

审慎推荐-A (下调)**荣信股份 002123.SZ**

目标估值: 35.10-38.60 元

当前股价: 34.85 元

2010 年 8 月 9 日

基础数据

上证综指	2658
总股本(万股)	33600
已上市流通股(万股)	29260
总市值(亿元)	117
流通市值(亿元)	102
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	14.5
资产负债率	41.4%
主要股东	深港产学研创业投资
主要股东持股比例	16.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	37	65
相对表现	-4	46	89

**相关报告**

1、《荣信股份(002123)-节能减排的中坚力量》2010/3/11

2、《荣信股份(002123)-节能产品方兴未艾,技术是核心竞争力》2008/4/24

王鹏, CFA

0755-25310483

wpeng@cmschina.com.cn

S1090207100175

高压变频器 and 风电变流器成为公司增长引擎

2010 年上半年公司实现营业收入 6.36 亿元,同比增长 53.02%;实现净利润 9581 万元,同比增长 41.71%。公司原有产品高压动态无功补偿装置、高压变频器、智能瓦斯排放装置等保持稳定增长,新产品风电变流器有望成为明年的业绩增长点。我们预计公司全年净利润将保持 40%左右的增长。

- **公司订单充足,主营产品保持稳定增长。**2010 年上半年公司及控股子公司北京信力筑正新签订单 6.07 亿元,其中公司本部新签订单 5.14 亿元,同比增长 90.91%;信力筑正新签订单 9312 万元,同比下降 61.22%。信力筑正新增订单下降的原因是公司从事的余热余压节能发电业务具有前期垫付款大,回款期长的行业特点,目前尚有未执行合同 4.69 亿元,营运资金不足限制了其承接订单规模,该公司在下半年将根据未执行合同完成情况确定接单规模。
- **高压变频装置 HVC 保持成倍增长,毛利率将略有下降:**公司的高压变频产品立足高端市场,10kV 特大功率变频装置国产化项目即将完成,有望于明年开始贡献利润。2010 年公司的高压变频器产品销售收入有望保持成倍增长,但由于今年以来高端产品领域竞争日趋激烈,毛利率可能略有下降。
- **风电变流器研制工作进展顺利,有望年内开始投放市场:**公司研制的风电变流器目前已通过金风科技 1.5MW 风电变流器试验平台检测,有望年内实现第一批产品的销售。该产品价格预计在 80 万元左右,是风电机组的重要部件之一,每年的市场需求在 30-40 亿元左右,将成为公司下一个利润增长点。
- **完成对子公司增资,加强公司业务竞争实力:**首先,公司出资 3375 万元增资参股子公司青岛恒顺电器有限公司(持股比例 14.71%),加强该公司电抗器等产品的生产能力;其次公司出资 400 万元受让上海地澳公司 22.6%的股权同时向该公司增资 1299.98 万元,从而持有上海地澳公司 55.4%的股权。上海地澳专业从事矿井大型传动和自动化控制设备及其系统应用软件的研发、制造,是荣信股份在煤炭井下变频领域产品、技术、市场的进一步延伸。
- **投资评级:**我们维持此前的盈利预测,预计 2010 至 2012 年公司每股收益为 0.78、1.05 和 1.35 元。按 2010 年 45 倍市盈率计算,估值区间为 35.1-38.6 元,给予“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	583	922	1246	1706	2257
同比增长	59%	58%	35%	37%	32%
营业利润(百万元)	95	149	230	327	436
同比增长	85%	57%	55%	42%	33%
净利润(百万元)	130	185	262	354	455
同比增长	56%	42%	41%	35%	29%
每股收益(元)	1.02	0.83	0.78	1.05	1.35
PE	34.3	42.1	44.7	33.1	25.7
PB	6.9	6.0	7.5	6.2	5.0

资料来源:招商证券

□ **风险因素：**由于市场需求的快速发展，行业参与者将不断增加，公司原本享有的较高的市场份额将受到挤压，销售规模增速下降。此外，随着余热余压发电系统收入占比的增加，该业务较低的毛利率水平将降低公司的综合毛利率。

