

分析师：符彩霞

执业证书编号：A0220200010018

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



荣信股份 (002123. SZ)

中期高增长可期

投资要点

● **预计中期盈利增长40%左右。**在过去几年里，随着产品线的丰富，我们注意到公司各季度收入整体呈持续增长之势，2009年公司共获得新订单15.09亿元，同比增长60%，其中主要是下半年订单增长迅速。预计今年上半年公司收入仍可维持较高的增速。盈利增长预计在40%左右。

● **主要产品增长格局预计变化不大。**在公司的三大类产品中，电能质量管理产品方面 SVC 预计全年增长30%左右；高压变频器全年维持翻倍预测，不过近期低压变频器竞争激烈，价格下滑幅度较大，公司低压变频器占变频器收入的一半左右，预计毛利率也将受到不利影响，因此下调变频器毛利率5个百分点左右；北京信力筑公司的余热发电业务根据去年订单情况，维持全年3.1亿元左右的收入预测。

● **估值与评级。**公司围绕节能增效和下游煤炭、钢铁、建材等高能耗行业进行持续的产品开发，属于具有较强技术优势的成长型公司，结合相对估值法与绝对估值法，我们认为公司未来一年的目标价为36.8元左右，维持推荐评级。

● **风险因素。**公司产品主要用于重工业部门，虽然政府部门对节能环保十分重视，近期也出台了高效电机补贴、合同能源管理补贴等鼓励节能环保的政策措施。但我们仍然担心，前期严厉的楼市调控政策对煤炭、冶金等重工业部门产生不利影响，从而间接影响公司未来订单情况。此外，通用型高压变频器今年价格下滑幅度较大，将影响公司最终盈利状况。

机械设备

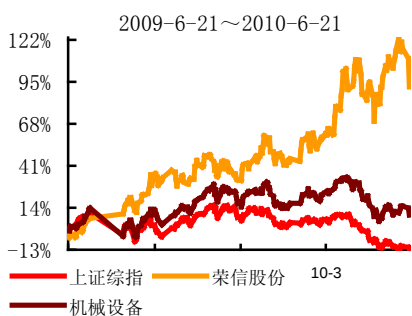
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	36.8

市场数据

市价(元)	33.91
上市的流通A股(亿股)	2.64
总股本(亿股)	3.36
52周股价最高最低(元)	28.42-54.98
上证指数/深证成指	2513.22/9966.54
2009年股息率	0.08%

52周相对市场表现



相关研究

《荣信股份调研报告：已形成梯次增长格局》，2010年4月6日

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	922.20	1439	2187	3280
增长率(%)	58.28	56.00	52.00	50.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	185.41	246	344	476
增长率(%)	42.38	32.60	39.93	38.51
毛利率(%)	46.93	43.12	42.19	41.67
净资产收益率(%)	14.24	16.14	18.42	20.33
EPS(元)	0.87	0.73	1.02	1.42
P/E(倍)	61.45	48	34	25
P/B(倍)	8.74	7.8	6.3	5.0

来源：公司年报、民族证券

1、预计中期盈利增长 40%左右

在过去几年里，随着产品线的丰富，我们注意到公司各季度收入整体呈持续增长之势，2009 年公司共获得新订单 15.09 亿元，同比增长 60%，其中主要是下半年订单增长迅速。预计今年上半年公司收入仍可维持较高的增速。盈利增长预计在 40%左右。

公司产品主要用于煤炭、冶金、电力等重工业行业，今年前 5 月国内重工业增加值增速仍达到 17.8%，较 2009 年上半年 10.9%的增速高出近 7 个百分点，受此影响，预计公司上半年订单仍有较大幅度的增长，初步预计增幅在 50%以上，从而保证公司未来收入增长。

2、主要产品增长格局预计变化不大

在公司的三大类产品中，电能质量管理产品方面 SVC 预计全年增长 30%左右；高压变频器全年维持翻倍预测，不过近期低压变频器竞争激烈，价格下滑幅度较大，公司低压变频器占变频器收入的一半左右，预计毛利率也将受到不利影响，因此下调变频器毛利率 5 个百分点左右；北京信力筑公司的余热发电业务根据去年订单情况，维持全年 3.1 亿元左右的收入预测。

