

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)

上半年订单不错

投资要点

● **公司收入持续多个季度攀升。**2010年中期，公司实现收入6.36亿元，同比增长53.02%，净利9581.22万元，同比增长41.71%，摊薄每股收益0.29元，基本符合预期。我们注意到，公司收入已持续多个季度增长，盈利增长也基本保持在25%以上。

● **上半年订单情况良好。**上半年公司新签订单6.07亿元，其中本部新签订单5.14亿元，同比增长90.91%；信力筑公司新签订单9312万元，同比增长61.22%。根据上半年情况，我们预计今年全年本部订单有望达到13亿—14亿之间，同比增长40%左右，这将保障明年公司业务的持续增长。

● **变频器业务与预期有明显差异。**上半年公司电能质量管理类产品实现收入4.1亿元，同比增长28.55%；高压变频类产品实现收入6828万元，同比增长40.4%；余热余压节能发电系统实现收入1.34亿元，同比增长292.9%。主要是变频器业务与预期有显差异，我们下调了相应预测值。

● **盈利预测与投资评级。**预计公司2010年-2012年每股收益分别为0.72元和0.97元和1.27元左右。综合相对法和绝对法，未来12个月目标价为35元左右，与目前股价基本相当，故下调评级至谨慎推荐。

● **风险因素。**一是业务品种较多，可能出现部分产品达不到预期或是超出预期的情况；二是公司业务主要服务于冶金、煤炭、电力等传统行业，在经济下行周期中，这些行业对公司产品的需求可能不及预期。

机械设备

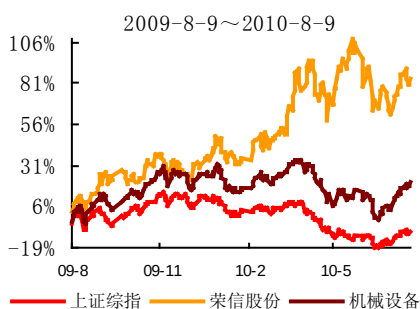
投资评级

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	调低
目标价格：	35

市场数据

市价(元)	34.85
上市的流通A股(亿股)	2.93
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	2658.39/10942.93
2009年股息率	0.08%

52周相对市场表现



相关研究

《荣信股份动态点评》，2010年6月21日；
《荣信股份调研报告》，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	1383	1937	2711
增长率(%)	58.28	50.00	40.00	40.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	185.41	243	326	427
增长率(%)	42.38	31.10	34.10	30.95
毛利率(%)	46.93	45.02	43.95	42.99
净资产收益率(%)	14.24	15.99	17.65	18.78
EPS(元)	0.87	0.72	0.97	1.27
P/E(倍)	63.15	49	37	28
P/B(倍)	8.98	7.9	6.5	5.3

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、公司收入持续多个季度攀升.....	3
二、上半年订单情况良好	3
三、公司变频器业务与预期有明显差异.....	3
四、各项新业务正在推进之中	4
五、盈利预测	4
六、公司估值与投资评级	5
七、公司风险因素	6

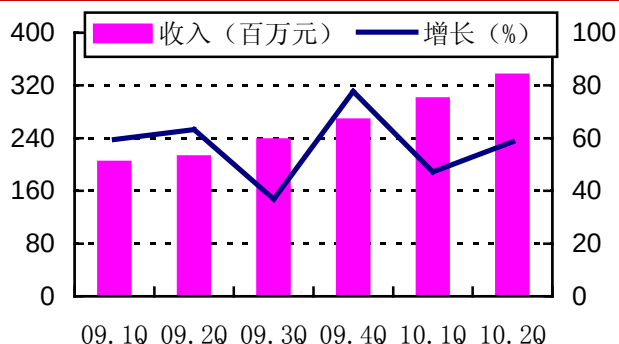
图表目录

图 1：2009 年—2010 年公司各季单季收入及增速.....	3
图 2：2009 年—2010 年公司各季单季净利及增速.....	3
图 3：2010 年中期主要业务收入及增速.....	4
图 4：2010 年中期主要业务毛利率（%）	4
表 1：公司分部收入预测	4
表 2：公司盈利预测表	5
附录：财务预测表	7

一、公司收入持续多个季度攀升

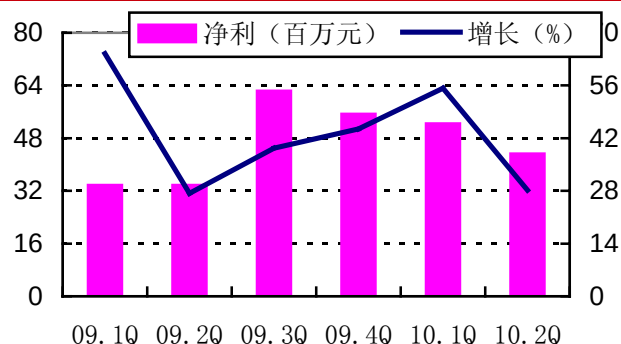
公司业务按产品性质可分为 3 大类，分别是电能质量类、高压变频类、余热余压节能发电系统类，产品主要用于冶金、水泥、煤炭、有色、电力等高耗能的重工业。2010 年中期，公司实现收入 6.36 亿元，同比增长 53.02%，净利 9581.22 万元，同比增长 41.71%，摊薄每股收益 0.29 元，基本符合预期。我们注意到，公司收入已持续多个季度增长，盈利增长也基本保持在 25%以上，详见图 1 和图 2。

图 1：2009 年—2010 年公司各季单季收入及增速



资料来源：民族证券

图 2：2009 年—2010 年公司各季单季净利及增速



资料来源：民族证券

二、上半年订单情况良好

公司上半年新签订单 6.07 亿元，其中本部新签订单 5.14 亿元，同比增长 90.91%；信力筑公司新签订单 9312 万元，同比增长 61.22%。信力筑公司期末未执行合同 4.69 亿元，主要由于营运资金不足限制了其接单规模。根据上半年情况，我们预计今年全年本部订单有望达到 13 亿—14 亿之间，同比增长 40%左右，这将保障明年公司业务的持续增长。

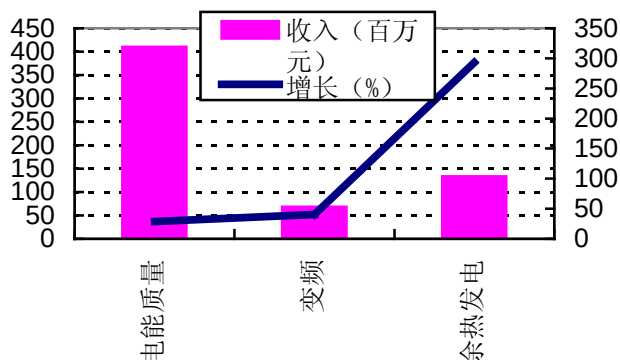
三、公司变频器业务与预期有明显差异

分产品来看，上半年公司电能质量管理类产品实现收入 4.1 亿元，同比增长 28.55%，毛利率 44.42%，同比下降 3.4 个百分点；高压变频类产品实现收入 6828 万元，同比增长 40.4%，毛利率 56.33%，同比上升 5.5 个百分点；余热余压节能发电系统实现收入 1.34 亿元，同比增长 292.9%，毛利率 33.18%，同比上升 8.82 个百分点，详见图 3 和图 4。

分业务看，上半年电能质量业务的收入增长基本符合我们的预期，毛利率由于低毛利率的串补产品收入增加，略低于我们的预期，因此我们基本维持全年电能质量业务收入增长 30%左右的预测值，毛利率下调至 45%左右。上半年变频器业务收入增幅明显低于我们之前的预期，毛利率高于我们之前的预期，我们推测主要是公司放慢了毛利率相对较低的通用型高压变频器业务的推进速度，据此将全年变频类业务收入增幅下调至 50%左右，毛利率上调至 56%左右。上半年北京信力筑公司收入基本达到预期，全年维持 3.1 亿元的收入预测，毛利率随着规模

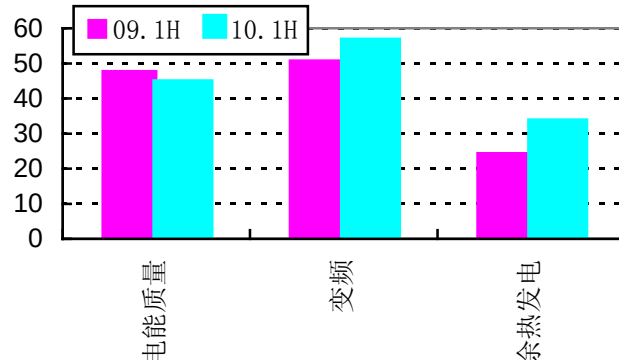
扩大有所上升，我们据此将余热发电业务全年毛利率上调至 33%左右。信力筑公司上半年进行了增资扩股，股本增加 590 万元，获增资 3200 万元，公司持股比例由之前的 60%下调至 50.14%。

图 3：2010 年中期主要业务收入及增速



资料来源：民族证券

图 4：2010 年中期主要业务毛利率 (%)



资料来源：民族证券

四、各项新业务正在推进之中

新业务中，1.5MW 风电变频器样品正处于挂网测试之中，光伏逆变器预计下半年可出产品。上半年公司向青岛恒顺电器公司增资 3375 万元，获得了该 14.29% 的股权。青岛恒顺电器公司主营高压无功补偿装置和高低压滤波装置，同时生产电容器、电抗器、放电线圈等元件。2009 年收入 1.43 亿元，净利 2739.92 万元。该公司之前一直向荣信股份供应电力电容器，对该公司的投资有利于公司向产业链上游拓展。

此外，公司上半年还投资 1700 万元获得上海地澳自动化公司 55.4% 的股权，上海地澳主营煤矿井下变频业务，与公司业务相关。该公司 2009 年实现收入 2478.8 万元，净利 55.18 万元。此次收购将有利于公司拓宽针对煤矿行业的产品。