表 1、销售收入结构预测

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	582.6	922.1	1245.7	1705.9	2256.7
SVC 高压动态无功补偿装置	424.2	480.9	567.5	680.9	837.6
HVC 高压变频装置	44.0	119.9	233.7	427.7	654.4
FC 电力滤波装置	38.9	101.0	166.7	253.3	349.6
MABZ 智能瓦斯排放装置	30.3	26.5	31.0	38.1	46.1
VFS 高压软启动装置	4.6	6.4	8.2	10.2	12.5
SVG 静止无功发生器	15.3	13.5	15.1	17.4	20.5
APF 有源滤波装置		1.8	4.1	6.9	10.4
余热余压节能发电系统		124.2	150.3	175.8	198.7
其它	25.5	48.1	69.2	95.5	127.0
收入增长率	58.7%	58.3%	35.1%	37.0%	32.3%
SVC 高压动态无功补偿装置	43.8%	13.4%	18.0%	20.0%	23.0%
HVC 高压变频装置	285.5%	172.7%	95.0%	83.0%	53.0%
FC 电力滤波装置	11.5%	159.9%	65.0%	52.0%	38.0%
MABZ 智能瓦斯排放装置	138.3%	-12.5%	17.0%	23.0%	21.0%
VFS 高压软启动装置	130.0%	38.7%	28.0%	25.0%	22.0%
SVG 静止无功发生器		-11.5%	12.0%	15.0%	18.0%
APF 有源滤波装置			130.0%	70.0%	50.0%
余热余压节能发电系统			21.0%	17.0%	13.0%
毛利率	49.5%	46.9%	45.0%	43.8%	43.0%
SVC 高压动态无功补偿装置	53.3%	51.9%	50.3%	49.6%	49.1%
HVC 高压变频装置	51.4%	47.1%	46.0%	45.2%	44.2%
FC 电力滤波装置	17.6%	28.6%	27.0%	26.2%	25.0%
MABZ 智能瓦斯排放装置	57.3%	64.5%	62.0%	60.0%	59.0%
VFS 高压软启动装置	38.3%	50.1%	50.0%	49.0%	49.0%
SVG 静止无功发生器	27.5%	46.2%	46.0%	46.0%	46.0%
APF 有源滤波装置		79.1%	78.0%	75.0%	75.0%
余热余压节能发电系统		28.3%	26.8%	25.0%	25.0%

资料来源：招商证券

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	583	922	1246	1706	2257
营业成本	294	489	686	959	1286
营业税金及附加	5	8	10	14	18
营业费用	74	110	137	172	214
管理费用	102	138	179	233	303
财务费用	(0)	4	4	2	(0)
资产减值损失	13	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	95	149	230	327	436
营业外收入	46	62	65	68	71
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	141	210	294	395	507
所得税	10	14	20	27	34
净利润	131	196	274	368	472
少数股东损益	1	11	12	15	17
归属于母公司净利润	130	185	262	354	455
EPS (元)	1.02	0.83	0.78	1.05	1.35

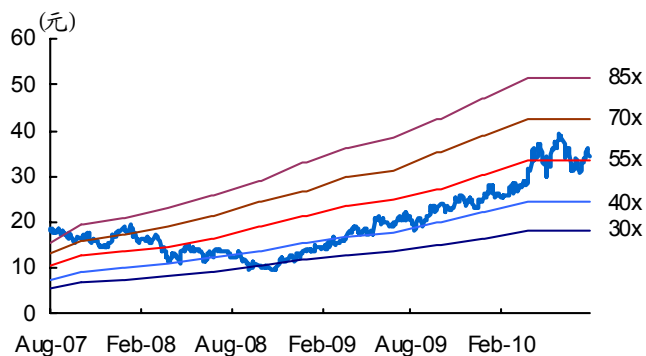
资料来源: 招商证券

表 3: 各季度业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入	204	212	238	268	300	336
营业毛利	99.5	94.7	104.9	133.8	128.1	144.7
营业费用	34	21	23	31	33	41
管理费用	35	36	23	44	39	50
财务费用	2	4	-1	0	0	2
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	22	26	52	49	42	39
归属母公司净利润	34	34	62	55	52	43
EPS (元)	0.15	0.15	0.28	0.25	0.16	0.13
主要比率						
毛利率	48.8%	44.7%	44.1%	49.9%	42.6%	43.0%
营业费用率	16.4%	10.1%	9.9%	11.7%	10.8%	12.3%
管理费用率	17.0%	16.8%	9.8%	16.4%	13.1%	14.9%
营业利润率	10.8%	12.5%	21.7%	18.1%	14.1%	11.5%
有效税率	7.0%	9.3%	8.3%	3.5%	4.9%	9.9%
净利率	16.6%	16.0%	26.2%	20.7%	17.5%	12.9%
YoY						
收入	59.5%	63.2%	36.8%	77.7%	47.2%	58.6%
归属母公司净利润	64.5%	27.3%	39.4%	44.4%	55.2%	28.1%

