

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

短期增长放缓，储备业务难抵传统业务收入下降风险

事件描述

我们近日调研了思源电气，要点如下：

- GIS、油色谱在线监测、SVG 进展低于预期
- 收入依然主要来自传统产品，毛利率难掩下滑风险
- 继续减持平高股权，手握重金“安全过冬”
- 加大非电网客户开拓力度，积极备战智能电网

我们预计扣除非经常性损益 2010-2012 年每股收益分别为 0.676、0.698、0.721 元，对应当前股价的 PE 为 37、36、35 倍。我们给予思源电气“中性”的评级。

事件评论

第一、GIS、油色谱在线监测、SVG 进展低于预期

126kV GIS 正在挂网试运行，252kV GIS 尚未挂网，预计 2012 年公司的 126kV GIS 具备国网投标资质。目前有近千万的订单，均来自非电网客户。GIS 价格竞争激烈，目前已降到 40~50 万左右。

油色谱在手订单 3000 万左右，由于今年电力投资的大幅下滑，我们预计全年收入 2000 万左右。

SVG09 年收入 4000 多万，今年上半年收入不到 1000 万，我们预计今年收入 3000 万。公司的 SVG 在铁路电气化行业中市场份额较高。

表 1: SVG 与 SVC 比较

项目名称	SVG	SVC
适用电压范围	广	窄
谐波	小	大
补偿效率	0.98	0.9
响应时间	5~20ms	200ms
售价	高	低
市场接受度	低	高

资料来源：长江证券研究部

第二、收入依然主要来自传统产品，毛利率难掩下滑风险

上半年收入很大比例是以前年度结转，因此毛利率下降幅度有限，我们预计下半年毛利率会有比较大的下滑。

高压开关收入有 70% 左右来自隔离开关，其余来自断路器，目前在手订单 4 亿。互感器和电容器市场成熟，竞争非常激烈，市场份额变动不大，在手订单分别为 3.2 亿、3 亿。我们认为，电子式互感器自身稳定性和客户接受度的问题，两三年内对传统互感器影响不大。消弧线圈主要应用于城网，目前市场需求趋于稳定，公司在手订单 5 亿。

我们根据 08、09 年的订单、收入情况，估计各业务订单在下半年结转收入的比例，并以此估算公司 2010 年全年收入。考虑到今年电力投资的下滑，我们把下半年收入订单比在 09 年的急促上向下调整。

表 2：2009 年下半年收入、订单情况（万元）

	08 年订单	结转 09 年	09H1 新增	09H1 收入	在手订单	09 收入	H2 收入订单比
电力自动化保护设备	50,350	30,113	32,367	16,267.41	46,212.73	40,090.60	51.55%
高压开关	72,942	42,031	35,852	22,513.09	55,369.52	60,659.73	68.89%
高压互感器	35,169	18,013	14,788	11,132.42	21,668.34	32,129.59	96.90%
电力电容器	30,863	17,498	16,256	11,376.02	22,377.54	25,570.60	63.43%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

预计今年高压开关业务收入 4.6 亿，消弧线圈业务收入 3.7 亿，高压互感器业务收入 3.3 亿，电力电容收入 2.5 亿。

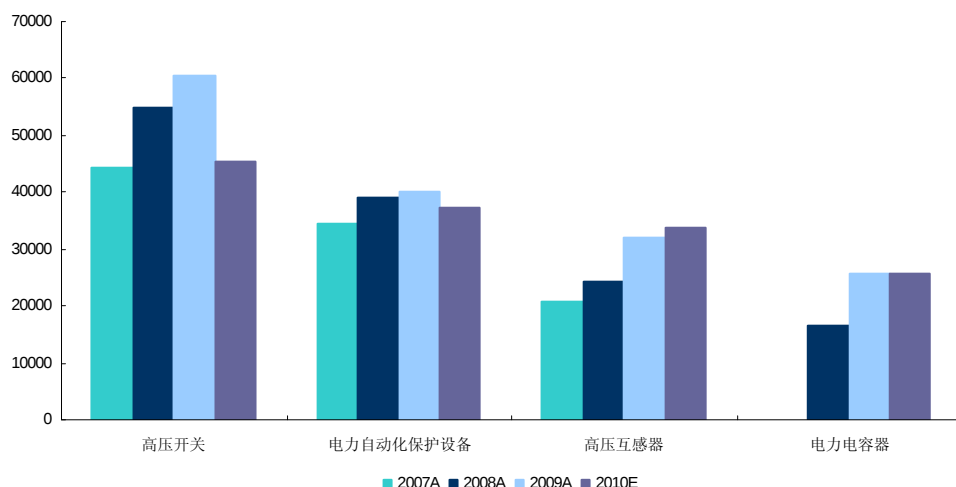
表 3：2010 年下半年收入、订单情况（万元）

	09 年订单	结转 10 年	10H1 新增	10H1 收入	在手订单	H2 收入订单比	10 年收入
电力自动化保护设备	50,437	37,510	22,657	14,487	45,680	50.00%	37,326.92
高压开关	82,822	28,737	33,342	21,129	40,950	60.00%	45,698.85
高压互感器	38,997	22,369	14,492	13,724	23,137	85.00%	33,390.45
电力电容器	33,528	20,602	13,167	10,778	22,991	60.00%	24,572.62
其他	44,936	37,706	15,042	12,854	39,894	70.00%	40,779.65
合计	250,720	146,924	98,700	12,854	232,770	-	181,768.50