五、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					
电能质量	478.26	597.19	776.35	1,009.25	1,312.03
高压变频	78.84	152.75	229.13	343.69	515.53
余热发电		124.19	310.48	465.71	698.57
其它		48.07	48.07	48.07	48.07
分部收入增长					
电能质量	44.99%	24.87%	30%	30%	30%
高压变频	201.38%	93.75%	50%	50%	50%
余热发电			150%	50%	50%
其它			0%	0%	0%
分部毛利率 (%)					

电能质量	49.61	47.91	45.00	44.00	43.00
高压变频	52.91	50.2	56.00	55.00	54.00
余热发电		28.3	33.00	33.00	33.00
其它		72.52	72.52	72.52	72.52

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 13.83 亿元左右、19.37 亿元左右和 27.11 亿元左右，分别增长 50%、40%和 40%，净利分别为 2.43 亿元、3.26 亿元和 4.27 亿元，分别增长 31%、34%和 31%左右，每股收益分别为 0.72 元和 0.97 元和 1.27 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	1,383	1,937	2,711
主营业务成本	294	489	761	1,085	1,546
主营业务税金及附加	5	8	10	14	19
营业费用	74	110	166	232	325
管理费用	102	138	194	271	380
财务费用	-0	4	4	5	7
资产减值损失	13	25	25	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	224	319	425
营业外收支	46	62	64	74	100
税前利润	141	210	288	392	525
所得税费用	10	14	20	27	37
净利润	131	196	267	365	488
少数股东损益	1	11	24	39	62
母公司所有者净利润	130	185	243	326	427
EPS（元）	1.02	0.83	0.72	0.97	1.27

资料来源：民族证券。

六、公司估值与投资评级

相对估值法。公司产品以节能环保产品为主，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 29.75 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 6.5%，永续增长率为 3.5%。得出公司的每股价值为 35.3 元，详见表 3。综合分析，公司未来 12 个月的目标价为 35 元左右，下调评级至谨慎推荐。

表 3：公司自由现金流预测

单位：%	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	236	311	411	539	649
资产减值损失	25	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	(106)	(207)	(280)	(315)	(274)
公司自由现金流	104	64	41	134	335

资料来源：民族证券

七、公司风险因素

公司风险主要在两个方面：一是业务品种较多，可能出现部分产品达不到预期或是超出预期的情况；二是公司业务主要服务于冶金、煤炭、电力等传统行业，在经济下行周期中，这些行业对公司产品的需求可能不及预期。

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	2,041	2,701	3,600
现金	565	720	842	984
应收账款	690	947	1,326	1,857
预付账款	73	95	133	186
其他应收款	17	27	37	52
存货	165	238	344	494
其他	11	14	19	27
非流动资产	524	575	628	732
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	10	14
资产总计	2,045	2,616	3,329	4,332
流动负债	539	821	1,168	1,661
短期借款	0	0	0	0
应付账款	363	576	831	1,193
其他	(2)	(3)	(4)	(5)
非流动负债	178	226	227	248
长期借款	134	157	130	113
其他	44	69	97	136
负债合计	717	1,047	1,395	1,909
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	1,521	1,846	2,273
负债和股东权益	2,045	2,616	3,329	4,332

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	53	225	211	265
净利润	185	243	326	427
折旧摊销	20	36	40	44
财务费用	4	4	5	7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-190	-106	-207	-280
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	16	0	21
短期借款	128	46	6	28
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	-4	-5	-7
现金净增加额	408	155	121	143

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	1,383	1,937	2,711
营业成本	489	761	1,085	1,546
营业税金及附加	8	10	14	19
营业费用	110	166	232	325
管理费用	138	194	271	380
财务费用	4	4	5	7
资产减值损失	25	25	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	224	319	425
营业外收支	62	64	74	100
利润总额	210	288	392	525
所得税	14	20	27	37
净利润	196	267	365	488
少数股东损益	11	24	39	62
归属母公司净利润	185	243	326	427
EBITDA	198	289	374	485
EPS（元）	0.83	0.72	0.97	1.27

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	58.28%	50.00%	40.00%	40.00%
营业利润	57.01%	50.66%	42.38%	33.21%
归属母公司净利润	42.37%	31.10%	34.10%	30.95%
获利能力				
毛利率	46.93%	45.02%	43.95%	42.99%
净利率	20.10%	17.57%	16.83%	15.74%
ROE	14.23%	15.99%	17.65%	18.78%
ROIC	10.68%	12.83%	14.09%	15.12%
偿债能力				
资产负债率	35.07%	40.02%	41.89%	44.07%
净负债比率				
流动比率	2.82	2.49	2.31	2.17
速动比率	2.51	2.20	2.02	1.87
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.53	0.58	0.63
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	1.31	1.30
每股指标(元)				
每股收益	0.83	0.72	0.97	1.27
每股经营现金	0.23	0.67	0.63	0.79
每股净资产	5.82	4.53	5.50	6.77
估值比率				
P/E	43	49	37	28
P/B	9.2	7.9	6.5	5.3
EV/EBITDA	61	42	32	25

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