

荣信股份 (002123)

重视产品建设，打造电力电子“梦之队”

——荣信股份调研报告

	刘骁	康凯
	010-59312823	0755-23976023
	liuxiao009336@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
		S0880209030388

本报告导读：

调研荣信股份，了解公司产品多元化建设情况，现已形成无功补偿、变频调速和余热利用三大系列，未来有望维持业绩年均 40% 的增长，目前股价较低，强烈建议增持。

投资要点：

- 公司产品线“同心多元化”建设已初具规模，形成无功补偿、变频调速和余热利用三大系列十几种产品。2007 年上市之初 SVC 单一品种贡献收入超过 80%，如今已下降至 50%，新产品贡献收入比例逐年递增。
- 不同于市场一般观点，我们认为荣信未来将继续维持收入 50%，利润 40% 的高增长。受益“十二五”节能减排、新能源接入和传送、特高压建设对无功补偿设备需求激增的影响，公司短期依靠开拓煤炭、电力市场发展 SVC+SVG 双品种；中长期发展高性能尤其是大功率变频调速技术，特别在煤炭矿井安全生产领域的应用，同时通过能源合同管理模式推广余热发电；长期布局新能源接入和并网技术，产品包括逆变器、变流器和固体开关等。
- 前三季度 SVC+SVG 订单增速 50%，HVC 和信力筑正订单增长均超 50%；年内中标国网两套 SVC，与西门子合资公司 2011 年量产 TCSC 串补，期待“智能电网”建设启动后在无功补偿领域有大作为；逆变器年内取得订单约 3000 万元，来年有望达到 1 亿元。
- 盈利预测：产品结构多元化使公司摆脱了过去只依靠单一品种的问题，随着新产品投放和市场开拓，有望继续维持高增长。我们预计 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.80 元、1.16 元和 1.65 元，并给出三个月目标价 50.40 元，强烈建议增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	583	922	1,424	2,165	3,334
(+/-)%	59%	58%	54%	52%	54%
经营利润 (EBIT)	107	178	262	393	597
(+/-)%	89%	65%	47%	50%	52%
净利润	130	185	269	391	555
(+/-)%	56%	42%	45%	45%	42%
每股净收益 (元)	0.39	0.55	0.80	1.16	1.65
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	18.4%	19.3%	18.4%	18.2%	17.9%
净资产收益率 (%)	15.3%	13.1%	16.6%	20.2%	22.8%
投入资本回报率 (%)	13.4%	16.6%	16.9%	17.9%	19.3%
EV/EBITDA	110.7	64.0	42.7	29.2	20.1
市盈率	100.2	70.4	48.5	33.4	23.5
股息率 (%)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：50.40

上次预测：50.40

当前价格：40.00

2010.11.19

交易数据

52 周内股价区间 (元)	29.70-54.98
总市值 (百万元)	13,440
总股本/流通 A 股 (百万股)	336/293
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	87%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	139

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,496
每股净资产	4.45
市净率	9.0
净负债率	20%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.10	0.14
Q2	0.10	0.14
Q3	0.19	0.26
Q4	0.16	0.26
全年	0.55	0.80

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	8%	54%
相对指数	16%	2%	66%

相关报告

《荣信股份公司 2010-11-15 调研提纲》	2010.11.08
《业绩增长稳定，高成长依托产品合理布局》	2010.10.21
《因投行项目，北京调研行程取消》	2008.04.15
《市场空间，竞争优势，订单》	2007.11.07
《业绩保持良好增长》	2007.10.18

模型更新时间: 2010.11.18

股票研究

工业

资本货物

荣信股份 (002123)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 50.40

上次预测: 50.40

当前价格: 40.00

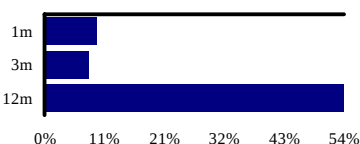
公司网址

www.rxpe.com

公司简介

公司是中国著名的高压动态无功补偿装置 SVC 制造基地, 专业从事高压电网动态无功功率补偿装置(SVC)、电力滤波装置(FC)、智能瓦斯排放器(MABZ)、高压电机变频调速装置(RHVC)和其他电力电子及自动化装置的设备制造、系统设计及研究开发的高科技企业。公司 05 年 SVC 装机数量全球第一, 装机总容量已达 18000Mvar, 公司产品已经广泛应用于国内外电力、冶金、电铁煤炭等行业, 用户遍及中国及亚洲。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