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，考虑到电网建设近年来持续的高额投入，电网投资增速见顶，公司传统业务面临着下滑风险。

图 1：2009 年-2013 年思源电气经营情况预测（亿元）



资料来源：长江证券研究部

第三，继续减持平高股权，手握重金“安全过冬”

我们认为公司会继续减持平高股权，主要原因有两个：一是作为财务投资已有较高的回报；二是公司不看好电力设备行业的发展，认为平高电气股价难有较好的表现。截止 2009 年末，公司持有平高电气 4247 万股，今年共减持平高股票 1025.274 万股，预计税后约为 9356 万元，贡献 EPS 0.21 元。截止目前，思源如高持有平高电气 3122 万股。

今年中报披露公司手头货币资金 107138.15 万元，与出售平高股权所得 9356 万合计共 116494.2 万，每股现金为 2.65 元。我们认为公司在看淡行业整体环境的情况下，收缩战线，并手握重金，伺机而动，是比较清醒的选择。

第四，加大非电网客户开拓力度，积极备战智能电网

针对目前电网投资下滑的局面，公司现在加大开发非电网客户的力度，现有业务中，SVG 增速最快，但基数较小，短期难以弥补传统业务下滑带来风险。

我们认为思源电气兼具一二次设备，在智能一次设备中有一定优势，子公司上海思弘瑞开发 UDA-501 数字化变电站自动控制装置、UDC-501 数字化测控装置、UDT-531 数字化变压器保护装置、UDM-502 合并单元、UDL-551 数字化线路保护测控装置、UDQ-551 数字化电容器保护测控装已通过 KEMA 的型式认证，诸多指标达到国际先进水平。

第五，关注电网投资以及公司储备产品的研发进度超预期风险

由于智能变电站的试点工程正在建设，设备定型需要两年的试运行时间，因此我们认为 2011 年智能电网建设力度难以超预期。公司目前项目储备众多，如果研发进展低于预期，或者市场需求无法启动，公司难以在传统业务下滑的情况下保持快速增长。

我们预计扣除非经常性损益 2010-2012 年每股收益分别为 0.676、0.698、0.721 元，对应当前股价的 PE 为 37、36、35 倍。我们给予思源电气“中性”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1889	1825	2044	2250	货币资金	1531	1370	1305	1388
营业成本	1047	1049	1197	1342	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	841	776	847	908	应收账款	676	653	732	805
% 营业收入	44.6%	42.5%	41.4%	40.4%	存货	386	387	441	495
营业税金及附加	14	13	15	16	预付账款	25	25	29	33
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	214	207	232	255	流动资产合计	2637	2454	2528	2744
% 营业收入	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	可供出售金融资产	654	654	654	654
管理费用	222	215	241	265	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	长期股权投资	35	45	54	64
财务费用	-1	-5	-5	-5	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	262	636	981	1197
资产减值损失	11	-2	5	5	无形资产	81	77	73	70
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	61	61	61	61
投资收益	711	5	5	5	递延所得税资产	16	0	1	1
营业利润	1092	353	364	376	其他非流动资产	113	113	113	113
% 营业收入	57.8%	19.3%	17.8%	16.7%	资产总计	3861	4041	4467	4905
营业外收支	34	30	35	40	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	1126	383	399	416	应付款项	442	443	506	567
% 营业收入	59.6%	21.0%	19.5%	18.5%	预收账款	103	100	112	123
所得税费用	144	49	51	53	应付职工薪酬	97	97	111	124
净利润	982	334	348	363	应交税费	118	47	49	52
归属于母公司所有者的净利润	950.2	322.7	336.6	351.0	其他流动负债	29	29	33	37
少数股东损益	32	11	11	12	流动负债合计	789	715	810	903
EPS (元/股)	2.16	0.73	0.77	0.80	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	63	0	0	0
经营活动现金流净额	421	277	378	431	其他非流动负债	7	7	7	7
取得投资收益	7	0	0	0	负债合计	859	722	817	909
收回现金					归属于母公司	2863	3169	3489	3822
长期股权投资	0	-5	-5	-5	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	139	150	161	173
固定资产投资	-79	-422	-426	-331	股东权益	3001	3319	3650	3995
其他	883	0	0	0	负债及股东权益	3861	4041	4467	4905
投资活动现金流净额	804	-427	-431	-336	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	2.161	0.734	0.766	0.798
银行贷款增加 (减少)	-130	0	0	0	BVPS	6.51	7.21	7.94	8.69
筹资成本	75	-11	-12	-13	PE	11.63	34.24	32.82	31.48
其他	-149	0	0	0	PEG	-0.41	-1.21	-1.16	-1.11
筹资活动现金流净额	-205	-11	-12	-13	PB	3.86	3.49	3.17	2.89
现金净流量	1020	-161	-65	83	EV/EBITDA	8.42	24.19	21.96	19.73
					ROE	33.2%	10.2%	9.6%	9.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。