

湘财证券研究所

电力设备与能源小组

研究员: 冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

研究员: 侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

E-mail: hwt2894@xcsc.com

研究员: 刘昭亮

Tel: 021-68634518-8228

E-mail: lzl2581@xcsc.com

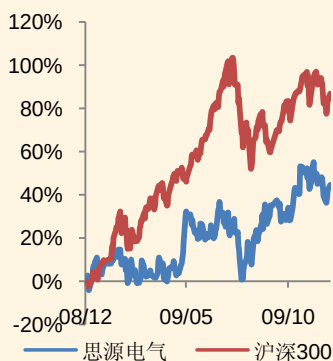
6-12 个月目标价: 33 元

当前股价: 26.23 元

基本资料

总股本 (百万):	440
流通股 (百万):	297
总市值 (亿):	115.33
09 年 EPS (元):	2.20
09 年 BVPS (元):	7.03
资产负债率:	21.30%

近一年来思源电气走势



事件: 思源电气发布公告称将投资 2.28 亿元用于数字化变电站和高压 SVG 项目

12 月 29 日, 思源电气发布公告称, 公司第三届董事会第二十九次会议审议通过了《关于投资数字化变电站及高压动态无功补偿系统装置产业化项目的决议》。公司计划投资 2.28 亿元用于数字化变电站及高压动态无功补偿系统装置高新技术产业项目, 项目建设期限 2 年, 预计 2012 年建成后将能形成 1000 套高压动态无功补偿系统 (SVG) 装置和 800 套 SHR5000 数字化变电站系统装置的生产能力。

□ 传统业务增速放缓, 借投资项目寻找新的盈利增长点

2009 年三季度, 公司主营业务收入仅增长 15.91%, 相比前几年的高速增长有了明显的下滑。公司两大主营产品消弧线圈和高压开关产品均面临收入增速下滑的境遇, 消弧圈市场已经相当成熟, 未来市场增速将会进入个位数, 高压开关主要集中在 220KV 及以下电压等级的断路器和隔离开关, 受变电站在建项目延迟交货、新建项目延缓的影响, 高压开关营收增长面临较大压力。

投资项目包括数字化变电和 SVG, 均属于智能电网重点规划产品, 随着智能电网的逐步实施, 投资项目可以为公司带来新的利润增长点, 缓解现有业务增长压力。

□ 数字化变电站和 SVG 技术储备丰富

下属子公司上海思弘瑞电力控制技术有限公司研发的 UDA-501 数字化变电站自动控制装置已经通过了 KEMA 一致性测试认证和中国电力企业联合会组织的技术鉴定。下属子公司思源清能电气电子有限公司报告期内完成了 35kV 直挂 SVG (动态无功补偿装置)、铁路专用 SVG、矿井专用 SVG 系统。丰富的技术储备有助于数字化变电站和 SVG 的产业化项目。

□ 投资全部来源于自有资金, 不会增加财务成本

此次投资共需要 2.28 亿元, 公司公告称将全部来自自有资金。2009 年三季度末, 公司资产负债表上的货币资金达到 5.45 亿元。截至 12 月 28 日, 2009 年思源电气减持平高电气获得投资收益达到 7.03 亿元。公司有能力拿出 2.28 亿元投资产业化项目, 此次投资不会增加财务成本。

□ 产业化项目能带来约 20 亿元收入

产业化项目达产后能够形成 1000 套高压动态无功补偿系统 (SVG) 装置和 800 套 SHR5000 数字化变电站的产能。当前数字化变电站处于试点期, 单套数字化变电站单价在 200-300 万元, 到 2012 年进入推广期后, 单价有可能会下降到 100 万元左右, 数字化变电站能够增加营收约 8 亿元。而 1000 套高压动态无功补偿系统能为公司带来约 10 亿元的收入。以 30% 的毛利率、15% 的净利润率计算, 产业化项目能给公司带来 6 亿元毛利、3 亿元净利润。

□ 目标价 33 元, 维持“增持”评级

11 月份, 公司发布 2009 年业绩预增公告, 预计 2009 年净利润同比增长 150%-200%, 扣除非经常损益后的净利润同比增长 10%-30%, 净利润大幅增长得益于减持平高

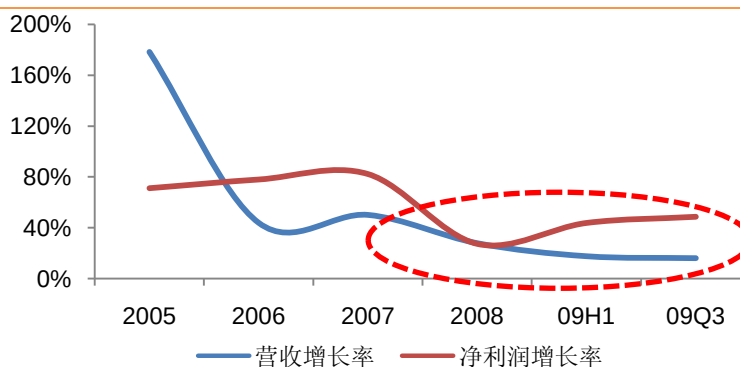
电气带来的投资收益。公司现有业务面临增速放缓的压力，公司也正在积极寻求突破，希望寻找到新的利润增长点。我们认为公司在电力设备行业的技术和营销能力突出，随着产业化项目不断投产，公司盈利将重新步入高速增长期。预计公司 09 年、10 年、11 年 EPS 分别为 2.20 元、1.30 元、1.61 元，目标价 33 元，给予增持评级。

表 1、盈利预测

单位：百万	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,530	1,864	2,562	3,573
营业收入增长率	27.70%	21.85%	37.47%	39.45%
营业成本	883	1,053	1,461	2,064
净利润	346	967	573	710
基本每股收益	1.26	2.20	1.30	1.61
市盈率（复权后）	33.3	11.9	20.1	16.2

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 1、传统业务面临营收增速放缓风险



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 2、思源减持平高电气实现 7.7 亿元投资收益

	项目明细值
减持前持有股份	9490 万股
减持后持有股份	4247 万股
减持前占平高股权比例	15.47%
减持后占平高股权比例	6.23%
实现损益	7.03 亿元
分红所得	750 万元
初始投资成本	3.46 元/股
当期账面价值	6.65 亿元

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。