29.70-54.98

市值 (百万)

13,440

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

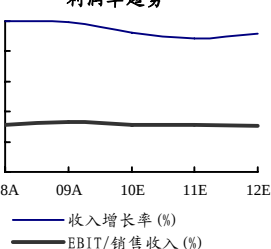
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	583	922	1,424	2,165	3,334
营业成本	294	489	783	1,180	1,832
税金及附加	5	8	12	18	28
销售费用	74	110	161	249	393
管理费用	102	138	207	325	483
EBIT	107	178	262	393	597
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	0	4	6	5	15
营业利润	95	149	225	372	554
所得税	10	14	21	30	43
少数股东损益	1	11	15	22	32
净利润	130	185	269	391	555
货币资金、交易性金融资产	157	565	500	395	243
其他流动资产	1	11	25	30	23
长期投资	32	60	72	67	55
固定资产合计	242	424	514	629	673
无形及其他资产	22	34	37	34	32
资产合计	1,061	2,045	2,787	3,586	4,961
流动负债	372	539	1,024	1,558	2,313
非流动负债	31	178	124	141	137
股东权益	853	1,415	1,617	1,941	2,428
投入资本(IC)	746	999	1,443	2,048	2,885
NOPLAT	100	166	244	366	557
折旧与摊销	10	20	40	58	74
流动资金增量	-130	-156	-491	-406	-935
资本支出	-192	-147	-133	-170	-116
自由现金流	-212	-117	-340	-152	-421
经营现金流	5	-22	-207	-156	-290
投资现金流	-202	-147	-193	-165	-104
融资现金流	61	576	335	216	242
现金流净增加额	-137	408	-65	-105	-152
收入增长率	58.7%	58.3%	54.4%	52.0%	54.0%
EBIT 增长率	88.5%	65.2%	47.4%	50.1%	51.9%
净利润增长率	56.3%	42.4%	45.1%	45.4%	41.8%
利润率					
毛利率	49.5%	46.9%	45.0%	45.5%	45.0%
EBIT 率	18.4%	19.3%	18.4%	18.2%	17.9%
净利润率	22.4%	20.1%	18.9%	18.1%	16.6%
净资产收益率(ROE)	15.3%	13.1%	16.6%	20.2%	22.8%
总资产收益率(ROA)	12.3%	9.1%	9.7%	10.9%	11.2%
投入资本回报率(ROIC)	13.4%	16.6%	16.9%	17.9%	19.3%
存货周转天数	143	118	126	128	130
应收账款周转天数	169	184	201	212	216
总资产周转天数	561	614	619	67	75
净利润现金含量	0.04	-0.12	-0.77	-0.40	-0.52
资本支出/收入	33%	16%	9%	8%	3%
资产负债率	38.0%	35.1%	41.2%	47.4%	49.4%
净负债率	-10.2%	-26.9%	-8.7%	5.8%	17.3%
PE	100.2	70.4	48.5	33.4	23.5
PB	15.3	9.2	8.1	6.7	5.4
EV/EBITDA	110.7	64.0	42.7	29.2	20.1
P/S	22.4	14.1	9.2	6.0	3.9
股息率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

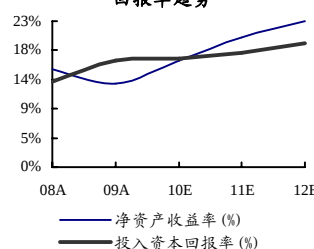
股票绝对涨幅和相对涨幅



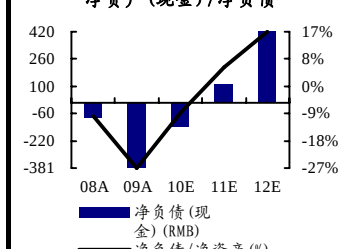
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

