



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月25日

电气设备

研究部

陈华¹ CFA

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080207110066
chenhua@cicc.com.cn

推荐

荣信股份 (002123.SZ)

2011 迎来新增长点

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	583	922	1,337	2,193	3,229
(+/-)	59%	58%	45%	64%	47%
主营业务利润	283	425	607	964	1,358
(+/-)	52%	50%	43%	59%	41%
净利润	130	186	267	439	615
(+/-)	56%	43%	44%	64%	40%
每股盈利 (元)	0.39	0.55	0.80	1.31	1.83
(+/-)	56%	43%	44%	64%	40%
市盈率	103.5	72.6	50.5	30.7	21.9
市净率	20.9	10.3	8.5	7.0	5.6
EV/EBITDA	115	66	49	28	20
净资产收益率	22.4%	19.1%	18.5%	25.0%	28.2%
ROCE	21.1%	16.9%	16.2%	22.2%	25.0%
现金分红收益率	0.5%	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%
每股经营现金流(元)	0.01	(0.07)	0.08	0.16	1.07

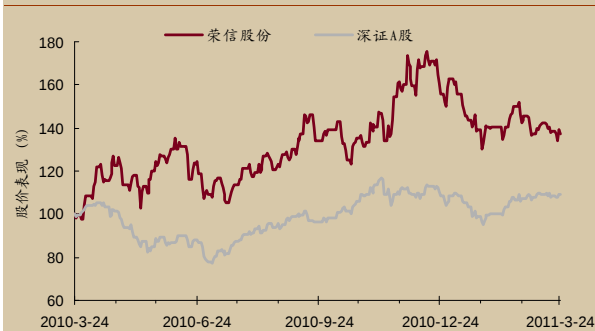
股票信息

A股	
当前股价	人民币40.12
股票代码	002123.CH
总市值 (百万)	13480
日成交量 (百万股)	2.0
52周最高价/最低价	人民币51.49/28.067
发行股数 (百万股)	336
其中：流通股 (百万股)	293
主要股东 (持股比例)	深圳市深港产学研创业投资有限公司(16.45%)

最近走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[002123.CH]	-0.07	-4.25	-4.25	-15.54
[深圳A股指数]	+1.11	+1.56	+0.60	+0.67

52 周股价走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2010 年业绩符合预期：

荣信股份 2010 年收入 13.3 亿元，净利润 2.67 亿元，每股收益 0.80 元/股，同比增长 44%，每 10 股转增 5 股，完全符合预期。

在手订单饱满。新增订单 18.5 亿元，同比增长 22.8%，其中本部 12 亿元，子公司信力筑正 6.5 亿元，2010 年底结转订单 14.5 亿元，为 2011 年的高速增长奠定了坚实基础。

SVG 突飞猛进。SVG 新增订单 3 亿元，占比本部订单达 25.5%，同比增长 1024.4%，在无功补偿产品中与老产品 SVC 平分天下，预示了小容量无功补偿市场的高速发展。其中南方电网 200MVar SVG 项目奠定了荣信 SVG 在电网领域的领先优势，而出口至肯尼亚风电场的 SVG 项目则代表了 SVG 出口零的突破。

新产品光伏逆变器、特大电流固态开关、整流器将于 2011 年进入批量生产。其中光伏逆变器研发成功，并取得了 CQC 金太阳工程和德国 TUV 双重认证，有望于 2011 年在全球光伏市场中分得一杯羹。

自身研发、技术合作、兼并收购并举，使其产品立足高端，毛利率稳定。荣信股份 2010 年毛利率 46.2%，同比仅下降 0.7 个百分点。不断通过自身研发、技术合作、兼并收购使其尽可能避开了竞争恶化的细分市场，这一战略思想因其强大的电力电子技术实力而得以实现，预计将在 2011 年继续保持。

- 2010 年荣信研发费用占比 11.4%，同比增长 1.7 个百分点，研发平台优秀。
- 与西门子设立合资公司主攻输电串补、与合肥科聚设立合资公司主攻大功率整流器、以及正在商讨的并购意大利安萨尔多所属半导体器件公司主攻光伏逆变，都将为 2011 年及其以后的提供新的利润增长点。

