

组合电器取得突破，五个细分市场第一

在国网第6批集中招标中表现的点评

报告关键点:

- 组合电器市场实现突破，中标金额5300万，110kV组合电器市场份额第一。
- 继续延续智能监控产品的优秀表现，市场份额第三名。
- 隔离开关、互感器、电抗器和消弧线圈市场份额第一。

报告摘要:

- 组合电器取得突破:** 从今年的第六批招标开始，国家电网公司降低了110kV组合电器的市场进入门槛，使得公司提前具有了国家电网公司的中标资质。本次招标中，上海思源高压开关有限公司共获得120个间隔的110kV组合电器，在所有工厂中市场份额第一，首次进入国网市场，便取得了开门红的业绩。
- 智能监控延续良好表现:** 上海思源弘瑞自动化有限公司在今年的第四批招标中，首次获得了智能变电站监控产品的1200万元的订单，市场份额市场第二名；在随后的第五批中获得了1500万元的智能变电站监控产品订单，市场份额第四名；在本次招标中，思源电气共获得了3800万的订单，市场份额第三名，仅次于四方继保和国电南自。
- 常规产品四个市场份额第一:** 公司的互感器订单为2656万，市场份额30%；隔离开关订单4300万，市场份额27%；电抗器订单1841万，市场份额46%；消弧线圈订单3547万，市场份额43%。以上四种产品的市场份额均为第一名，是过去从来没有取得过的好成绩。
- 盈利预测和公司评级:** 预计2011-2013年的EPS为0.43元，0.61元和0.77元，给予“买入-B”的评级，目标价18元，对应2012年市盈率30倍。
- 风险提示:** 存在国家电网公司改变投资计划的风险。

评级:

买入-B

上次评级: 中性-A

目标价格:

18.00 元

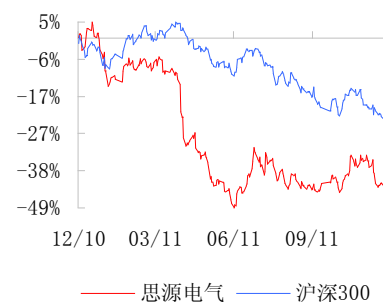
期限: 6个月 上次预测: 14.00元

现价(2011年12月16日): 13.36元

报告日期: 2011-12-19

总市值(百万元)	5,874.12
流通市值(百万元)	4,452.33
总股本(百万股)	439.68
流通股本(百万股)	333.26
12个月最低/最高	12.50/27.29 元
十大流通股东(%)	38.58%
股东户数	61,599

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.46)	7.11	(19.58)
绝对收益	(15.76)	(3.68)	(45.48)

 黄守宏
 010-66581627
 执业证书编号

 首席行业分析师
 huangsh@essence.com.cn
 S1450511020024

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,888.6	1,877.2	2,382.9	3,033.7	3,937.1
Growth(%)	23.5%	-0.6%	26.9%	27.3%	29.8%
净利润	861.2	554.4	188.0	269.7	340.0
Growth(%)	148.6%	-35.6%	-66.1%	43.5%	26.1%
毛利率(%)	44.6%	41.7%	35.0%	36.2%	35.7%
净利润率(%)	45.6%	29.5%	7.9%	8.9%	8.6%
每股收益(元)	1.96	1.26	0.43	0.61	0.77
每股净资产(元)	6.62	7.03	7.45	8.06	8.84
市盈率	6.8	10.6	31.2	21.8	17.3
市净率	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5
净资产收益率(%)	30.7%	19.0%	6.2%	8.3%	9.7%
ROIC(%)	107.8%	78.8%	21.7%	20.2%	21.6%
EV/EBITDA	3.4	5.6	18.6	12.8	9.4
股息收益率	0.9%	1.5%	0.3%	0.5%	0.6%

报告联系人

 邢达 010-66581767
 xingda@essence.com.cn

前期研究成果

思源电气: 主营稳定增长，维持对公司价值的判断

2009-10-26

思源电气: 备战智能电网，新产品进展顺利

2009-08-24

思源电气: 毛利率提升，费用率下降

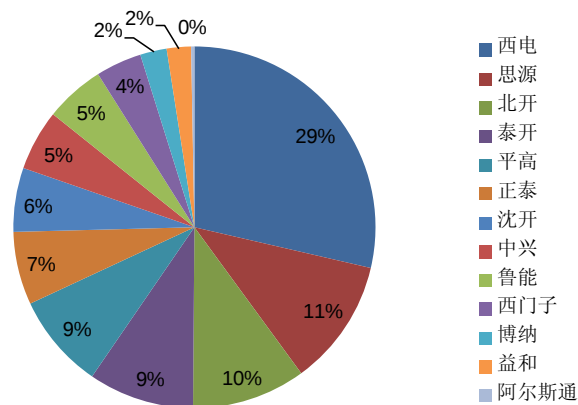
2009-04-28

思源电气发布公告，在国网公司第 6 次集中招标中，中标 22,362 万元，我们就公司在本次招标中的表现进行点评。

1. 组合电器取得重大突破，110kVGIS 单工厂份额第一

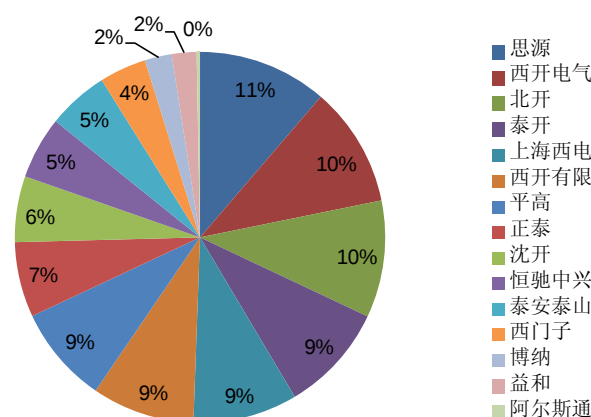
公司从 2006 年开始涉足组合电器市场，由于业绩不够只能在电网以外的市场拿一些订单。根据国家电网公司的要求，投标 110kV 组合电气的公司，最低需要具有 20 个间隔一年以上的运行业绩。从 2011 年第六批开始，思源电气满足了国家电网公司的投标要求，并取得了 120 个间隔，5300 万订单的良好成绩。从 110kV 的细分市场来看，思源电气第一次杀入国家电网集中招标市场就取得了总排名第二名的市场份额，仅次于中国西电。如果去掉中国西电有三个工厂同时竞争获得的订单的因素，从投标主体的订单来看，上海思源高压开关有限公司的市场份额是第一名，体现了其产品的良好竞争力。

图 1 2011 年国网集中招标第六批 110kV 组合电气市场份额(按集团)



数据来源：国家电网公司集中招标网站，安信证券研究中心

图 2 2011 年国网集中招标第六批 110kV 组合电气市场份额(按工厂)



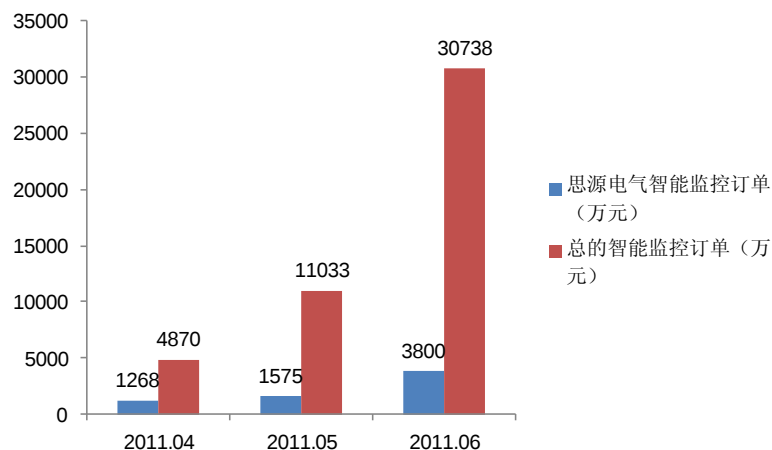
数据来源：国家电网公司集中招标网站，安信证券研究中心

2. 公司延续了在智能监控产品市场中的良好表现

上海思源弘瑞自动化有限公司在 2011 年第四批集中招标中首次取得了智能变电站监控系统的订单，第一次进入了国网集中招标的二次设备市场，获得了 1270 万的订单，并在此后的第五批和第六批招标中分别获得了 1575 万，3800 万的订单。作为一个常

