

新业务和海外市场助推高增长

——荣信股份（002123）调研报告

要点：

- **HVC:** 高压变频器是公司最近几年来重点培育的项目，但是传统的通用变频器市场竞争激烈，公司参与意愿不高，这块业务的收入增长也略显不足，2010 年才 1.6 亿元左右。公司的发展思路是做进口替代型、超大功率产品，在重大工程，包括西气东输、抽水蓄能、核电以及新能源等领域有所作为。公司是西气东输压气站电机驱动变频系统国产化攻关的 2 家入围企业之一，2015 年前压气站的市场需求在 20 个亿左右。我们预计荣信股份将分享到相当比例的订单，特别是三线工程，电机驱动比例和国产化比例都将显著提升，相关订单推动公司高压变频器业务快速发展。
- **HVDC light:** 公司是国内仅有的两家有轻型直流输电工程履历的企业之一，轻型直流未来将广泛用于海上风电输出、石油钻井平台改造、孤岛供电等，仅海上风电输出，2020 年之前市场容量就过百亿。公司未来将在南网、海上钻井平台、中东等地收获订单。
- **SVG:** 预计“十二五”期间风电场无功补偿 SVG 有超过 40 亿元的空间，荣信股份可以拿到接近 50% 的订单。另外，公司的 SVG 走出国门将具有强大的价格竞争力，海外市场十分看好。
- **串补:** 串补在特高压交流、500KV 网架、220KV 输变电工程方面都具有广阔的市场空间，每条 500KV 线路的串补设备投资都在 1 个亿以上。荣信股份和西门子组成联合体为云南电网 500kV 德宏至博尚至墨江双回线串补工程提供了串补成套设备，合同金额 1.44 亿元，去年已经完成了收入确认。目前荣信股份跟西门子成立合资公司，加大进军串补领域的力度，未来在南网、海外将会有不错的市场前景。
- **盈利预测与投资评级:** 公司其他新产品还包括光伏逆变器、固态开关、整流器等，新老产品未来市场前景都非常看好，新产品处在业绩爆发的前夕，预计 2011、2012 年营业收入增速分别为 46.4% 和 46.8%，净利润的增速分别为 34.6% 和 48.2%，每股收益分别为 0.71 元和 1.06 元，目前股价对应市盈率分别为 31.8 倍和 21.5 倍，公司的高成长具备可持续性，维持“推荐”投资评级。
- **风险提示:** 新业务拓展低于预期；毛利率低于预期。

报告日期：2011 年 5 月 6 日

分析师

徐 超 010-88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

执业证书编号 S1070210020009

张 霖 010-88366060-8752

执业证书编号 S1070209040317

联系人

熊 杰 从业证书编号 S1070111030013

(86-10) 88366060-8838

✉ xiongji@cgws.com

投资评级： 推荐（维持）

市场数据：

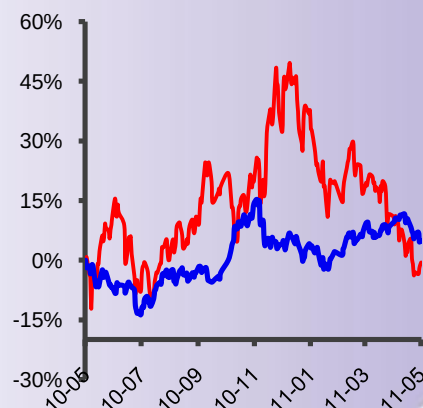
目前股价	22.7
总市值（亿元）	114.2
流通市值（亿元）	22.9
总股本（万股）	50400.0
流通股本（万股）	10100.0
12 个月最高/最低	51.49/21.32

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入	195690	287183	411012
(+/-%)	46.4%	46.8%	43.1%
净利润	35992	53329	77585
(+/-%)	34.6%	48.2%	45.5%
摊薄 EPS	0.71	1.06	1.54
PE	31.7	21.4	14.7

股价表现图

— 荣信股份 — 上证综合指数



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



目 录

1. 公司业绩回顾.....	3
2. 公司未来增长点.....	4
HVC.....	4
轻型直流输电（HVDC LIGHT）.....	6
SVG.....	9
串补.....	10
3. 业绩预测和投资建议.....	13

