

荣信股份 (002123)

低点已至，乐观以待

——荣信股份调研报告

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

S0880511010009

本报告导读:

荣信股份一季报或为年内业绩低点，11年是产品和管理结构转型重要时期，包括轻型直流输电、逆变器在内的新产品投放，订单领先收入增速将成为11年发展特征。

投资要点:

- 业绩低点已现，未来两年景气。一季报收入和净利润分别同比增加40.26%和22.39%，考虑增值税退税净利润增速在38%左右。年报财务数据反映传统产品格局下的成长能力，新品投放导入期使得下半年业绩复苏有望。
- 11年是产品和管理结构转型的重要阶段。2008年至今研发费用收入占比均高于9.4%，10年更达到11.4%，稳定的研发投入提供有力保障。轻型直流输电(HVDC Light)打破国外技术封锁，创国内商业运行先河，从经济效益、稳定性、升压幅度和输电走廊节约的角度均优于传统交流技术，应用空间广泛并具备商业推广条件。逆变器出口与内销并举，转化效率最高能达98.7% (RXPV8S-1KK-3-T)，各型号转换效率均高于欧洲标准。
- 传统业务增速稳定。并联无功补偿着力发展煤炭市场、串补贡献订单绝对增量、通用变频苦练内功、高性能变频领导行业。与市场一般理解不同，我们认为并联无功补偿在电气化程度较低的煤炭领域空间巨大，公司利用传统渠道并打包全系列变频调速产品销售，提供设计和解决方案。超大功率变频器通过审核体现技术领先优势，未来除了西气东输，在天然气液化、抽水蓄能和新能源领域均有应用。
- 盈利预测: 预计11年至13年EPS分别为0.73元、1.10元和1.61元，给予“增持”评级，目标价29.20元，对应11年40倍PE。我们对新产品和管理结构转型保持乐观态度，未来订单将成为重要指标，定期业绩公告成为股价刺激因素。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	922	1,337	1,880	2,884	4,201
(+/-)%	58%	45%	41%	53%	46%
经营利润 (EBIT)	178	242	334	406	595
(+/-)%	65%	36%	38%	51%	47%
净利润	185	267	368	552	811
(+/-)%	42%	44%	38%	50%	47%
每股净收益 (元)	0.37	0.53	0.73	1.10	1.61
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	19.3%	18.1%	17.7%	14.1%	14.2%
净资产收益率 (%)	11.7%	15.3%	18.2%	22.4%	25.5%
投入资本回报率 (%)	14.2%	20.4%	16.5%	16.8%	21.0%
EV/EBITDA	54.9	39.5	35.7	24.6	16.4
市盈率	60.7	42.1	30.6	20.4	13.9
股息率 (%)	-	-	-	-	-

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 29.20

上次预测: 35.33

当前价格: 22.33

2011.05.05

交易数据

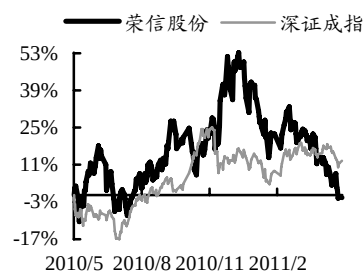
52周内股价区间 (元)	21.32-51.49
总市值 (百万元)	11,254
总股本/流通A股 (百万股)	504/449
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	89%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	100

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,647
每股净资产	3.27
市净率	6.8
净负债率	6%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.10	0.13
Q2	0.09	0.14
Q3	0.17	0.22
Q4	0.17	0.24
全年	0.53	0.73

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	-18%	1%
相对指数	-7%	-19%	-9%

相关报告

- 《科研成果凸显综合实力，布局重点领域》
2011.04.13
- 《发展或迎新机，关注新旧产品更替》
2011.03.27
- 《重视产品建设，打造电力电子“梦之队”》
2010.11.18
- 《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

模型更新时间: 2011.05.05

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: 29.20

上次预测: 35.33

当前价格: 22.33

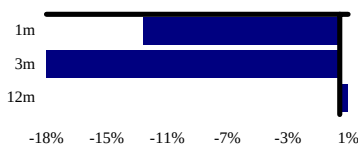
公司网址

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

21.32-51.49

市值 (百万)

11,254

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

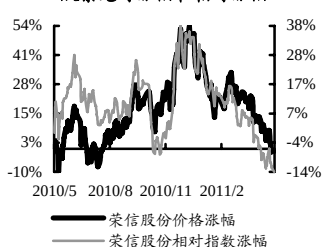
EV/EBITDA

P/S

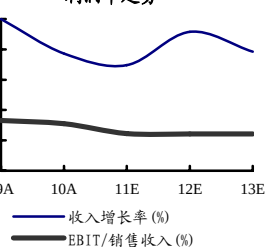
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	922	1,337	1,880	2,884	4,201
营业成本	489	719	1,105	1,693	2,462
税金及附加	8	11	16	24	35
销售费用	110	181	244	378	550
管理费用	138	184	246	384	559
EBIT	178	242	268	406	595
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	4	10	-6	-1	-3
营业利润	149	203	275	407	599
所得税	14	24	33	50	73
少数股东损益	11	29	39	59	87
净利润	185	267	368	552	811
货币资金、交易性金融资产	565	798	575	558	778
其他流动资产	11	23	0	0	0
长期投资	60	121	121	121	121
固定资产合计	424	509	562	641	684
无形及其他资产	34	93	97	100	104
资产合计	2,045	2,909	3,245	4,502	5,861
流动负债	539	1,126	1,209	1,954	2,513
非流动负债	178	105	52	54	57
股东权益	1,583	1,750	2,017	2,468	3,179
投入资本(IC)	1,167	1,100	1,507	2,237	2,617
NOPLAT	166	224	248	375	551
折旧与摊销	20	27	32	40	48
流动资金增量	-156	-199	-127	-646	-335
资本支出	-147	-110	77	129	278
自由现金流	-117	-58	230	-101	542
经营现金流	-22	26	-116	-237	249
投资现金流	-147	-168	77	129	278
融资现金流	576	304	-183	91	-308
现金流净增加额	408	162	-223	-17	219
收入增长率	58.3%	45.0%	40.6%	53.4%	45.7%
EBIT 增长率	65.2%	36.3%	10.8%	51.3%	46.7%
净利润增长率	42.4%	44.2%	37.6%	50.0%	47.0%
利润率					
毛利率	46.9%	46.2%	41.2%	41.3%	41.4%
EBIT 率	19.3%	18.1%	14.3%	14.1%	14.2%
净利率	20.1%	20.0%	19.6%	19.1%	19.3%
净资产收益率(ROE)	11.7%	15.3%	18.2%	22.4%	25.5%
总资产收益率(ROA)	9.1%	9.2%	11.3%	12.3%	13.8%
投入资本回报率(ROIC)	14.2%	20.4%	16.5%	16.8%	21.0%
存货周转天数	118	133	133	133	133
应收账款周转天数	184	191	191	191	191
总资产周转天数	614	676	597	80	59
净利润现金含量	-0.12	0.10	-0.32	-0.43	0.31
资本支出/收入	16%	8%	-4%	-4%	-7%
资产负债率	35.1%	42.3%	38.8%	44.6%	43.8%
净负债率	-24.0%	-35.7%	-26.0%	-12.3%	-22.7%
PE	60.7	42.1	30.6	20.4	13.9
PB	7.1	6.4	5.6	4.6	3.5
EV/EBITDA	54.9	39.5	35.7	24.6	16.4
P/S	12.2	8.4	6.0	3.9	2.7
股息率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

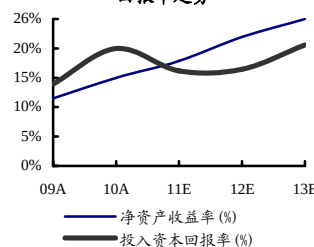
股票绝对涨幅和相对涨幅



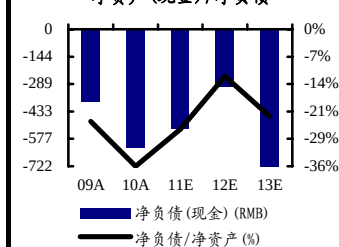
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 业绩低点已现，未来两年景气

按年化增速，2011 年或为公司发展至今以成长性论的洼地；而一季度同比增速反映全年最低点。公司一季报，收入和净利润分别同比增加 40.26%和 22.39%，其中应归属一季度确认的增值税退税尚未计入，综合考虑后净利润增速在 38%左右。销售费用率同比增加 1.38%使得收入和净利润增速不匹配。

从 2006 年至 2010 年，保持收入 45%以上和净利润 40%以上增长，发展为综合性电力电子龙头企业。

图 1：2006-2010 年收入变化

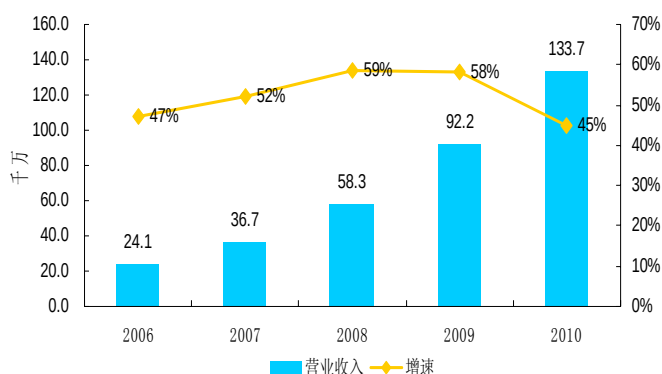
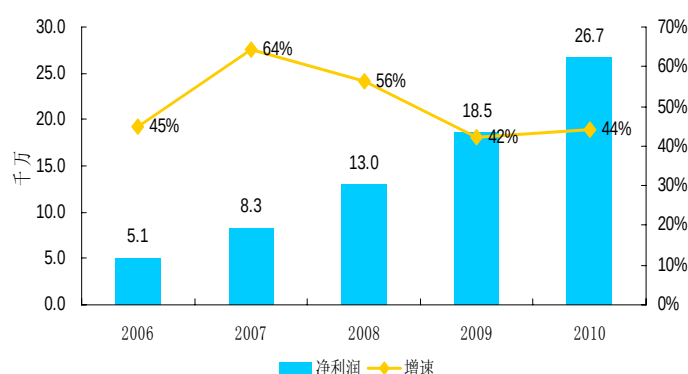


图 2：2006-2010 年净利润变化



数据来源：国泰君安证券研究

数据来源：国泰君安证券研究

下半年收入和净利润略高于上半年，分季度比较具有一定同质性；一季度综合考虑退税后利润增长放缓，反映公司传统业务成长性遭遇瓶颈，依此我们认为 2011 年或是发展至今以成长性论的洼地。

图 3：2007-2010 年分季度收入变化

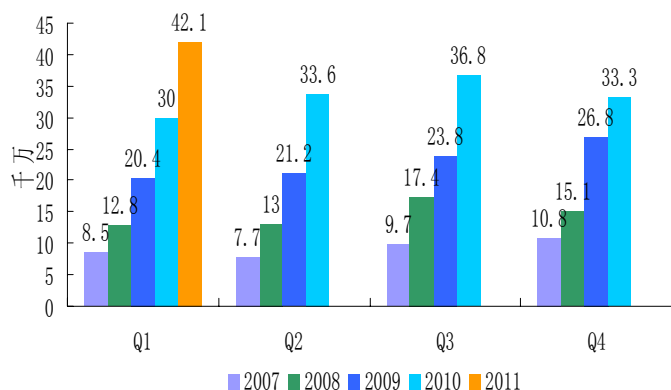
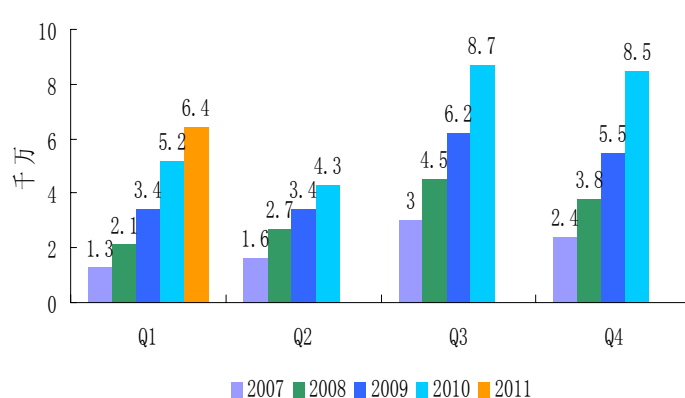


图 4：2006-2010 年分季度净利润变化



数据来源：国泰君安证券研究

数据来源：国泰君安证券研究

从固定资产投资看，2008 年至 2010 年是资本投入期，其中 09 年定向增发，并利用债券市场融资，保证企业扩张传统产品产能并进行新产品研发和生产布局。2011 年是新产品投放市场的关键年，历史财务指标只单

纯反映传统业务发展进入成熟期，而尚未考量新产品。

图 5: 2006-2011Q1 固定资产和在建工程变化

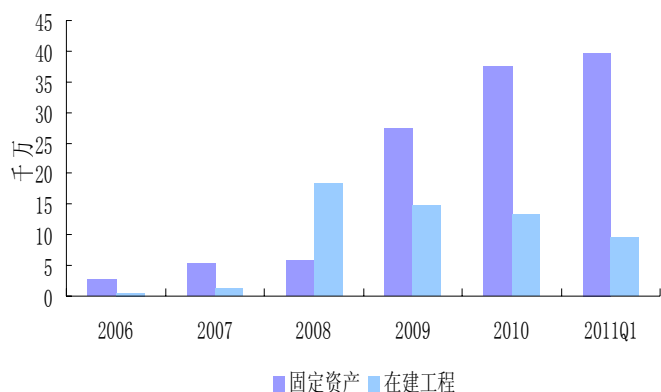
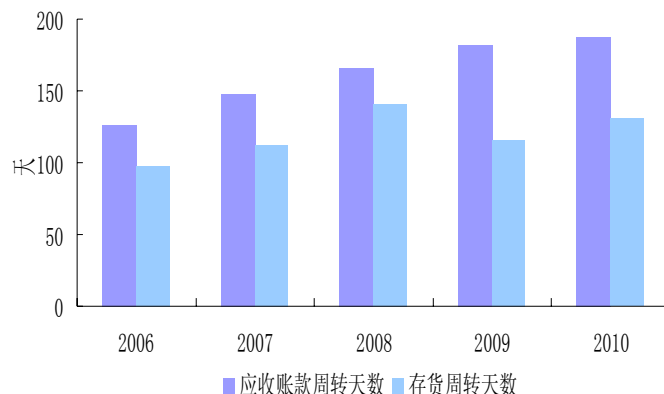


图 6: 2006-2010 年经营效率变化



数据来源: 国泰君安证券研究

数据来源: 国泰君安证券研究

作为企业经营业绩先行指标，2010 年订单也主要针对传统业务，而从结转和收入确认的角度，2011 年一季度反映传统产品格局下的成长能力，并未体现新业务贡献。

图 7: 2008-2010 年新增订单变化

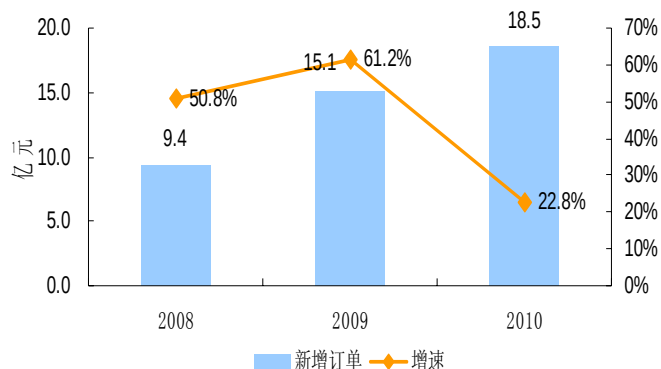
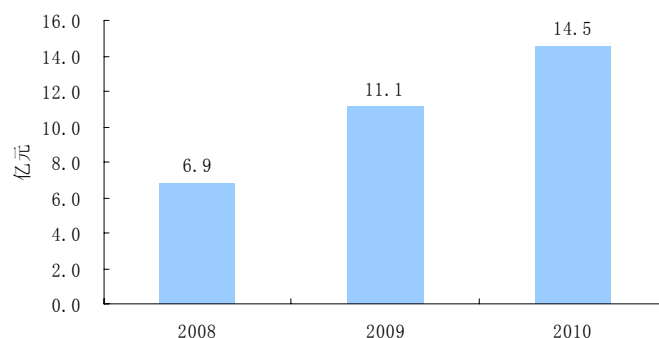


图 8: 2008-2010 年结转订单变化



数据来源: 国泰君安证券研究

数据来源: 国泰君安证券研究

2008 年新增 9.4 亿订单（信力筑正 09 年并表）主要反映 SVC、SVG 和 HVC 销售情况；2009 年本部订单 9.8 亿元，信力筑正 5.3 亿元；2010 年本部 12.0 亿元，信力筑正 6.5 亿元。

10 年年报公布后市场普遍担心订单增速下滑反映传统业务增长大幅放缓，我们认为实际情况较乐观。从订单变化上，本部传统业务 2010 年增速高于 2009 年；再考虑 TCSC 可控串补 09 年获南网过亿订单，10 年与西门子合资工厂尚未开始销售，剔除此影响后 10 年本部订单增速约 36%。

我们预计包括 SVC+SVG、可控串补和 HVC 的传统业务 11 年订单增速可超 45%。考虑技术和市场渠道优势，我们认为与西门子合资公司 11 年有望获得 2 到 3 套串补订单。

2. 11 年是产品和管理结构转型的重要阶段

公司传统产品包括电能质量控制的 SVC、SVG 和 TCSC，电机传动与控制的通用型和高性能变频器（包含超大功率变频器），余热余压节能发电系统。

图 9：分产品收入构成

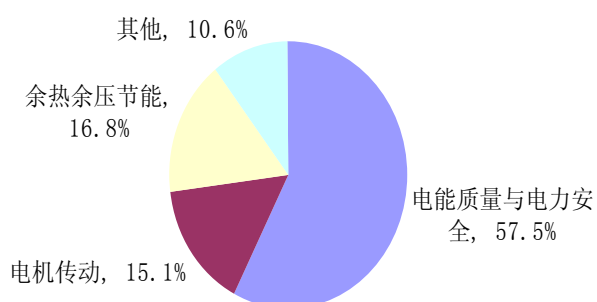
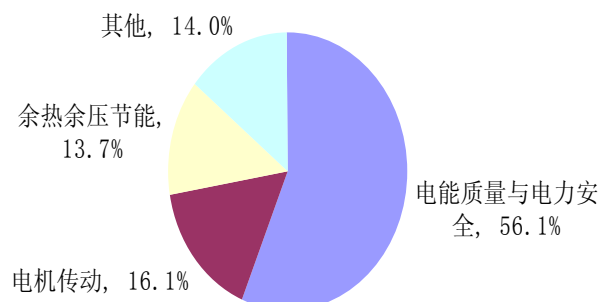


图 10：分产品毛利润构成



数据来源：国泰君安证券研究

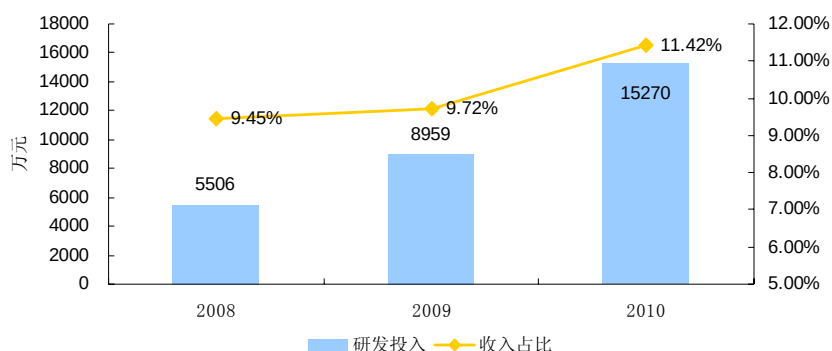
数据来源：国泰君安证券研究

SVC+SVG 互补销售，大力开拓煤炭市场，促进电网领域应用。与 SVC 相比，SVG 体积小、综合性能突出，但价格高、适用于功率较低的场合，两者销售互为补充。未来重点发展煤炭市场，同时致力于在电网领域普及无功补偿产品应用。**与市场一般理解不同，我们认为并联无功补偿仍有广阔空间，按下游细分行业，煤炭和电网领域普及率低，电气化改造空间巨大。**

通用型产品苦练内功，高性能系列领导行业。25MW 超大功率变频器通过审核并将使用在西气东输加压站，反映公司在大功率和高性能领域优势。通用型发展“第五代变频器”，通过改进设计和工艺降低成本，精准和集约化将有助于通用型产品收入规模的扩大。

稳定的研发投入是使产品更新并领先行业的重要保证。2008 年至 2010 年研发费用占比分别为 9.45%、9.72%和 11.42%。

图 11 2008 年至 2010 年研发投入和收入占比



数据来源：国泰君安证券研究

新产品包括新能源并网的逆变器和变流器、轻型直流输电系统、固态开关和限流器等。

逆变器加大市场投放，出口与内销并举。公司通过与意大利企业合作拥有逆变器生产技术，目前转化效率最高能达 98.7%(RXPV8S-1KK-3-T)，各型号转换效率均高于欧洲标准。目前在迪拜、非洲等地设立办事处，通过逐步的市场渗透加大海外出口份额。10 年订单约 4000 万元，预计 11 年可过亿元。

轻型直流输电 (HVDC Light) ——打破外资技术封锁，创国内商业运行先河。公司产品安装在中海油钻井平台，连接发电船和受电船，这也是国内首套商业运营的轻型直流输电系统。

传统交流海底线缆容易发生击穿并破坏绝缘性，直接导致供电质量下降，后续维护成本高。采用轻型直流输电能在 100km 内经济稳定输电，在输送相同功率时升压要求低，同时陆上输送节约“输电走廊”，未来可广泛应用于钻探平台、岛屿、海上风电、矿区、城市输电改造等领域。

由于国外的技术封锁，国内市场尚处于启动前期，公司是国内唯一拥有商业运行技术的企业，由于 HVDC Light 的优异性能，包括中海油在内的公司都表达推广意愿，我们强烈看好该业务发展。

综合考虑新业务 11 年投放市场，我们保守预计贡献本部订单 12% 的增长。其中轻型直流输电贡献在 5000 万以上。

值得注意的是，11 年一季报披露公司将核心业务分拆成立包括光伏技术有限公司、电机控制技术有限公司、电气传动技术有限公司等在内的 7 家子公司，并由核心技术和销售人员持股。

我们认为这将有利于公司内部管理结构升级，更好地激发每个业务板块的活力和竞争力。

3. 盈利预测和投资建议

3.1. 投资分析:

11 年是产品更替和管理结构转型的重要阶段，前期研发投入、市场渠道共享和团队培育将有力支撑我们对公司的发展信心。基于此，我们看好 12 年及以后的经营增长，而 11 年主要反映为订单增速，这也是未来关注重点和核心指标。

我们预计 11 年净利润增速在 35% 左右，考虑信力筑正订单增长在 40% 以上，而本部订单有望达 50%。

目前股价对应 10 年 PE 在 41 倍，11 年 PE 在 30 倍，估值具有较高安全边际。

短期内缺乏股价触发因素。作为电力电子龙头企业，预计 11 年业绩以一季度为低点逐步回暖，定期的业绩和订单公告将提振市场信心。

板块走势同样值得关注，缺乏内生性动力的前提下，个股难有独立行情并主要以估值修复为主。11 年前 4 个月板块走势疲弱，与内生性动力和自上而下逻辑缺乏相关，更深层次原因反映了市场对电网投资和年、季报业绩低于预期的担忧。在行业重觅增长动力之前，个股走势强相关于板块表现。

3.2. 盈利预测:

我们预计 2011 年、2012 年和 2013 年收入分别为 18.8、28.8 和 42.0 亿元，对应增速分别为 41%、53%和 46%。

考虑新产品投放对销售费用的增加，管理结构转型对管理费用的增加，11 年净利润增速低于收入。新产品毛利率较高，保持综合盈利能力稳定。

我们预计 2011 年、2012 年和 2013 年净利润同比增速为 38%、50%和 47%，对应 EPS 为 0.73 元、1.10 元和 1.61 元。给予“增持”评级，目标价为 29.20 元，对应 11 年 PE 40 倍。

考虑板块整体表现疲弱，系统性风险犹存，10 年订单同比增速下滑和 11 年新产品投放需要导入期的影响，我们与之前的预测相比略微下调了未来三年盈利预测，并随之下调目标价。我们仍维持“增持”评级，对公司新产品和管理结构转型保持乐观态度，未来订单将成为重要指标，定期业绩公告成为股价刺激因素。

作者简介:**刘骁（贡献作者）:**

S0880110110167

010-59312823

liuxiao009336@gtjas.com

电力设备行业研究员，清华大学电机系高电压工程硕士、电气工程及其自动化专业学士，2010年10月加入国泰君安证券。曾任职于新时代证券投资部和毕马威华振会计师事务所。

康凯:

S0880511010009

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

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

	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。	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
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。	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:	gtjaresearch@gtjas.com		