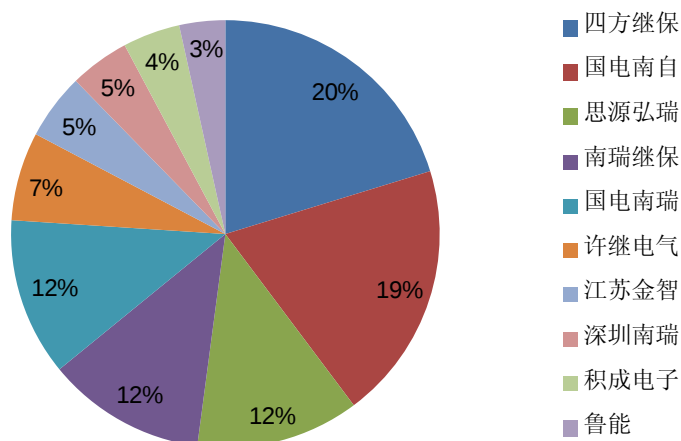
规的一次设备供应商，思源电气成功地实现了二次设备市场的突破，而且获得的是代表了高端领域的智能二次设备市场。从市场份额来看，历次招标中，思源电气均保持了前三名的市场份额。

图 3 2011 年第四批-第六批国网集中招标思源电气智能监控产品订单情况



数据来源：国家电网集中招标网站、安信证券研究中心

图 4 2011 年国网集中招标第六批智能监控产品市场份额

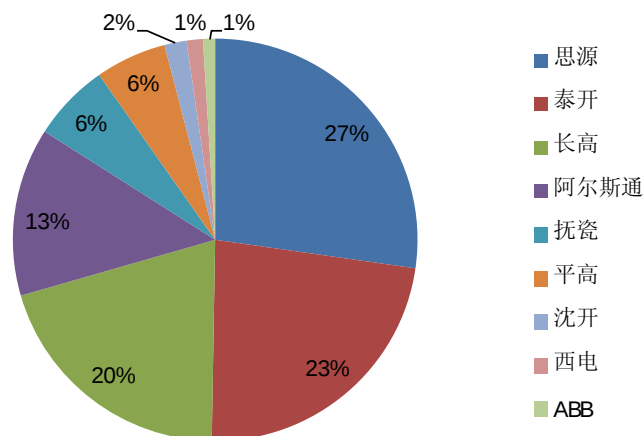


数据来源：国家电网集中招标网站，安信证券研究中心

3. 常规产品获得四个市场份额第一

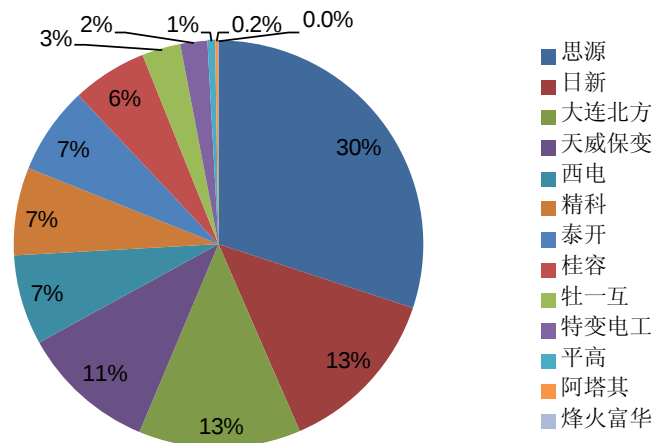
除了在组合电器和智能变电站监控系统中的优异表现外，公司在隔离开关、互感器、电抗器和消弧线圈市场均获得了市场份额第一，唯一遗憾的是公司在电容器市场中未能有所斩获。上述四种产品的市场中，思源电气过去一直是第一梯队的供应商，市场份额牢牢的占据了前三名的位置，这次全部取得了第一名的市场份额，也是历史上的第一次，说明公司的产品具有了更强的竞争力和价格优势，并且进一步得到了市场的认可。

图 5 2011 年国网集中招标第六批隔离开关市场份额



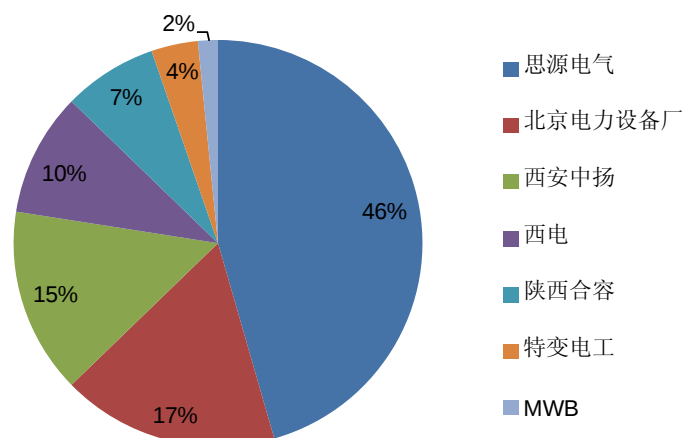
数据来源：国家电网集中招标网站，安信证券研究中心

图 6 2011 年国网集中招标第六批互感器市场份额



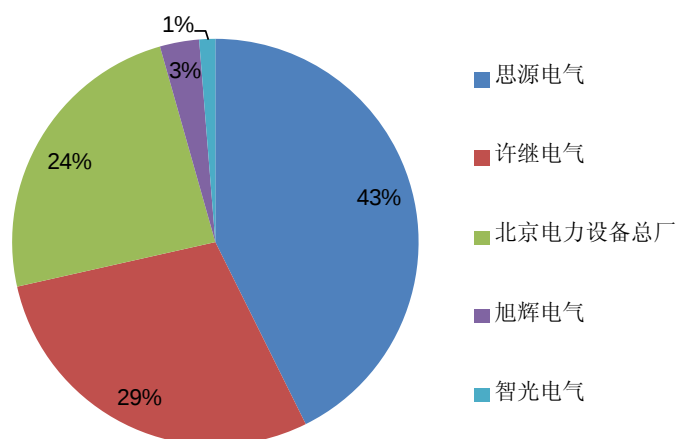
数据来源：国家电网集中招标网站，安信证券研究中心

图 7 2011 年国网集中招标第六批电抗器市场份额



数据来源：国家电网集中招标网站，安信证券研究中心

图 8 2011 年国网集中招标第六批消弧线圈市场份额



数据来源：国家电网集中招标网站，安信证券研究中心

4. 公司评级与盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.43 元，0.61 元和 0.77 元，给予“买入-B”的评级，目标价 18 元，对应 2012 年市盈率 30 倍。

