

思源电气 (002028) 调研报告

推荐

新增订单和新业务进展预示基本面正在好转，迎来业绩拐点
工业/电气设备

首次覆盖

发布时间：2012 年 01 月 30 日

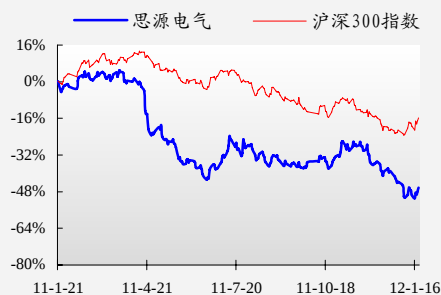
投资要点：

- 2011 年新增订单好于预期，预计 2012 年毛利率和费用率将进入良性控制。由于 2011 年国网改用次平均价中标规则，2012 年高压一次设备毛利率将有回升。国网集中招标的订单有向优势企业集中的趋势，加上公司新产品逐渐明朗，2011 年新增订单同比增长 18%，预示 2012 年有好的开端。
- 组合电器业务守得花开，110kV GIS 在 2011 年底叩开国网大门。此前由于思源尚未取得 GIS 的国网资质，产品销往工业客户，销售规模难放量且费用率高企，该业务一直处于亏损。2011 年国网第六批招标中，思源 110 kV GIS 中标份额达 11%，预计 2012 年该业务营收和盈利将有较大进展。
- 2011 年 SVG 业务在风电并网领域供不应求，智能化变电站中监控系统和在线监测业务收获颇丰。思源通过收购四方清能占据无功补偿技术制高点，SVG 逐渐替代 SVC，且风电并网准入门槛提高是产品需求增长的重要拉动。思源在电力二次控制领域切入时点虽然晚于传统二次设备厂商，但从 2011 年国网招标来看，监控系统中标份额毫不逊色。
- 近两年看三项新业务快速增长，中长期看海外变电站总包。思源对变电站内配置的电力设备进行了周密的布局，目前除变压器和继保外产业链已较完整，具备国内多数企业所不具备的总包条件，预计公司业务重点将逐渐向海外倾斜。
- 预测公司 2012、2013 年 EPS 分别为 0.60、0.76 元，对应动态市盈率分别为 20 倍、16 倍，公司 2012-2013 年新业务持续放量，利润增长弹性较大，给予“推荐”评级。
- 风险提示：电网投资低于预期，智能变电站建设速度缓慢。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010	187,723	-0.60	55,435	-35.63	1.26	9.4
2011	197,493	5.31	16,712	-69.88	0.38	31.2
2012E	240,053	21.43	26,362	57.89	0.60	19.8
2013E	282,430	17.65	33,318	26.39	0.76	15.6

走势图



市场数据

2012-01-20

收盘价：	11.85 元
52 周最高价：	25.30 元
52 周最低价：	10.53 元
平均持仓成本：	14.80 元

基本数据

2011Q4

总股本（万股）：	43,968
流通 A 股（万股）：	43,968
每股收益（元）：	0.38
每股净资产（元）：	6.09
每股经营现金流（元）：	--
市净率：	1.95

分析师：周思立；联系人：杨佳丽
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)2036 1130

FAX: (8621)2036 1138

Email: yangjl@nesc.cn

地 址：上海市源深路 305 号

邮 编：200135

一、公司基因优秀，产品线布局日趋明朗，短期和中长期发展战略清晰

思源电气是国内知名的专业电力设备制造商，作为输变电领域的民营企业典范，公司凭借专注经营、精致管理和技术领先等内因，加上外部电网建设的景气需求，从公司2004年上市至2009年，缔造了标准的高成长股，为投资者带来了丰厚的回报。公司的自身业务也从最初的消弧线圈，逐渐通过外延式收购拓展到高压开关等一次设备业务，凭借卓越的经营管理方式成就了多年的高增长，并在2007年开始集中布局了GIS、SVG、智能变电站等新业务，这些新业务也是公司近2-3年的主要业绩增长点。可以说，目前思源电气的产品线比国内绝大部分电力设备民营企业要完整，几乎涵盖了110-220kV变电站里的全系列一次设备（目前缺变压器，220kV GIS尚在挂网，未拿到国网资质）和智能二次设备（目前还暂缺继保产品），以及部分电力电子设备（以SVG和APF为主），如图1所示。

图1 思源电气的主要下属子公司及其主营业务



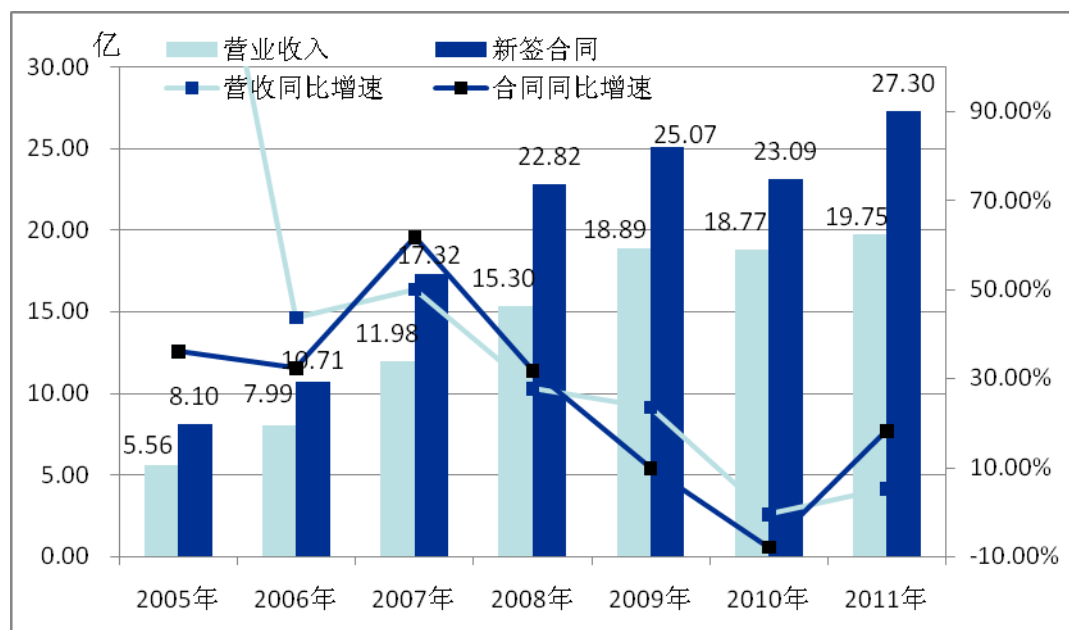
资料来源：巨潮资讯网、公司年报

从公司的战略来看，每次切入新业务都瞄准竞争相对缓和且当时毛利率较高的细分市场，从而做到了多个细分领域的领军地位。而放长远看，我们认为公司对中长期的发展战略是做变电站总包业务。从国内电力系统的客观情况来看，由于有较完善的供电局体系、安装及监理公司等，我们认为智能变电站总包在国内的发展趋势并不会很快。但是，海外如巴基斯坦、非洲等地由于国内懂高电压的人极少，对于输变电设备总包的需求是客观存在的，也是比较常见的招标模式，我们认为在国内“十二五”电网投资高峰过后，思源电气会将业务重点向海外倾斜，并积极提高海外总包业务的占比，早在2009年，公司就制定了国际化发展战略，成立了专业从事海外市场开发的上海思源输配电工程有限公司（投资1000万元），全力拓展海外市场，虽然目前接洽的海外业务还是卖产品的形式（主要是高压开关），但已在为工程总包奠定基础。从产品的角度看，公司需要具备研制生产500kV的继保和GIS产品，因为这代表着技术含量的顶尖水平，也是取得海外总包的前提条件。

