

国网中标金额超预期，公司经营拐点出现

研究结论

- **第六批中标 2.2 亿元，GIS 首次中标，中标结果超预期。**国网组织的 2011 年第六次招标中，公司及下属子公司在多个产品上中标，中标价合计人民币约 22,362 万元，占本公司 2010 年经审计的营业收入的 11.91%。其中，电抗器中标 6 个包，中标金额 1841 万元；消弧线圈中标 26 个包，中标金额 3547 万元；智能变电站监控系统 6 个包 32 个站，中标金额 3800 万元，隔离开关及断路器中标 14 个包，中标金额 5218 万元；互感器中标 20 个包，中标金额 2656 万元；组合电器中标 120 个间隔，中标金额 5300 万元。其中组合电器是 11 万的 GIS，首次参与国网招标，拿到了单个产品市场份额第一的好成绩。此次中标结果超出市场预期。
- **公司今年订单超预期，明年收入重返增长，且费用率会预计会下降。**公司自 2005 年以来，订单金额保持 30% 以上的增长，直到 2009 年订单增速降为 9.9%，而 2010 年订单同比降低 8%。同样地，公司收入在 2005-2009 年均是 20% 以上的增长，而 2010 年和 2011 年则有负增长的压力。2011 年，公司订单超预期增长，预计订单新增订单 28 亿，同比增速超过 20%，可以推测明年公司收入将重返 20% 以上的增长。公司为民营企业，历史数据来看，收入增长伴随着管理费用和销售费用率的下降，我们预计在新一轮的收入增长周期中也将有所体现，预计明后年利润的增长将远超过收入的增长，我们预计利润增长 40% 以上。
- **消弧线圈、开关、互感器等传统业务毛利率见底，收入稳步增长。**国家电网从去年起开始改变招标规则，扩大招标范围，思源的传统业务中标价格大幅下降，进而导致今年传统业务毛利率下滑近 7 个点。今年以来，中标价格企稳，预计传统业务毛利率明年将维持今年的水平。因为集中招标和价格竞争，公司中标市场份额反而提高，预计传统业务收入将有所增长，传统业务最快的时期即将过去。
- **GIS、SVG 和数字化变电站三大新业务开始放量，明年预计扭亏为盈。**公司领导很早就着力将思源打造成中国的 ABB，注意拓展产品线，培育了 GIS、SVG 和智能变电站三大新业务，其中 GIS 每年亏损在 4-5000 万，智能变电站亏损 800 万左右。GIS 和智能变电站今年先后在国网取得突破，今年中标金额超出预期，明年预计将扭亏为盈。SVG 一直面临产能问题，今年底公司搬入新厂房，明后年 SVG 将进入高速增长期。
- **估值与投资建议：**我们小幅下调 2011 年业绩预测，预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.32、0.47、0.69 元，年均复合增速 45%，给予公司 2012 年 30 倍 PE，并考虑到平高股权价值及公司所持现金，每股约增厚 3 元，目标价为 17 元，维持公司增持评级。
- **股价催化剂：**智能电网、节能环保、电网投资超预期
- **风险因素：**价格战加剧、新产品进程低于预期

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

证券分析师

曾朵红

8621-63325888 × 6089

zengduohong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511080001

联系人

方重寅

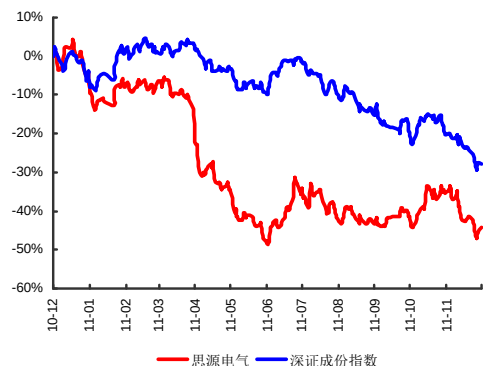
8621-63325888 × 7500

fangcy@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 12 月 20 日)	13.69 元
目标价格	17.00 元
总股本/A 股 (亿股)	4.4
A 股市值 (亿元)	59.97
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告发布日期	2011 年 12 月 21 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	1877	1855	2256	2794
同比(%)	-1%	22%	24%	23%
归属母公司净利润	554	141	209	301
同比(%)	-36%	-74%	47%	45%
毛利率(%)	41.7%	35.3%	35.5%	36.0%
ROE(%)	19.0%	4.9%	6.8%	9.2%
每股收益(元)	1.26	0.32	0.47	0.69
P/E (倍)	10.82	42.39	28.76	19.90
P/B (倍)	1.94	1.95	1.85	1.71

相关报告

时间

毛利率继续下滑，今年经营压力大

2011-10-26

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	3310	3516	3901	4461	营业收入	1877	1855	2256	2794
现金	1638	1830	1957	2145	营业成本	1095	1200	1455	1787
应收账款	677	675	814	1016	营业税金及附加	13	13	16	20
其它应收款	70	70	78	87	营业费用	245	269	305	355
预付账款	129	128	142	159	管理费用	236	260	298	346
存货	451	468	566	709	财务费用	-15	-17	-19	-21
其他	345	345	345	345	资产减值损失	34	12	14	19
非流动资产	796	651	669	656	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	55	55	55	55	投资净收益	396	25	29	34
固定资产	375	340	351	407	营业利润	665	143	217	321
在建工程	2	100	100	20	营业外收入	60	36	38	40
无形资产	119	118	118	118	营业外支出	6	7	8	8
其他	245	37	46	56	利润总额	719	172	247	353
资产总计	4106	4167	4571	5117	所得税	131	18	25	36
流动负债	959	1052	1271	1558	净利润	588	154	222	317
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	33	13	13	15
应付账款	928	1018	1233	1515	归属于母公司净	554	141	209	301
其他	31	34	38	43	EBITDA	304	153	226	332
非流动负债	54	45	49	54	EPS (元)	1.26	0.32	0.47	0.69
长期借款	0	0	0	0					
其他	54	45	49	54					
负债合计	1013	1096	1321	1612					
少数股东权益	178	191	204	219					
股本	440	440	440	440					
资本公积	344	344	344	344					
留存收益	2131	2096	2262	2501					
归属母公司股东权益	2915	2880	3046	3285					
负债和股东权益	4106	4167	4571	5117					
现金流量表					主要财务比率				
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
经营活动现金流	169	249	191	240	成长能力				
净利润	588	154	222	317	营业收入	-1.2%	21.7%	23.8%	23.4%
折旧摊销	49	52	57	66	营业利润	-39.1%	-78.5%	52.2%	47.9%
财务费用	1	-17	-19	-21	归属于母公司净利	-35.6%	-74.5%	47.4%	44.6%
投资损失	-396	-25	-29	-34	获利能力				
营运资金变动	-85	66	-54	-106	毛利率	41.7%	35.3%	35.5%	36.0%
其它	0	3	4	5	净利率	29.5%	7.6%	9.2%	10.8%
投资活动现金流	20	116	-40	-9	ROE	19.0%	4.9%	6.8%	9.2%
资本支出	113	115	69	44	ROIC	5.5%	7.6%	12.6%	18.8%
长期投资	19	-207	0	0	偿债能力				
其他	152	25	29	34	资产负债率	24.7%	26.3%	28.9%	31.5%
筹资活动现金流	-83	-173	-24	-42	净负债比率				
债务融资	0	0	0	0	流动比率	3.45	3.34	3.07	2.86
权益融资	10	0	0	0	速动比率	2.98	2.90	2.62	2.41
其它	-93	-173	-24	-42	营运能力				
汇率变动影响	0	0	0	0	总资产周转率	0.46	0.45	0.49	0.55
现金净增加额	106	193	127	188	应收账款周转率	2.56	2.50	2.53	2.51
					应付账款周转率	1.18	1.18	1.18	1.18
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.26	0.32	0.47	0.69
					每股经营现金流	0.39	0.57	0.43	0.55
					每股净资产	7.03	6.98	7.39	7.97
					估值比率				
					P/E	10.82	42.39	28.76	19.90
					P/B	1.94	1.95	1.85	1.71
					EV/EBITDA	20	41	28	19

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