

直面蓝海市场 再筑业绩高成长

投资要点:

- **公司身处一个沸腾的新兴产业。**随着上游大功率电力电子元器件的快速进步和下游相关产业对“节能与控制”需求的飞速释放，电力电子行业不仅契合传统产业升级，并且助力新兴产业发展，发展空间巨大。
- **直面蓝海市场，做中国的 ABB。**公司是国内电力电子行业中的领先企业，在技术创新、产品开发、市场开拓等方面孜孜不倦的追求，保持着旺盛的活力。公司产品线不断丰富，有持续、快速发展的潜力。公司立足于技术领先的高端电力电子产品，直面行业中的“蓝海市场”，盈利能力强。
- **管理与激励创新，巩固优势。**随着规模的扩大和业务线的增加，公司主动进行管理激励创新，提高效率，留住人才，并以此来巩固优势。
- **新业务相继爆发，再筑业绩高成长。**2010-2011 年是公司新老产品更替，主动进行管理调整，积蓄力量的时期。2012-2013 年，随着新产品、新业务的相继爆发，公司将重回高成长的轨迹。我们看好公司无功补偿领域的新产品与新应用，看好超大功率变频器、轻型直流输电、特大固态开关这些新的王牌，以及公司在海外市场进行的努力。
- **公司估值与投资建议。**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.70 元、1.02 元和 1.51 元，CAGR 为 42%。结合行业平均估值水平，我们给予公司 2012 年 30-35 倍市盈率，对应的合理估值区间为 30.6-35.68 元。经过前一段时期的调整，公司股价已经充分释放了短期业绩增速调整预期。投资者将逐步关注公司未来的成长性。我们给予公司“推荐”的投资评级。

主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	922	1337	1768	2473	3503
EBITDA	196	267	381	623	996
归属净利(百万元)	185	267	354	515	760
摊薄 EPS(元)	0.37	0.53	0.70	1.02	1.51
PE(X)	45.53	59.68	32.48	22.31	15.11
EV/EBITDA(X)	17.53	38.08	29.90	18.81	12.05
PB(X)	6.48	10.08	6.16	5.04	3.98
ROIC	10.95%	12.09%	14.21%	16.37%	19.52%
总资产周转率	0.59	0.54	0.56	0.61	0.64

资料来源：中国银河证券研究部

荣信股份 (002123.SZ)

推荐 投资评级

合理估值区间 31-35 元

分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208061595

联系人

张玲

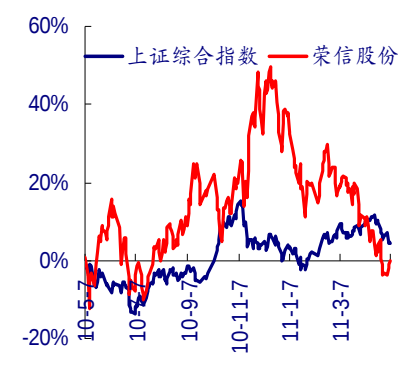
☎: (8610) 6656 8643

✉: zhangling_yj@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2011.05.06

A 股收盘价(元)	22.79
A 股一年内最高价(元)	34.32
A 股一年内最低价(元)	19.80
上证指数	2863.89
市净率	6.98
总股本(万股)	50400
实际流通 A 股(万股)	44867

相对上证综指表现图



投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 电能质量与电力安全业务: 我们预计 2011-2013 年此类业务的营业收入增速分别为 22%、35%和 35%, 毛利率保持在 45%的水平。2012 和 2013 年的增量预计主要来自于国内电网、新能源发电侧 SVG 和串补的增长; 海外 SVG 的需求; 轻型直流输电系统在海上采油平台和海上风电接入方面的应用; 海外整流器项目的突破。

(2) 电机传动与节能业务: 我们预计 2011-2013 年此类业务的营业收入增速分别为 50%、70%和 70%, 毛利率分别为 49%、49%和 48%。2012 和 2013 年的增量预计主要来自于超大功率高压变频装置的应用(西气东输、天然气液化和抽水蓄能电站); 煤炭领域系列产品的增长; 第五代高性能通用变频器的推广; 光伏逆变器和固态开关的爆发。

(3) 余热余压节能发电系统: 我们预计 2011-2013 年此类业务的营业收入增速分别为 65%、40%和 40%, 毛利率保持在 34%。关注点是 2012 年信力筑正突破资金瓶颈。

我们与市场不同的观点:

市场担心 2011 年公司业绩增速回落, 未来的成长性难以持续。我们认为, 2010-2011 年是公司新老产品更替, 主动进行管理调整的时期。2011 年业绩增速的回落是正常的回归和力量的积蓄。2012-2013 年, 随着新产品、新业务相继爆发, 公司将重回高增长的轨迹。

而且, 经过前一段时间的股价调整, 公司短期业绩调整已经得到反映, 风险已经释放。

公司估值与投资建议:

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.70 元、1.02 元和 1.51 元, CAGR 为 42%。结合行业平均估值水平, 我们给予公司 2012 年 30-35 倍市盈率, 对应的合理估值区间为 30.6-35.68 元。经过前一段时间的调整, 公司股价已经释放了短期业绩增速调整预期, 投资者将逐步关注公司未来的成长性。我们给予公司“推荐”的投资评级。

公司表现的催化剂:

(1) 预计 2011 年中期获得订单突破。公司海外订单取得重大突破; 超大功率变频器在西气东输中实际运行获得成功。

(2) 2011 年中期业绩报告。第二季度业绩同比增长情况好于第一季度。

主要风险因素:

(1) 国内电力电子行业飞速发展, 新进入者逐渐增多, 市场竞争加大。

(2) 公司新产品丰富, 市场前景乐观, 但是 2011 年大部分新产品正处于市场培育期, 存在市场开拓风险。同时部分产品需要通过客户的实际运行、使用的验证, 需要一定的试运行期。

(3) 公司积极开拓海外市场, 主要面向中东、东南亚、非洲等地区。但是这些地区存在政治风险, 有可能造成公司海外市场贡献低于预期。

目 录

一、电力电子行业契合传统产业升级，助力新兴产业发展.....	3
二、公司直面蓝海市场，做中国的 ABB	4
（一）产品线丰富，持续高成长.....	4
（二）直面蓝海市场，盈利能力强.....	5
（三）管理与激励创新，巩固竞争优势	6
三、传统产品开拓新市场，新产品相继爆发.....	7
（一）无功补偿：新市场，新产品.....	7
（二）超大功率高压变频器：国内领先，替代进口	8
（三）轻型直流输电系统：新的王牌.....	9
（四）光伏逆变器：迈出坚实的第一步	10
（五）余热余压节能：顺应节能大势.....	11
（六）其他产品精彩纷呈.....	12
四、再筑业绩高增长	12
（一）2010-2011 年产品更替，管理调整.....	12
（二）2012-2013 年再筑荣信	12
五、公司估值与投资建议	14
（一）公司估值.....	14
（二）投资建议.....	14
六、风险分析	15

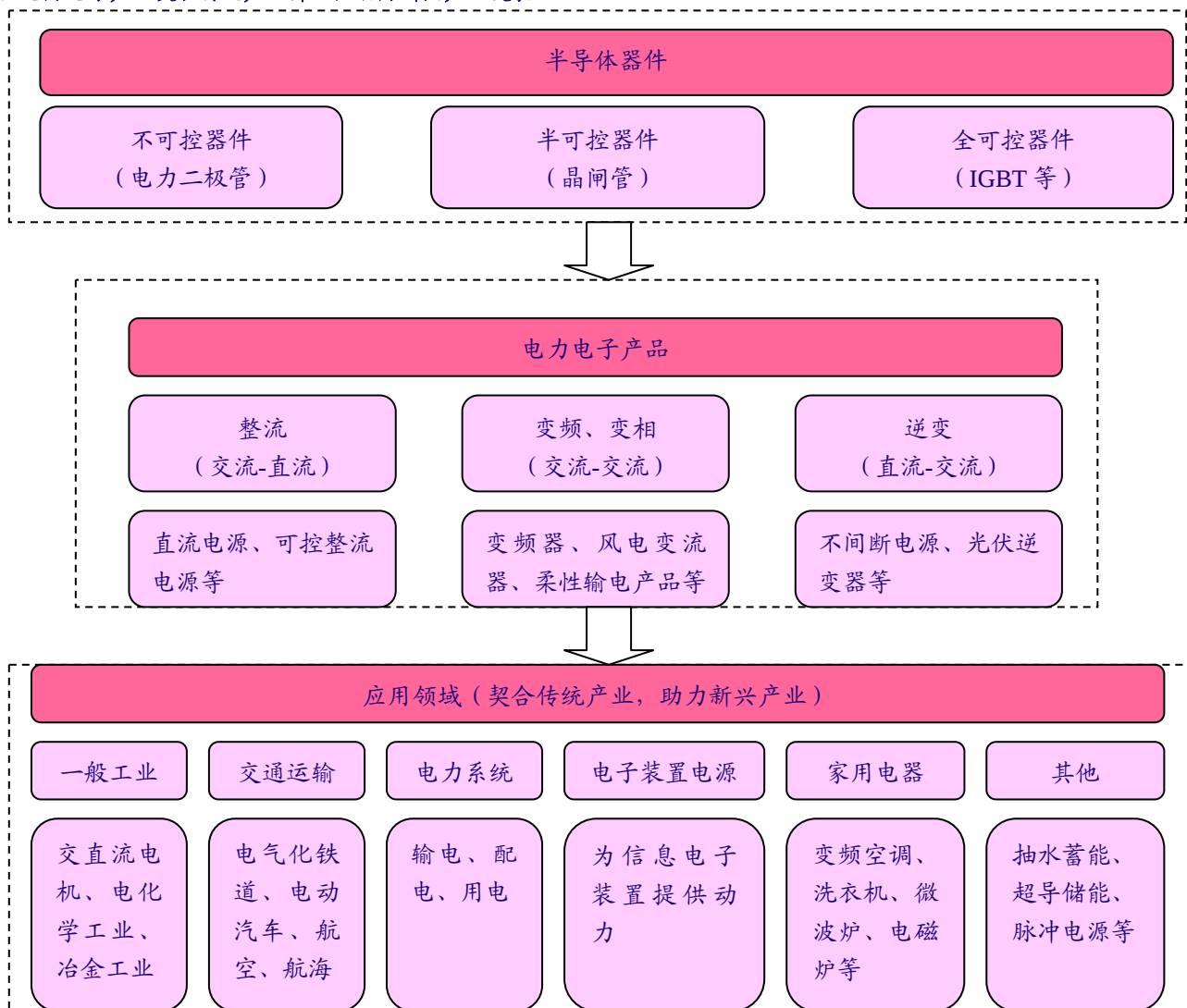
一、电力电子行业契合传统产业升级，助力新兴产业发展

公司是我国领先的大功率电力电子应用设备供应商。公司所处的大功率电力电子设备制造业是一个沸腾的新兴产业。电力电子技术是使用电力电子元器件对电能进行变换和控制的技术，以“弱电”控制“强电”，用于电力变换。电力电子可以实现的核心作用是“节能和控制”。

节能和控制是传统产业升级、新兴产业发展的重要方向。近年来，随着上游大功率电力电子元器件技术的进步和下游相关产业（大功率、大容量电机应用）的飞速发展，电力电子行业正在纵深发展，已经渗透到电能的产生、输送、分配和应用的各个环节中，应用领域越来越广泛。我们用通俗的话说，“有高压电流经过的地方就有电力电子的用武之地。”

这一特性使电力电子产业契合传统产业升级，并且助力新兴产业发展，发展空间巨大。

图 1：电力电子产业契合传统产业升级，助力新兴产业发展



资料来源：中国银河证券研究部

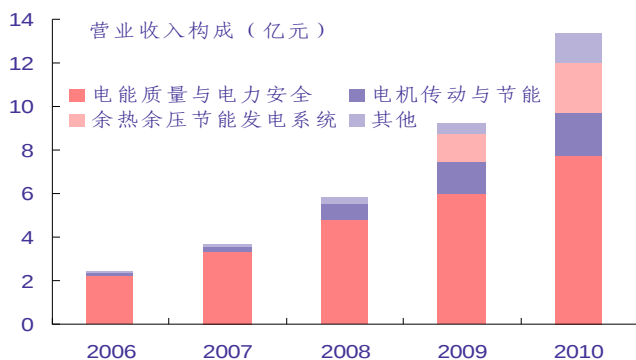
二、公司直面蓝海市场，做中国的 ABB

(一) 产品线丰富，持续高成长

公司以无功补偿业务起家，并在国内市场中占据领先地位，2007-2010 年的市场份额均保持在 50% 以上。2007-2010 年，得益于行业发展和自身努力，公司持续高成长，营业收入和归属净利润的复合增长率分别达到 53% 和 52%。在保持高成长的同时，公司新产品不断涌现，产品线不断丰富。我们认为，正是这种新产品、新技术的不断涌现使公司表现出旺盛的生命力。虽然随着企业规模的壮大，保持高成长的难度逐渐加大，但是公司在技术创新、新产品开发、新市场开拓等方面依然在孜孜不倦的追求。

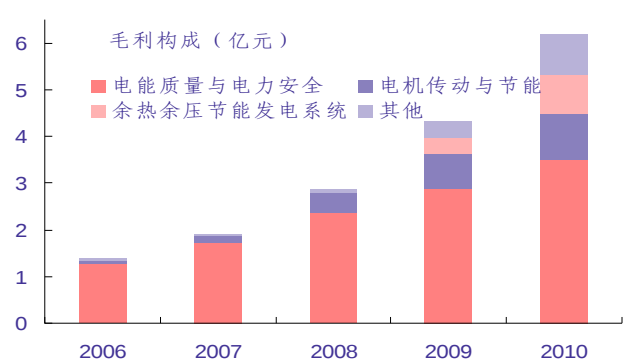
公司目前的产品包括高压电网无功补偿设备、滤波器、串联补偿器、变频器、变流器等。全线产品可满足从发电、输配电到终端负载的系列应用需求，广泛服务于电力、冶金、煤炭、电气化铁路、风力发电等领域。在提升电能质量、优化控制与节能降耗等方面提供解决方案。

图 2：公司营业收入高增长，结构改善



资料来源：公司公告

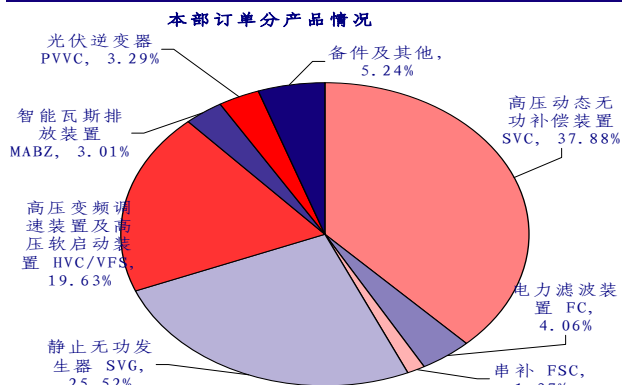
图 3：公司毛利润同步高增长



资料来源：公司公告

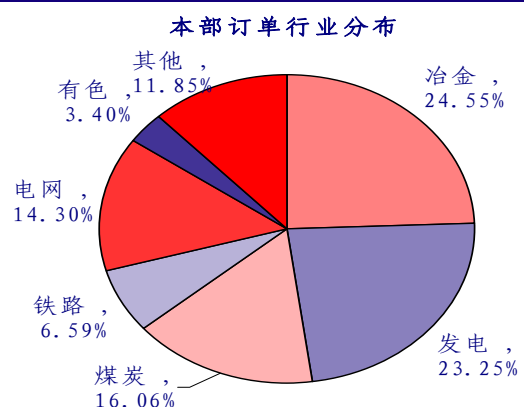
2010 年公司订单金额同比增长 23%。订单结构不断优化，SVG 订单量显著增加，高压变频业务订单占有重要地位，光伏逆变器实现突破。

图 4：订单结构优化



资料来源：公司公告

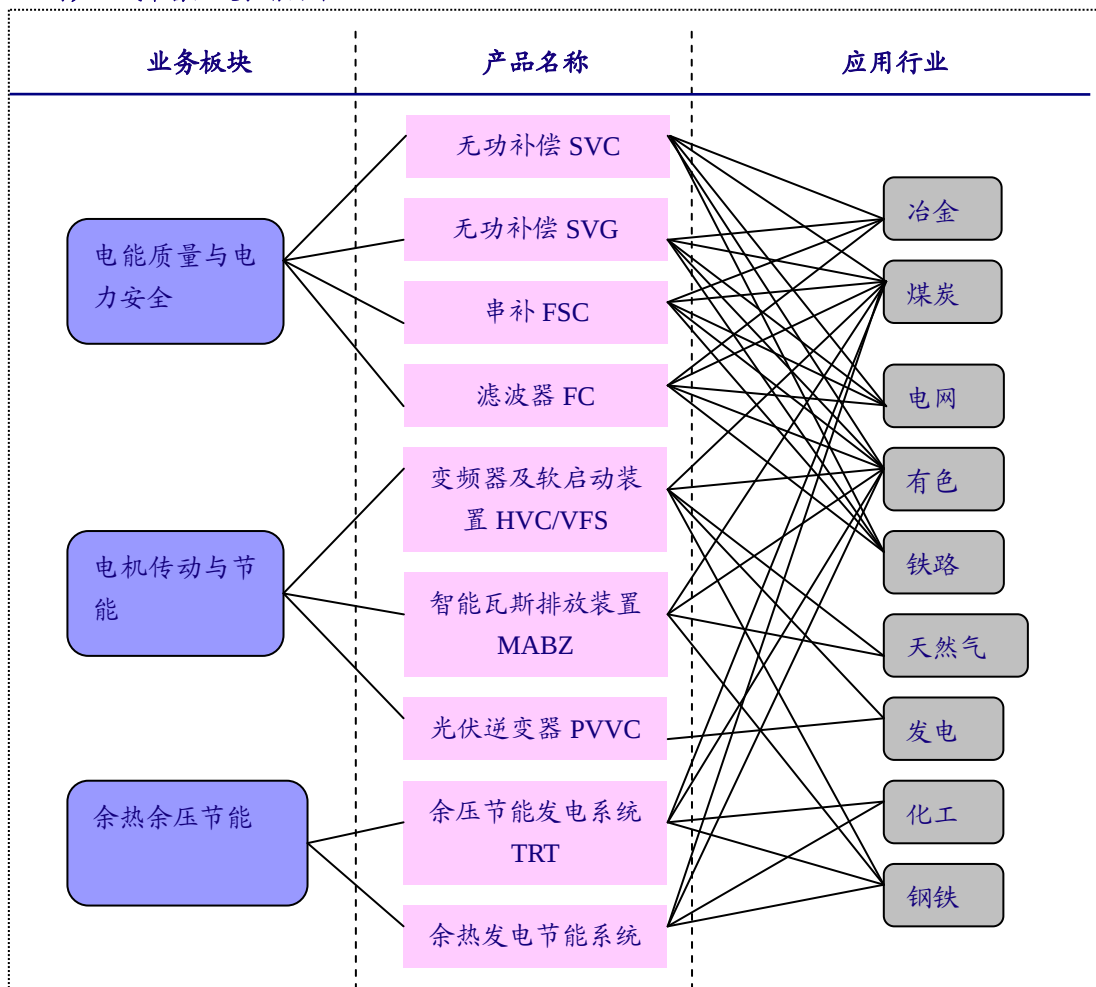
图 5：应用行业分布更加广泛



资料来源：公司公告

2010-2011 年是公司进行产品、业务、管理等方面调整的时期。随着业务规模的增大和市场新进入者的增多，公司传统业务订单的增速有所降低。但是，公司新产品、新业务线正在形成，SVG、光伏逆变器进入爆发期，超大功率变频器、特大固态开关、轻型直流输电等陆续进入市场培育期。公司产品线丰富，发展潜力十足。在进行完产品更替与管理调整之后，将迎来新的成长高峰。

图 6：公司产品线丰富，发展潜力十足



资料来源：中国银河证券研究部

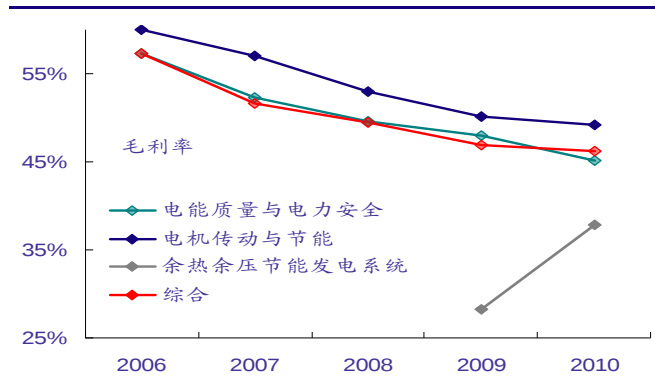
（二）直面蓝海市场，盈利能力强

公司立足于技术领先的高端电力电子产品，直面行业中的“蓝海市场”，盈利能力强。2010 年公司综合毛利率达到 45%，其中电能质量与电力安全达到 45%，电机传动与节能达到 49%，而余热余压节能发电系统受其自身行业盈利模式影响，毛利率为 38%，但是在此细分行业中仍处于领先水平。

虽然受行业竞争和公司自身成长周期变化的影响，2010 年公司毛利率环比 09 年有所降低（这也是部分投资者所顾虑的因素），但是我们认为这是一种伴随产品生命周期演变的正常的

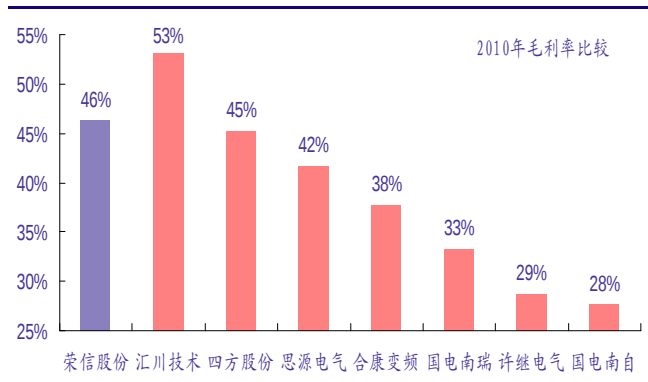
回归。且与可比公司相比较，公司的盈利能力依然十分出色。在可比上市公司中，公司 2010 年的毛利率位于第二位，仅次于汇川技术。而且值得注意的是，公司的营业收入规模是汇川技术的一倍。

图 7：公司毛利率保持在较高水平



资料来源：公司公告

图 8：在可比公司中公司盈利能力依然十分出色



资料来源：中国银河证券研究部

进口替代，做中国的 ABB。公司最主要的竞争对手是国内外领先企业。国际上此行业的技术领先者以 ABB、西门子、东芝等大企业为主。国内企业大多数是在学习消化吸收国外先进技术的基础上成长起来的中小企业，另一部分是有大型集团为依托的国有企业。近年来，随着电力电子行业的发展，国内企业快速成长。尤其是在资本市场融资功能实现之后，企业突破了资金瓶颈，呈现出加速发展的态势。公司是国内电力电子行业的优势企业，对国外厂商进行“进口替代”的市场空间大。

（三）管理与激励创新，巩固竞争优势

公司的竞争优势体现在技术创新、产品应用、市场开拓。

- **技术创新：**节能大功率电力电子设备制造综合了高压电器制造与试验技术、大功率电力电子技术、自动化控制技术等，技术集成度高、开发难度大、制造工艺复杂。公司拥有一个经验丰富、高素质的技术团队，积淀的技术深厚。在国内同行业中，公司的技术实力突出。
- **产品应用：**把技术转化为可应用的产品需要企业对市场的需求有充分的理解，并且具有快速转化的能力。公司机制灵活，对客户的需求把握到位，产品应用开发速度快。技术与应用的结合更佳。
- **市场开拓：**新产品进入培育期需要加大市场开拓力度。核心销售人员的作用至关重要。公司拥有一批有活力的营销和销售。而且公司已经对业务线进行了梳理，可以把产品线和多应用领域结合起来。

管理与激励是保持优势的更核心的竞争力。2010 年公司开始进行管理与激励机制的调整，推行母子公司模式，让子公司管理层和员工参与持股，激励管理层和技术骨干。公司期望以此解决新产品众多，业务线增加的局面，解决可持续发展问题。

三、传统产品开拓新市场，新产品相继爆发

(一) 无功补偿：新市场，新产品

1、无功补偿节能降耗，提高电能质量

无功补偿技术可以对无功功率的流向和转移进行相应的控制,以抑制大量非线性负荷设备引起的冲击性负荷。无功补偿技术还可以有效平衡电力传输所需要的无功功率水平,提高发电机有功功率的输出、减少输电过程中的线损和能耗。在节约能源的同时,保证电网的安全稳定运行,高供、用电质量,降低设备损耗。

表 1: 无功补偿装置下游行业功率输出效率提高

行业	效率提升	备注
冶金	0.7 提升至 0.95, 吨钢节电 20 度	降低电压波动、闪变、畸变, 减少三项不平衡, 抑制谐波
电力	传输效率提高 30-70%	
电气化铁路	0.7 提升至 0.97 以上	
煤矿自动化生产	吨煤节电 10 度	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

2、政策奖惩推动用电侧无功补偿装置需求

无功补偿重要的推动力是国家的奖惩政策。国家部委颁发的《功率因数调整电费办法》规定, 高于或低于功率因数标准值的规定时, 在按照规定的电价计算出其当月电费后, 再按照相关“功率因数调整电费表”所规定的百分数增减电费。2004 年《国家电网公司电力系统电压质量和无功电力管理规定》进一步明确了变电站、并入电网的发电机组及电力用户的功率因数标准。

我们做了一个案例分析。以 0.90 为标准值的功率因数调整电费表。假设按照规定的电价计算出的当月电费为十万元, 功率因数 0.6 的用户需缴纳 2.3 万元的罚款, 而功率因数 0.95 的用户得到 750 元的奖励, 奖罚差是当月电费的 23.75%, 约 2.4 万元。无功补偿应用的迫切性明显。

表 2: 以 0.90 为标准值的功率因数调整电费表

减收电费		增收电费			
实际功率因数	月电费减少	实际功率因数	月电费增加	实际功率因数	月电费增加
0.90	0.00%	0.89	0.50%	0.75	7.50%
0.91	0.15%	0.88	1.00%	0.74	8.00%
0.92	0.30%	0.87	1.50%	0.73	8.50%
0.93	0.45%	0.86	2.00%	0.72	9.00%
0.94	0.60%	0.85	2.50%	0.71	9.50%
0.95	0.75%	0.84	3.00%	0.70	10.00%
		0.83	3.50%	0.69	11.00%
		0.82	4.00%	0.68	12.00%

0.81	4.50%	0.67	13.00%
0.80	5.00%	0.66	14.00%
0.79	5.50%	0.65	15.00%
0.78	6.00%	功率因数自 0.64 及以下， 每降低 0.01 电费增长 2%	
0.77	6.50%		
0.76	7.00%		

资料来源：中国银河证券研究部整理

3、国内新市场与海外市场

国内传统的无功补偿市场是用电侧市场和火电发电市场，主要推动力是国家出台的功率奖惩政策。而我们认为，随着新能源发电装机的提高和电网对电能质量要求的提升，新能源发电侧和输电侧的市场容量将明显增加。

在新能源发电市场方面，风电无功补偿市场的空间最大。无功补偿可以提高风电的并网质量，即解决了有功/无功控制，也是解决低电压穿越的方案之一。公司和思源电器是最早推动和培育风电无功补偿市场的企业。但是目前此市场在增长的同时面临一些问题。新进入者增加，价格竞争激烈，由于目前业内对风电接入质量尚没有绝对、强制的技术标准，因此部分风电场对无功补偿产品的性能和质量的要求放松，客观上加剧了价格竞争。从中长期看，提高风电并网质量已经是大势所趋，未来无功补偿产品的性能因素将大幅提升，公司将直接受益。

在输电领域，随着智能电网建设和柔性输电概念的普及，电网侧无功补偿的需求将加大。公司在南方电网区域有着较强的竞争力。公司与西门子成立合资公司主攻输电串补，2011 年合资公司预计在南方电网区域将收获订单。公司在国家电网区域将面对中国电科院的竞争。虽然电科院凭借独特优势将继续保持在国网区域的优势，但是随着市场容量的增加，公司仍将有所斩获。

海外市场是公司今后将重点突破的领域，重点突破中东、东南亚、非洲市场。公司在中东迪拜设立了海外销售机构，进行全产品销售。2011 年海外市场或有惊喜。

4、SVG 应用超预期

SVG 是当前世界上最先进也是最复杂的补偿技术产品，在响应速度、稳定电网电压、降低系统损耗、增加传输能力、提高瞬变电压极限、降低谐波和减少占地面积等多方面具有更加优越的性能。

SVG 在适用领域上与 SVC 有互补性，其市场应用的效果超预期。2010 年公司 SVG 订单金额达到 3.07 亿元，同比增长 1024%，订单量与传统 SVC 产品齐头并进。2010 年 SVG 产品取得一些重要的市场突破，其中国内容量最大的 SVG 产品开始在南方电网实现销售，并且 SVG 产品在海外市场也具有极强的竞争力。

（二）超大功率高压变频器：国内领先，替代进口

变频器被称之为“现代工业维生素”，安装于电源与电动机之间，通过改变频率和输出电压自动调节电动机的运行速度，达到提高用户电动机系统的运行效率和节约用电的目的。高压

变频器是指输入电源电压在 3kV 以上的大功率变频器。

图 9：单元串联多电平高压变频器组图



资料来源：荣信股份网站，中国银河证券研究部整理

未来高压变频器的发展态势应该是，交流变频调速技术成为强弱电混合、机电一体的综合技术。既要处理巨大电能的整流、逆变，又要处理信息的收集、变换、传输。高压变频会分为两个重点领域：功率和控制。前者解决与高压大电流结合的技术问题，后者解决软硬件的控制问题。

超大功率变频是一个“蓝海市场”。随着南水北调、西气东输等大工程的开展和冶金、电力、建材等领域的上大压小逐步推进，国内超大功率高压变频器需求会越来越多。而目前超大功率高压变频市场被国外厂商垄断。

公司在 2010 年承担了国家能源局重大装备国产化项目“25MVA 级高压变频装置”项目，开始研发大功率变频器。2011 年 3 月，此项目在通过国家电力电子产品监督检验中心试验基础上又顺利通过了国家能源局组织的新产品鉴定（证书号：国能科技鉴字【2011】第 003 号）。鉴定专家给予高度评价：此产品是我国高压大功率交流无刷励磁同步电机的变频电驱领域的重大技术突破；变频装置的单机容量达到了国际上同类变频装置最大容量，形成 10 项创新技术和 2 项专利。

此技术将在西气东输长输管线等大功率变频装备应用领域打破国外公司的垄断局面，打破了大功率交流无刷励磁同步电机的变频调速系统国外公司一统天下的格局，并解决了同步机矢量控制、大功率密度变频功率模块控制及散热等技术难点和技术瓶颈，掌握了长输管线关键设备大功率压缩机组 PDS 电驱系统的核心技术，形成大功率高压变频系统的自主知识产权。

公司的超大功率变频装置已经开始在西气东输加压站上进行运营。未来西气东输加压站将是公司此产品的重要应用领域，同时此产品可以应用在天然气液化(LNG)、抽水蓄能电站、核电站等领域，市场前景广阔。

（三）轻型直流输电系统：新的王牌

高压直流输电（HVDC）作为一项成熟的技术在远距离大功率输电、海底电缆送电等方面

得到广泛应用。但是由于技术和经济性的原因，传统 HVDC 主要运行于较大的功率范围（约在 250MW 以上），在近距离小容量的输电场合难以应用。

1997 年，世界上第一个轻型直流输电（HVDC light）工业性试验工程在瑞典诞生。项目由 ABB 首创，以电压源换流器（VSC）和 IGBT 为基础，输送功率和电压为 3MW 和 $\pm 10\text{kV}$ ，输送距离为 10km。这标志着直流输电技术开始了新的发展，轻型直流把传送容量延伸到几 MW 到几十 MW。

随着电力电子元器件的进步和社会、产业发展，轻型直流输电系统市场将迎来爆发式增长的时期。以 IGBT 为代表的电力电子元器件飞速发展，为 HVDC light 发展提供了技术条件。在社会发展和传统产业升级的推动下，轻型直流输电系统的应用市场开启，海上采油平台供电、海上风电连接、孤岛送电、以及国外已经开始应用的城市电网连接层出不穷。技术可行性的提升和应用领域的扩展使轻型直流输电市场广阔。

轻型直流输电技术门槛高。目前国外掌握此技术并进行成功商业化运行的公司是 ABB 和西门子。其中尤以 ABB 的项目最为突出。

表 3：应用了轻型直流输电系统技术的工程

项目名称（均为 ABB 项目）	订单时间	投运时间	最高电压	输送容量	距离	项目金额	用途
海上采油平台（北海油田）	2002 年	2004 年	60KV	82MW	67KM	2.3 亿美元	海上采油、海底电缆
美国康涅狄格至长岛跨海电缆	2002 年	2004 年	150KV	330MW	40KM	2.13 亿美元 (06 年重估)	电力交易、海底电缆
北海风电场-德国电网	2010 年	2013 年	320KV	800MW	165KM	7 亿美元	海上风电、海底电缆
挪威-丹麦电网互联	2011 年	2014 年	500KV	700MW	240KM	1.8 亿美元	电网互联

资料来源：中国银河证券研究部整理

2011 年 3 月，公司完全自主研发的一套轻型直流输电系统（HVDC Light）在中海油文昌油田群投运成功，实现为海上石油平台所有生产、生活用电负荷供电。这是国内第一条完全投入商业运行的轻型直流输电项目。该套设备的成功投运，标志着中国已成为国际上仅有的几个掌握设计制造 HVDC Light 核心技术和关键工艺的国家之一，进一步提升了我国在电力电子成套装备制造领域的国际地位和行业影响，推动我国柔性输电领域的技术进步。

公司此产品已经在中海油文昌油田投运两个月的时间，运行良好。在经过验证后，预计公司可以获得更多的同类型的订单。在有了商业化运行的成功案例后，公司未来的市场空间巨大。而且由于技术门槛高，市场相对垄断（ABB、西门子、未来将开展商业化运行的电科院），预计产品盈利能力较强。

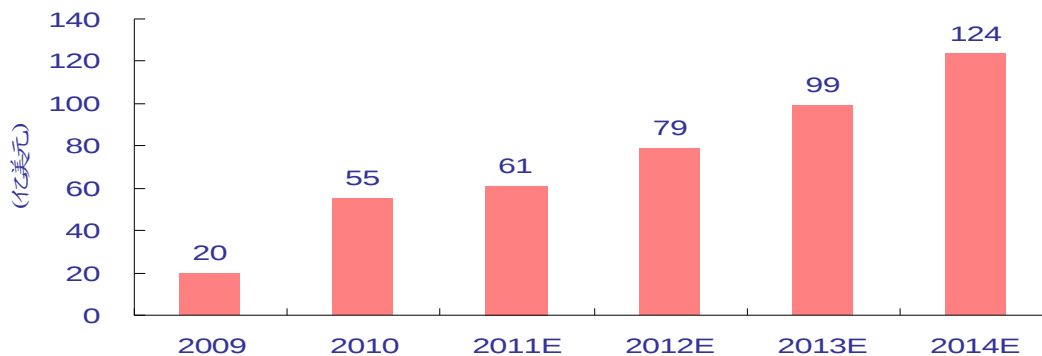
（四）光伏逆变器：迈出坚实的第一步

光伏系统通过并网逆变器与电网连接。技术上来说，逆变器是整个光伏系统中最重要的部分。优化转换率是逆变器产品的技术重点。逆变器在工作时，本身也消耗一部分电力。逆变器的效率即是输出功率与输入功率之比。欧美逆变器效率较高，其中 SMA 产品的转换率最高。

光伏逆变器作为重要的组件，其景气周期与整个光伏产业的周期密切相关。根据 IMS Research 研究报告，2010 年全球光伏逆变器市场容量已经达到 55.36 亿美元，比 2009 年增长

了 182%。虽然预计 2011 年光伏行业景气度将有所调整，但是我们对未来持续发展持有乐观的预期。随着光伏产业链各个环节工艺水平和生产效率的提高，光伏发电成本持续下降（加之传统化石能源发电成本持续上升），光伏发电的经济效益持续提高，并将推动光伏产业持续、快速发展。我们预计到 2014 年全球光伏逆变器的市场容量有望达到 124 亿美元。

图 10：全球光伏逆变器市场在经历 2011 年的调整之后持续快速增长



资料来源：IMS Research，中国银河证券研究部

公司的光伏逆变器产品拥有自主知识产权，采用美国 DSP 控制芯片和大功率 IGBT 模块，将先进的 MPPT 技术和基于瞬时无功理论的无功与谐波电流补偿控制有机地结合在一起，即使得逆变电源使用效率高又使得逆变电源向电网提供一定的有功功率同时，又可以在一定程度上实现电网无功与谐波电流补偿。公司产品目前的最高转化效率能达到 98.7%，欧洲效率可以达到 98.3%（RXPV8S-1KK-3-T），各型号转换效率均高于欧洲标准。公司的产品已经获得国内金太阳认证、德国认证，目前正在履行美国 UL 认证。

公司产品的竞争优势是转化效率和产品价格，需要突破的是品牌塑造和市场开拓（作为新进入者必须经历的阶段）。2010 年公司在光伏逆变器领域已经迈出重要的第一步，公司光伏逆变器订单约 4000 万，并且成为无锡尚德的供货商之一。2011 年公司在与国内光伏厂商合作的同时，将重点开拓海外市场。我们预计公司光伏逆变器的收入规模有望突破一亿元。

（五）余热余压节能：顺应节能大势

公司通过收购北京信力筑正新能源技术有限公司进入余热余压节能发电市场。信力筑正主营业务是高炉炉顶余压发电节能系统（TRT），喷煤节能项目，烧结余热发电及鼓风机脱湿节能系统；转炉干法除尘、湿法除尘系统，重力干法除尘余热发电节能系统；三电设计和干熄焦项目的工程总包。

成熟的工艺、丰富的经验、大量成功案例和良好口碑是公司的竞争优势。信力筑正的团队具有多年钢铁行业节能发电经验，在冶金、建材等行业积累了很多的成功案例和运营经验，并且在业内树立起良好的口碑。2010 年信力筑正公司签订订单 6.5 亿元，结转至 2011 年的订单达到 7.86 亿元，预计 2011 年能够实现营业收入增长。

工业节能、合同能源管理是国家重点支持的新兴产业，国家也出台了一些扶持政策。但是合同能源管理的盈利模式决定了业内公司的发展很大程度上需要资金的支持。信力筑正公司手持订单丰富，但是如果要实现更快的成长或爆发，需要进一步的资金支持。如果信力筑正能够

进行股权融资，将是再次跨越式发展的契机。

（六）其他产品精彩纷呈

公司围绕电力电子技术，通过内生性的研发和外延式的收购，不断丰富产品线。

公司研发了大功率固体开关，应用于大型高压的电源瞬间切换，产品用途类似于 UPS（电压等级不同）。荣信产品正处于市场推广初期。目前国内市场是国际厂商垄断，公司的产品将进行广泛的进口替代。大功率固体开关技术上基于晶闸管，技术延伸后的产品是限流器。

公司成立荣信恒阳公司，主攻大功率整流器。产品应用范围广阔，可以用于电解铝、新能源（热核聚变项目）。国内外的市场空间大。

四、再筑业绩高增长

（一）2010-2011 年产品更替，管理调整

2010-2011 年是公司的调整期，其中 2010 年表现为订单量和订单结构的调整，2011 年表现为业绩的调整。这既是公司发展周期中所必然经历的，也是公司主动进行的调整。

（1）产品生命周期的调整，新老产品的更替。公司传统的电能质量与电力安全业务（主要以无功补偿为主）在经历的持续数年的高增长后，产品生命周期进入平稳增长期，用电侧无功补偿市场容量增速回归。而公司研发或外延式并购而来的新产品正处于市场培育初期，新产品尚未形成规模化销售。因此，公司业绩增速表现出正常的调整。（由连续数年的 40% 以上的增长回落至 2011 年预期 30% 的增长）

（2）修内功，主动调整。公司规模不断壮大，收入规模由数亿的量级上升至十几亿的量级，产品线不断丰富。规模的膨胀对企业管理和流程提出了更高的要求。为了巩固优势，公司主动进行管理、组织结构和激励方式的调整。我们认同公司管理与激励创新的初衷和方式，看好未来的效果。

（二）2012-2013 年再筑荣信

2012-2013 年预计公司将重回高增长的轨迹。在新的管理与激励模式刺激下，新产品、新业务相继爆发，公司收入与利润快速增长。我们的主要假设是：

电能质量与电力安全业务：我们预计 2011-2013 年此类业务的营业收入增速分别为 22%、35% 和 35%，毛利率保持在 45% 的水平。2012 和 2013 年的增量预计主要来自于国内电网、新能源发电侧 SVG 和串补的增长；海外 SVG 的需求；轻型直流输电系统在海上采油平台和海上风电接入方面的应用；海外整流器项目的突破。

电机传动与节能业务：我们预计 2011-2013 年此类业务的营业收入增速分别为 50%、70% 和 70%，毛利率分别为 49%、49% 和 48%。2012 和 2013 年的增量预计主要来自于超大功率高压变频装置的应用（西气东输、天然气液化和抽水蓄能电站）；煤炭领域系列产品的增长；第五代高性能通用变频器的推广；光伏逆变器和固态开关的爆发。

余热余压节能发电系统:我们预计 2011-2013 年此类业务的营业收入增速分别为 65%、40% 和 40%，毛利率保持在 34%。关注点是 2012 年信力筑正突破资金瓶颈。

我们预计，2011-2013 年公司营业收入分别为 17.68 亿元、24.73 亿元和 35.03 亿元，同比分别增长 32%、40%和 42%；归属母公司净利润分别为 3.54 亿元、5.15 亿元和 7.6 亿元，同比分别增长 32%、46%和 48%。每股收益分别为 0.7 元、1.02 元和 1.51 元。

表 4: 公司业务板块分类

业务分类	主要产品
电能质量与电力安全	高压动态无功补偿装置（SVC）、高压静止无功发生器（SVG）、串补（FSC）、电力滤波装置（FC）、有源滤波装置（APF）、轻型直流输电系统（HVDC Light）、整流器等
电机传动与节能	高压变频装置（HVC）、高压软启动装置（VFS）、智能瓦斯排放装置（MABZ）、新能源控制装置及矿井传动和自动化控制设备、固态开关等。
余热余压节能发电系统	高炉炉顶余压发电节能系统（TRT）、余热节能发电系统等

资料来源：中国银河证券研究部

表 5: 公司分业务板块收入、成本预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电能质量与电力安全							
收入（万元）	32985	47827	59719	77141	94111	127050	171518
Yoy	48%	45%	25%	29%	22%	35%	35%
成本（万元）	15738	24102	31105	42295	51600	69660	94041
Yoy	66%	53%	29%	36%	22%	35%	35%
毛利率	52%	50%	48%	45%	45%	45%	45%
电机传动与节能							
收入（万元）	2616	7884	15275	20241	30362	51615	87746
Yoy	123%	201%	94%	33%	50%	70%	70%
成本（万元）	1126	3712	7607	10286	15429	26229	45900
Yoy	140%	230%	105%	35%	50%	70%	75%
毛利率	57%	53%	50%	49%	49%	49%	48%
余热余压节能发电系统							
收入（万元）			12419	22454	37048	51868	72615
Yoy				81%	65%	40%	40%
成本（万元）			8905	13969	24446	34224	47914
Yoy				57%	75%	40%	40%
毛利率			28%	38%	34%	34%	34%
其他							
收入（万元）	1114	2553	4807	13854	15239	16763	18440
Yoy	3615%	129%	88%	188%	10%	10%	10%

成本（万元）	899	1606	1321	5326	5859	6445	7089
Yoy	166%	79%	-18%	303%	10%	10%	10%
毛利率	19%	37%	73%	62%	62%	62%	62%
综合营业收入（万元）	36716	58264	92220	133689	176761	247296	350318
Yoy	52%	59%	58%	45%	32%	40%	42%
综合营业成本（万元）	17762	29419	48937	71876	97333	136557	194944
Yoy	72%	66%	66%	47%	35%	40%	43%
综合毛利率	52%	50%	47%	46%	45%	45%	44%

资料来源：中国银河证券研究部

五、公司估值与投资建议

（一）公司估值

我们依据产品相似度和企业规模，选取汇川技术、合康变频、国电南瑞、国电南自、四方股份、许继电气和思源电气作为可比样本，2011-2013 年可比样本平均 PE 分别为 45 倍、33 倍和 25 倍。

我们预计荣信股份 2011-2013 年 EPS 分别为 0.70 元、1.02 元和 1.51 元，CAGR 为 42%，结合行业平均估值水平，我们给予公司 2012 年 30-35 倍市盈率，对应的合理估值区间为 30.6-35.68 元。