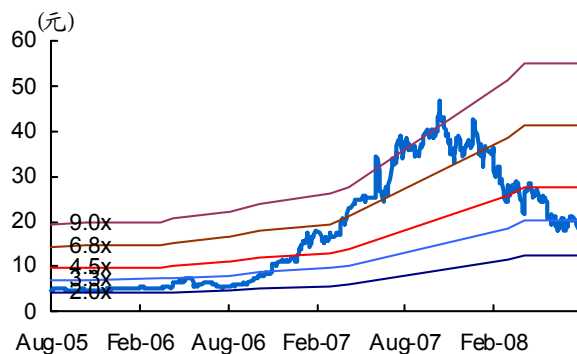
资料来源: 招商证券

图 1: 荣信股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 荣信股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《荣信股份(002123) - 节能产品方兴未艾，技术是核心竞争力》 2008/4/24
- 2、《荣信股份（002123） - 产品快速增长，毛利率有望回升》 2008/7/22
- 3、《电力设备行业 2009 年中期投资策略-新能源与智能电网成为主旋律》 2009/6/15
- 4、《荣信股份（002123）-节能减排的中坚力量》 2010/3/11

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	761	1521	1958	2564	3316
现金	157	565	740	965	1273
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	94	127	174	230
应收款项	336	596	791	1064	1382
其它应收款	13	17	23	31	41
存货	151	165	209	268	332
其他	79	84	69	62	58
非流动资产	299	524	495	474	455
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	59	275	248	229	211
无形资产	17	18	16	15	13
其他	222	229	229	229	229
资产总计	1061	2045	2453	3038	3771
流动负债	372	539	700	945	1238
短期借款	70	0	30	30	30
应付账款	96	207	279	382	506
预收账款	96	126	171	234	309
其他	109	206	220	299	393
长期负债	31	178	164	154	144
长期借款	0	134	124	114	104
其他	31	44	40	40	40
负债合计	403	717	864	1099	1382
股本	128	224	336	336	336
资本公积金	234	636	524	524	524
留存收益	283	443	692	1027	1460
少数股东权益	12	24	37	52	69
母公司所有者权益	645	1303	1552	1888	2320
负债及权益合计	1061	2045	2453	3038	3771

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	5	(22)	226	261	344
净利润			262	354	455
折旧摊销			29	27	24
财务费用			4	2	(0)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(69)	(144)	(162)
其它			1	23	27
投资活动现金流	(202)	(147)	(10)	(5)	(4)
资本支出			(10)	(5)	(4)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	61	576	(42)	(30)	(33)
借款变动			(21)	(10)	(10)
普通股增加			112	0	0
资本公积增加			(112)	0	0
股利分配			(13)	(18)	(23)
其他			(8)	(2)	0
现金净增加额	(137)	408	175	226	307

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	583	922	1246	1706	2257
营业成本	294	489	686	959	1286
营业税金及附加	5	8	10	14	18
营业费用	74	110	137	172	214
管理费用	102	138	179	233	303
财务费用	(0)	4	4	2	(0)
资产减值损失	13	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	95	149	230	327	436
营业外收入	46	62	65	68	71
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	141	210	294	395	507
所得税	10	14	20	27	34
净利润	131	196	274	368	472
少数股东损益	1	11	12	15	17
母公司所有者净利润	130	185	262	354	455
EPS (元)	1.02	0.83	0.78	1.05	1.35

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	59%	58%	35%	37%	32%
营业利润	85%	57%	55%	42%	33%
净利润	56%	42%	41%	35%	29%
获利能力					
毛利率	49.5%	46.9%	45.0%	43.8%	43.0%
净利率	22.4%	20.1%	21.0%	20.7%	20.2%
ROE	20.2%	14.2%	16.9%	18.7%	19.6%
ROIC	16.0%	15.7%	22.7%	28.5%	33.6%
偿债能力					
资产负债率	38.0%	35.1%	35.2%	36.2%	36.6%
净负债比率	6.6%	9.0%	6.7%	5.1%	3.8%
流动比率	2.0	2.8	2.8	2.7	2.7
速动比率	1.6	2.5	2.5	2.4	2.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.5	3.1	3.7	4.0	4.3
应收帐款周转率	2.2	2.0	1.8	1.8	1.8
应付帐款周转率	4.0	3.2	2.8	2.9	2.9
每股资料(元)					
每股收益	1.02	0.83	0.78	1.05	1.35
每股经营现金	0.04	-0.10	0.67	0.78	1.02
每股净资产	5.04	5.82	4.62	5.62	6.91
每股股利	0.05	0.00	0.04	0.05	0.07
估值比率					
PE	34.3	42.1	44.7	33.1	25.7
PB	6.9	6.0	7.5	6.2	5.0
EV/EBITDA	45.3	27.0	17.7	13.0	10.1

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王鹏，CFA：工学学士，MBA，7 年证券从业经验，从 2007 年起任招商证券电力设备行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。