



确定性增长的节能电力电子龙头 增持（首次）

投资要点：

- 节能电力电子产品龙头，技术领先，产品丰富
- 高压变频器与余热余热发电未来发展空间广阔
- 未来三年 EPS 为 0.77、1.02 和 1.43 元，首次给予“增持”评级

- 公司产品以节能电力电子为主线。公司主要从事大功率电力电子设备的生产和销售业务，包括无功补偿、高压变频器、新能源控制、余热余压发电等，众多产品几乎均与工业节能相关，在节能环保成为国家战略产业的大背景下，公司凭借多年的技术及品牌积淀将快速发展。
- 无功补偿业务电网市场广阔，滤波竞争激烈。公司目前是世界上最大的 SVC 制造商，电网及新能源上网对 SVC、SVG、FSC 需求广阔，有望在未来三年维持 50%左右的毛利率和 20%以上的增长。在谐波治理领域，从事谐波治理的公司较多，而且其技术含量并不高，竞争将会逐步加剧，因此增速将会逐步放缓。
- 高压变频器专注高端，成为增长主要来源。公司的高压变频器向着大功率与四象限两个方向发展，由于专注于高端产品，在相当长一段时间内仍然能够维持较高的毛利率水平。目前公司在手 HVC 订单 2 个多亿，从增速上看，未来几年可维持 50%以上的高速发展。公司正在积极推广煤矿领域内的皮带机变频和绞车变频，由于其能够节能和提高开采量，因此前景看好。
- 余热余压业务资金限制发展，期待突破。由于余热余压项目回款期较长，今年以来公司出现了资金短缺限制发展的局面，限制了其接单的速度和规模，按照目前的能力，每年只能完成 2~3 亿的订单，未来三年增速年均将在 50%以上。信力筑正公司符合证监会分拆上市的几大条件，这也为该公司的未来提供了充分的想象空间。
- 公司增长确定，给予“增持”评级。公司的毛利率将会随着产品结构的变化和竞争的加剧逐年下降，我们预计 2010/11/12 年 EPS 分别为 0.77/1.02/1.43 元，增长确定，目前股价 42.80 元对应 11 年 PE 为 42 倍，首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	582.64	922.20	1450.85	2108.14	3054.74
增长率	58.69%	58.28%	57.33%	45.30%	44.90%
母公司净利润	130.22	185.41	258.71	341.77	480.14
增长率	56.29%	42.38%	39.53%	32.11%	40.49%
毛利率	49.51%	46.93%	43.34%	42.47%	41.98%
EPS	0.388	0.552	0.770	1.017	1.429

分析师

王静

S1180207090092

联系人

赵曦

电话：010-88085960

Email：zhaoxi@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股）	33,600
流通股（万股）	29,260
控股股东	深圳市深港产学研创业投资公司
控股股东持股比例	16.45%

相关研究

一、公司产品以节能电力电子为主线

公司主要从事大功率电力电子设备的生产和销售业务，包括无功补偿 SVC、SVG、FSC，谐波治理 FC、APF，高压变频器、高压软启动装置、智能瓦斯排放装置、新能源控制装置、余热余压发电系统等。虽然公司产品众多，但几乎均可以按节能电力电子产品这一条主线来考虑，目前工信部和发改委所推荐和备案的工业节能服务中无功补偿技术、谐波治理技术、高压变频改造、余热余压利用均成为重点的涉及对象，在节能环保成为国家战略产业的大背景下，公司凭借多年的技术及品牌积淀将快速发展。目前公司在手订单 9 个多亿，充分保证了短期内的快速增长。

表 1：中国、日本装机容量、变电容量比较

主营方向	业务分类	产品
电能质量及电力安全	无功功率补偿	SVC（静止无功补偿器）
		SVG（静止无功发生器）
		FSC（固定串联电容器补偿）
	谐波治理	FC（电力滤波装置）
		APF（有源滤波装置）
电机传动与节能	变频设备	HVC（高压变频器）
		VFS（高压软启动装置）
		MABZ（智能瓦斯排放装置）
	新能源设备	光伏逆变器
		风电变流器
余热余压发电	余热余压发电工程	

资料来源：宏源证券研究所

二、无功补偿业务电网市场广阔，滤波竞争激烈

在无功补偿领域，公司目前是世界上最大的 SVC 制造商，技术源于乌克兰电工研究院，产能为 250~260 套/年，以往的主要应用范围包括冶金、煤炭等工业领域，这些领域的需求将稳定增加。该业务未来的增长主要将来源于电网市场，其中电网侧以 SVC 为主，而新能源上网的无功补偿以 SVG 为主，需求正在随着电网建设与新能源的快速发展而高速增长。

公司在 SVC 的电网市场上的竞争对手主要是电科院、国电南瑞，目前该领域公司占有约 20% 的市场份额；SVG 的竞争对手主要是思源电气。在无功补偿领域，我们认为公司凭借技术、品牌和市场优势能够在未来三年维持 50% 左右的毛利率和 20% 以上的增长。

在串补领域，公司与西门子合作，继电科院后介入串补市场。但目前由于核心控制系统由西门子提供，因此毛利率相对其他业务仍然较低。

谐波治理包括电力滤波装置和有源滤波器，前者主要用于工业领域中谐波的滤除，而

后者可用于工业企业、电气化铁路、充电站等，有源滤波器是谐波治理的发展方向。但从市场竞争上看，从事谐波治理的公司较多，而且其技术含量并不高，竞争将会日益加剧，因此增速将会逐步放缓。

三、高压变频器专注高端，成为增长主要来源

公司的 HVC 向两个方向发展：首先是大功率，即 10kV 到 60kV 的高压变频器，目前已经有 10~20kV 产品的生产能力；其次是四象限，主要面向客户为煤矿等工业领域。目前通用型变频器和高性能变频器约各占 50% 的比例，由于专注于高端产品，虽然变频器市场竞争日益激烈，但随着产品比例的变化，HVC 在相当长一段时间内仍然能够维持较高的毛利率水平。目前公司在手 HVC 订单 2 个多亿，从增速上看，未来几年可维持 50% 以上的高速发展。

高压软启动装置（VFS）是高压变频器的辅助产品，今年实现合同 2000 多万；而智能瓦斯排放系统（MABZ）由于推广上并不顺利，增速很小；目前在变频领域除高压变频器外，公司正在积极推广煤矿领域内的皮带机变频和绞车变频，由于其能够节能和提高开采量，因此前景看好。

在新能源发电上网领域，公司介入了光伏逆变器和风电变流器的研究和制造。目前光伏逆变器已经通过认证，今年预计实现 3000~4000 万的收入，1MW 的单价约在 100 万左右，远远低于原来的 180 万价格水平，具备较强的竞争优势；风电变流器仍在金风进行测试，1.5MW 的单价约为 90 万，约占风机整体成本的 15~20%，要实现收入还需一段时间。整体上来看，在太阳能和风电快速发展的背景下，其发展空间广阔。

四、余热余压资金限制发展，期待突破

荣信持有 50.14% 股权的信力筑正新能源技术公司在余热余压工程业务领域发展迅速，2009 年实现营收 13.5 亿元，净利 2755 万元。但是由于余压余热项目回款期较长，今年以来公司出现了资金短缺限制发展的局面，限制了其接下订单的速度和规模，按照目前的能力，每年只能完成 2~3 亿的订单，未来三年增速年均将在 50% 以上。

余热余压业务虽然毛利率低于其他业务，只有 30~35%，但由于其属于工程项目，净利率较高，大概在 20% 左右。

另外，信力筑正公司符合证监会分拆上市的几大条件，这也为该公司的未来提供了充分的想象空间。

公司的毛利率将会随着产品结构的变化和竞争的加剧逐年下降，我们预计 2010/11/12 年 EPS 分别为 0.77/1.02/1.43 元，增长确定，目前股价 42.80 元对应 11 年 PE 为 42 倍，首次给予“增持”评级。

附表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,529	1,717	2,174	2,687	营业收入	922	1,451	2,108	3,055
货币资金	574	629	933	1,225	营业成本	489	822	1,213	1,772
应收与预付款项	780	877	1,006	1,223	营业税金及附加	8	12	18	26
存货	165	200	225	229	销售费用	110	174	249	354
非流动资产	517	648	658	658	管理费用	138	200	285	403
固定资产在建工程	424	558	572	576	财务费用	4	-6	-10	-17
无形资产待摊费用	34	30	26	22	资产减值损失	25	20	20	20
资产总计	2,046	2,364	2,832	3,345	投资收益	0	0	0	0
流动负债	490	599	721	750	利润总额	210	302	399	561
短期借款	0	0	0	0	所得税	14	29	38	53
应付与预收账款	490	599	721	750	净利润	196	273	361	507
长期借款	134	134	134	134	少数股东损益	11	15	19	27
非流动负债	229	179	181	184	归属母公司净利	185	259	342	480
负债合计	719	778	902	934	EPS（元）	0.552	0.770	1.017	1.429
股本	224	224	224	224	主要财务比率				
资本公积	636	636	636	636	成长能力				
留存收益	443	687	1,011	1,465	营业收入	58.28%	57.33%	45.30%	44.90%
少数股东权益	24	39	59	86	净利润	49.27%	39.53%	32.11%	40.49%
归属于母公司权益	1,303	1,548	1,871	2,325	获利能力				
负债股东权益合计	2,046	2,364	2,832	3,345	毛利率	46.93%	43.34%	42.47%	41.98%
现金流量表					净利率	21.25%	18.85%	17.13%	16.61%
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	ROE	14.23%	16.72%	18.27%	20.65%
经营活动现金流	-18	195	351	339	偿债能力				
净利润	196	206	302	449	资产负债率	35.12%	32.89%	31.86%	27.92%
折旧摊销	20	50	70	80	流动比率	2.82	2.87	3.01	3.58
资产减值损失	25	20	20	20	速动比率	2.50	2.52	2.69	3.26
利息费用	8	-6	-10	-17	营运能力				
投资活动现金流	-147	-132	-39	-38	总资产周转率	0.45	0.61	0.74	0.91
融资活动现金流	576	-8	-9	-9	应收账款周转率	1.34	1.91	2.45	2.91
现金流量净额	412	55	303	292	存货周转率	2.97	4.10	5.39	7.73

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

机构销售团队

华北区域

牟晓凤

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

华东区域

曾利洁

010-88085790

zenglijie@hysec.com

刘爽

010-88085798

liushuang@hysec.com

孙利群

010-88085096

sunliqun@hysec.com

华南区域

雷增明

010-88085989

leizengming@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。