

估值进入底部区域，投资价值显现

研究结论

- 去年订单增速放缓引发增长的担忧，预计今年订单增速会大幅提升。公司去年总体订单增速为 23%，引发市场对公司高增长的担忧，主要的原因是去年串补订单几乎为 0，而 2009 年串补业务订单为 1.44 亿，所以串补对总订单影响较大。其次，余热余压业务 2010 年订单由 5.3 亿增长到 6.5 亿，同比增长 22%，主要是资金紧缺而造成的主动放缓。扣除这两项业务后，2010 年其他产品订单增长 43%，显示出了强劲的增长。我们分析后认为今年订单将有较大幅度的提升。因为传统产品 SVC/ SVG、高压变频稳定增长，而串补业务今年将取得新的突破，还有很多新产品，比如轻型直流输电、光伏逆变、固态开关等将逐步放量带来新的增长点。
- 串补和轻型直流输电单个项目金额大，预计今年取得突破可能性极大。串补业务去年因为第一套串补施工过程中碰到问题，导致去年没有拿到订单，但是今年公司与西门子的合资公司在 4 月份成立，第一条试验线路 500KV 德宏至博尚至墨江双回线串补于去年 7 月份投产并稳定运行，而南方电网有一条特高压交流线路今年 7 月份很可能再次启动招标串补招标，因此，我们认为今年串补将取得突破，而一条线路的订单在 1-2 亿之间，对公司业绩有显著贡献。此外，公司今年 4 月份公告的轻型直流输电产品在中海油投运成功，非常适合海上钻井平台供电，国内仅有公司率先研究出来，国外对这个技术封锁，因此预计将获得更多的应用。
- 传统产品 SVC/ SVG/ 高压变频稳步增长，多个新产品今年开始放量。传统 SVC/ SVG 与高压变频业务，因为销售渠道的趋同，今年通过管理变革进一步调动积极性，预计保持 30% 以上的稳定增长。而很多储备产品，光伏逆变器、整流器、固态开关等，在一季度分别成立了子公司，产品相对成熟，预计今年将有一个明显的放量，也会带来一个明显的增长。
- 横向和纵向比较，公司目前估值都处于底部区域。自上市以来，由于公司高成长的确定性，估值水平一直处于高位，2007 年当年的 PE 甚至到过 100 倍以上，而就算是在金融危机爆发的 2008 年，公司的估值也在 25 倍以上，而目前公司 2011 年的估值为 28 倍，纵向来看，估值水平已进入底部区域。同时，可比的电力电子类公司 2011 年 wind 一直预期的 PE 为 29-42 倍，横向比较荣信的估值也处于下限。因此我们认为此轮戴维斯双杀已经达到底部区域。
- 维持公司买入评级，目标价 31 元。我们预测 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.74、1.03、1.38 元，参考可比公司的估值水平，荣信的高增长依然确定，可以给予 2012 年 30 倍的市盈率，目标价 31 元，维持公司买入评级。
- 股价催化剂：智能电网、新能源、节能减排

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。



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

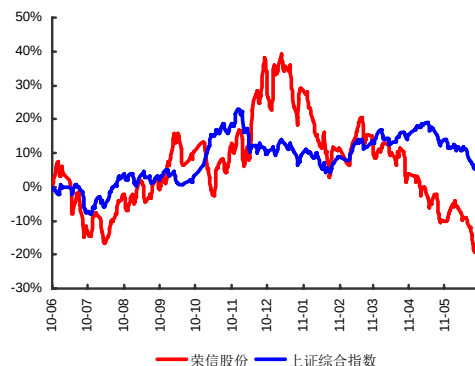
8621-63325888 × 6089

zengduohong@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 6 月 1 日)	21.01 元
目标价格	31.00 元
总股本/A 股 (百万股)	504/504
A 股市值 (亿元)	105.89
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告发布日期	2011 年 6 月 2 日

股价表现



资料来源：WIND

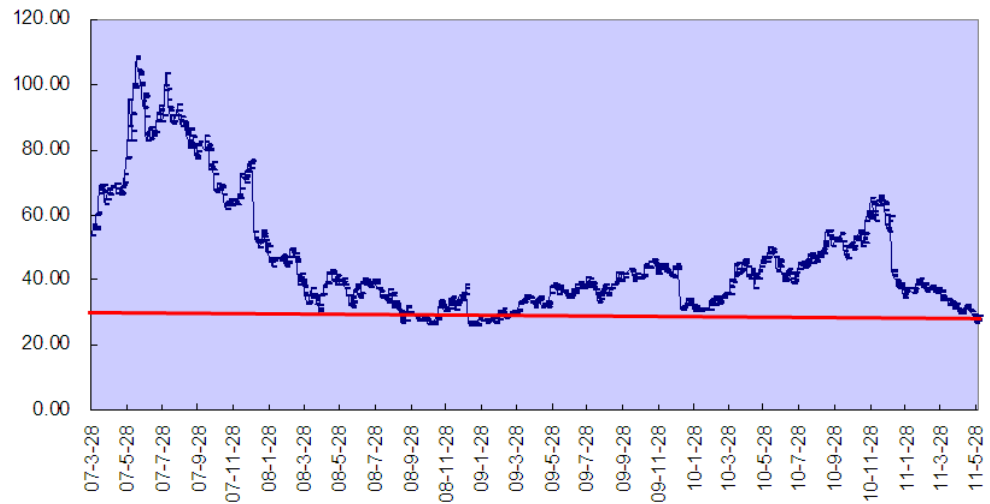
财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1337	1916	2682	3683
同比(%)	43%	40%	37%	34%
归属母公司净利润	267	372	519	694
同比(%)	44%	39%	39%	34%
毛利率(%)	46.2%	45.1%	45.1%	45.1%
ROE(%)	16.9%	19.9%	22.8%	24.7%
每股收益(元)	0.53	0.74	1.03	1.38
P/E (倍)	39.60	28.48	20.42	15.27
P/B (倍)	6.31	5.25	4.22	3.34

相关报告

时间

季报符合预期，管理变革布局未来

2010-4-25

表 1 荣信历史估值水平


资料来源：wind、东方证券研究所

表 2 可比公司 PE 估值

可比公司	股价 (2011-6-2)	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE
合康变频	20.56	0.41	0.69	0.95	49.75	29.87	21.54
英威腾	46.68	1.04	1.52	2.21	44.81	30.78	21.17
汇川技术	69.80	1.01	1.68	2.47	69.19	41.49	28.25
智光电气	9.97	0.20	0.30	0.44	49.21	33.27	22.84
新时达	19.69	0.41	0.52	0.63	47.46	37.86	31.28
Average					52.08	34.65	25.02

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 3 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 4 总部和信力筑正订单分布情况

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
同比增长		51%	4.3%	23.5%
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 5 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	48,000	48,000	48,000
	增长率	0%	0%	0%	0%
	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	30,450	42,630
	增长率	25%	45%	40%	40%
	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	42,000	56,700
	增长率	300%	50%	40%	35%
	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	20,000	30,000
	增长率			100%	50%
	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	191,579	268,153	368,301
	增长率	44%	45%	40%	37%
	毛利率	46%	45%	45%	45%

资料来源：东方证券研究所整理

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	2670	3616	4919	营业收入	1337	1916	2682	3683
现金	798	810	1133	1556	营业成本	719	1052	1473	2023
应收账款	800	1152	1590	2141	营业税金及附加	11	16	23	31
其它应收款	36	44	53	63	营业费用	181	249	333	453
预付账款	162	186	210	237	管理费用	184	245	327	442
存货	358	456	607	900	财务费用	10	11	20	27
其他	22	22	22	22	资产减值损失	29	29	31	34
非流动资产	731	804	909	1004	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	319	482	681
在建工程	134	134	134	134	营业外收入	118	143	172	204
无形资产	92	88	83	79	营业外支出	0	0	0	0
其他	49	12	17	23	利润总额	320	462	653	885
资产总计	2909	3474	4525	5923	所得税	24	34	49	66
流动负债	1126	1406	1964	2699	净利润	296	428	605	819
短期借款	123	377	522	720	少数股东损益	29	56	86	125
应付账款	703	1029	1441	1979	归属于母公司净	267	372	519	694
其他	300	0	0	0	EBITDA	240	366	548	764
非流动负债	105	51	51	51	EPS (元)	0.53	0.74	1.03	1.38
长期借款	51	51	51	51					
其他	54	0	0	0					
负债合计	1231	1457	2014	2750	主要财务比率				
少数股东权益	96	152	238	363	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	336	504	504	504	成长能力				
资本公积	536	536	536	536	营业收入	43.3%	40.0%	37.3%	34.2%
留存收益	710	825	1232	1770	营业利润	36.3%	57.5%	51.0%	41.3%
归属母公司股东权益	1582	1865	2272	2811	归属于母公司净利	44.2%	39.1%	39.5%	33.7%
负债和股东权益	2909	3474	4525	5923	获利能力				
					毛利率	46.2%	45.1%	45.1%	45.1%
					净利率	20.0%	19.4%	19.3%	18.8%
					ROE	16.9%	19.9%	22.8%	24.7%
					ROIC	18.4%	22.7%	26.2%	30.5%
					偿债能力				
					资产负债率	42.3%	41.9%	44.5%	46.4%
					净负债比率				
					流动比率	1.93	1.90	1.84	1.82
					速动比率	1.62	1.57	1.53	1.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.55	0.59	0.62
					应收账款周转率	1.53	1.53	1.56	1.60
					应付账款周转率	1.02	1.02	1.02	1.02
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.53	0.74	1.03	1.38
					每股经营现金流	0.08	0.04	0.91	1.10
					每股净资产	5.00	4.00	4.98	6.30
					估值比率				
					P/E	39.60	28.48	20.42	15.27
					P/B	6.31	5.25	4.22	3.34
					EV/EBITDA	45	31	21	15

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