二、从新增订单和招标模式看公司基本面正在好转，有望重新步入快车道

2010-2011 年是思源电气上市后经营最困难的 2 年，我们认为这是内外因素综合的结果。从外部环境外看，由于 2009 年国家为了拉动 GDP 电网投资额达到了历史高位，而 2010-2011 年的电网投资持续低迷，实际投资额均低于 2009 年，这使得从招标的总体量上有所下降，直接导致很多输配电公司出现业绩下滑。加上“十一五”期间电网投资的景气需求，设备厂商产能扩张明显，面对 2010 年国网集中招标采用最低价中标原则后，必然引发了一场价格恶战，出现了集中招标“量”“价”齐跌的情况。而从公司内部经营来看，我们认为主要是新老产品之间存在一定的青黄不接（可参考波士顿矩阵理论）。这两年里，公司产品结构中，以消弧线圈类产品为代表的高市场占有率产品进入了销售增长率低的阶段（甚至存在一定程度的负增长，因为电网整体投资下降），公司缺乏明星类产品（即同时享有销售高增长和高市占率的产品群），而培育的新业务还处在瘦狗类产品阶段（低市占率、低销售增长率），后者在当时呈现低销售增长也有客观困难存在，比如 GIS 的国网资质需要 2 年的挂网运行时间，智能变电站的整体推进速度慢等，所以新老产品的衔接不顺畅（即传统业务已非常成熟出现了一定下坡趋势，且新产品亏损还吞噬了部分利润）使得公司整体业绩出现了较明显的滑坡。

图 2 思源电气 2005-2011 年营业收入和新签合同情况



资料来源：巨潮资讯网、公司定期年报

但从 2011 年开始，我们也注意到内外部的一些积极因素。

外部方面：从 2011 年 4-5 月份开始，国网集中招投标更改了中标规则，新的方式采用二次平均价中标（即取最低价和中间价的平均价，打分看实际报价与这个值的偏离程度，报高和报低都要扣分），所以设备厂商都会在原先最低价的基础上抬一些，整体报价趋于合理，不同产品价格上涨的幅度有差异，但均有回升趋势，而由于交付周期的问题，并没充分体现到 2011 年的财务报表中，我们认为在 2011 年 4Q 和 2012 年 1Q 开始会有所显现，这中间也有部分是原材料价格下跌因素，目前主要金属原材料铜铝等的价格均低于 2010 年，一定程度上也缓解了成本压力。此外，从 2011 年国网集中招投标可以看到：订单有向优势企业集中的趋势，几个大厂供货紧张，产能负荷较高，我们认为这与 2010 年血腥价格战的行业洗牌有关，很多小厂以低于成本价去报价拿单，因不

可持续而主动退出市场，这对电力设备行业长期良性发展是有利的，行业集中度的提高最终能使订单集中在十几家综合实力强的企业，且享有较合理的盈利水平。

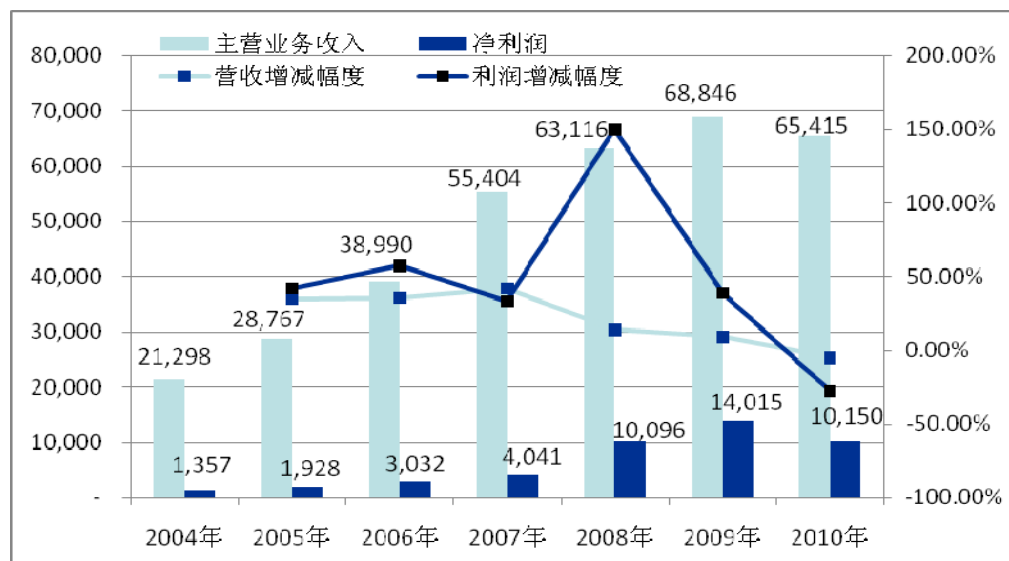
内部方面，我们认为公司在新业务培育方面已取得里程碑式的突破，主要是 2011 年 110kV 的 GIS 和智能变电站监控系统已拿到国网资质，并且在集中招标中颇有斩获，中标份额不亚于传统老牌 GIS 开关厂商和二次设备厂商。从公司 2011 年新增订单 27.30 亿来看，同比增长 18%，增速明显高于 2009-2010 年的新增合同（如图 2 所示），订单趋势向好为公司 2012 年业绩增长打下了良好的基础。而细分市场来看，我们预计 GIS 和 SVG 的增速超过 50%，公司的海外业务也有不错的增长趋势。