5. 风险提示

存在国家电网公司改变投资计划的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-19		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	1,888.6	1,877.2	2,382.9	3,033.7	3,937.1	营业收入增长率	23.5%	-0.6%	26.9%	27.3%	29.8%
减: 营业成本	1,047.1	1,094.5	1,548.9	1,935.8	2,531.3	营业利润增长率	193.6%	-39.1%	-70.9%	55.5%	32.8%
营业税费	13.7	12.9	23.8	30.3	39.4	净利润增长率	148.6%	-35.6%	-66.1%	43.5%	26.1%
销售费用	214.2	244.6	309.8	394.4	511.8	EBITDA 增长率	174.8%	-38.4%	-67.4%	47.3%	35.2%
管理费用	222.4	236.2	305.0	370.1	452.8	EBIT 增长率	184.8%	-40.4%	-71.5%	58.0%	33.7%
财务费用	-0.6	-14.9	-8.2	-8.2	-8.3	NOPLAT 增长率	137.1%	-35.8%	-65.8%	46.7%	29.2%
资产减值损失	10.7	34.2	10.0	10.0	10.0	投资资本增长率	-12.3%	24.3%	57.1%	21.3%	15.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	29.2%	6.2%	6.0%	8.2%	9.7%
投资和汇兑收益	711.1	395.6	-	-	-						
营业利润	1,092.2	665.3	193.6	301.2	400.0	利润率					
加: 营业外净收支	34.3	53.8	45.0	45.0	45.0	毛利率	44.6%	41.7%	35.0%	36.2%	35.7%
利润总额	1,126.5	719.1	238.6	346.2	445.0	营业利润率	57.8%	35.4%	8.1%	9.9%	10.2%
减: 所得税	233.2	131.3	35.8	51.9	66.8	净利润率	45.6%	29.5%	7.9%	8.9%	8.6%
净利润	861.2	554.4	188.0	269.7	340.0	EBITDA/营业收入	59.6%	37.0%	9.5%	11.0%	11.5%
资产负债表						EBIT/营业收入	57.8%	34.6%	7.8%	9.7%	10.0%
货币资金	1,531.3	1,637.7	1,652.0	1,616.6	1,687.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	57	72	54	38	35
应收账款	676.1	747.4	946.6	1,205.2	1,564.0	流动营业资本周转天数	74	57	90	112	113
应收票据	18.7	49.8	65.3	83.1	107.9	流动资产周转天数	404	570	505	425	378
预付账款	25.4	78.8	78.8	78.8	78.8	应收账款周转天数	107	124	115	114	114
存货	385.9	450.9	636.5	795.6	1,040.3	存货周转天数	70	80	82	85	84
其他流动资产	-	345.0	-	-	-	总资产周转天数	656	764	630	530	458
可供出售金融资产	654.5	206.9	206.0	206.0	206.0	投资资本周转天数	148	156	175	186	170
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	35.2	54.8	55.0	55.0	55.0	ROE	30.7%	19.0%	6.2%	8.3%	9.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	23.1%	14.3%	4.8%	6.3%	7.1%
固定资产	373.5	375.5	339.8	304.1	451.2	ROIC	107.8%	78.8%	21.7%	20.2%	21.6%
在建工程	2.0	1.9	101.9	201.9	-	费用率					
无形资产	81.2	82.7	77.2	72.2	67.5	销售费用率	11.3%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
其他非流动资产	76.9	74.7	75.0	75.0	75.0	管理费用率	11.8%	12.6%	12.8%	12.2%	11.5%
资产总额	3,860.8	4,106.1	4,234.3	4,693.4	5,333.0	财务费用率	0.0%	-0.8%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	23.1%	24.8%	25.5%	24.9%	24.3%
应付账款	415.9	471.3	683.2	853.9	1,116.6	偿债能力					
应付票据	55.1	54.7	84.9	106.1	138.7	资产负债率	24.6%	24.7%	22.6%	24.5%	27.1%
其他流动负债	407.2	432.6	325.5	325.5	325.5	负债权益比	32.6%	32.8%	29.2%	32.4%	37.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.00	3.45	3.74	3.45	3.22
其他非流动负债	70.1	54.5	53.7	53.7	53.7	速动比率	2.56	2.98	3.04	2.72	2.47
负债总额	948.3	1,013.1	957.3	1,149.1	1,444.5	利息保障倍数	1,834.32	43.71	22.54	35.86	47.43
少数股东权益	138.9	178.0	192.8	217.4	255.7	分红指标					
股本	439.7	439.7	439.7	439.7	439.7	DPS(元)	0.13	0.20	0.04	0.06	0.08
留存收益	2,333.9	2,475.3	2,644.5	2,887.2	3,193.2	分红比率	6.4%	15.9%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	2,912.4	3,093.0	3,277.0	3,544.3	3,888.6	股息收益率	0.9%	1.5%	0.3%	0.5%	0.6%
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	982.3	587.8	188.0	269.7	340.0	EPS(元)	1.96	1.26	0.43	0.61	0.77
加: 折旧和摊销	38.8	49.1	41.2	40.8	59.7	BVPS(元)	6.62	7.03	7.45	8.06	8.84
资产减值准备	10.7	34.2	10.0	10.0	10.0	PE(X)	6.8	10.6	31.2	21.8	17.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5
财务费用	5.0	0.7	-8.2	-8.2	-8.3	P/FCF	7.1	15.6	-17.9	-177.7	88.3
投资收益	-711.1	-395.6	-	-	-	P/S	3.1	3.1	2.5	1.9	1.5
少数股东损益	32.1	33.5	14.8	24.6	38.3	EV/EBITDA	3.4	5.6	18.6	12.8	9.4
营运资金的变动	101.2	-99.8	-268.3	-243.5	-333.1	CAGR(%)	-30.9%	-13.7%	23.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	420.6	169.3	-22.5	93.4	106.6	PEG	-0.2	-0.8	1.3	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	803.8	20.3	245.6	-100.1	-0.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-204.7	-82.5	-10.6	-18.8	-25.7	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，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。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.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

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

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