3、风电逆变器年内有望投放市场

风电逆变器。1.5MW 风机 1 套逆变器进口需约 100 万—120 万左右，毛利率 30%以上，预计今年能小批量生产。国内金风、湘电、国电南瑞等公司也在做风电逆变器。目前仍以进口为主。根据中国电力企业联合会数据，2009 年国内新增并网风电装机容量为 897 万千瓦，折 1.5MW/台为 6000 台左右，需风电逆变器 40 亿元以上，与 2009 年国内高压变频器市场容量相当。预计公司风电逆变器年内有望投放市场。

4、盈利预测

根据上述分析，公司各部分业务收入预测如表 1 所示。

表 1：公司分部收入预测

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
分部收入					
高压动态无功补偿装置					
SVC	424.15	480.9	625.17	812.72	1,056.54
滤波装置	38.86	101	131.30	170.69	221.90
静止无功发生器 SVG	15.25	13.52	27.04	108.16	140.61
有源滤波装置 APF		1.77	1.77	1.77	1.77
高压变频调速装置 HVC	43.96	119.86	239.72	479.44	958.88
智能瓦斯排放装置 MABZ	30.27	26.51	31.81	34.99	38.49
高压软启动装置 VFS	4.61	6.38	8.29	10.78	14.02
光伏逆变器			20.00	40.00	80.00
风电逆变器			0.00	30.00	60.00
余热余压节能发电系统			124.19	310.48	465.71
其他			48.07	48.07	48.07

分部收入增长					
高压动态无功补偿装置					
SVC	43.78%	13.38%	30.00%	30.00%	30.00%
滤波装置	11.47%	159.91%	30%	30%	30%
静止无功发生器 SVG		-11.34%	100%	300%	30%
有源滤波装置 APF			0%	0%	0%
高压变频调速装置 HVC	284.94%	172.66%	100%	100%	100%
智能瓦斯排放装置 MABZ	137.60%	-12.42%	20%	10%	10%
高压软启动装置 VFS	130.50%	38.39%	30%	30%	30%
光伏逆变器				100%	100%
风电逆变器					100%
余热余压节能发电系统			150.00%	50.00%	50.00%
其他			0.00%	0.00%	0.00%
分部毛利率(%)					
高压动态无功补偿装置					
SVC	53.34	51.91	51.00	51.00	51.00
滤波装置	17.6	28.56	28.50	28.50	28.50
静止无功发生器 SVG	27.44	46.27	47.00	49.00	49.00
有源滤波装置 APF		79.15	79.00	79.00	79.00
高压变频调速装置 HVC	51.43	47.05	42.00	42.00	42.00
智能瓦斯排放装置 MABZ	57.31	64.47	64.50	64.50	64.50
高压软启动装置 VFS	38.2	50.07	50.00	50.00	50.00
光伏逆变器			30.00	30.00	30.00
风电逆变器			30.00	30.00	30.00
余热余压节能发电系统		28.3	28.50	28.50	28.50
其他		72.52	72.50	72.50	72.50

资料来源：民族证券。

据此初步预计公司 2010 年-2012 年收入分别为 14.7439 亿元左右、21.87 亿元左右和 32.8 亿元左右，分别增长 56%、52%和 50%，净利分别为 2.46 亿元、3.44 亿元和 4.76 亿元，分别增长 40%、38.5%和 33.4%左右，每股收益分别为 0.73 元和 1.02 元和 1.42 元左右，详见表 2。

表 2：公司盈利预测表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	583	922	1,439	2,187	3,280
主营业务成本	294	489	818	1,264	1,913
主营业务税金及附加	5	8	12	19	28
营业费用	74	110	173	262	394
管理费用	102	138	210	319	479
财务费用	-0	4	11	10	9
资产减值损失	13	25	10	10	10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	95	149	204	303	447
营业外收支	46	62	86	109	131

税前利润	141	210	291	412	578
所得税费用	10	14	20	29	40
净利润	131	196	270	383	538
少数股东损益	1	11	24	39	62
母公司所有者净利润	130	185	246	344	476
EPS (元)	1.02	0.83	0.73	1.02	1.42

资料来源：民族证券。

5、公司估值与投资评级

相对估值法。公司业务主要为节能环保型产品，考虑到公司未来的成长性，可给予 35 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 35.7 元。绝对估值法。假设无风险利率 3.0%，市场风险溢价 5.0%，边际税率 25%，付息债务占比 20.0%，则公司的加权资金成本为 6.1%，永续增长率为 4.0%。得出公司的每股价值为 37.9 元，详见表 3。综合分析，公司未来 12 个月的目标价为 36.8 元左右，维持推荐评级。