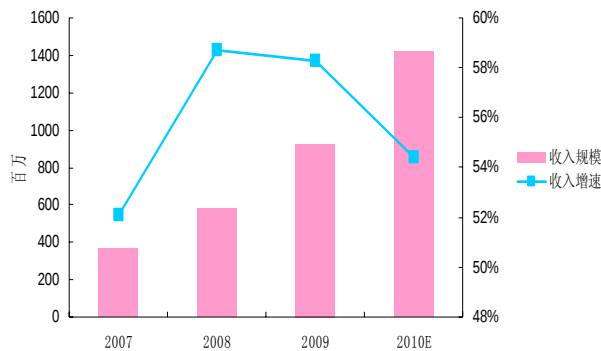


1. 电力电子龙头，产品布局初显规模

1.1. 无功补偿领导者，收入四年翻两番

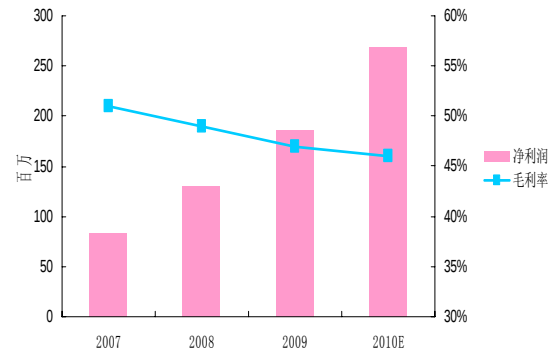
荣信股份是国内高压动态无功补偿装置 SVC 行业的开拓者，公司 05 年 SVC 装机数量已位居全球第一。从 2007 年上市至今，公司一直保持高于行业的增速，收入和总市值分别为上市之初的 4 倍和 11 倍。

图 1 2007-2010E 收入增速



数据来源：上市公司年报、国泰君安证券研究

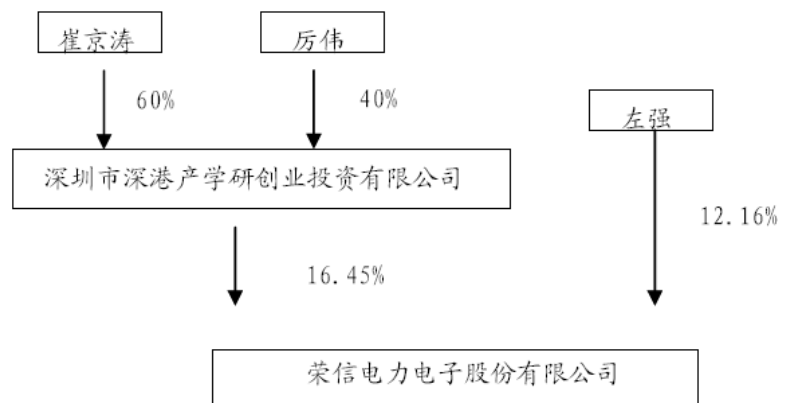
图 2 2007-2010E 净利润和毛利率



数据来源：上市公司年报、国泰君安证券研究

目前一致行动人共持有上市公司 28.61% 的股份，经过上半年两次减持后继续减持概率不高。

图 3 公司股权结构图

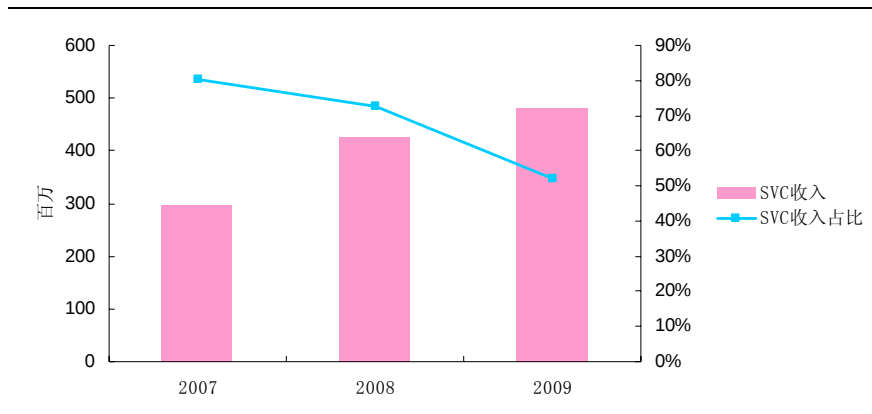


数据来源：上市公司公告、国泰君安证券研究

1.2. 产品线全面扩充，看好下一个四年发展

公司正处于从原来单一产品贡献 80% 以上收入，加速转变为多产品齐头并进的复合型电力电子企业。不同于市场一般观点对未来增速放缓的担忧，我们认为依靠业务多元化，公司将继续处于高速增长通道，坚定看好荣信的下一个四年。

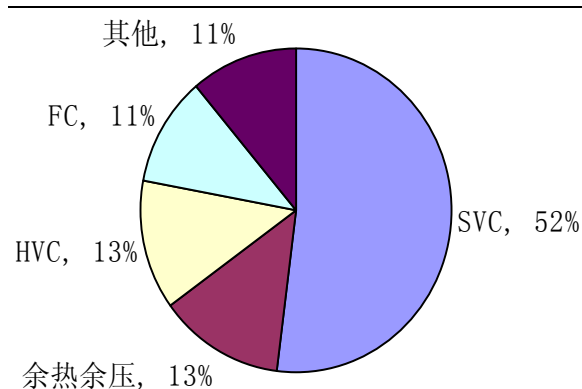
图 4 SVC 产品收入逐年增加、占比逐年递减



数据来源：上市公司年报、国泰君安证券研究

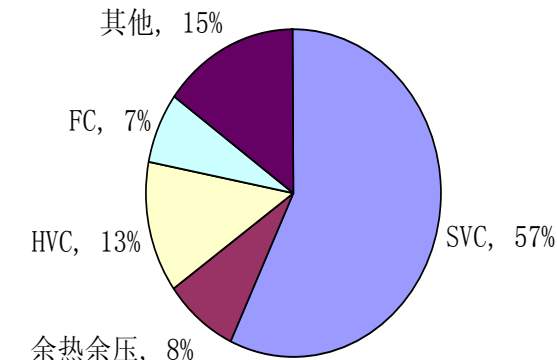
以 2009 年收入构成为例，新产品 HVC、余热余压发电和智能瓦斯排放 MABZ 已贡献母公司收入的 29.4%。

