

管理和技术创新，突破高增长困惑

研究结论

- 预计公司今年依然可以维持 30%以上的增速，明后年进入新一轮高速发展期。荣信股份自 2007 年上市以来，2007—2010 年期间收入的年均复合增速为 53.8%，而净利润的年均复合增速为 47.5%，属于名副其实的成長股。2010 年公司收入达到 13.36 亿元，净利润 2.67 亿元，达到一个中型电力设备公司的收入和利润规模，也开始遇到高增长的瓶颈，今年是增速相对放缓的一年，但是预计利润依然能够维持 30%以上的增长，并且在经过今年的调整和布局之后，明后年会进入新一轮的高增长期。
- 管理变革，试图从根本上解决可持续发展问题。公司发展到现在一定规模后，管理问题更加突出，公司从今年年初开始推行精细化管理方式，并在管理体制上尝试创新的管理模式，推行子公司模式，让管理层和员工参与持股，充分放权，各个子公司独立考核。这种发展模式有效地解决荣信产品众多，产品发展不均衡的局面，并且能够有效地激励管理层和技术骨干，试图从根本上解决可持续发展问题，我们看好公司的这种管理创新。
- 积极开拓出口业务，突破单个产品增长瓶颈。公司的成熟产品 SVC\SVG 国内市场面临饱和和过度竞争的问题，公司另辟蹊径，开始布局海外。同样，大功率高压变频、光伏逆变等新产品海外市场空间也很大，其他储备新产品未来也可以寻求海外销售。海外市场竞争相对缓和，毛利率好于国内市场，拓展海外市场，也进一步延伸了单个产品的市场空间，为公司带来新的增长动力。
- 诸多新产品储备，为后续大发展打下基础。公司储备产品很多，在新的管控体系下，有望快速发展。轻型直流输电系统在中海油投运成功，在国内是首创，可以用于海上钻井平台供电、海上风电、新能源并网等，有着广阔的应用前景。超大功率高压变频，可以用于西气东输、LNG、抽水蓄能、核电等节能和新能源领域，也领先于国内同行。此外，高压固态开关、故障限流器、整流器、光伏逆变器经过前期的培育，都开始产业化，预期将成为近期新的利润增长点。
- 维持买入评级，目标价 60 元。由于今年处于高增长的调整期，我们小幅下调盈利预测，预测 2011—2013 年 EPS 分别为 1.13、1.66、2.3 元，参考可比公司的估值水平，荣信的高增长依然确定，维持公司买入评级，目标价 60 元。
- 股价催化剂：智能电网、新能源、节能减排



东方证券
ORIENT SECURITIES

邹慧

电力设备行业资深分析师

8621-63325888 × 6101

zhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207120117

联系人

曾朵红

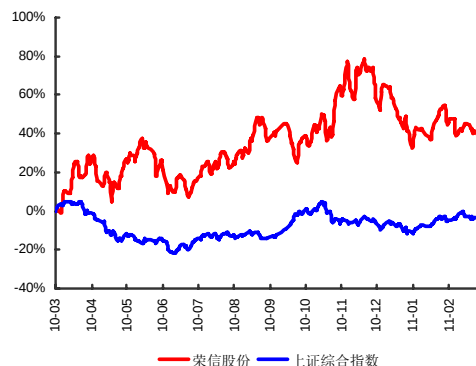
8621-63325888 × 6089

zengduohong@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 4 月 22 日)	35.60 元
目标价格	60.00 元
总股本/A 股 (百万股)	336/336
A 股市值 (亿元)	136.38
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告发布日期	2011 年 4 月 25 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1337	1964	2908	4115
同比(%)	47%	48%	41%	40%
归属母公司净利润	267	379	557	772
同比(%)	44%	42%	47%	39%
毛利率(%)	46.2%	45.1%	45.1%	45.1%
ROE(%)	16.9%	20.2%	24.0%	26.4%
每股收益(元)	0.80	1.13	1.66	2.30
P/E (倍)	44.74	31.57	21.48	15.49
P/B (倍)	7.13	5.91	4.68	3.64

相关报告

时间

年报符合预期，2011 年高速增长可期

2010-03-25

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1 历史订单分布情况

订单（万元）	SVC	FC	FSC	SVG	HVC/VFS	MABZ	余热余压	备件及其他	光伏逆变	总订单
2009 年	45,987	8,268	14,425	2,735	16,881	3,521	53,273	5,767		150,856
2010 年	45,631	4,894	1,653	30,747	23,649	3,621	64,797	6,304	3,967	185,262
同比增速	-1%	-41%	-89%	1024%	40%	3%	22%	9%		22.81%

资料来源：东方证券研究所

表 2 可比公司 PE 估值

单位（亿元）	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
本部订单新增订单	6.20	9.36	9.76	12.05
本部销售收入	3.67	5.23	7.88	11.12
总销售收入	3.67	5.83	9.22	13.37
总新接订单	6.20	9.36	15.09	18.53
总未执行订单		6.80	11.11	14.55
信力筑正营业收入		0.60	1.35	2.25
信力筑正新签订单			5.33	6.48
信力筑正未执行订单				7.86

资料来源：东方证券研究所

表 3 分产品收入预测

		2010E	2011E	2012E	2013E
高压动态无功补偿装置 SVC	收入（万元）	48,000	52,800	58,080	63,888
	增长率	0%	10%	10%	10%
	毛利率	45%	45%	45%	45%
智能瓦斯排放装置 MABZ	收入（万元）	2,386	2,386	2,386	2,386
	增长率	-10%	0%	0%	0%
	毛利率	60%	60%	60%	60%
滤波装置	收入（万元）	7,070	9,191	11,949	15,534
	增长率	-30%	30%	30%	30%
	毛利率	29%	30%	30%	30%
高压变频调速装置 HVC	收入（万元）	15,000	21,750	31,538	45,729
	增长率	25%	45%	45%	45%
	毛利率	49%	50%	50%	50%
高压软启动装置 VFS	收入（万元）	957	1,436	2,153	3,230
	增长率	50%	50%	50%	50%
	毛利率	49%	50%	50%	50%
静止无功发生器 SVG	收入（万元）	20,000	30,000	43,500	60,900
	增长率	300%	50%	45%	40%

	毛利率	45%	45%	45%	45%
备件及其他	收入（万元）	13,940	20,910	31,365	47,048
	增长率	190%	50%	50%	50%
	毛利率	62%	61%	61%	61%
余热余压节能发电系统	收入（万元）	22,453	44,906	71,850	107,774
	增长率		100%	60%	50%
	毛利率	38%	38%	38%	38%
光伏逆变器	收入（万元）		10,000	30,000	50,000
	增长率			200%	67%
	毛利率		45%	45%	45%
风电变流器	收入（万元）			8,000	15,000
	增长率			167%	88%
	毛利率			45%	45%
总销售收入	收入（万元）	132,306	196,379	290,820	411,489
	增长率	44%	48%	48%	41%
	毛利率	46%	45%	45%	45%

资料来源：东方证券研究所整理

表 4 可比公司 PE 估值

可比公司	股价（2011-4-15）	09 EPS	10 EPS	11EPS	09 PE	10 PE	11PE
特变电工	20.06	0.86	0.91	1.07	23.42	21.98	18.72
许继电气	35.26	0.37	0.45	0.56	95.27	79.01	62.74
天威保变	22.28	0.73	0.60	0.63	30.50	37.26	35.33
思源电气	22.60	2.10	0.95	0.86	10.75	23.88	26.21
置信电气	15.55	0.50	0.54	0.68	30.80	28.99	22.93
合康变频	22.83	0.58	0.41	0.69	39.19	55.24	33.27
英威腾	53.83	1.24	1.04	1.53	43.25	51.67	35.26
汇川技术	132.51	n/a	1.81	3.06	-	73.24	43.37
Average					41.07	46.41	34.73

资料来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2178	2733	3907	5473	营业收入	1337	1964	2908	4115
现金	798	830	1229	1739	营业成本	719	1078	1597	2259
应收账款	800	1181	1724	2392	营业税金及附加	11	17	24	35
其它应收款	36	45	56	67	营业费用	181	255	361	506
预付账款	162	188	218	248	管理费用	184	251	355	494
存货	358	468	658	1005	财务费用	10	12	24	35
其他	22	22	22	22	资产减值损失	29	31	39	42
非流动资产	731	805	910	1007	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	81	81	81	81	投资净收益	-0	5	6	8
固定资产	375	490	593	687	营业利润	203	325	515	753
在建工程	134	134	134	134	营业外收入	118	145	180	217
无形资产	92	88	83	79	营业外支出	0	0	0	0
其他	49	12	18	25	利润总额	320	470	695	970
资产总计	2909	3537	4817	6480	所得税	24	35	52	72
流动负债	1126	1462	2213	3145	净利润	296	435	643	898
短期借款	123	407	650	935	少数股东损益	29	56	86	125
应付账款	703	1055	1562	2209	归属于母公司净	267	379	557	772
其他	300	0	0	0	EBITDA	240	372	584	844
非流动负债	105	51	51	51	EPS (元)	0.80	1.13	1.66	2.30
长期借款	51	51	51	51	主要财务比率				
其他	54	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	1231	1513	2264	3196	成长能力				
少数股东权益	96	152	238	363	营业收入	46.9%	48.1%	41.5%	39.7%
股本	336	336	336	336	营业利润	36.3%	60.2%	58.5%	46.2%
资本公积	536	536	536	536	归属于母公司净利	44.2%	41.7%	46.9%	38.7%
留存收益	710	1000	1443	2049	获利能力				
归属母公司股东权益	1582	1872	2316	2921	毛利率	46.2%	45.1%	45.1%	45.1%
负债和股东权益	2909	3537	4817	6480	净利率	20.0%	19.3%	19.1%	18.8%
现金流量表					ROE	16.9%	20.2%	24.0%	26.4%
单位:百万元					ROIC	18.4%	22.9%	27.4%	32.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	26	9	441	574	资产负债率	42.3%	42.8%	47.0%	49.3%
净利润	296	435	643	898	净负债比率				
折旧摊销	27	41	52	64	流动比率	1.93	1.87	1.77	1.74
财务费用	10	12	24	35	速动比率	1.62	1.55	1.47	1.42
投资损失	-0	-5	-6	-8	营运能力				
营运资金变动	-307	-201	-305	-449	总资产周转率	0.46	0.56	0.60	0.64
其它	0	-300	0	0	应收账款周转率	1.53	1.53	1.56	1.60
投资活动现金流	-168	-148	-148	-147	应付账款周转率	1.02	1.02	1.02	1.02
资本支出	111	153	154	155	每股指标 (元)				
长期投资	56	0	0	0	每股收益	0.80	1.13	1.66	2.30
其他	-1	5	6	8	每股经营现金流	0.08	0.03	1.31	1.71
筹资活动现金流	304	171	106	83	每股净资产	5.00	6.03	7.60	9.77
债务融资	-20	285	243	285	估值比率				
权益融资	43	0	0	0	P/E	44.74	31.57	21.48	15.49
其它	281	-114	-138	-202	P/B	7.13	5.91	4.68	3.64
汇率变动影响	0	0	0	0	EV/EBITDA	51	34	22	16
现金净增加额	161	31	399	510					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn