

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

关注电网市场开拓进程，SVC、HVC 增速不减

事件描述

近日，我们对荣信股份进行了调研，要点如下：

- 在手订单 10 亿左右，期待电网市场带来惊喜；
- SVC 领域依然可以保持强大的竞争力，滤波销售增速放缓；
- 高压变频器保持快速增长，专注高端产品是维持高毛利率的保证；
- 光伏逆变器研发进度超预期，风电变流器暂时遇到障碍；
- 增资恒顺电气确保上游供应，控股上海地澳拓展煤矿市场；
- 信力筑正市场前景广阔，不会造成对本部流动资金的占用。

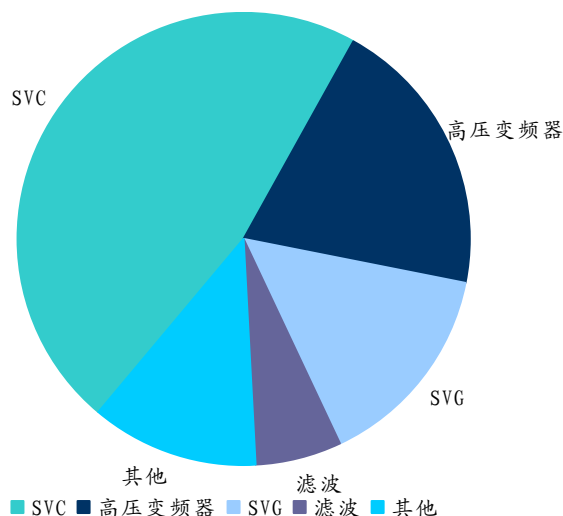
我们预计 10-12 年的 EPS 分别为 0.73、0.94、1.21，对应市盈率分别为 48、37、29 倍，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，在手订单充足，期待电网市场带来惊喜

- 报告期，公司及控股子公司信力筑正新签订单 6.07 亿元（含税）。其中，公司本部新签订单 51,434.52 万元，同比增长 90.91%。信力筑正新签订单 9,312 万元，同比下降-61.22%。公司 2009 年转入 2010 年执行的订单金额为 11.13 亿元，上半年收入 6.36 亿，则公司及其子公司现在在手订单约有 10 亿元。
- 从上半年订单结构上看，SVC 和高压变频器依然是公司收入的主要来源。公司本部的订单占比方面，SVC 约占 47%，高压变频器约占 20%，SVG 约占 15%、滤波 6~7%。

图 1: 荣信股份订单分布情况



资料来源：长江证券研究部

- 中报显示云南电网公司建设分公司，500kV 德宏至博尚至墨江双回线串补工程串补成套设备已确认收入。随着这一合同的完工，公司在电网市场上的开拓将更加顺利。目前，公司正在筹备与西门子高压输电事业部合作成立合资公司，先期集中在高压可控串补，未来面向整个高压输配电市场。我们认为，公司今年在国网和南网市场上的 SVC 销售仍将保持快速增长。

第二，SVC 领域依然可以保持强大的竞争力，滤波销售增速放缓

- 尽管有不少企业都在研发 SVC，但荣信在技术、品牌、市场上都有无可撼动的优势。因此，SVC 行业短期内并不会像高压变频器这样进入价格战的局面。并且公司始终坚持立足高端，不参与价格竞争，我们认为 SVC 的毛利率依然能保持在 50%以上。
- SVC 在电网市场上的竞争对手是电科院；电路行业的主要对手是南车株洲时代和思源电气；冶金行业公司参与竞争的企业在十家以内；风电市场上所需的 SVC 容量小、补偿方式多种多样，竞争比较激烈。
- SVC 的市场需求正在释放过程中，随着公司的市场开拓进程，我们预计长期将保持 30%左右。目前冶金行业的 SVC 的饱和度约为 70%以上。煤炭、电气化铁路、建材等行业的保有量不足 20%；电网所需的 SVC 量最大，而且单机容量也很大。因此，SVC 未来的需求主要来自电网和冶金以外其他的行业。
- 由于 08 年滤波装置的销售基数较小，09 年收入同比增长接近 160%。滤波装置的主要销售对象主要是有色金属企业，用于谐波治理。但考虑到今年客户的经济效益不容乐观，因此我们预计增长放缓，全年增长 30%左右。滤波装置全是硬件，因此毛利率不高，估计与去年持平，在 28%左右。有源滤波器方面，公司的技术和产品都已比较成熟。考虑到目前市场需求并未大规模释放，公司在此投入的精力并不多，我们预计今年有源滤波器的销售收入约为 300 万。

第三，高压变频器保持快速增长，专注高端产品是维持高毛利率的保证

- 我们认为，出众的研发能力和优质的客户资源能使公司高压变频器的销售增速领先于行业。我们预计今年高压变频器收入将增长 50%左右。由于公司主要做高端产品，通用型产品约占 50%，因此高压变频器的毛利率仍能维持较高水平。
- 公司参与的中石油西气东输管线 24MVA 变频器和中海油 LNG56MVA 特大功率变频器项目预计将于今年完成研发。如果研发顺利，届时公司在国内高端变频器地位的领先优势将进一步扩大。

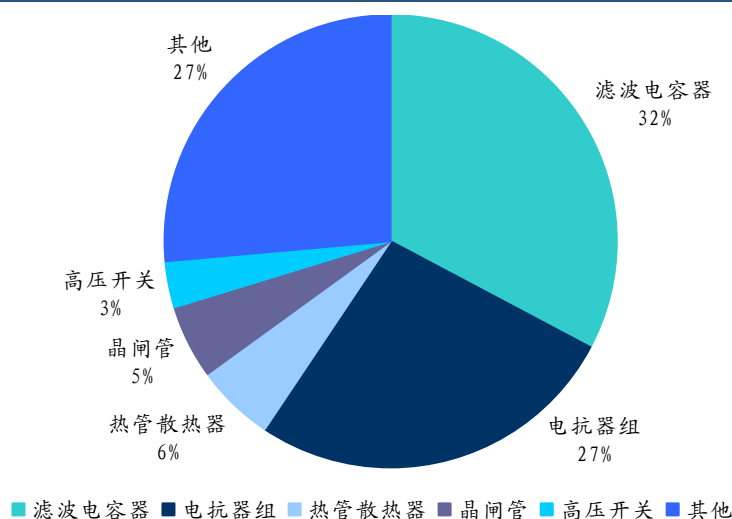
第四，光伏逆变器研发进度超预期，风电变流器暂时遇到障碍

- 光伏逆变器的研发进度超预期，认证已经通过。我们认为随着“金太阳”政策的实施，公司光伏逆变器的订单明年或将迅速扩大。我们预计，光伏逆变器今年将有 3000 多万的收入，毛利率很高。
- 根据我们的了解，公司风电变流器进展此前遇到障碍，主要是由于电容器的供应商产品设计不符合要求，导致产品散热不良。现在变流器的样品已经运往金风科技进行测试，具体市场开拓进度仍需观察。

第五，增资恒顺电气确保上游供应，控股上海地澳拓展煤矿市场

- 公司出资 3375 万元向青岛恒顺电器有限公司增资后，股权占恒顺电器注册资本的 14.29%。青岛恒顺主要生产电力电容器，是公司 SVC 的主要部件之一，成本占比在 30%以上。我们认为，增资后，公司对青岛恒顺的影响力加强，能提高上游部件的供货速度，降低成本。这是继热管和电抗器实现资产后，公司打造产业链优势的又一步关键的战略布局。

图 2: SVC 成本占比



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

- 公司出资 1700 万元控股上海地澳自动化有限公司，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、销售和服务，产品广泛应用于煤矿井下皮带、绞车、水泵、风机等设备及系统集成方面。现有 6 大类产品已获得全部资质认证，产品研发力量同处于行业前列，在业内具有较高的影响力。本次收购公司

有望进一步提高在煤矿市场的影响力，我们预计明年公司来自煤矿市场的收入将出现明显增长。目前，公司的煤矿相关产品包括瓦斯排放、绞车、皮带机。我们预计公司煤矿市场的销售收入接近 6000 万。

表1：上海地澳财务数据（万元）

	2010 上半年	2009 年
总资产	3,491.51	2,434.94
负债总额	1,132.50	1,373.25
所有者权益	2,359.01	1,061.69
营业收入	975.65	2,478.80
净利润	-11.95	55.18

资料来源：公司公告，长江证券研究部

- 公司现计划自主研发整流器，整流器在电解铝行业中有重要应用，如果研发顺利，将成为公司目前产品结构的有力补充。

第六，信力筑正市场前景广阔，并未造成对本部流动资金的占用

- 控股子公司信力筑正新能源技术有限公司在余热余压发电工程领域发展迅速，是公司 09 年保持高速增长的重要因素之一。但是余热余压发电项目前期需垫付 80% 的款项，且回款周期较长，流动资金的不足制约了信力筑正接订单的能力。目前尚有未执行合同 4.69 亿元，营运资金不足限制其承接订单规模，该公司在下半年根据未执行合同完成情况，确定接单规模。
- 我们预计，今年收入增长 1 倍以上，未来 3 年保持 50% 的增长。信力筑正的余热余压发电项目采用合同能源管理，通过第三方来收款，保证回款速度。
- 公司本部仅在入股信力筑正时投资了 2160 万元，09 年对其申请银行授信额度提供质押担保，质押对象也仅是持有信力筑正的股权，公司实际担保金额为零。因此信力筑正的发展并不会造成对公司本部流动资金的占用。

我们预计 10-12 年的 EPS 分别为 0.73、0.94、1.21，对应市盈率分别为 48、37、29 倍，我们给予公司“谨慎推荐”评级。但需注意公司在冶金、煤炭以外行业的开拓进展以及公司的现金流状况。

表2：荣信股份盈利预测（万元）

		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
电能质量与电力安全	收入	47,826.99	59,719.18	84,955.31	106,899.63	135,506.32
	毛利率	49.61%	47.91%	45.10%	43.91%	43.36%
其中：SVC	收入	42,415.45	48,089.65	57,707.58	69,249.10	83,098.92
	毛利率	53.34%	51.91%	51.00%	50.00%	50.00%
SVG	收入	1,525.21	1,352.14	1,487.35	1,636.09	1,799.70
	毛利率	27.44%	46.27%	45.00%	45.00%	45.00%
FSC	收入			12,329.00	18,493.50	27,740.25
	毛利率			35.00%	35.00%	35.00%
FC	收入	3,886.33	10,100.47	13,130.61	17,069.79	22,190.73
	毛利率	17.60%	28.56%	28.00%	28.00%	28.00%
APF	收入		176.92	300.76	451.15	676.72
	毛利率		79.15%	75.00%	72.00%	70.00%
电机传动与节能	收入	7,883.79	15,274.74	24,173.63	36,934.54	50,135.42
	毛利率	52.92%	50.20%	55.30%	52.01%	49.63%
其中：HVC	收入	4,395.61	11,986.04	17,979.06	25,170.68	32,721.89
	毛利率	51.43%	47.05%	53.00%	50.00%	47.00%
VFS	收入	460.81	638.05	893.27	1,161.25	1,509.63
	毛利率	38.20%	50.07%	50.00%	50.00%	50.00%
MABZ	收入	3,027.37	2,650.65	5,301.30	10,602.60	15,903.90
	毛利率	57.31%	64.47%	64.00%	57.00%	55.00%
余热余压节能发电系统	收入		12,418.80	31,047.00	46,570.50	69,855.75
	毛利率		28.30%	33.00%	30.00%	30.00%
其他及备件	收入	2,552.96	2,175.45	2,393.00	3,110.90	4,044.17
	毛利率	37.11%	74.18%	31.00%	30.00%	30.00%

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	922	1468	1992	2672	货币资金	565	297	229	267
营业成本	489	822	1158	1583	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	433	645	834	1089	应收账款	613	976	1324	1776
% 营业收入	46.9%	44.0%	41.9%	40.8%	存货	165	277	391	534
营业税金及附加	8	12	17	22	预付账款	73	122	172	235
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	11	18	24	32
销售费用	110	175	237	318	流动资产合计	1521	1840	2343	3117
% 营业收入	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	138	219	297	399	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	长期股权投资	37	117	197	277
财务费用	4	5	2	5	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.3%	0.1%	0.2%	固定资产合计	424	466	505	547
资产减值损失	25	31	30	38	无形资产	18	17	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	5	5	5	5
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	5	2	2	3
营业利润	149	203	251	307	其他非流动资产	34	34	34	34
% 营业收入	16.1%	13.9%	12.6%	11.5%	资产总计	2045	2481	3103	3998
营业外收支	62	86	121	169	短期贷款	51	0	0	101
利润总额	210	289	372	476	应付款项	363	611	861	1177
% 营业收入	22.8%	19.7%	18.7%	17.8%	预收账款	126	201	273	366
所得税费用	14	20	25	32	应付职工薪酬	1	2	3	5
净利润	196	270	347	443	应交税费	-3	1	2	2
归属于母公司所有者的净利润	185.4	246.7	316.8	405.3	其他流动负债	0	0	1	1
少数股东损益	11	23	30	38	流动负债合计	539	816	1139	1652
EPS (元/股)	0.55	0.73	0.94	1.21	长期借款	134	61	61	61
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-22	43	132	159	其他非流动负债	44	44	44	44
取得投资收益					负债合计	717	921	1244	1756
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	1303	1513	1782	2127
长期股权投资	0	-80	-80	-80	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	24	48	77	115
固定资产投资	-147	-65	-70	-77	股东权益	1327	1560	1859	2242
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	2045	2481	3103	3998
投资活动现金流净额	-147	-145	-150	-157	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	506	0	0	0	EPS	0.552	0.734	0.943	1.206
银行贷款增加 (减少)	115	-124	0	101	BVPS	5.82	6.75	7.96	9.49
筹资成本	39	-42	-50	-66	PE	63.15	47.47	36.96	28.89
其他	-83	0	0	0	PEG	2.12	1.59	1.24	0.97
筹资活动现金流净额	576	-166	-50	36	PB	5.99	5.16	4.38	3.67
现金净流量	408	-268	-68	38	EV/EBITDA	65.35	49.40	40.54	33.36
					ROE	14.2%	16.3%	17.8%	19.1%

资料来源：长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。