三、“GIS、大功率电力电子和变电站自动化”三轮驱动公司未来业绩的增长

3.1 GIS 组合电器业务：110kV GIS 在 2011 年底首次打开国网大门，期待 2012 年扭亏

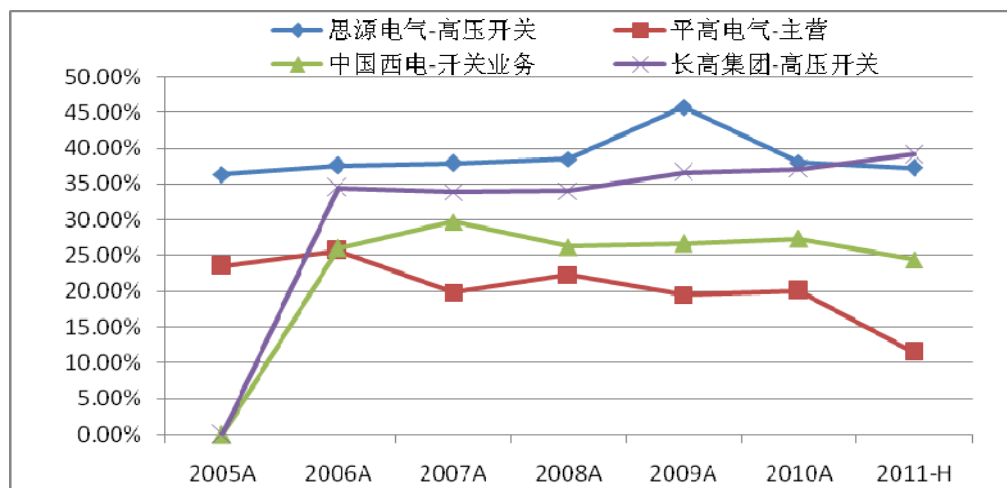
思源电气目前的高压开关产品包括隔离开关、断路器和气体绝缘金属封闭开关设备 GIS，分别由子公司江苏省如高高压电器有限公司和上海思源高压开关有限公司负责生产销售。其中，江苏省如高高压电器有限公司其前身为江苏省如皋高压电器厂（国有企业），始建于 1967 年，是国内高压电器领域的知名企业，主要生产高压断路器和高压隔离开关，思源电气在 2002 年 12 月投资 1960 万元参股 49% 借以进入该领域的设备制造，也是思源早年在自身主业消弧线圈业务基础上做的第一次外延式收购，资本运作方式迅速拓展了公司的业务范围，其后思源对该厂进行改制（2002 年底完成）并增持实现绝对控股（2004 年末持有该公司 73% 股权），凭借思源成功的经营管理方式在财务成本管理、人员管理、营销管理上进行大力改革，成效显著。如高高压公司从 2004 年到 2010 年，营业收入增长 3 倍多，净利润更是增长高达近 10 倍（如图 3 所示）。思源运用其先进的管理和成本控制，毛利率水平亦遥遥领先于同行企业（如图 4 所示）。目前，如高高压开关的重点产品，SF6 断路器主要定位在 110kV 电压等级，隔离开关主要定位在 220kV 电压等级，细分市场排名靠前。