表 3：公司自由现金流预测

单位：%	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	210	300	434	569	685
资产减值损失	10	10	10	10	10
折旧摊销	36	40	44	51	59
资本支出	(86)	(90)	(144)	(151)	(109)
营运资本支出	(92)	(270)	(390)	(367)	(319)
公司自由现金流	78	(10)	(46)	112	326

资料来源：民族证券

5、公司风险因素

公司产品主要用于重工业部门，虽然政府部门对节能环保十分重视，近期也出台了高效电机补贴、合同能源管理补贴等鼓励节能环保的政策措施。但我们仍然担心，前期严厉的楼市调控政策对煤炭、冶金等重工业部门产生不利影响，从而间接影响公司未来订单情况，对此我们将保持密切关注。此外，通用型高压变频器今年价格下滑幅度较大，将影响公司最终盈利状况。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,521	2,101	2,917	4,081
现金	565	718	803	900
应收账款	690	985	1,498	2,247
预付账款	73	99	150	225
其他应收款	17	28	42	63
存货	165	257	403	615
其他	11	14	22	33
非流动资产	524	576	629	735
长期投资	1	1	1	1
固定资产	59	59	59	59
无形资产	458	508	558	658
其他	5	7	11	16
资产总计	2,045	2,677	3,546	4,816
流动负债	539	883	1,358	2,053
短期借款	0	0	0	0
应付账款	363	622	973	1,485
其他	(2)	(3)	(4)	(7)
非流动负债	178	222	233	270
长期借款	134	150	124	106
其他	44	72	109	164
负债合计	717	1,105	1,591	2,323
少数股东权益	24	49	88	149
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	1,303	1,523	1,867	2,344
负债和股东权益	2,045	2,677	3,546	4,816
现金流量表				
单位：百万元				
经营活动现金流	53	233	169	205
净利润	185	246	344	476
折旧摊销	20	36	40	44
财务费用	4	11	10	9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-190	-92	-270	-390
其它				
投资活动现金流	-242	-86	-90	-144
资本支出	-214	-86	-90	-144
长期投资				
其他	-28	0	0	0
筹资活动现金流	597	6	6	35
短期借款	128	42	15	44
长期借款	476	0	0	0
普通股增加	-3	-26	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他	-4	-11	-10	-9
现金净增加额	408	153	85	97

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	922	1,439	2,187	3,280
营业成本	489	818	1,264	1,913
营业税金及附加	8	12	19	28
营业费用	110	173	262	394
管理费用	138	210	319	479
财务费用	4	11	10	9
资产减值损失	25	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	149	204	303	447
营业外收支	62	86	109	131
利润总额	210	291	412	578
所得税	14	20	29	40
净利润	196	270	383	538
少数股东损益	11	24	39	62
归属母公司净利润	185	246	344	476
EBITDA	198	261	362	510
EPS（元）	0.83	0.73	1.02	1.42

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	58.28%	56.00%	52.00%	50.00%
营业利润	57.01%	37.41%	48.11%	47.84%
归属母公司净利润	42.37%	32.60%	39.93%	38.51%
获利能力				
毛利率	46.93%	43.12%	42.19%	41.67%
净利率	20.10%	17.09%	15.73%	14.53%
ROE	14.23%	16.14%	18.42%	20.33%
ROIC	10.68%	11.42%	13.44%	15.45%
偿债能力				
资产负债率	35.07%	41.27%	44.87%	48.23%
净负债比率				
流动比率	2.82	2.38	2.15	1.99
速动比率	2.51	2.09	1.85	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.54	0.62	0.68
应收帐款周转率	1.34	1.46	1.46	1.46
应付帐款周转率	1.35	1.32	1.30	1.29
每股指标(元)				
每股收益	0.83	0.73	1.02	1.42
每股经营现金	0.23	0.69	0.50	0.61
每股净资产	5.82	4.53	5.56	6.98
估值比率				
P/E	43	48	34	25
P/B	9.1	7.8	6.3	5.0
EV/EBITDA	60	45	33	23

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

研究员负责公司举例：天威保变、许继电气、平高电气、东方电气、中国南车、时代新材、昆明机床和柳工等。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn