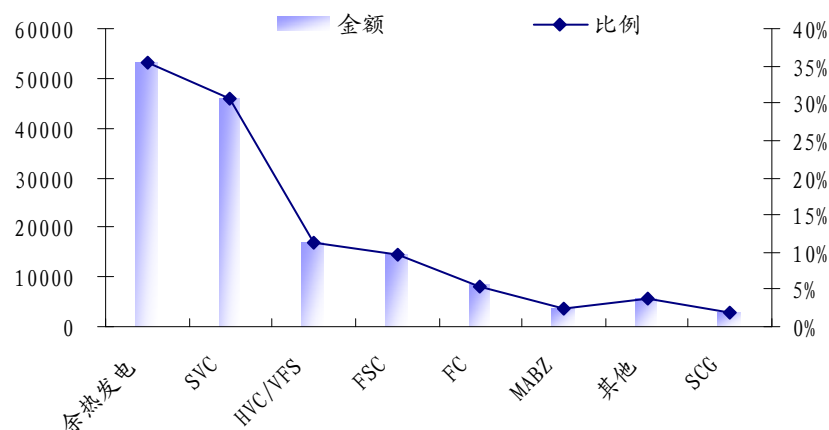
Figure 4 公司本部订单分行业结构 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

从产品的订单结构看, 余热发电和 FSC09 年新增订单占全部订单的 44.87%, 传统的 SVC 和 HVC 等产品的订单较为稳定, 占有 41.67%。由此可以看出公司的新产品具备较强的订单获取能力。

Figure 5 公司全部订单分产品比例 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

营业外收入占比仍然较大

公司的营业外收入主要包括政府补助和税收返还, 09 年收到政府补助 2153.17 万元, 税收返还 3998.25 万元, 09 年营业外净收支占当期利润总额的 29.27%, 08 年该比例为 32.79%。增值税退税和政府补助对公司利润总额影响较大。

我们认为到 2011 年前, 增值税退税和政府补助仍将持续, 预计占比为 25%-30%之间。2011 年以后, 增值税退税优惠需要看公司能否继续取得税收优惠政策, 而政府补助我们预计可以持续。

Figure 6 营业外收支占利润总额的比例

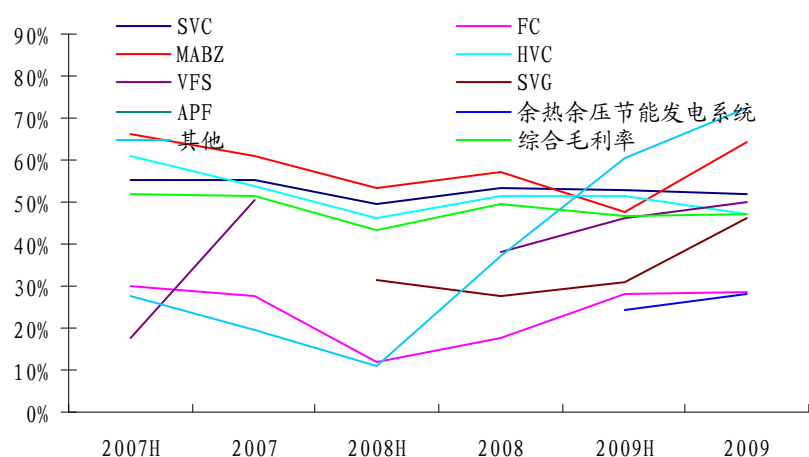
	2006	2007	2008	2009
营业外收入	16.35	35.26	46.36	61.69
营业外支出	0.20	0.12	0.17	0.17
利润总额	53.74	86.25	140.87	210.19
营业外净收支占比	30.42%	40.88%	32.91%	29.35%

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

产品结构变化导致毛利率下降明显

2009 年，公司综合毛利率为 46.93%，比 2008 年减少 2.58 个百分点。主要原因是 09 年余热余压节能发电系统业务收入占比达到 13.47%，而其 09 年毛利率仅为 28.30%，摊薄了公司的综合毛利率。

Figure 7 2007 年以来公司产品毛利率变化趋势



数据来源：wind、世纪证券研究所

从产品结构来看，SVC 在产品中占比逐渐下降，而 FC、HVC、SVG、APF 以及余热余压节能发电系统业务在收入中占比不断提升。从分产品毛利率来看，SVC 等产品毛利率受竞争影响，有下降趋势。

Figure 8 公司收入结构变化趋势

收入构成	2007H	2007	2008H	2008	2009H	2009
SVC	85.23%	85.93%	76.84%	78.43%	69.05%	57.68%
FC	5.92%	5.07%	2.78%	2.37%	8.52%	6.67%
MABZ	4.16%	4.10%	3.66%	6.02%	0.62%	3.95%
HVC	2.51%	3.23%	12.12%	7.84%	11.50%	13.03%
VFS	0.16%	0.53%		0.61%	0.62%	0.74%
SVG			3.90%	1.45%	1.06%	1.45%
APF						0.32%
余热余压节能发电系统					4.28%	8.12%
其他	2.02%	1.14%	0.69%	3.28%	4.36%	8.05%

数据来源：wind、世纪证券研究所

结合以上分析，随着余热余压节能发电系统收入占比进一步提升，我们认为公司未来产品综合毛利率仍有一定下降空间。

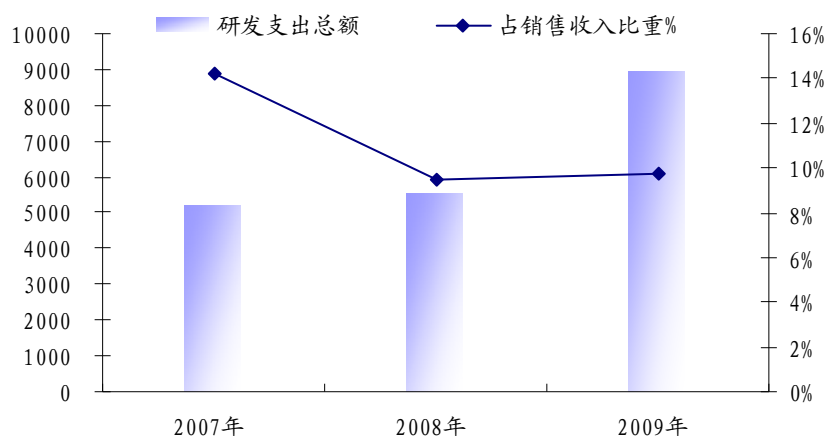
高额的研发投入成为内生性增长的源动力

2009 年公司继续增加研发投入，共计投入研发资金 8,959.22 万元，占销售收入 9.72%。

同时，在大功率电力电子节能领域完成重大技术突破。成功实现 SVC 来解决发电厂同步谐振工程、顺利投运南网 35KV/210MVAR 光触发 SVC、变频技术通过多个项目不断赶超行业领先者、风电变流器通过金风科技 1.5MW 风电变流器试验平台检测。

此外，公司围绕节能大功率电力电子制造行业不断开发新产品，光伏逆变器，故障限流器，特大电流固态开关、有源滤波装置、地铁储能系统等正在研发的产品将为公司带来新的增长潜力。

Figure 9 2007 年以来公司研发投入情况（单位：万元）



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

盈利预测及投资评级

收入与成本预测：

根据对主营业务收入增长率以及毛利率的预期，我们预计 2010-2012 年公司的营业收入增长率分别达到 61.61%、50.73% 和 53.42%。

公司综合毛利率在 2010 年仍有较大幅度下降，主要是竞争加剧和公司本身结构调整导致；我们预计 2011 年以后，毛利率将趋于稳定。2010-2012 年公司综合毛利率分别达到 43.08%、42.50% 和 41.05%。

在上面预测的基础上，我们测算出公司 2010-2012 年营业收入分别为 14.9 亿元、22.46 亿元和 34.46 亿元。

Figure 10 公司 2010-2012 年营业收入增长率预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
SVC	43.79%	13.38%	30%	30%	25%
HVC	284.93%	172.68%	80%	50%	50%
FC	11.47%	159.90%	50%	30%	25%
SVG		-11.35%	0%	0%	0%
MABZ	137.63%	-12.44%	10%	10%	10%
VFS	130.28%	38.46%	30%	30%	30%
APF			30%	50%	50%
余热节能发电			200%	100%	100%
其他	129.09%	88.29%	50%	50%	30%
综合增长率		58.28%	61.61%	50.73%	53.42%

数据来源：世纪证券研究所

Figure 11 公司主要产品毛利率及预测

	2007	2008H	2008	2009	2010E	2011E	2012E
SVC	55.21%	49.60%	53.34%	51.91%	52.00%	52.00%	52.00%
HVC	53.66%	46.03%	51.43%	47.05%	47.00%	47.00%	47.00%
FC	27.55%	11.76%	17.60%	28.56%	30.00%	30.00%	30.00%
SVG		31.55%	27.44%	46.27%	35.00%	35.00%	35.00%
MABZ	60.92%	53.54%	57.31%	64.47%	65.00%	60.00%	60.00%
VFS	102.70%		38.20%	50.07%	50.00%	50.00%	50.00%
APF				79.15%	75.00%	70.00%	70.00%
余热节能发电				28.30%	30.00%	33.00%	33.00%
其他	19.37%	10.90%	37.11%	72.52%	40.00%	40.00%	40.00%
综合毛利率	51.62%	43.40%	49.51%	46.93%	43.08%	42.50%	41.05%

数据来源：世纪证券研究所

盈利预测:

在收入和毛利率预测的基础上，我们对相关参数进行假设，根据我们的预测模型显示，2010-2012 年公司净利润将分别达到 2.58 亿元、3.65 亿元和 5.11 亿元，实现 EPS 分别为 1.15 元、1.63 元和 2.28 元。

投资评级:

根据预测的 EPS，2010-2012 年对应的动态市盈率分别为 35.47、25.02 和 17.89。

我们认为在国家继续推行节能减排的政策下，公司的电力电子节能产品仍面临持续的高景气周期。公司的 SCV 成功进入电网，并开拓了串补业务，进一步巩固了公司在 SVC 领域的龙头地位。另外，公司不断开发出新产品，风电变流器、光伏逆变器、有源滤波装置等将成为公司未来新的利润增长点。

考虑到公司面临的行业高景气和高增长速度，维持公司“买入”评级。

Figure 12 公司 2010-2012 年盈利预测 (单位: 百万元)

项目(单位: 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业利润					
营业收入	582.64	922.20	1490.36	2246.41	3446.38
增长率(%)	58.69%	58.28%	61.61%	50.73%	53.42%
减: 营业成本	294.19	489.37	848.25	1291.67	2031.54
销售毛利率(%)	49.51%	46.93%	43.08%	42.50%	41.05%
减: 营业税金及附加	5.28	7.72	12.67	19.09	29.29
减: 营业费用	73.89	109.78	178.84	269.57	413.57
减: 管理费用	101.78	137.73	223.55	336.96	516.96
减: 财务费用	-0.23	4.31	5.04	7.58	8.64
减: 资产减值损失	13.05	24.63	17.00	15.00	12.00
营业利润	94.68	148.66	205.00	306.54	434.38
二、利润总额					
加: 营业外收入	46.36	61.69	75.00	90.00	120.00
减: 营业外支出	0.17	0.17	0.20	0.18	0.30
利润总额	140.87	210.19	279.80	396.36	554.08
三、净利润					
减: 所得税	9.59	14.23	19.03	26.95	37.68
净利润	131.28	195.96	260.77	369.40	516.40
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	1.06	10.55	2.80	3.96	5.54
归属母公司净利润	130.22	185.41	257.97	365.44	510.86
五、股利分配					
总股本	128.00	224.00	224.00	224.00	224.00
EPS(摊薄)	0.58	0.83	1.15	1.63	2.28

数据来源: 世纪证券研究所

风险提示

公司面临的风险有:

- (1) 应收账款回款期延长带来现金流风险
- (2) 竞争加剧和产品结构调整, 导致产品毛利率降低的风险
- (3) 政策变化带来市场波动性

Figure 13 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1521	2375	2932	4534	营业收入	922	1490	2246	3446
现金	565	745	674	1206	营业成本	489	848	1292	2032
应收账款	596	965	1247	1913	营业税金及附加	7.72	12.67	19.09	29.29
其它应收款	17	28	42	65	营业费用	110	179	270	414
预付账款	73	153	220	325	管理费用	138	224	337	517
存货	165	297	517	670	财务费用	4.31	5.04	7.58	8.64
其他	105	188	233	355	资产减值损失	25	17	15	12
非流动资产	524	748	768	836	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	275	578	636	702	营业利润	149	205	307	434
无形资产	18	17	22	21	营业外收入	62	75	90	120
其他	229	151	109	112	营业外支出	0.17	0.20	0.18	0.30
资产总计	2045	3123	3700	5370	利润总额	210	280	396	554
流动负债	539	1371	1628	2862	所得税	14.23	19.03	26.95	37.68
短期借款	0	520	461	972	净利润	196	261	369	516
应付账款	207	339	452	711	少数股东损益	10.55	2.80	3.96	5.54
其他	333	512	715	1179	归属母公司净利润	185	258	365	511
非流动负债	178	164	114	34	EBITDA	173	255	383	525
长期借款	134	134	84	4	EPS (元)	0.83	1.15	1.63	2.28
其他	44	30	30	30	主要财务比率				
负债合计	717	1535	1742	2896	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	24	27	31	37	成长能力				
股本	224	224	224	224	营业收入	58.3%	61.6%	50.7%	53.4%
资本公积	636	636	636	636	营业利润	57.0%	37.9%	49.5%	41.7%
留存收益	443	701	1066	1577	归属于母公司净利润	42.4%	39.1%	41.7%	39.8%
归属母公司股东权益	1303	1561	1926	2437	获利能力				
负债和股东权益	2045	3123	3700	5370	毛利率	46.9%	43.1%	42.5%	41.1%
现金流量表					净利率	20.1%	17.3%	16.3%	14.8%
单位: 百万元					ROE	14.2%	16.5%	19.0%	21.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	15.7%	13.8%	17.0%	19.6%
经营活动现金流	-22	-12	133	261	偿债能力				
净利润	196	261	369	516	资产负债率	35.1%	49.1%	47.1%	53.9%
折旧摊销	20	45	68	82	净负债比率	25.80%	42.58%	31.27%	33.71%
财务费用	4	5	8	9	流动比率	2.82	1.73	1.80	1.58
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.51	1.52	1.48	1.35
营运资金变动	-268	-343	-336	-401	营运能力				
其它	25	21	24	55	总资产周转率	0.59	0.58	0.66	0.76
投资活动现金流	-147	-272	-88	-152	应收账款周转率	1.83	1.76	1.88	2.02
资本支出	148	285	83	150	应付账款周转率	3.23	3.11	3.26	3.49
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	1	13	-5	-2	每股收益(最新摊薄)	0.83	1.15	1.63	2.28
筹资活动现金流	576	463	-116	423	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	-0.05	0.59	1.17
短期借款	-70	520	-59	512	每股净资产(最新摊薄)	5.82	6.97	8.60	10.88
长期借款	134	0	-50	-80	估值比率				
普通股增加	96	0	0	0	P/E	48.76	35.04	24.74	17.70
资本公积增加	402	0	0	0	P/B	6.94	5.79	4.69	3.71
其他	14	-56	-8	-9	EV/EBITDA	50	34	23	17
现金净增加额	408	180	-71	532					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.