产品下游应用紧贴高端装备制造业、节能环保产业、新能源三大战略性新兴产业，细分高增长领域还将轮番出现。

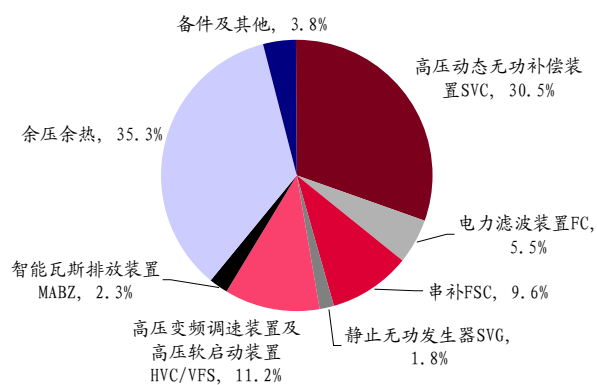
估值与建议：

维持推荐，2011-2012E 每股收益 1.31、1.83 元/股，同比增长 64%、40%，现股价对应于 2011 年 31 倍市盈率。

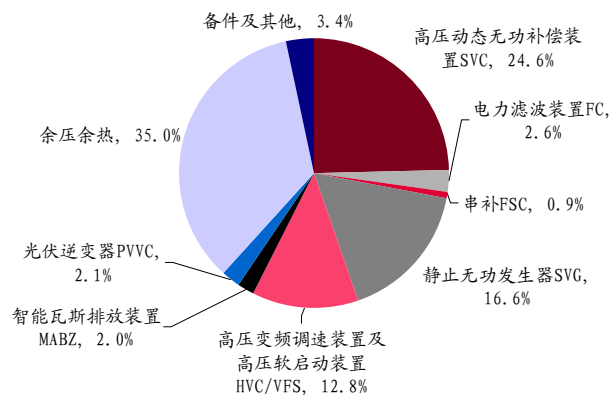
¹报告贡献人：石冉 shiran@cicc.com.cn

图表 1：产品订单结构变化

2009



2010



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入净额	583	922	1,337	2,193	3,229
主营业务利润	283	425	607	964	1,358
营业费用	-74	-110	-181	-252	-371
管理费用	-102	-138	-184	-274	-388
财务费用	0	-4	-10	-13	-13
营业利润	95	149	203	395	557
税前利润	141	210	320	527	743
所得税	-10	-14	-24	-40	-56
少数股东损益	-1	-11	-29	-48	-72
净利润	130	186	267	439	615
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	5	-22	26	54	361
投资活动现金流净额	-202	-147	-168	-151	-151
融资活动现金流净额	61	576	304	-101	-141
货币资金增加额	-137	408	161	-197	69
资产负债表 (百万元)					
货币资金	157	565	798	601	670
应收款项	374	707	888	1,346	1,982
存货	151	165	358	531	808
流动资产	761	1,521	2,178	2,644	3,713
长期投资	1	1	81	81	81
固定资产	242	424	509	619	717
无形资产和其他资产	53	93	133	131	129
短期借款	70	-	123	123	123
预收帐款	96	126	121	199	292
一年内到期的长期负债	-	51	-	5	5
流动负债	372	539	1,126	1,306	1,910
长期负债	31	178	105	100	95
少数股东权益	12	24	96	144	216
股东权益	645	1,303	1,582	1,934	2,426
总资产	1,061	2,045	2,909	3,483	4,647
财务指标					
主营业务利润率	48.6%	46.1%	45.4%	44.0%	42.1%
息税前利润率	18.4%	19.3%	18.1%	20.0%	18.6%
净利润率	22.4%	20.1%	20.0%	20.0%	19.1%
净资产收益率	20.2%	14.2%	16.9%	22.7%	25.4%
总资产收益率	14.5%	12.0%	10.8%	13.7%	15.1%
总资产负债率	38.0%	35.1%	42.3%	40.3%	43.1%
净资产负债率	-8.7%	-25.8%	-17.1%	-19.3%	-18.4%
流动比率	2.0	2.8	1.9	2.0	1.9
速动比率	1.6	2.5	1.6	1.6	1.5
应收帐款周转期	234.1	279.8	242.5	224.0	224.0
存货周转期	187.8	123.0	181.9	160.0	160.0
分红比例	51.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 盈利预测及其主要假设

(人民币 百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入				
电能质量与电力安全	597	771	1,055	1,450
电机传动与节能	153	202	571	929
余压余热节能发电系统	124	225	359	539
其他	48	139	208	312
合计	922	1,337	2,193	3,229
收入增长				
电能质量与电力安全		29%	37%	37%
电机传动与节能		33%	182%	63%
余压余热节能发电系统		81%	60%	50%
其他		188%	50%	50%
合计	58%	45%	64%	47%
收入占比				
电能质量与电力安全	65%	58%	48%	45%
电机传动与节能	17%	15%	26%	29%
余压余热节能发电系统	13%	17%	16%	17%
其他	5%	10%	9%	10%
合计	100%	100%	100%	100%
毛利润				
电能质量与电力安全	286	348	473	624
电机传动与节能	77	100	277	413
余压余热节能发电系统	35	85	108	162
其他	35	85	125	187
合计	425	607	964	1,358
毛利占比				
电能质量与电力安全	66%	56%	48%	45%
电机传动与节能	18%	16%	28%	30%
余压余热节能发电系统	8%	14%	11%	12%
其他	8%	14%	13%	14%
合计	100%	100%	100%	100%
毛利率				
电能质量与电力安全	48%	45%	45%	43%
电机传动与节能	50%	49%	48%	44%
余压余热节能发电系统	28%	38%	30%	30%
其他	73%	62%	60%	60%
合计	46%	45%	44%	42%

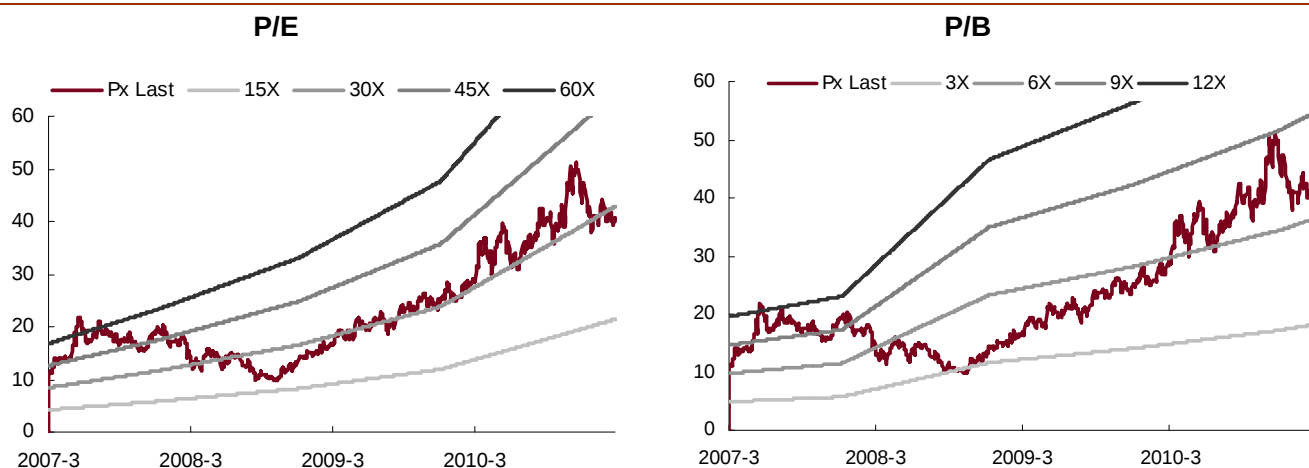
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

公司	代码	评级	股价	总市值 百万人民币	每股盈利 (元)			PE			PB		
					2010A/E	2011E	2012E	2010A/E	2011E	2012E	2010A/E	2011E	2012E
荣信股份	002123.CH	推荐	40.12	13,480	0.80	1.31	1.83	50.5	30.7	21.9	8.5	7.0	5.6
思源电气	002028.CH	推荐	24.22	10,649	1.26	0.74	0.97	19.2	32.9	24.9	3.5	3.2	2.9
国电南瑞	600406.CH	审慎推荐	69.38	36,437	0.45	0.39	0.49	153.6	178.0	142.5	32.4	27.4	23.0
科陆电子	002121.CH	中性	29.83	7,889	0.53	0.69	0.83	56.4	43.3	36.0	13.1	10.6	8.6
理工监测	002322.CH	无评级	67.99	4,535	1.25	2.03	2.63	54.3	33.5	25.9	n.a.	n.a.	n.a.
比亚迪	1211.HK	无评级	29.95	57,312	1.42	1.34	1.58	21.0	22.3	18.9	3.5	3.0	2.5
许继电气	000400.CH	无评级	38.46	14,548	0.45	0.63	0.83	85.8	60.8	46.4	5.9	5.3	4.8
浩宁达	002356.CH	无评级	30.76	2,461	0.88	1.20	1.49	35.2	25.7	20.6	2.4	2.3	2.1
威胜集团	3393.HK	无评级	3.65	2,852	0.30	0.36	0.44	12.4	10.3	8.2	1.5	1.3	1.2
积成电子	002339.CH	无评级	33.60	2,890	0.80	1.04	1.56	42.0	32.4	21.6	3.8	3.4	2.4
国电南自	600268.CH	无评级	27.33	8,681	0.47	0.56	0.87	58.1	49.1	31.5	4.9	4.5	4.0
奥特迅	002227.CH	无评级	32.15	3,491	n.a.	0.72	1.34	n.a.	44.7	23.9	n.a.	5.0	4.2
东方电子	000682.CH	无评级	5.31	5,194	n.a.	0.05	n.a.	n.a.	113.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
长城开发	000021.CH	无评级	11.12	14,670	0.33	0.43	0.57	33.7	26.1	19.6	3.2	3.0	2.6
平均值								51.9	50.2	34.0	7.5	6.3	5.3
中值								46.2	33.2	23.9	3.8	4.0	3.5

资料来源：彭博资讯，Wind，公司数据，中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED