

荣信股份(002123)

管理转型和新产品，共破高增长瓶颈

研究员：张洪道

执业证书编号：S0570510120030

电话：025-83290941

E-mail: xfh1978@gmail.com

地址：南京市中山东路 90 号

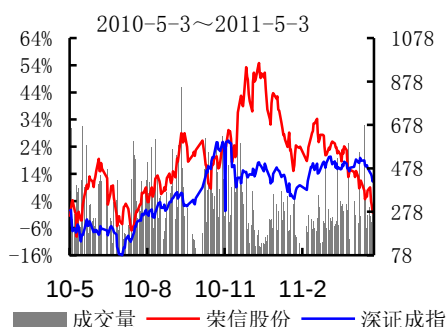
投资评级：推荐(维持)

电气设备 II

当前价格(元)：22.10

目标价格(元)：24.50

股价走势图



相关研究

- 1 《荣信股份(002123): 三季报符合预期，市场开拓继续加速》2010.10
- 2 《荣信股份(002123): 无功补偿龙头 节能减排先锋》2010.9

投资要点：

➤ 公司 2010 年新签订订单 18.53 亿元，同比增长仅为 22.81%；一季报净利润 6424.38 万元，同比增长 22.39%，考虑到增值税调整因素，调整后的增速约为 35%。我们认为 2010 年订单增速下降和 2011 年一季度业绩增速下滑奠定了本年度净利润增速将降低的基调。

➤ SVG/FSC 和大功率（10~60 MVA）高压变频产品将成为 2011 年公司传统业务的新看点，其技术门槛高，市场潜力大，有望提升公司竞争力，取得超越市场的业绩。此外，我们认为在信力筑正已完成股份制改造后，将在合适的时机分拆上市。

➤ 公司 2011 年将有光伏逆变器、特大电流固态开关、大功率整流器、轻型直流输电系统（HVDC Light）等新产品进入批量生产阶段，而 EMC 新业务也将逐渐开展，成为 2011 年公司新的利润增长点，在一定程度上弥补存量业务的增速不足问题。

➤ 公司启动 SVC/ SVG 外业务的管理转型：与核心技术及管理团队共同投资设立公司，以完善产业布局、解决激励与约束机制；同时建立全面、细致的考核机制。我们认为，管理转型会对 2011 年业绩增长形成一定的压力；但有望从 2012 年起进入新一轮的快速增长期。

我们预测荣信股份 2011 年~2013 年的 EPS 分别为 0.72 元、1.06 元和 1.54 元，取 24.5 元为目标股价并给予“推荐”评级。一方面提示投资者关注行业估值复苏带来的整体性投资机会；另一方面提示新产品市场开拓、新兴产业培育和发展低于预期的风险和管理转型未达预期的风险。

公司基本资料

总股本(万)	50400.00
流通 A 股(万)	0.00
52 周内股价区间(元)	21.57-51.49
总市值(亿)	111.38
总资产(亿)	29.47
每股净资产(元)	4.90

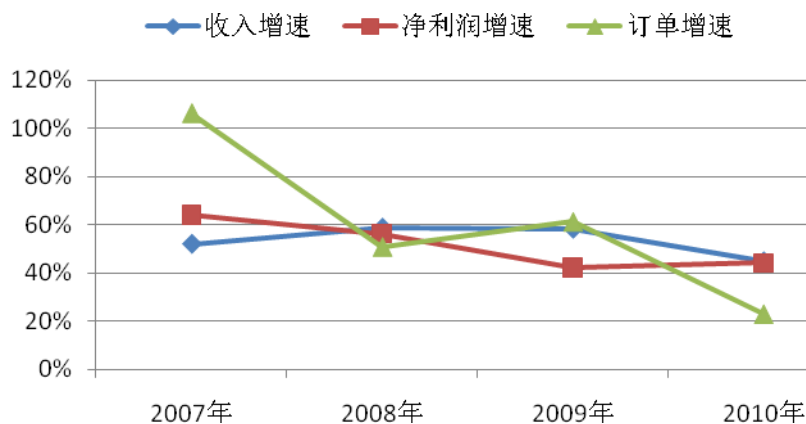
主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	13.37	18.62	27.54	40.28
+/-%	44.97	39.26	47.93	46.25
净利润(百万)	267.37	361.34	533.02	777.20
+/-%	51.02	35.15	47.51	45.81
EPS (元)	0.53	0.72	1.06	1.54
P/E	41.66	30.69	20.85	14.35