图 表 目 录

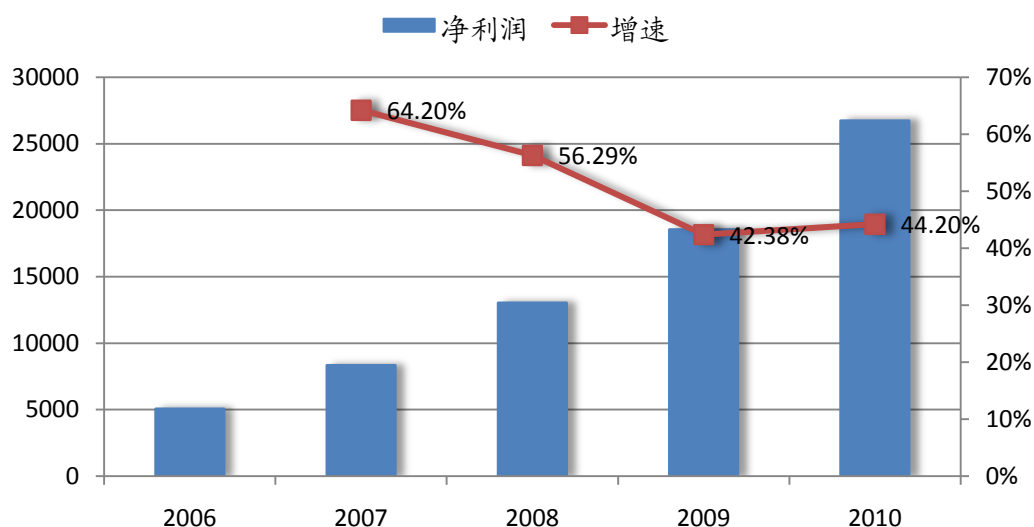
图 1：荣信股份净利润表现.....	3
图 2：荣信股份毛利率表现.....	3
图 3：西气东输一二期线路图.....	4
图 4：轻型直流输电系统.....	6
图 5：挪威 Troll A 海上钻井平台供电工程.....	8
图 6：海上风电轻型直流输出市场预测.....	9
图 7：可控串补典型接线.....	11
表 1：西气东输一线工程压气站设置.....	5
表 2：西气东输工程压气站电驱系统需求测算.....	6
表 3：风电 SVG 市场容量测算.....	10
表 4：典型串补工程案例.....	12



1. 公司业绩回顾

公司主要经营电力电子产品业务，从 SVC 起家，产品线目前已经拓展至 SVG、滤波装置、串补、高压变频、光伏逆变器等，SVC、SVG 已经做大了国内市场份额第一。公司登陆 A 股市场以来，业绩一直表现优秀，成长性也受到了市场份额追捧，被公认为是难得的好公司之一。公司最近几年业绩持续保持高增长，2009 年增速最低，也达到了 42% 以上。

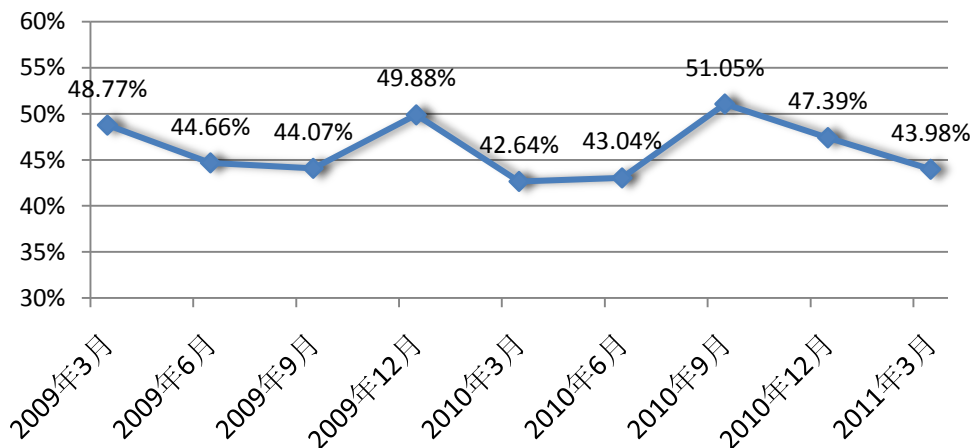
图 1：荣信股份净利润表现



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

公司产品立足高端，尽量远离市场竞争的红海，所以毛利率稳定，保持了很强的盈利能力。去年下半年以来，在原材料、人工成本等纷纷上涨的局面下，公司的毛利率已经保持在 40% 以上，跟往年基本处在一个水平线上。

图 2：荣信股份毛利率表现



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

今年一季度公司营业收入同比增长 40%，营业利润同比增长 61.08%，净利润 6424 万元，同比增长 22.4%。净利润增长幅度低于营业收入和营业利润增幅的主要原因是，公司享受的软件企业税收优惠政策 2010 年到期后，国家已批准继续实施软件增值税优惠政策，但目前税务机关尚未落实相关政策，公司 2011 年第一季度增值税退税减少。软件企业的增值税优惠政策延续是确定性事件，所以这—问题是暂时性的。

公司目前已经市值百亿，未来能否继续保持高成长性—市场最关注的问题。根据我们的调研分析，公司未来的成长性来自于新产品新业务的推广和海外市场的开拓。

2. 公司未来增长点

HVC

高压变频器是公司最近几年来重点培育的项目，但是传统的通用变频器市场竞争激烈，公司参与意愿不高，这块业务的收入增长也略显不足，2010 年才 1.6 亿元左右。公司的发展思路是做进口替代型的、超大功率产品，在重大工程，包括西气东输、抽水蓄能、核电以及新能源等领域有所作为。

西气东输工程提供广阔市场空间：

西气东输是我国为充分利用西北、中亚等地区的天然气资源，而兴建的管道运输工程，目前正在进行二线项目的建设，管道线路如下图所示：

图 3：西气东输一二期线路图



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

根据相关规划，西气东输三线也即将开建，气源来自中亚，管道首站西起新疆霍尔果斯，途经甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、湖南、广东等省区，东达末站广东省韶关，设计年输气能力 300 亿立方米。按照西气东输三线工程建设计划，这一管线西



段(新疆霍尔果斯-宁夏中卫)将于 2012 年投产，东段(宁夏中卫-广东韶关)预计 2014 年投产。届时，三条西气东输管线将与陕京一二线以及川气东送管道共同组成国内横贯东西、纵穿南北的综合天然气管网。

西气东输管道为了保障输送能力，沿途需要建设压气站，一线工程最初建设了 10 个站，其中 6 个用燃气轮机驱动，4 个用电机驱动。后来为了提升输送能力，实施了“增输工程”，又新建了 12 个压气站，输气能力由之前的每年 120 亿立方米提升至 170 亿立方米。最终一线工程压气站共配置压缩机 45 台，其中 10 台电机驱动，主要由西门子等外资巨头提供驱动系统和电机。据了解，二线工程送气能力是 300 亿立方米，压气站采用 2 供 2 备设置，一个站配 4 台压缩机，沿途大约 26 个站，合计压缩机 104 台左右，估计电机驱动的 40 套左右。根据三线的初步规划，我们预计电机驱动比例会进一步提升，合计需求 62 套左右。

表 1：西气东输一线工程压气站设置

序号	站名	机组配置	机组台数	驱动方式	备注
1	轮南首站	1+1	2	燃驱	一期
2	孔雀河压气站	2+0	2	燃驱	增输
3	四道班压气站	1+1	2	燃驱	一期
4	鄯善压气站	2+0	2	燃驱	增输
5	哈密压气站	2+0	2	燃驱	一期
6	雅满苏压气站	1+1	2	燃驱	增输
7	红柳压气站	2+0	2	燃驱	一期
8	柳园压气站	2+0	2	燃驱	增输
9	玉门压气站	2+0	2	1 电驱+1 燃驱	一期
10	酒泉压气站	2+0	2	燃驱	增输
11	山丹压气站	2+0	2	燃驱	一期
12	金昌压气站	1+1	2	燃驱	增输
13	古浪压气站	1+1	2	燃驱	增输
14	中卫压气站	1+1	2	燃驱	一期
15	盐池压气站	2+0	2	燃驱	增输
16	靖边压气站	1+1	2	燃驱	一期
17	延川压气站	1+1	2	燃驱	增输
18	蒲县压气站	1+1	2	电驱	一期
19	沁水压气站	2+1	3	电驱	增输
20	郑州压气站	1+1	2	电驱	一期
21	淮阳压气站	1+1	2	电驱	增输
22	定远压气站	1+1	2	燃驱	增输

资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

为了实现压气站电机驱动系统的国产化，能源局、中石油组织了上海电气、哈电集团、沈鼓集团、荣信股份、广电电气等进行国产化攻关。荣信股份承担的“25MVA 级高压变频装置”通过国家电力电子产品监督检验中心型式试验和国家能源局组织的新产品鉴定，该变频装置形成 10 项创新技术和 2 项专利。

随着电机驱动核心部件的国产化，未来西气东输项目的电驱比例会显著提升，西气东输工程 2015 年前压气站大功率变频系统市场需求在 20 个亿左右。

表 2：西气东输工程压气站电驱系统需求测算

线路	主管道长度	压气站数量	压缩机	其中电驱机
西气东输一期	4200	22	45	10
西气东输二期	4843	26	104	40
西气东输三线	4600	26	104	62

资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

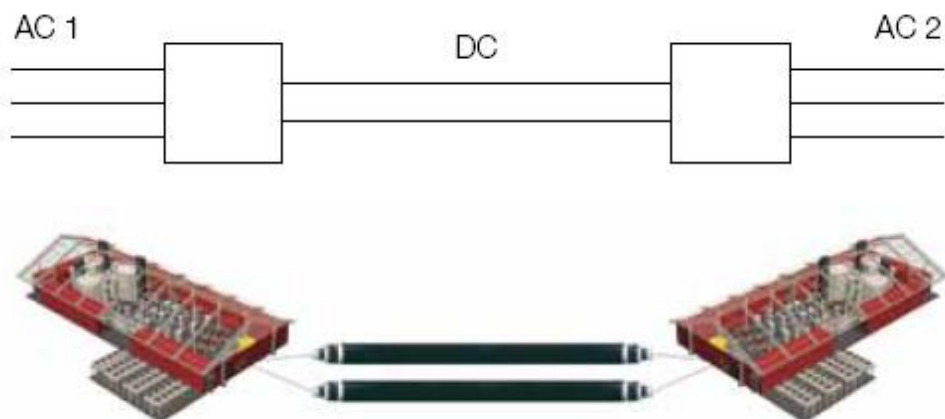
西气东输国产化仅有荣信股份和广电电气入围，我们预计荣信股份将分享到相当比例的订单，特别是三线工程，电机驱动比例和国产化比例都将显著提升，相关订单推动公司变频器业务快速发展。

轻型直流输电（HVDC LIGHT）

基本介绍：

轻型直流输电技术（HVDC Light）技术（也就是柔性直流输电）是在电压源（VSC）换流器和绝缘栅双极晶体管（IGBT）基础上开发出来的一种适用于小功率传输的新型直流输电技术。HVDC Light 仅包含两个部件：两个换流站和一对入地电缆。换流站采用 VSC 换流器技术，与传统的直流输电不同，VSC 换流器为无源逆变，因此，它对受端系统没有要求，可用于向小容量系统或不含旋转电机的无源系统供电。这种新型输电系统设计容量从几个 MW 到几百个 MW，整个电站按照模块化设计，占地面积仅约为同等容量下传统直流输电电站 20%。它采用 GTO、IGBT 等可关断的器件组成换流器，省去了换流变压器，整个换流站可以搬迁，使中型的直流输电工程在较短的输送距离也具有竞争力。此外，可关断的电力电子器件组成换流器，可以免除换相失败之虞，对受端系统的容量无要求，故可用于接入风电、太阳能发电等分布式电源，并用于向孤立小系统（海上石油平台、海岛）供电，今后还可用于城市配电系统。

图 4：轻型直流输电系统



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理



在应用场合:

轻型直流输电系统可用于向无源网络供电,如小岛,钻井平台等远离电网的负载,采用交流电缆在距离超过 50~100km 以上或者传输功率过大时,变得不可行,而传统直流输电一方面占地面积大,另一方面控制较为复杂。在 HVDC Light 技术出现以前,小岛和钻井等地往往采用代价昂贵的本地柴油发电,成本高,且对环境造成污染,有了 HVDC Light 技术后,可以从电网直接输送电能至负荷区,降低了成本,减小了电站占地面积,同时也减少了污染。

在风电传输中的应用:传统的风力发电交流输电的传输方式,风力发电机在发出有功功率的同时还要从系统吸收无功功率,其无功需求是随着有功输出的变化而变化的。随着风电场容量在系统中所占比例的增加,风电场对电网频率与电压的影响会越来越显著。为了保证电网的电能质量,风电场的装机容量不能超过联接点短路容量的某一百分值。HVDC Light 技术利用直流换流技术将风电场内部交流系统与外部交流电网有效地隔离开,大大减轻了风电随机性和波动性对电网的影响,缓解了对风电场装机容量的限制。该技术所采用的无论是换流站技术还是输电电缆相对于传统技术都有明显优点,主要包括:模块化结构、标准化设计、建设工期短、结构紧凑、对环境的影响较小、对潮流和电压具有可控性、可输送小容量的电力等,这些特点都非常适合风力发电的电能传输,是充分利用风力发电的最佳方式

典型应用案例:

丹麦 Tjaereborg 工程: Tjaereborg 的风电场建在丹麦的西部,在西海岸上。该风电场通过一条 8MVar/7.2MW 的轻型直流输电线与交流主电网相连,2000 年 8 月正式投运。如果没有这条输电线,风电场的频率在 35Hz 到 52Hz 之间变化,它可能引起谐振,有了这条输电线就可以避免产生谐振。对于大型风电场来说,电压崩溃、电缆长度、风能控制等都是至关重要的问题,利用 HVDC Light 能得到很好的解决。此外,直流输电的应用可以改善风电场的电能质量,同时也有利于整个系统的稳定。

挪威 Troll A 工程: Troll A 工程是第一个建造在海上平台上的 HVDC Light 换流站。Troll A 是位于挪威沿海的海上天然气钻井平台。该工程传输功率为 40MW,直流电压 $\pm 60\text{kV}$,通过 4 条 68km 长的海底电缆与陆地相连,为钻井平台提供用电。

图 5: 挪威 Tro11 A 海上钻井平台供电工程



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

轻型直流输电在国内的发展：

柔性直流输电被列入了国家电网《智能电网关键设备系统研制规划》，其中包含柔性直流换流阀、换流站、专用电缆、多端直流输电系统等几个重点研制方向，力争“十二五”期间完成示范应用和推广应用。

在工程方面，到目前为止有 2 个：

南汇风场柔性直流输电工程：输电功率 18MW，直流额定电压 $\pm 30\text{kV}$ ，换流器容量 20MVA，将南汇风电厂接入南汇 35kV 配电网，直流输电距离 8.4km。此工程是国家电网风电输出的示范工程，有中国电科院下属单位中电普瑞承担，工程已于 2011 年 5 月初投入试运行。

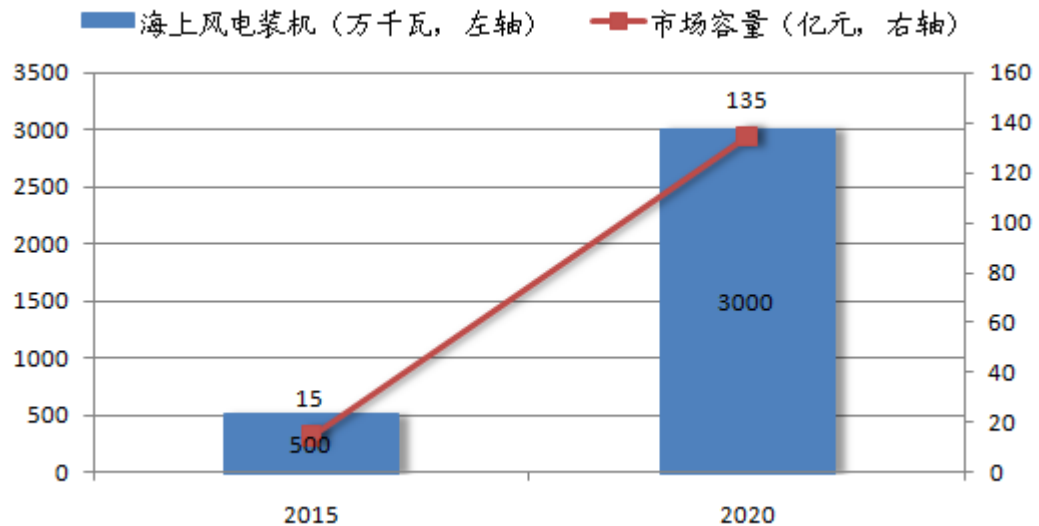
中海油文昌钻井平台直流改造工程：钻井平台原来使用海底三相交流电缆供电，连接文昌 19-1A 平台和文昌 15-1 平台的电缆长达 40 公里，埋于 150 米水深的海底，投用一年多中，三芯电缆先后两次被击穿。分析原因可能包括长距离、水深、供电系统谐波等。中海油湛江分公司经过慎重调研和专家论证，决定采用直流输电方式，在南方电网的技术支持下，选择荣信股份作为直流系统设备提供商，分别在文昌 19-1A 平台和文昌 15-1 平台加装了整流和逆变装置，利用原海缆剩余两芯，将其成功改造为正负 10 千伏的柔性直流输电系统。

轻型直流输电前景广阔：

轻型直流输电未来在国内将有广阔的市场空间，以海上风电并网为例，根据相关权威部门预测，2015 年、2020 年海上风电装机将分别达到 500 万千瓦和 3000 万千瓦（我们认为偏保守），2015 年前按照 20%比例采用 HVDC LIGHT 测算，市场通量将达到

16 亿元，2020 年按照 30%比例采用 HVDC LIGHT 测算，市场累计容量达到 144 亿元。我们预计荣信的市场将主要在南方电网辖区和海外市场。

图 6：海上风电轻型直流输出市场预测



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

此外，海上钻井平台的直流输电改造市场空间也很广阔，目前的柴油机供电改为可拆卸的直流输电，经济效应、环保效应都非常显著。荣信目前已经有一些中海油钻井平台改造的进一步订单。

未来荣信的 HVDC 在中东油田的应用也有广阔的市场，目前公司已经在迪拜设立了办事机构，拓展海外市场。

SVG

SVG 是无功补偿的另一种技术方案，基本原理就是将自换相桥式电路通过电抗器或者直接并联在电网上，适当地调节桥式电路交流侧输出电压的相位和幅值，或者直接控制其交流侧电流，就可以使该电路吸收或者发出满足要求的无功电流，实现动态无功补偿的目的。

SVG 与 SVC 相比：

启动冲击小：采用自励方式启动，速度快且冲击电流可限制在很小的幅值。

动态连续补偿：可以从额定的感性工况到额定容性工况连续输出，与固定电容器或电抗器组合可构成任意范围连续补偿。

响应速度快：具有 5~10 ms 的快速输出无功特性，而传统的 TCR 型 SVC 响应时间一般在 20ms 左右。

谐波特性好：SVG 输出电流完全可控，可以输出接近正弦的基波无功电流。特别的，链式结构的 SVG，由于不需要连接变压器，而且等效开关频率高，可实现谐波补偿功能。而 SVC 在运行过程中会产生大量不可控的谐波电流，需要附带大量无源滤波支路来对自身产生的谐波电流进行滤波。

占地面积小: 安装尺寸一般只有 SVC 的 $1/2 \sim 1/3$, 还可以做成移动式装置, 配置起来更加灵活。

损耗小效率高: SVG 等效运行损耗一般只有 SVC 的 $1/3 \sim 1/2$, 等效运行耗电量大大低于 SVC。

可靠性好: SVG 可等效为一个可控电流源, 对外部系统运行条件和结构变化不敏感, 不会出现振荡现象。而 SVC 采用大量电容电抗器, 当外部系统容量与补偿装置的容量可比时, 会产生不稳定性而发生振荡。

SVG 在风电中的应用快速增长:

风力发电机的异步电机, 在运行过程中需要吸收大量无功, 因此在风电场必须进行动态无功补偿。以前风电场通过安装一定的投切电容器来补偿风电场的无功需求, 典型的风电场每天会有 50~100 次投切电容的动作。频繁的开关操作大大降低了电容器开关的寿命。另外, 频繁投切电容带来的电压跳变还会影响风力发电机的齿轮箱, 使之承受更多的压力。相比之下, SVG 调节速度快, 可以平滑连续的调节输出无功, 是理想的风电场无功补偿方案选择: 1) 动态补偿无功, 提高风机瞬时功率因数, 使风电场在任意风段都能高功率因数输出电能; 2) 采用链式 SVG, 可实现 25 次以下谐波的有源滤波功能。不仅装置本身从根本上避免了谐振的问题, 大大提高了运行安全性, 而且可以净化电网, 保证风机的安全运行; 3) 输出特性受电压影响小, 响应时间短, 可以有效地抑制电压波动和闪变, 同时可在系统异常情况下提供动态电压支撑, 提高风电机组和电网的运行安全性。

国内目前以荣信股份和思源电气为代表的企业以低价进入风电场无功补偿领域, 使得其应用获得了快速增长。荣信 2010 年 SVG 的 30747 万元订单中有 1/3 来自风电, 8000 万左右来自南方电网的大订单, 其余来自工业企业。

风电场无功补偿市场预测如下表所示, 预计“十二五”期间合计有超过 40 亿元的空间, 荣信股份可以拿到接近 50% 的订单。

表 3: 风电 SVG 市场容量测算

年份	新增装机 (MW)	补偿比例	SVG 比例	单价 (元/KVAR)	市场容量 (亿)
2011E	20821	30%	65%	170	6.9
2012E	20821	30%	75%	170	8.0
2013E	19780	35%	80%	170	9.4
2014E	18791	35%	90%	170	10.1
2015E	18791	35%	90%	170	10.1

资料来源: 公开资料, 长城证券研究所整理

海外市场是 SVG 的另一重要增长领域, 目前国外电力设备巨头还在 SVG 报价在 1000 元/KVAR 以上, 荣信股份走出去将具备很强的价格竞争力, 市场空间非常广阔。

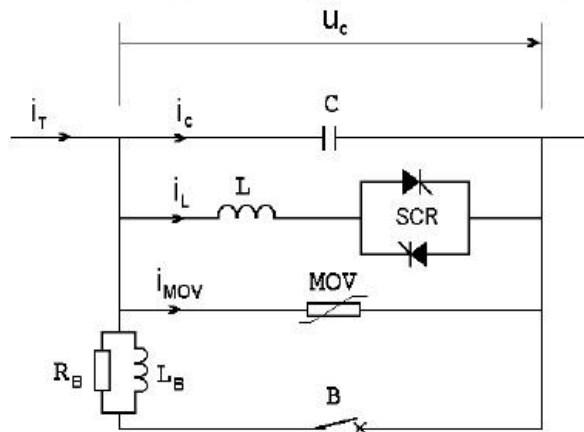
串补

串联补偿 (SC) 是一项沿用已久的技术, 是利用电容器组串联于交流输电线路中,

补偿交流输电线路的电气距离（线路电抗），以提升输电工程的输电能力，并且可大大提高输电系统的暂态和电压稳定性。串联补偿系统主要包括电容器组、金属氧化物限压器（MOV）、触发火花间隙、阻尼装置、旁路断路器、绝缘平台以及相应的保护控制系统。

图 7：可控串补典型接线

可控串补的典型接线



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

可控串联补偿（TCSC），晶闸管控制串联电容器补偿技术，是可控串联补偿技术的实现方案之一，也是最为成熟和使用最广的可控串联补偿实现方案。带有晶闸管控制的串联补偿方案可以对所串入的电抗值进行快速动态调制。额定功率大约为 100 兆乏的晶闸管控制串联补偿可以将包括数千兆瓦发电容量的电网进行联网。晶闸管控制串联补偿通常与固定式串联补偿装置结合在一起，以最经济的方式提高暂态稳定性。晶闸管控制串联补偿方案内在固有的抗次同步谐振（SSR）的能力使得串联电容器的应用领域延伸到含有热电厂的特殊输电网中。

串补在输电工程方面具有很好的经济效应，目前国内已经有数条串补工程成功投运，第一个国产化项目是中电普瑞承建的成碧线 220kV 可控串补系统：

甘肃陇南地区电网水电资源丰富，丰水期需要把大量电力送入电网。由于地处偏远山区，线路架设困难，碧口水电厂仅通过 1 回 220kV 线路接入成县 220kV 变电所，再经 3 回 110kV 线路接入甘肃电网，与主网联系较弱，不仅送出能力受限，而且易发生低频振荡等问题，是典型的长线弱送端系统。成碧线加装可控串联补偿（TCSC）装置的主要目的是加强陇南电网与主网联系，以及在丰水期送出碧口地区盈余电力，解决甘肃陇南电网存在的水电送出、低频振荡和电压越限运行问题。该工程自 2004 年投运以来，运行良好，对于缓解陇南地区供电能力不足、提高电网输送能力、优化网络结构、促进电网输送技术发展具有重要意义。

- 增加售电收入：系统基本串补度为 50%，工程投运后成碧线输送能力提高 100MW 以上，使成碧 220kV 线路暂态稳定极限提高 33%，每年可增加售电收入 1.2 亿元。
- 节约基建投资：若不装设串补，则需架设长 150 公里的第二条 220kV 碧成线

才可以解决陇南电网水电的送出问题，预计总造价约需 1.6 亿元，而装设串补装置约可节约基建投资 1.0 亿元。

- 降低网损：成-碧-天系统高压线损为 3.1%，加装串补后可降低到 2.3%，每年可节约电量 960 万千瓦时，增加售电收入 273 万元。
- 改善碧口地区电压质量：由主网向碧口地区送电，碧口地区电压较低，220kV 最低电压有时在 200kV 左右，采用串补以后，可使碧口地区的电压得到改善，提高 3-4kV。
- 减少对生态环境的破坏：采用可控串补装置，不需要建设输电走廊，减少了对森林的破坏，保护了环境，具有极大的生态效益。

典型的串补工程造价我们统计如下表所示：

表 4：典型串补工程案例

奉节串联补偿站工程造价：（2006/建设单位：国网公司）

	建筑工程费	设备购置费	安装工程费	其他费用	合计	单位投资（元/kvar）
金额（万元）	1361	9343	653	1980	13337	109.32
比重（%）	10.20	70.05	4.90	14.85	100.00	

补偿度：35%；额定容量：2 组 610 Mvar 固定串补装置；额定电流：2400A；MOV 容量：2×3×35 MJ。

桂林串联补偿站工程造价：（2008/建设单位：南方电网）

	建筑工程费	设备购置费	安装工程费	其他费用	合计	单位投资（元/kvar）
金额（万元）	2688	12086	1385	3780	19939	120.12
比重（%）	13.48	60.61	6.95	18.96	100.00	

补偿度：25%；额定容量：2 组（415+415）Mvar 固定串补装置；额定电流：3000A；MOV 容量：2×3×（29.4+29.4）MJ。

资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

串补在特高压交流、500KV 网架、220KV 输变电工程方面都具有广阔的市场空间，每条 500KV 线路的串补设备投资都在 1 个亿以上。

荣信股份和西门子组成联合体为云南电网 500kV 德宏至博尚至墨江双回线串补工程提供了串补成套设备，合同金额 1.44 亿元，去年已经完成了收入确认。目前荣信股份跟西门子将成立合资公司，加大进军串补领域的力度，未来在南网、海外将会有不错的市场前景。

3. 业绩预测和投资建议

公司最近两年的订单情况如下表所示:

表 5: 荣信股份订单情况

	2009	2010	订单分布	2009	2010
新增订单	15.09	18.5	SVC	45,987	45,631
——本部	9.76	12.05	电力滤波装置 FC	8,268	4,894
——信力筑正	5.33	6.48	串补 FSC	14,425	1,653
转入下一年	11.1	14.5	静止无功发生器 SVG	2,735	30,747
			高压变频&高压软启动	16,881	23,649
			智能瓦斯排放装置	3,521	3,621
			光伏逆变器 PVVC		3,967
			余热余压节能发电	53,273	64,797
			备件及其他	5,767	6,304

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

考虑到各个新业务的市场空间和公司的发展战略, 各子板块的收入毛利预测如下表所示 (2010 年由于没有细分板块数据, 相应的收入规模也是测算得出的):

表 6: 荣信股份盈利预测

	2010 E	2011E	2012E	2013E
营业收入				
电能质量与电力安全 (万)	77,141	90,111	126,707	180,309
余热余压节能发电系统 (万)	22,454	41,539	58,155	78,509
电机传动与节能 (万)	20,241	48,800	85,558	133,755
其中——				
余热余压节能发电系统 (万)	22,454	41,539	58,155	78,509
高压变频调速装置 HVC (万)	15,883	30,177	51,301	74,387
高压动态无功补偿装置 SVC (万)	44,117	50,735	58,345	67,097
高压软启动装置 VFS (万)	845	1,057	1,321	1,651
静止无功发生器 SVG (万)	16,747	31,818	46,137	73,819
滤波装置 (万)	4,047	5,261	6,839	8,891
有源滤波装置 APF (万)	229	297	386	502
智能瓦斯排放装置 MABZ (万)	3,512	4,566	5,936	7,717
光伏逆变器		9,000	15,000	20,000
串补	12,000	2,000	15,000	30,000
轻型直流输电		4,000	12,000	30,000
毛利率				
电能质量与电力安全 (万)	45.17%	44.25%	43.98%	43.97%
余热余压节能发电系统 (万)	37.79%	38.00%	38.00%	38.00%

电机传动与节能（万）	49.18%	47.43%	47.54%	47.31%
其中——				
余热余压节能发电系统（万）		38.00%	38.00%	38.00%
高压变频调速装置 HVC（万）		49.00%	49.00%	48.00%
高压动态无功补偿装置 SVC（万）		50.00%	50.00%	50.00%
高压软启动装置 VFS（万）		45.00%	43.00%	43.00%
静止无功发生器 SVG（万）		38.00%	40.00%	42.00%
滤波装置（万）		29.00%	29.00%	29.00%
有源滤波装置 APF（万）		29.00%	29.00%	29.00%
智能瓦斯排放装置 MABZ（万）		50.00%	50.00%	50.00%
光伏逆变器		40.00%	40.00%	40.00%
串补		40.00%	40.00%	40.00%
轻型直流输电		50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

公司的新老产品未来市场前景都非常看好，目前新产品处在业绩爆发的前夕，预计 2011、2012 年营业收入增速分别为 46.4%和 46.8%，净利润的增速分别为 34.6%和 48.2%，每股收益分别为 0.71 元和 1.06 元，目前股价对应市盈率分别为 31.8 倍和 21.5 倍，公司的高成长具备可持续性，维持“推荐”投资评级。

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	133689	195690	287183	411012	成长性				
营业成本	71876	107593	158463	227380	营业收入增长	45.0%	46.4%	46.8%	43.1%
销售费用	18122	24461	35898	51376	营业成本增长	46.9%	49.7%	47.3%	43.5%
管理费用	18379	27397	40206	57542	营业利润增长	36.3%	54.5%	50.0%	45.3%
财务费用	989	365	311	86	利润总额增长	52.2%	39.8%	49.0%	44.6%
投资净收益	-24	0	0	0	净利润增长	44.2%	34.6%	48.2%	45.5%
营业利润	20262	31297	46945	68207	盈利能力				
营业外收支	11733	13428	19706	28203	毛利率	46.2%	45.0%	44.8%	44.7%
利润总额	31996	44725	66651	96409	销售净利率	20.0%	18.4%	18.6%	18.9%
所得税	2402	3354	4999	7231	ROE	15.9%	17.2%	19.7%	21.5%
少数股东损益	2857	5378	8323	11593	ROIC	17.4%	18.9%	19.7%	21.0%
净利润	26737	35992	53329	77585	营运效率				
资产负债表					销售费用/营收	13.6%	12.5%	12.5%	12.5%
流动资产	217766	281154	392229	559559	管理费用/营收	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%
货币资金	79849	77122	92481	130230	财务费用/营收	0.7%	0.2%	0.1%	0.0%
应收帐款	80008	121826	178785	255873	投资收益/盈利	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	5180	13762	20196	28905	所得税/利润总额	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
存货	35817	44941	66188	94974	应收帐款周转率	1.32	1.30	1.32	1.53
非流动资产	73150	84506	98183	105504	存货周转率	1.78	1.94	1.97	2.28
固定资产	50916	62973	77352	85374	流动资产周转率	0.54	0.58	0.60	0.67
资产总计	290916	365660	490412	665063	总资产周转率	0.41	0.46	0.50	0.57
流动负债	112593	145967	209067	294539	偿债能力				
短期借款	12258	12258	12258	12258	资产负债率	42.3%	42.8%	44.8%	45.9%
应付款项	60788	85429	125820	180540	流动比率	1.93	1.93	1.88	1.90
非流动负债	10480	10480	10480	10480	速动比率	1.62	1.62	1.56	1.58
长期借款	5060	5060	5060	5060	每股指标（元）				
负债合计	123072	156446	219546	305019	EPS	0.530	0.714	1.058	1.539
股东权益	167843	209214	270866	360044	每股净资产	3.33	4.15	5.37	7.14
股本	50400	50400	50400	50400	每股经营现金流	0.05	0.26	0.69	1.03
留存收益	124630	160623	213952	291537	每股经营现金/EPS	0.1	0.4	0.7	0.7
少数股东权益	9613	14991	23314	34907	估值				
负债和权益总计	290916	365660	490412	665063	PE	42.9	31.9	21.5	14.8
现金流量表					PEG	1.01	0.68	0.47	-
经营活动现金流	2601	13316	34928	52108	PB	6.8	5.5	4.2	3.2
营运资本减少	4055	-32741	-32615	-44109	EV/EBITDA	43.44	29.79	20.86	14.95
投资活动现金流	-16782	-16043	-19569	-14359	EV/SALES	8.75	5.98	4.07	2.85
其中资本支出	-11069	-16043	-19569	-14359	EV/IC	8.43	5.86	4.32	3.29
融资活动现金流	30384	0	0	0	ROIC/WACC	1.33	1.45	1.51	1.61
净现金总变化	16095	-2727	15359	37749	REP	6.34	4.05	2.86	2.04

数据来源：wind，长城证券研究所 备注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

徐 超: 清华大学工学硕士，注册国际投资分析师（CIIA），2007 年加入长城证券，任电力设备新能源行业分析师。

熊 杰: 中科院管理学硕士，2010年加入长城证券，任新能源行业分析师。

张 霖: 金融学博士生，2007 年加入长城证券，任电力新能源行业分析师。

研究员承诺:

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>