

节能减排助公司高速发展

2007 年年报及 08 年一季报点评

报告关键点：

- 公司业绩可高速增长
- 按09年27.5倍市盈率，目标价位74.5元，给予“增持-A”投资评级

报告摘要：

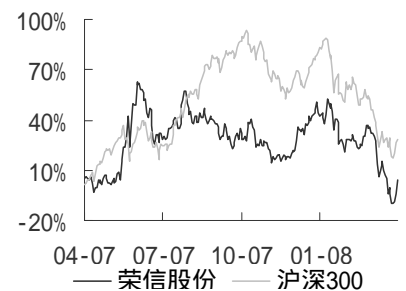
- 荣信股份公布2007年年报，2007年度公司实现营业收入36,715.70万元，营业利润5111.21万元，实现净利润8332.18万元，同比增长64.20%，摊薄后每股收益1.30元。营业收入和利润都符合我们之前对公司的判断，但净利润超出我们的预期，差异主要在政府的补助的预判，及公司申请到了10%所得税率。
- 受益节能减排，静止无功补偿器高速增长：**在节能减排压力下，各行业都纷纷在采取措施降低能耗。公司主要节能产品SVC国内市场占有率继续保持50%以上，2007年签订单4.55亿元，同比增长86.48%；在保持冶金、电气化铁路、煤炭等行业的领先地位基础上，开始进入电力系统、有色金属、风力发电等新行业。进入电力系统我们判断是通过科技部项目与南方电网公司的合作，进入有色金属和风力发电行业则在情理之中。公司的SVC升级产品SVG已经取得阶段性成果，在上海南翔铁路开始实施。由于静止无功补偿器的应用还处于推广期，预计将来还可以推广到化工、矿山、港口、重机、建材等行业。公司通过科技部项目，对大功率冲击负荷SVG和大容量电网SVC技术的掌握将使公司在该领域的技术处于国内的前端。公司SVC和SVG的业绩高速增长我们是深信不疑的。同时我们对公司也有丝担忧，清能公司被思源电气收购后，极可能成为公司强劲的对手，公司失去一次引进后续发展所需高级人才的机会。
- 煤炭行业安全压力使得MABZ产品出现爆发式增长：**07年MABZ签订单2,494.65万元，同比增长225.97%。煤炭行业的安全压力给公司的MABZ产品提供了很大的市场，公司较早进入煤炭行业，MABZ、矿井提升机用变频调速器和SVC配套供应将使公司在该行业地位进一步巩固。
- 募集资金项目今年底完成：**募集资金07年只投入了6782万，主要完成设备选型、设备采购、工程招标及其相关协议签署工作，尚未支付相关款项，募集资金实际使用较原计划顺延，但基本符合公司预计进度，2008年主要完成施工安装，预计2008年底完成募集资金项目。
- 08年业绩增长没有悬念：**公司同时公布了08年一季度报告，收入增长50.27%，净利润增长61.06%，公司预计08年上半年净利润增长40%-70%。
- 公司估值与评级：**我们预测公司08、09、10年每股收益分别为2.02、2.71、3.90元，增长率分别为55.3%、34.2%、43.9%。目前股价对应的市盈率为31.19、23.25、16.15倍。考虑公司在高速发展中的电力电子行业的龙头地位，我们认为可以给予较高的估值，按照09年27.5倍市盈率，目标价位74.5元，给予“增持-A”投资评级。

评级： 增持-A
 上次评级：
目标价格： 74.50 元
 期限： 6 个月 上次预测：
 现价： 63.00 元
报告日期： 2008-04-09

市场数据

总市值(百万元)	4,288.64
流通市值(百万元)	2,626.25
总股本(百万股)	64.00
流通股本(百万股)	39.19
12个月最高/最低	56.00/106.98 元
十大流通股东(%)	58.72%
股东户数	6,706

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.70)	2.64	(24.24)
绝对收益	(23.51)	(28.05)	3.83

研究员

黄守宏 行业分析师
 010-66581627 huangsh@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	241.4	367.2	553.1	826.7	1,252.4
Growth(%)	47.1%	52.1%	50.7%	49.5%	51.5%
净利润	50.8	83.3	129.2	173.7	249.7
Growth(%)	43.2%	64.2%	55.0%	34.5%	43.7%
毛利率(%)	57.3%	51.6%	50.9%	48.6%	47.7%
净利润率(%)	21.0%	22.7%	23.4%	21.0%	19.9%
每股收益(元)	0.79	1.30	2.02	2.71	3.90
每股净资产(元)	2.33	8.10	9.41	11.17	13.71
市盈率	84.5	51.5	33.2	24.7	17.2
市净率	28.8	8.3	7.1	6.0	4.9
净资产收益率(%)	34.1%	16.1%	21.5%	24.3%	28.5%
ROIC(%)	58.0%	62.8%	49.7%	31.9%	34.1%
EV/EBITDA	76.0	74.1	43.1	33.3	23.4
股息收益率	0.3%	0.0%	0.9%	1.2%	1.7%

前期研究成果

表 1 荣信股份主营业务预测表

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	24,137.54	36,715.70	55313	82670	125239
增长率		52.11%	50.65%	49.46%	51.49%
综合毛利率	57.33%	51.62%	50.85%	48.58%	47.69%
SVC 收入	20,327.77	29,498.81	42773	61166	88690
收入占比	84.22%	80.34%	77.33%	73.99%	70.82%
增长率	54.63%	45.12%	45%	43%	45%
毛利率	59.47%	55.21%	55%	53%	53%
MABZ 收入	711.78	1,273.97	2229	3790	6254
收入占比	2.95%	3.47%	4.03%	4.58%	4.99%
增长率	-30.12%	78.98%	75%	70%	65%
毛利率	73.76%	60.92%	60%	58%	55%
FC 收入	1,918.29	3,486.50	6101	10372	17114
收入占比	7.95%	9.50%	11.03%	12.55%	13.67%
增长率	66.78%	81.75%	75%	70%	65%
毛利率	34.71%	27.55%	27%	27%	27%
HVC 收入	461.54	1,141.91	2284	4568	9135
收入占比	1.91%	3.11%	4.13%	5.53%	7.29%
增长率	9.64%	147.41%	100%	100%	100%
毛利率	38.65%	53.66%	50%	45%	40%
备件收入	718.17	1,114.39	1625	2324	3370
收入占比	2.98%	3.04%	2.94%	2.81%	2.69%
增长率		55.17%			
毛利率	52.95%	19.37%	20%	20%	20%
HVSS 收入		200.11	300	450	675
收入占比		0.55%	0.54%	0.54%	0.54%
增长率			50%	50%	50%
毛利率		50.67%	50%	50%	50%

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2008-4-8

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	241.4	367.2	553.1	826.7	1,252.4	成长性					
减: 营业成本	103.0	177.6	271.9	425.1	655.1	营业收入增长率	47.1%	52.1%	50.7%	49.5%	51.5%
营业税费	2.6	3.2	5.0	7.4	11.3	营业利润增长率	40.5%	36.0%	71.0%	32.1%	48.3%
销售费用	44.8	46.8	70.5	105.4	159.7	净利润增长率	43.2%	64.2%	55.0%	34.5%	43.7%
管理费用	50.0	82.5	121.7	173.6	250.5	EBITDA 增长率	44.5%	29.1%	80.6%	32.2%	47.2%
财务费用	0.9	-0.7	-3.3	-0.3	4.7	EBIT 增长率	50.4%	30.8%	66.8%	37.0%	52.7%
资产减值损失	2.5	6.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	40.1%	59.9%	52.5%	37.7%	46.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	47.7%	92.8%	114.9%	37.0%	42.5%
投资和汇兑收益	-0.0	-	-	-	-	净资产增长率	32.4%	248.0%	16.2%	18.8%	22.7%
营业利润	37.6	51.1	87.4	115.4	171.2	利润率					
加: 营业外净收支	16.2	35.1	47.2	65.6	88.9	毛利率	57.3%	51.6%	50.9%	48.6%	47.7%
利润总额	53.7	86.2	134.6	181.0	260.1	营业利润率	15.6%	13.9%	15.8%	14.0%	13.7%
减: 所得税	2.9	2.9	5.4	7.2	10.4	净利润率	21.0%	22.7%	23.4%	21.0%	19.9%
净利润	50.8	83.3	129.2	173.7	249.7	EBITDA/营业收入	17.4%	14.8%	17.7%	15.7%	15.3%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	16.0%	13.7%	15.2%	13.9%	14.0%
货币资金	50.2	293.9	104.6	86.1	120.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	40	40	86	90	57
应收帐款	102.5	207.5	310.7	464.3	703.4	流动营业资本周转天数	141	153	176	192	202
应收票据	12.8	24.8	30.3	45.3	68.6	流动资产周转天数	301	427	426	347	342
预付帐款	20.6	45.1	83.1	142.6	234.4	应收帐款周转天数	135	151	164	165	164
存货	30.9	79.6	119.2	186.3	287.2	存货周转天数	42	54	65	67	68
其他流动资产	0.2	2.0	7.5	15.7	28.5	总资产周转天数	357	486	527	448	408
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	164	189	260	281	260
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	ROE	34.1%	16.1%	21.5%	24.3%	28.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	19.4%	11.4%	14.5%	14.8%	15.0%
固定资产	28.1	52.6	210.7	202.5	194.1	ROIC	58.0%	62.8%	49.7%	31.9%	34.1%
在建工程	3.7	12.0	3.4	3.3	3.2	费用率					
无形资产	11.0	10.6	15.0	19.2	23.3	销售费用率	18.5%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
其他非流动资产	0.7	1.3	3.0	3.6	4.0	管理费用率	20.7%	22.5%	22.0%	21.0%	20.0%
资产总额	261.7	730.4	888.5	1,170.0	1,667.7	财务费用率	0.4%	-0.2%	-0.6%	0.0%	0.4%
短期债务	12.8	-	3.0	51.3	206.4	三费/营业收入	39.7%	35.0%	34.2%	33.7%	33.1%
应付帐款	36.3	52.1	78.2	122.3	188.4	偿债能力					
应付票据	1.2	89.4	134.1	209.6	323.0	资产负债率	43.1%	29.1%	32.2%	38.9%	47.4%
其他流动负债	37.9	45.0	45.3	45.9	46.6	负债权益比	75.8%	41.0%	47.6%	63.6%	90.1%
长期借款	0.8	-	-	-	-	流动比率	2.46	3.50	2.52	2.19	1.89
其他非流动负债	23.8	25.9	25.9	25.9	25.9	速动比率	2.11	3.07	2.06	1.76	1.51
负债总额	112.8	212.4	286.5	455.0	790.4	利息保障倍数	41.14	-70.56	-25.38	-438.04	37.52
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	48.0	64.0	64.0	64.0	64.0	DPS(元)	0.23	-	0.61	0.81	1.17
留存收益	100.9	454.1	538.1	651.0	813.3	分红比率	28.4%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	148.9	518.1	602.1	715.0	877.3	股息收益率	0.3%	0.0%	0.9%	1.2%	1.7%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	50.8	83.3	129.2	173.7	249.7	EPS(元)	0.79	1.30	2.02	2.71	3.90
加: 折旧和摊销	4.3	4.8	14.0	14.6	15.1	BVPS(元)	2.33	8.10	9.41	11.17	13.71
资产减值准备	2.5	6.6	-	-	-	PE(X)	84.5	51.5	33.2	24.7	17.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	28.8	8.3	7.1	6.0	4.9
财务费用	1.0	0.8	1.0	-3.3	-0.3	P/FCF	-	-82.1	-27.0	209.6	49.1
投资收益	0.0	-	-	-	-	P/S	17.8	11.7	7.8	5.2	3.4
少数股东损益	0.0	-	-	-	-	EV/EBITDA	76.0	74.1	43.1	33.3	23.4
营运资金的变动	-16.6	-92.2	-121.4	-183.3	-287.4	CAGR(%)	50.7%	44.2%	20.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	42.3	12.7	18.6	4.7	-17.9	PEG	1.7	1.2	1.7	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-22.0	-41.3	-169.0	-11.0	-11.0	ROIC/WACC	5.9	6.4	5.1	3.3	3.5
融资活动产生现金流量	-15.3	272.3	-32.4	-3.5	75.4	REP	4.1	2.5	1.5	1.8	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，电力设备行业分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛

021-68801216

李国瑞

021-68801229

马正南

010-66581668

何诗钊

0755-82558082

李瑾

0755-82558084

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

hesz2@essences.com.cn

深圳联系人

lijin@essences.com.cn

张勤

021-68801217

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室
邮编: 200120

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034