图 5 2009 年收入分产品构成



数据来源：上市公司年报、国泰君安证券研究

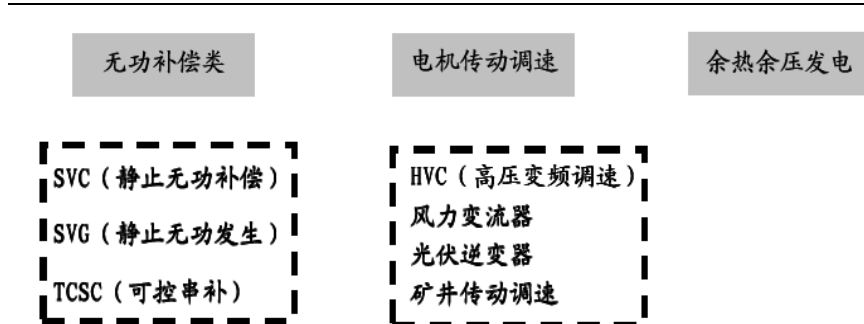
图 6 2009 年利润分产品构成



数据来源：上市公司年报、国泰君安证券研究

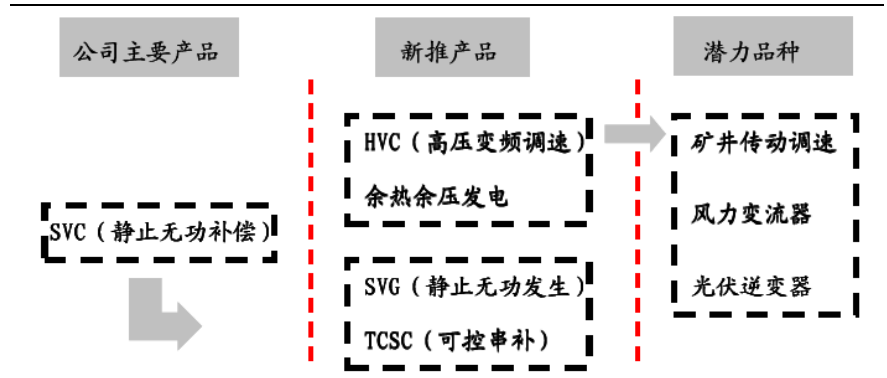
在产品拓展方向选择上，公司采取“同心多元化”战略，核心技术为无功补偿、变频调速和余热利用。同时重视产品梯队建设按照研发进度和市场培育程度合理安排，形成了主力产品、中短期产品和长期培育产品三大类。

图 7 按核心技术分类公司产品



数据来源：国泰君安证券研究

图 8 产品梯队建设合理有效



数据来源：国泰君安证券研究

技术领先、产品规划布局合理、市场开拓手段灵活是公司完成产品多元化发展的最强保障。随着市场的迅速启动和产品的投放，公司将成为以无功补偿、变频调速技术为主，全系列产品发力的综合型电力电子行业龙头。

2. 无功产品定增长基调、新产品提升盈利预期

预计未来 2 年无功补偿产品增速将维持 30%-40%，若 TCSC 电网市场开拓顺利增速有望超预期。新产品目前均处于市场导入或产业化阶段，HVC 和余热利用过去几年连续翻番，看好逆变器和煤炭矿井变频调速产品。

2.1. 无功领域：年内 SVG 增速超预期，电网市场开拓得力

目前公司并联无功补偿产品采取“二选一”模式销售，为客户提供 SVC 和 SVG 两套解决方案。由于今年下游客户受占地面积等因素影响，截止 10 月 SVG 销售情况超出年初预期，全年订单有望超过 2 亿元。整体来看，SVC+SVG 的模式扩大了客户的选择空间，合计订单增速约 50%。

并联无功补偿的下游集中在冶金、煤炭、电力等行业，经过这几年发展和市场开拓，冶金行业普及率已高达 70%，未来公司将大力开拓电气化率较低的煤炭、高铁等领域，同时扩大在电力行业的份额。

中标国网两套 SVC 和南网一套超大功率 SVG (200MVar)，充分体现开拓电网市场的决心和作为细分产品龙头的竞争优势。目前与西门子合资的 TCSC 串补生产企业在建，未来有望进一步参与市场竞争。

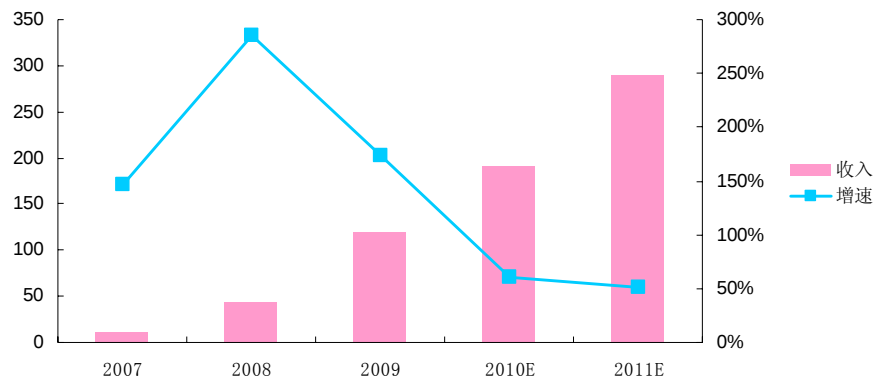
我们认为无论是特高压建设、新能源并网还是发展智能电网均强调利用无功补偿技术保证电网的稳定、高效和节能，符合“十二五”规划发展重点，是电网投资的主要方向之一。随着市场的启动，将不再只是中电普瑞一家垄断的情形，前期参与市场的企业均有望获得持续增长的份额。