1、一季报增速回落，奠定全年基调

荣信股份 2010 年年报显示，报告期内公司实现营业收入 13.37 亿元，同比增长 44.97%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.67 亿元，同比增长 44.20%；每股收益为 0.80 元。公司新签订订单 18.53 亿元，同比增长 22.81%，其中本部订单 12.05 亿元，同比增长 23.45%；信力筑正订单 6.48 亿元，同比增长 21.63%。报告期末共有 14.55 亿元合同转入 2011 年执行。

图表 1 荣信股份 2007 年~2010 年度业绩及订单增速情况



资料来源：公司公告 华泰证券

2010 年度，公司业绩保持平稳、快速增长，基本符合市场预期；但订单增速下降明显。其中电能质量类产品订单增速仅为 16.12%：SVC/SVG 市场重合，存在一定程度的替代作用，合并计算增速为 56.76%；滤波产品和串补/可控串补产品由于市场不景气，订单下滑严重。而余热余压发电系统订单增速下降仅是因为信力筑正面临资金瓶颈，限制了订单承接能力。

图表 2 荣信股份 2010 年分产品订单结构及增速 万元

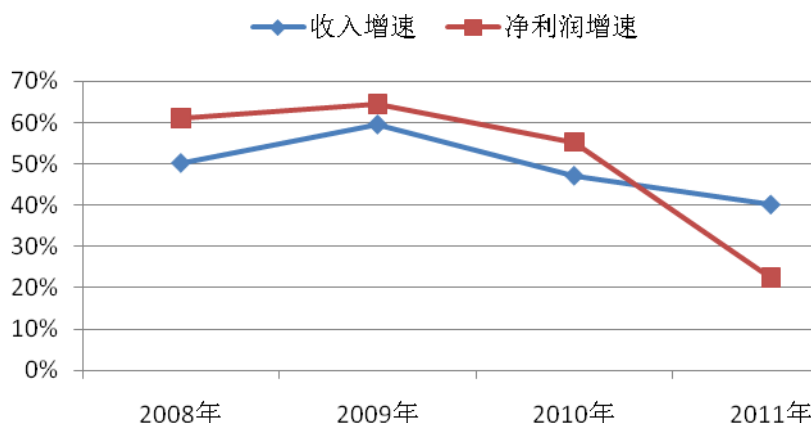
分产品 订单	SVC	SVG	FSC	FC	电能质 量类	HVC/VFC	MABZ	电机传动 与节能类	PVVC	余热余压 发电系统
2010 年	45,630.85	30,746.61	1,653.24	4,893.82	82,924.52	23,648.71	3,620.8	27,269.51	3,966.83	64,797
2009 年	45,986.68	2,734.5	14,424.9	8,268.45	71,414.53	16,880.74	3,520.51	20,401.25	—	53,272.78
同比增速	-0.77%	1024.40%	-88.54%	-40.81%	16.12%	40.09%	2.85%	33.67%	—	21.63%

资料来源：公司公告 华泰证券

2011 年一季度，公司实现营业收入 4.21 亿元，同比增长 40.26%；净利润 6424.38 万元，同比增长 22.39%；每股收益为 0.16 元。公司披露净利润增速较低的主要原因是，公司享受的软件企业税收优惠政策 2010 年到期后，新的优惠政策已经国家批准但尚未落实相关政策，2011 年第一季度增值税退税减少。

根据 2010 年财务数据估算，营业外收入影响额约 700 万元；此外，由于子公司信力筑正盈利增长较快，少数股东权益占比增加也降低了净利润增速，简单调整后的 2011 年一季度业绩增速约为 35%。考虑到 2010 年订单增速下降和一季度业绩增速下滑，我们认为这两个因素奠定了 2011 年公司净利润增速降低的基调。

图表 3 荣信股份 2008 年~2011 年一季度业绩增速情况



资料来源：公司公告 华泰证券

2、传统产品有新看点

荣信股份传统产品即电能质量类产品、电机传动与节能类产品和余热余压发电系统 2010 年分别实现销售收入增长 29.17%、32.51%和 80.80%；2011 年，SVG/FSC 和大功率高压变频产品成为传统业务的新看点。

2.1 SVC、SVG、FSC 形成层次合理的无功补偿产品梯队

SVC 作为公司的传统优势无功补偿产品，国内市场占有率近 60%，给公司带来了稳定的收入和现金流；SVG 是公司增长最快的业务，2010 年 SVG 订单同比增长高达 1,024.40%；FSC 是适应于大容量、高电压等级的线路无功补偿技术，有望成为超、特高压输电线路的必备选项。

SVG 和 SVC 同为变电站内无功补偿产品，存在一定的市场替代作用；但 SVG 的占地面积小、响应速度快等优势使其尤其适用于风电场、电气化铁路等小容量无功补偿市场。荣信股份拥有 SVG 尖端技术，承接的南网东莞变电站“百兆伏安级链式 SVG 工程”是世界上直挂电压等级最高的 SVG，将于上半年确认收入约 8000 万元。

荣信股份在 2010 年 8 月 500kV 德宏—墨江双回串补工程投运后，成为国内除中国电科院外唯一参与串补工程建设的公司。2011 年荣信股份将携手西门子进军串补领域，双方各占 50%股权的荣西电力传输技术有限公司将以生产串补（FCS）成套设备为主，并积极研发可控串补技术。

根据《国网公司“十二五”智能化规划》，在枢纽变电站、电压薄弱节点、振荡中心、风电场汇集接入点应用推广 SVC、SVG；2011~2013 年，在新疆、四川、东北、蒙东等大规模功率送出、输电能力受限突出的地区，开展串补和可控串补技术应用。借助柔性交流输电技术（FACTS）的推广和应用和投资增长，电网侧无功补偿市场容量将快速膨胀，荣信股份作为行业龙头将最先受益。

2.2 大容量 HVC 将成变频调速产品增长引擎

荣信股份的高压变频器发展的原则是立足高性能 HVC，避免低价恶性竞争；兼顾通用型 HVC，稳固市场份额，致力于提供整体解决方案。2011 年，荣信股份的大容量 HVC 将成为变频调速产品实现高

速增长的引擎，其市场表现值得期待。

➤ 2010 年，荣信股份承担了国家能源局重大装备国产化项目——10KV 特大功率变频项目中石油西气东输管线 25MVA 变频器的研制已经成功，2011 年开始进入产品实施阶段（国家能源局指定的研发厂商为荣信股份和广电电气）；公司承接的中海油 LNG 特大功率（56MVA）变频器项目正在研发中，进展顺利。

➤ 截至 2010 年底，募投项目“10kV 特大功率变频装置国产化项目”投资进度已达 70%，将于 2011 年 8 月达产，形成年产 50 套 10MVA 以上大功率变频装置的产能，新的 HVC 厂房已经落成了一座，即将进入设备安装阶段；

在国家节能减排政策的引导下，高压变频近几年均出现了 40%以上的增长。但 2010 年高压变频器市场竞争加剧，引起产品价格下滑；而 2011 年随着荣信股份的大容量（10~60MVA）HVC 进入批量生产阶段，公司产品的竞争力将提升，将缓解甚至改善市场压力，取得超越市场的业绩。

2.3 余热余压发电系统仍将是增速最快的传统业务

子公司信力筑正是余热余压发电系统业务平台，2010 年实现收入 2.25 亿元，同比增长 80.80%；毛利率为 37.79%，相比上年度提高 9.49%。

➤ 余热余压发电系统业务自 2009 年确认营业收入实现了快速增长，按照公司规划，要发展到与无功补偿、高压变频业务规模相当；

➤ 毛利率提高幅度较大，主要原因是公司在 2010 年项目实施中提供了宽裕的垫资条件，考虑到资金成本，毛利率水平提高是正常的；

➤ 信力筑正虽然 2010 年订单增长仅 21.63%，但未执行合同规模为 7.86 亿元，充裕的订单保证了 2011 年收入增速仍将是传统业务中最快的。

信力筑正 2010 年股份制改造后，仍面临资金瓶颈，限制了公司订单承接能力；为拓宽融资渠道，我们仍然认为信力筑正仍将以上市为目标，但其进程取决于证监会的子公司分拆上市政策。另一方面，上市的目标将使公司近几年做好业绩的动力。

3、2011 年成新产品（业务）元年

荣信股份重视技术研发，2010 年研发支出占销售收入的比例达到 11.42%。持续的研发投入使公司不仅保持了传统产品的竞争力，新产品研制也较为顺利。新产品、新业务将成为 2011 年公司业务收入和利润的增量，在一定程度上弥补存量业务的增速不足。

3.1 新业务：EMC 布局完毕初试水

2010 年下半年开始，荣信股份大力布局 EMC 产业。截止报告期末，公司成立了三个节能服务平台：

➤ 与中煤集团合资成立中煤科创节能技术有限公司，双方各占 50%股权，由中煤集团合并报表；荣信股份通过向该合资公司销售产品，占据中煤集团市场。荣信股份的 SVC、SVG、HVC、MABZ 等产品均可应用于煤矿开采领域，通过投资中煤科创，一方面增加了产品的市场份额，还可以分享投资收益。

➤ 注册成立全资子公司鞍山荣信节能服务有限公司、子公司信力筑正投资设立北京荣坤博林节能科技有限公司，并占 50% 股份。这两个公司的成立既可以促进公司现有节能产品的销售，又能享受 EMC 财税优惠政策，我们认为荣信股份的 EMC 业务尽享行业、政策、设备优势，大有可为。

2011 年荣信股份 EMC 业务处于起步阶段，加之公司应收账款压力本来就比较比较大，预计鞍山节能和荣坤博林的 EMC 业务规模不会太大，有可能开展第三方合作；而中煤科创 2011 年已经开始承接订单，借助于中煤集团旺盛的节能需求，业务进展将相对顺利。

3.2 新产品：技术高端市场领先

➤ 2010 年荣信股份的光伏逆变器研发成功，当年确认收入约 2000 万元，并签订了 3966.83 万元的订单，取得了 CQC 金太阳工程和德国 TUV 重认证。目前订单主要是国内市场为主。同为新能源控制产品的风电变流器的研发进度则较为缓慢，研发周期预计延长，即将进入实际风场挂网试运行。由于金风科技自主研发成功变流器，荣信股份需重新寻找合作伙伴。

➤ 特大电流固态开关、大功率整流器、轻型直流输电系统（HVDC Light）等新产品 2011 年将进入批量生产阶段，将为荣信股份提供新的利润增长点。

公司自主研制的 HVDC Light（10kV、4MW）4 月份在中海油文昌油田群投运成功，成为国内首条投入商业运行的柔性直流输电系统。该产品可应用于远距离无源网络供电、新能源并网等，具有广泛的应用前景，将是公司最具技术领先性和增长前景的储备产品。

我们预计荣信股份的光伏逆变器、特大电流固态开关、大功率整流器、轻型直流输电系统四种新产品 2011 年约实现 1.8~2.0 亿元的销售收入（轻型直流输电系统销售收入归口电能质量类产品计算）。

4、管理转型推动长期可持续增长

2011 年是“十二五”开局首年，在《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中明确的七大战略新兴产业中，荣信股份就融入了其中三个，分别是：高端装备制造业、节能环保产业、新能源产业，面临难得的发展机遇。

另一方面，随着荣信股份产品线越来越长，企业规模越来越大，涉及到的市场领域和区域也越来越广泛，公司管理和协调的强度和难度增加。为把握外部产业发展机遇，结合公司发展现状，荣信股份启动了管理转型，主要包括：

公司拟将除 SVC/ SVG 外的业务采取与该业务核心技术及管理团队共同投资设立公司的方式进行管理运营，此举将完善产业布局、激励与约束机制实现和管理瓶颈解决融于一体；同时，根据管理转型的要求，建立全面、细致的业务考核机制，包括订单签订、成本控制、生产运营、采购等全方位的考核内容。

图表 4 荣信股份基于产业布局投资成立的子公司一览表

新设立子公司名称	注册资本 万元	荣信股份 股权比例	主营业务/产品描述
北京荣科恒阳整流技术有限公司	1500	51%	大功率整流设备的研发、设计、制造

北京荣华恒信开关技术有限公司	1000	70%	高压固态开关、故障限流器等设备的研发、设计、制造
辽宁荣信防爆电气技术有限公司	1500	90%	煤炭矿山防爆电气自动化设备的研发、制造与销售
辽宁荣信光伏技术有限公司	1000	90%	太阳能光伏技术与风能技术及相关产品的研发、生产和销售
辽宁荣信电机控制技术有限公司	800	90%	电机控制装置、软启动装置等设备的研发、生产和销售
辽宁荣信电气传动技术有限公司	2500	90%	电气传动与控制系列高压变频器、直流输电设备、电源逆变器及相关产品的研发、生产和销售
辽宁荣信众腾科技有限公司	500	85%	基于应用 IGBT 器件通用产品（高压变频器、SVG、防爆变频等）的完善、升级、新产品研发等
北京荣信慧科科技有限公司	500	85%	研发适用于公司全系列产品的通用智能控制系统平台和基于 IEGT 器件的大功率及特大功率变频产品
南京荣信电力自动化有限公司	1000	70%	在电力系统自动化、电力系统继电保护、配网自动化等方面进行技术开发与市场开拓
北京荣科博信科技发展有限公司	800	85%	风电领域 SVC、SVG 及光伏逆变器等新能源产品销售

资料来源：公司公告 华泰证券

我们认为，管理转型是荣信股份长期、可持续发展的必要措施，转型初期，会对 2011 年业绩增长形成一定的压力；但是转型成功后，有望从 2012 年起进入新一轮的快速、平稳增长期。

5、财务预测与投资建议

基于节能减排产业、智能电网建设的迅速发展和公司产品的合理布局、领先技术的持续研发和积极的管理转型，我们认为公司在经历 2011 年的短暂增速回调后，2012 年开始业绩重新进入快速增长通道，并预测 2011 年~2013 年的 EPS 分别为：0.72 元、1.06 元和 1.54 元。

图表 5 荣信股份的可比公司估值情况

证券代码	证券简称	PE (2011E)	PE (2012E)	可比产业
300048	合康变频	30.1	21.9	高压变频
002169	智光电气	39.0	26.8	
300040	九洲电气	23.7	17.1	
002028	思源电气	21.0	17.1	无功补偿
300141	和顺电气	31.4	23.8	
300208	恒顺电气	27.9	20.2	
300125	易世达	34.5	29.2	余热余压发电系统
均值		29.7	22.3	
调整后均值		31.1	23.2	

资料来源：wind 资讯 华泰证券

可比公司中思源电气由于其主要产品高压开关、电感器、电容器等一次设备的收入和盈利趋势恶化，不再具备可比性；剔除后可比公司 2011 年、2012 年的 PE 均值为 31.1 和 23.2 倍，对应股价分别为 22.30 和 24.50 元。考虑到荣信股份 2011 年是调整转型年，业绩增速受到压制，我们取 24.5 元为公司目标股价，并给予“推荐”评级。

当前行业内公司均处于估值大幅下跌趋势中，我们提示投资者关注行业估值复苏带来的整体性投资机会的出现，可能带动荣信股份向上突破当前目标股价范围。

同时，我们提示投资者关注以下潜在风险：

- 新产品对应的市场容量释放或荣信股份对其市场开拓进展不如预期的风险，新产品作为公司的增量业务，担负着维持公司业绩高增长的重任，如果市场销售不理想，公司增长就无法保证；
- SVG 和超大功率 HVC 作为传统业务亮点，其应用面临政策性风险，无论是 SVG 在新能源、智能电网、电气化铁路领域的应用还是超大功率 HVC 在西气东输工程中应用，都取决于相关领域的投资政策；
- 管理转型没有达到预期效果的风险，荣信股份的管理转型涉及到除了 SVC 和 SVG 外的几乎所有产品，如果无法按时完成并产生预期的良好效益，会影响公司的市场和业绩表现；
- 公司产品主要受益于“十二五”规划中高端装备制造业、节能环保产业、新能源产业的发展机遇，而新兴产业培育和发展存在低于预期的风险，进而对公司发展造成巨大影响。

附表 财务报表预测

资产负债表					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	3008	4127	5705	营业收入	1337	1862	2754	4028
现金	798	1211	1367	1814	营业成本	719	1058	1564	2309
应收账款	800	1099	1566	2330	营业税金及附加	11	15	22	32
其他应收款	36	43	65	97	营业费用	181	242	344	483
预付账款	110	180	251	375	管理费用	184	242	358	483
存货	358	347	695	844	财务费用	10	-2	-1	-2
其他流动资产	75	128	183	246	资产减值损失	29	30	35	40
非流动资产	731	847	836	833	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	81	250	280	320	投资净收益	-0	10	20	40
固定资产	375	446	425	386	营业利润	203	286	452	723
无形资产	22	23	24	24	营业外收入	118	150	200	240
其他非流动资产	253	128	107	102	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2909	3855	4964	6538	利润总额	320	436	652	962
流动负债	1126	1255	1717	2388	所得税	24	31	47	70
短期借款	123	150	180	200	净利润	296	405	605	893
应付账款	276	480	679	914	少数股东损益	29	44	72	115
其他流动负债	727	625	859	1274	归属母公司净利润	267	361	533	777
非流动负债	105	148	190	201	EBITDA	240	324	496	766
长期借款	51	102	142	152	EPS（元）	0.80	0.72	1.06	1.54
其他非流动负债	54	47	49	49					
负债合计	1231	1403	1908	2589	主要财务比率				
少数股东权益	96	140	211	327	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	336	504	504	504	成长能力				
资本公积	536	736	736	736	营业收入	45.0%	39.3%	47.9%	46.3%
留存收益	710	1071	1604	2382	营业利润	36.3%	41.3%	57.8%	59.9%
归属母公司股东	1582	2312	2845	3622	归属于母公司净利	44.2%	35.1%	47.5%	45.8%
负债和股东权益	2909	3855	4964	6538	获利能力				
					毛利率(%)	46.2%	43.2%	43.2%	42.7%
					净利率(%)	20.0%	20.0%	19.4%	19.4%
					ROE(%)	16.9%	15.6%	18.7%	21.5%
					ROIC(%)	19.7%	20.2%	23.7%	30.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	42.3%	36.4%	38.4%	39.6%
					净负债比率(%)	14.07%	20.78%	17.41%	13.60%
					流动比率	1.93	2.40	2.40	2.39
					速动比率	1.62	2.12	2.00	2.04
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.55	0.62	0.70
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.98	2.80	2.70	2.90
					每股指标（元）				
					每股收益(摊薄)	0.53	0.72	1.06	1.54
					每股经营现金流	0.05	0.12	0.26	0.85
					每股净资产	3.14	4.59	5.64	7.19
					估值比率				
					P/E	69.31	51.29	34.77	23.84
					P/B	11.71	8.02	6.51	5.12
					EV/EBITDA	49	36	24	15

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	26	60	130	428	营业收入	45.0%	39.3%	47.9%	46.3%
净利润	296	405	605	893	营业利润	36.3%	41.3%	57.8%	59.9%
折旧摊销	27	39	45	46	归属于母公司净利	44.2%	35.1%	47.5%	45.8%
财务费用	10	-2	-1	-2	获利能力				
投资损失	0	-10	-20	-40	毛利率(%)	46.2%	43.2%	43.2%	42.7%
营运资金变动	-307	-389	-544	-539	净利率(%)	20.0%	20.0%	19.4%	19.4%
其他经营现金流	0	16	45	71	ROE(%)	16.9%	15.6%	18.7%	21.5%
投资活动现金流	-168	-133	-15	-4	ROIC(%)	19.7%	20.2%	23.7%	30.5%
资本支出	111	0	0	0	偿债能力				
长期投资	-56	168	30	40	资产负债率(%)	42.3%	36.4%	38.4%	39.6%
其他投资现金流	-113	35	15	36	净负债比率(%)	14.07%	20.78%	17.41%	13.60%
筹资活动现金流	304	486	42	22	流动比率	1.93	2.40	2.40	2.39
短期借款	123	27	30	20	速动比率	1.62	2.12	2.00	2.04
长期借款	-83	51	40	11	营运能力				
普通股增加	112	168	0	0	总资产周转率	0.54	0.55	0.62	0.70
资本公积增加	-100	200	0	0	应收账款周转率	2	2	2	2
其他筹资现金流	253	39	-28	-8	应付账款周转率	2.98	2.80	2.70	2.90
现金净增加额	161	413	156	447	每股指标（元）				
					每股收益(摊薄)	0.53	0.72	1.06	1.54
					每股经营现金流	0.05	0.12	0.26	0.85
					每股净资产	3.14	4.59	5.64	7.19
					估值比率				
					P/E	69.31	51.29	34.77	23.84
					P/B	11.71	8.02	6.51	5.12
					EV/EBITDA	49	36	24	15

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 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；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本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、完整性或可靠性不作任何保证，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。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。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。