表 6：行业内可比公司估值水平

股票代码	股票名称	最新股价	EPS（元）			PE（X）		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
300124.SZ	汇川技术	65.52	1.51	2.22	3.12	43.39	29.51	21.00
300048.SZ	合康变频	19.90	0.49	0.64	0.83	40.61	31.24	24.03
600406.SH	国电南瑞	35.81	0.71	1.06	1.49	50.58	33.72	24.09
600268.SH	国电南自	12.67	0.30	0.39	0.51	41.87	32.21	24.78
601126.SH	四方股份	19.13	0.55	0.74	1.00	35.04	25.95	19.22
000400.SZ	许继电气	33.48	0.50	0.73	0.94	66.85	46.03	35.78
002028.SZ	思源电气	16.78	0.45	0.50	0.71	37.29	33.56	23.63
行业平均						45.09	33.17	24.65
002123.SZ	荣信股份		0.70	1.02	1.53			

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

（二）投资建议

公司身处一个沸腾的新兴产业。随着上游大功率电力电子元器件的快速进步和下游相关产业对“节能与控制”需求的飞速释放，电力电子设备制造业不仅契合传统产业升级，并且助力新兴产业发展，产业发展空间巨大。

公司是国内电力电子行业中的领先企业，在技术储备、新产品开发、新市场开拓方面孜孜不倦，仍然保持着旺盛的活力，产品线不断丰富，有持续、快速发展的潜力。公司立足于技术领先的高端电力电子产品，直面行业中的“蓝海市场”，盈利能力强。

随着规模的扩大和业务线的扩展，公司主动进行管理与激励创新，提高效率，留住人才，并以此来巩固在技术创新、产品应用、市场开拓方面的优势。

2010-2011 年是公司新老产品更替，主动进行管理调整的时期。2011 年业绩增速的回落是正常的回归和力量的积蓄。2012-2013 年，新产品、新业务相继爆发，公司将重回高增长的轨迹，收入与利润快速增长。

我们认为经过前一段时期的调整，股价已经充分释放了公司业绩调整预期。投资者将逐步关注公司未来的成长性。我们给予公司“推荐”的投资评级。

六、风险分析

国内电力电子行业飞速发展，新进入者逐渐增多，市场竞争加大。

公司的新产品丰富，市场前景乐观，但是 2011 年大部分新产品正处于市场培育期，存在市场开拓风险。同时部分产品需要通过客户的实际运行、使用的验证，需要一定的试运行期。

公司积极开拓海外市场，主要面向中东、东南亚、非洲等地区。但是这些地区存在政治风险，有可能造成公司海外市场贡献低于预期。

2011 年是公司管理与激励创新的一年。我们认同公司在管理与激励模式方面进行的调整，但是随着公司规模的增长，产品线的增加，管理难度逐渐加大，模式创新存在低于预期的可能。

表 7: 财务报表预测

单位: 百万元

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	565	798	442	618	876	营业收入	922	1337	1768	2473	3503
应收票据	94	52	68	96	136	营业成本	489	719	973	1366	1949
应收账款	596	800	1058	1480	2097	营业税金及附加	8	11	15	20	29
预付款项	73	110	110	110	110	销售费用	110	181	230	272	315
其他应收款	17	36	48	67	95	管理费用	138	184	220	270	320
存货	165	358	483	677	967	财务费用	4	10	5	10	22
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	25	29	0	0	0
长期股权投资	1	81	81	81	81	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	275	375	824	1246	1640	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	149	134	134	134	134	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	149	203	325	535	868
无形资产	18	22	22	22	22	营业外收支净额	62	117	115	161	228
长期待摊费用	0	1	1	1	1	税前利润	210	320	439	696	1096
资产总计	2045	2909	3412	4673	6298	减: 所得税	14	24	33	52	82
短期借款	0	123	82	273	348	净利润	196	296	406	644	1013
应付票据	157	332	448	629	897	母公司净利润	185	267	354	515	760
应付账款	207	276	368	516	737	少数股东损益	11	29	53	129	253
预收款项	126	121	121	121	121	基本每股收益(元)	0.37	0.53	0.70	1.02	1.51
应付职工薪酬	1	2	2	2	2	稀释每股收益(元)	0.37	0.53	0.70	1.02	1.51
应交税费	-3	-30	-30	-30	-30	财务指标					
其他应付款	0	0	0	0	0	成长性					
其他流动负债	0	300	300	300	300	营收增长率	58.28%	44.97%	32.22%	39.90%	41.66%
长期借款	134	51	51	251	451	EBIT 增长率	65.21%	36.31%	36.27%	65.19%	63.23%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	42.38%	44.20%	32.26%	45.61%	47.59%
负债合计	717	1231	1398	2118	2882	盈利性					
股东权益合计	1327	1678	2014	2555	3416	销售毛利率	46.93%	46.24%	44.94%	44.78%	44.35%
现金流量表						销售净利率	21.25%	22.14%	23.00%	26.03%	28.93%
净利润	196	296	406	644	1013	ROE	14.23%	16.90%	18.96%	22.61%	26.34%
折旧与摊销	19	25	51	78	106	ROIC	10.95%	12.09%	14.21%	16.37%	19.52%
经营现金流	-594	5692	260	398	657	估值倍数					
投资现金流	-2162	-4219	-500	-500	-500	PE	45.53	59.68	32.48	22.31	15.11
融资现金流	2060	-1387	-117	279	101	P/B	6.48	10.08	6.16	5.04	3.98
现金净变动	-696	87	-357	176	258	P/S	9.15	11.94	6.50	4.64	3.28
期初现金余额	157	565	798	442	618	股息收益率	0.30%	0.00%	0.62%	0.90%	1.32%
期末现金余额	-539	651	442	618	876	EV/EBITDA	17.53	38.08	29.90	18.81	12.05

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 电力电子产业契合传统产业升级, 助力新兴产业发展	3
图 2: 公司营业收入高增长, 结构改善	4
图 3: 公司毛利润同步高增长	4
图 4: 订单结构优化	4
图 5: 应用行业分布更加广泛	4
图 6: 公司产品线丰富, 发展潜力十足	5
图 7: 公司毛利率保持在较高水平	6
图 8: 在可比公司中公司盈利能力依然十分出色	6
图 9: 单元串联多电平高压变频器组图	9
图 10: 全球光伏逆变器市场在经历 2011 年的调整之后持续快速增长	11

表格目录

表 1: 无功补偿装置下游行业功率输出效率提高	7
表 2: 以 0.90 为标准值的功率因数调整电费表	7
表 3: 应用了轻型直流输电系统技术的工程	10
表 4: 公司业务板块分类	13
表 5: 公司分业务板块收入、成本预测	13
表 6: 行业内可比公司估值水平	14
表 7: 财务报表预测	16

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邹序元，电力设备及新能源行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908