2.2. “HVC+余热”双马达，看好逆变器和煤炭变频市场

公司 HVC 产品定位高性能，募投项目重点发展 10kV 超大功率变频器，为“西气东输”加压站配套。相比高压变频器行业整体毛利下降，荣信通过产品结构优化保持稳定盈利能力，预计今年订单增速超过 50%，收入贡献有望继续维持 50%以上。

信力筑正余热利用收入也有望翻番，目前资金成为瓶颈，未来通过旗下 EMC 公司融资，能在一定程度上提高企业接单能力。我们预计 2011 年增速将有所回落，并稳定在 50%左右。

图 9 2007-2011E 年 HVC 收入增长



数据来源：上市公司年报、国泰君安证券研究

目前已成功研制电压范围为 270V~400V，功率等级 100kW~1000kW 的光伏逆变器，主要为下游组件生产企业配套，在手订单 3000 万。公司计划 2011 年初开始量产，由于价格比国外产品低 50%，市场开拓初期以进口替代为主，预计 2011 年订单增速将达到 200%，全年贡献 EPS 0.03-0.04 元。

煤炭矿井调速产品是公司核心变频技术在专业领域的应用，包括了 MABZ、传送带调速装置和绞车调速等。近年来国家对煤炭矿井安全生产的重视程度逐渐提高，各地煤炭矿井兼并重组将带来设备企业新机遇。公司未来将利用原有销售渠道重点推广全系列变频调速产品，看好煤炭板块业务增长。

2.3. 在研产品储备丰富，为后续增长寻找动力

合理的产品结构还体现在公司具有丰富的在研产品。

- 风电变流器仍处于挂网阶段，预计 2011 年可以正式生产；
- 已具备整流器和固体开关生产能力，未来着眼新能源并网技术；
- 年内成立合同能源管理公司，目前运作正常，未来可为信力筑正和本部项目提供融资服务，有助于扩大接单能力。

3. 投资分析

不同于市场一般观点,我们认为公司在上市初期积极储备产品技术,通过多年发展已初步形成以无功补偿、变频调速和余热余压为主的全系列产品线,下游涉及冶金、电网、发电、煤炭等领域,并通过成立合资公司、收购等方式开拓市场、向产业链上游扩张。

主营产品从一点转化为多点发力已初具规模,未来公司仍将继续通过丰富产品线支持企业高速发展。技术领先、产品规划布局合理、市场开拓手段灵活将成为发展利器。

从“十二五”规划出发,涉及新能源并网、电力输送和节能减排,公司无功补偿、变频调速和余热利用产品均符合行业长期发展趋势,无论是技术经验还是市场份额在细分领域位居前列。

我们认为目前的估值没有考虑公司产品结构调整陆续完成后对业绩的拉动,随着智能电网规划、新能源并网技术规范和特高压规划出台,短期股价利好,同时给出3个月目标价50.40元。

4. 盈利预测及投资建议

- 收入占比超过一半的 SVC+SVG 预计未来两年增速维持在30%-40%;随着 TCSC 串补市场投资启动,无功补偿系列产品收入有超预期可能;
- HVC 和余热利用未来两年收入增速略高于50%,通过重点发展高性能变频器预计保持稳定盈利能力;
- 煤炭矿井变频调速和光伏逆变器市场2011年将全面开拓,有望成为新的利润增长点。
- 综合以上因素,给出2010年、2011年、2012年EPS 0.80元、1.16元和1.65元,利润增速为45%、45%、42%。给出目标价50.40元,对应2011年PE 43倍,强烈建议增持。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		