图 3 思源子公司江苏省如高高压电器有限公司 2004-2010 年的经营情况



资料来源：思源电气历年年报、巨潮资讯

图 4 高压开关可比上市公司历年毛利率水平



资料来源：公司年报、巨潮资讯

注：中国西电和长高集团未披露 2005 年同口径数据。

气体绝缘金属封闭开关设备（GIS）较传统敞开式变电站具有占地少、可靠性高、无污染、维护方便、使用周期长等众多无可比拟的优势。从技术角度讲，代表着国内外输变电行业开关设备中最尖端和最具有竞争力的设备。而从市场需求来看，也逐渐受到国内外电力用户的青睐，2000 年以后，GIS 在国内也越来越走俏，甚至一度出现了供不应求的现象，当时进口及合资公司生产的比例较高。思源电气早在 2006 年就认识到 GIS 是开关设备行业最好的投资方向，其技术含量最高、市场准入最难的特点也符合思源一贯追求的新业务切入方向，即毛利率较高、竞争相对偏缓的细分市场，从而占据开关领域的金字塔顶尖。

思源电气在 2006 年 8 月 5 日公告了《关于投资气体绝缘金属封闭开关设备（GIS）项目可行性研究报告》，在 2007 年正式进行对 GIS 的战略布局，通过非公开发行股票（也是公司 2004 年上市迄今进行的唯一一次增发活动）募集资金 40,230 万元设立上海思源高压开关有限公司，实施气体绝缘金属封闭组合电器（含 126kV/145kV/252kV 超高压电压等级）。期间，思源也参股平高电气（平高电气及平高东芝合计是国内 GIS 销量最大的厂商），并原计划希望控股平高电气从而依托后者相对成熟的研发制造平台迅速进入 GIS 领域，但后因平高电气国有股等性质种种原因控股计划搁浅（思源持有的平高电气股权则在后续年份中转化成丰厚的投资收益），思源电气研发 GIS 的力量主要来源于思源本部以及江苏如高高压公司，并且非常注重研发的超前化和前瞻性，在 2006 年的时候就研制小型化 GIS，当时国网还并没有提这方面要求。

从 2006 年到 2011 年，随着时间的推进，GIS 的外部市场环境发生了一些变化，而思源在 GIS 的实际进展则略低于预期，我们分析如下。从国内高压开关的需求结构来看，确实发生了较明显的结构调整，GIS 组合电器的推广速度逐年加快，从 2008 年开始，GIS 的招标数量增速均较高，对断路器和隔离开关呈现一定替代性影响，断路器和隔离开关市场增长缓慢，其绝对量甚至呈一定下降态势。但因国网集中招标最低价中标模式和市场竞争激烈等因素，GIS 的产品售价已远低于 2006 年可行性报告中的数据（当

时国内 126kV GIS 产品的含税销售价格约为 70-100 万元，合资产品含税价格约为 140-180 万元)，而后一路下跌到 40-50 万元/间隔，售价的大幅下降使得相关设备厂商该块业务仅处在微利或无利的状态，产品平均毛利率与预期毛利率偏差较大。而从思源的实际进展来看，也低于市场普遍预期（如表 1 所示）。一方面是由于 GIS 为自主研发，产品技术成熟和市场开拓所需要的周期相对长，不同于当年收购江苏如高后迅速做大的情景；另一方面，由于 GIS 产品 70% 的需求量来自于国网集中招投标，但进入国网资质认证需要设备挂网投运 2 年时间，这使得思源 GIS 业务在较长一段时间内都在被迫走网外市场（工矿企业自备电厂等）。而由于系统外的工业大客户资源相对分散，渠道费用高企（销售费用率>10%，基本吞噬了毛利率），并且网外的 GIS 市场容量相对小，销售规模不容易做大，当前的设备产能利用率仍远低于当初的规划（募投设计的是每天产 3-4 台，2011 年实际产量约每天 1 台），所以经过多年的发展，思源的 GIS 业务在 2011 年预计仍将处于亏损阶段。

表 1 思源电气历年在 GIS 组合电器业务上所取得的进展

年份	GIS 组合电器业务在当年的具体进展情况
2006 年	发布《关于投资气体绝缘金属封闭开关设备（GIS）项目可行性研究报告》。
2007 年	非公开发行股票募集资金 40,230 万元投资设立上海思源高压开关有限公司，实施气体绝缘金属封闭组合电器，项目处于工程建设施工阶段。
2008 年	126kV 金属封闭组合电器（GIS）在 2008 年 1 月份顺利通过了产品鉴定
2009 年	GIS 厂房于 4 月基本竣工，7 月份完成生产设备调试，126kV GIS 产品进入批量生产；7 月份 145kV GIS 已取得 KEMA 开断证书，已获得 200 多个间隔的订单。
2010 年	已进入量产阶段的 145kV GIS 以优异的质量得到了客户的高度评价。2010 年对上海思源高压公司增资 1 亿，当年确认收入 8000 多万，亏损 4000 多万。
2011 年	126kV GIS 产品在下半年取得进入国网资质，并在国网 2011 年第六次集中招标中首次中标 5,300 万元，252kV GIS 在年初 4 月份开始挂网。

资料来源：公司年度报告、公司公告、巨潮资讯网

但同时，我们应当看到以下几方面的积极信号：

（1）产品售价在拐点回升。从 2011 年开始，国网正在改变原先过于注重价格的招标模式，目前按照二次平均价中标（取最低价和中间价的平均价），评标机制中对产品质量和交货及时性等的权重有所上升，设备厂商的报价也改变了以往的恶价格战。2011 年，110kV GIS 的价格在年末比年初上涨约 20+%（每间隔产品从 40 多万元上升到 50 多万元）。

（2）从 2011 年开始，国网招标订单有向优势企业集中的趋势。例如 110-220kV 的开关生产企业，具有给国网供货的全国有 20-30 家，但真正能拿到订单的也就十几家（2010 年过低的中标价格也使一些小企业被洗牌出局），几家大厂供货不及，产能负荷较高，110kV 以上电压等级的产品招标集中度均有提高，这也改善了设备的供需关系格局，提高了主要供应商的议价能力。此外，我们了解到：开关龙头中，国企平高和西电也将利润增长纳入考核体系（以往国企央企只考核收入增长），一定程度上也将使未来

开关设备厂商的价格策略向良性方向发展。

(3) 思源的 126kV GIS 在国网实现了重大突破, 252kV GIS 也开始挂网运行。2011 年下半年 10-11 月, 思源的 126 kV GIS 在国网挂网运行满 2 年, 取得了参与集中招投标资质, 并赶上了国网第六批集中招标, 子公司上海思源高压开关有限公司中标 GIS 共 120 个间隔, 中标金额为 5,300 万元, 市场份额约 11%, 作为首度参与招标的企业, 该成绩喜人代表了国网对其产品的充分认可, 同时也意味着 2012 年 GIS 业务营收规模和盈利水平显著提高的可能性, 因国网是 GIS 需求最大的客户, 且集中招投标模式有利于降低公司销售费用, 有望获得比销售给工业类客户更高的净利率水平。同时, 思源生产的 252kV GIS 在 2011 年 4 月份已经开始挂网, 我们预计到 2012 年年底-2013 年年初也将进入国网招标体系, 此外还会考虑研制更高电压等级的 550kV GIS (但不考虑研制 1000kV 特高压用) 和复合式 H-GIS (后者在国外用得较多, 意在出口)。我们统计 2011 年国网集中招标的 GIS 组合电器总金额约 50 亿 (含 66-500kV 之间主要电压等级产品, 其中又以 126kV 和 252kV 的需求量最大, 也是思源重点攻关的电压等级), 考虑到 GIS 未来的替代性优势依然存在, 需求总量和销售单价都会有一定上升趋势, 而思源电气的 GIS 产品电压等级覆盖面和国网认可度也在提升, 预计未来在国网 GIS 市场获得 10% 以上市场份额有可实现性, 将对传统老牌的开关制造企业形成一定冲击。

3.2 电力电子业务: SVG 新增订单喜人, 11 年风电上网门槛变严提高了无功补偿需求

思源电气对电力电子设备业务的战略布局最早是通过收购北京四方清能电气电子有限公司实现的, 2007 年 10 月, 思源电气公告对外投资北京四方清能, 并分为以下两个步骤: (1) 零对价承债式收购清能公司 60% 的股权, 董增平先生持有剩余 40% 的股份; (2) 清能公司增资扩股, 思源电气最后持有清能公司 80% 的股份, 董增平先生持有剩余 20% 的股份, 后者用于北京清能员工的股权激励。四方清能成立于 2004 年, 由北京四方与清华大学电机系柔性输配电系统研究所合作创立, 致力于大功率电力电子技术的应用, 也是国内研制电力电子装置的主力单位, 公司研发生产的大功率电力电子设备包括: 动态无功补偿装置 (SVG)、动态电压调节装置 (DVR)、有源电力滤波装置 (APF)、高压变频调速装置 (MVD)。北京四方电气出售四方清能的主要原因在于其传统优势在于电网系统二次设备, 而四方清能的主要客户在于工矿类企业, 主要客户群体不重合, 销售渠道拓展难度较大, 后续也因为产品短期内效益低产生资金紧张问题。对于思源电气来看, 该收购使公司迅速获得了大功率电力电子领域的最先进技术和产品, 同时也得到了业内顶尖的电力电子技术人才。

2008 年 1 月, 公司投资 5,000 万设立上海思源清能电力电子有限公司从事电力电子设备项目, 并在 2008 年 3 月公告该公司增资扩股, 引入合作方刘文华团队和李青春先生, 计划以其共同拥有的变频调速器和有源滤波器系列技术及相关专利认缴上海思源清能电力电子有限公司新增注册资本 1,660 万元, 思源清能注册资本从 5,000 万元增加到 6,660 万元, 其中思源电气控股 75.08%, 拥有绝对控股权, 也较好地吸纳了新团队, 加强了公司在电力电子领域的整体实力, 无形资产的投入也缩短了公司新产品推出时间。

表 2 思源电气历年在大功率电力电子业务上所取得的进展

年份	大功率电力电子业务在当年的具体进展情况
2007 年	以零对价承债方式收购了北京思源清能电气电子有限公司（原北京四方清能电气电子有限公司）60%股权，进入大功率电力电子产品领域。
2008 年	对北京思源清能电气电子有限公司增资 3,000 万元，增资后公司持有北京清能 80% 的股份。投资 5,000 万元设立思源清能电气电子有限公司从事电力电子设备项目。
2009 年	对高压动态无功补偿系统装置进行高新技术产业化项目投资，预计 2012 年建成后可形成年产 1000 套 SVG 装置。思源清能公司在 09 年度首度实现盈利
2010 年	公司生产的 SVG 产品继续保持行业领先地位。当年 SVG 新接订单 2 个多亿，实现销售收入 1.2 亿，净利润 1000 多万。
2011 年	上半年新增合同订单 1.34 亿，同比增长 48%，预计全年新增订单接近 3 亿。风电行业上网准入门槛提高，对 SVG 需求有放量。年底搬入新厂房，解决产能瓶颈。

资料来源：公司年度报告、公司公告、巨潮资讯网

思源清能在电力电子的细分领域中，主要优势在于高端无功补偿 SVG 和有源滤波装置 APF。在公司运营上，思源清能公司在 2009 年度首度实现盈利，顺利实现了阶段性的财务目标。2009 年 12 月底，思源公告投资高压动态无功补偿系统装置产业化项目，共投资 2.28 亿（含数字化变电站），项目建设期限 2 年，预计在 2012 年完全建成后可形成年产 1000 套 SVG 动态无功补偿系统装置，从而将当时的小批量生产模式转向大规模产业化生产能力。思源生产的 SVG 产品原先主要面向工矿企业市场（钢铁、冶金、矿山等），除电网系统外（公司的 SVG 产品在国网没有大规模应用，有少量研发性质项目拿单），公司在其他市场销售的 SVG 占有率保持领先水平，主要竞争对手有荣信股份、电科院、许继电气、国电南瑞等，其中能实现批量供货的只有思源和荣信两家，近两年市场竞争有所变激烈。

由于 SVG 比 SVC 具有响应速度更快、补偿特性更好、占地小等优点，唯一的缺点是 SVG 价格更高些（小容量产品上，两者价格其实差不多；10Mvar 以上大容量产品，SVG 比 SVC 价格高 10-20%），我们看到目前的应用现状是 SVC 的比例高于 SVG，但 SVG 对 SVC 的替代作用明显（尤其是在小容量领域），近两年 SVG 的需求增速也明显高于 SVC（荣信 2010 年年报公布的新增订单结构也符合该情况），我们预计未来 SVG 在总的无功补偿设备中，其比例仍将有提升趋势。

2011 年国内风电行业由于提高了上网要求，不管是新/老风电场都必须加装无功补偿设备，有的地方甚至明确要求装 SVG，所以在 2011 年的 SVG 新增订单中，风电行业占半壁江山，产品供不应求。公司在 2011 年半年报中披露思源清能的 SVG 产品新增订单为 13,420 万元，同比增长 48%。预计按此节奏，2011 年全年 SVG 的新增订单将接近 3 亿水平，同比增长 50%（2010 年 SVG 新增订单约 2 亿元），发展态势喜人。思源清能近几年一直面临产能瓶颈，不少产品存在交付推迟问题，2011 年下半年新建厂房投产，2011 年年底公司搬入新厂房，预计从 2012 年开始生产可以放量，迎来高速增长，预计扩产后最多可以做到 5-6 个亿营收规模。

3.3 变电站自动化业务：110kV 智能变电站监控系统进入国网招标体系，后面看继保

思源电气对电力设备二次控制设备产品的战略布局始于 2007 年，该年 8 月，公司投资 3,772.85 万元认购了上海思弘瑞电力控制技术有限公司（原名“上海曦能电力科技有限公司”）新增的 249 万元注册资本，持 49.80% 的股权，成为上海思弘瑞电力控制技术有限公司第一大股东，有实质控制权。2009 年 2 月，思源和子公司上海思弘瑞电力控制技术有限公司（以下简称“思弘瑞公司”）共同发起设立上海思源弘瑞自动化有限公司，主要从事数字变电站系列产品的生产和销售，其定位为项目公司，主要为加速公司在电力二次控制设备项目的实施进度。同时，在 2009 年 12 月底，公司公告用企业自有资金对数字化变电站进行产业化项目投资，预计 2012 年建成后可形成年产 800 套 SHR5000 数字化变电站系统装置的生产能力。2010 年 11 月底，思源对思弘瑞公司增资 3,957 万元以支持其业务的持续发展。

表 3 思源电气历年在变电站自动化业务上所取得的进展

年份	变电站自动化业务在当年的具体进展情况
2007 年	2007-08-31 投资 3,772.85 万元认购了上海思弘瑞电力控制技术有限公司（原名“上海曦能电力科技有限公司”）新增的 249 万元注册资本，持 49.80% 的股权。
2008 年	N/A
2009 年	思源和思弘瑞公司共同发起设立上海思源弘瑞自动化有限公司，主要从事数字变电站系列产品的生产和销售，其定位为项目公司。用企业自有资金对数字化变电站进行产业化项目投资，预计 2012 年可年产 800 套 SHR5000 数字化变电站系统装置
2010 年	2010-11-30，思弘瑞的注册资本增加到 10,000 万元，其中，思源电气投资 3,957 万元人民币认购 3,957 万元出资，本公司持股比例将增加到 64.47%。思源弘瑞公司在湖北纸坊站、浙江浔北站和湖南金南站的成功投运。思弘瑞当年亏损 756 万元
2011 年	3 月顺利取得了国家电网“智能变电站及数字化变电站监控系统”资质证书，在国网第 4-5-6 批集中招标中，110kV 智能变电站监控系统中标份额靠前。

资料来源：公司年度报告、公司公告、巨潮资讯网

从竞争格局来看，目前从事数字化变电站的主要传统老牌二次设备厂商包括南瑞继保、国电南瑞、国电南自、四方股份、深圳南瑞、许继电气这 6 家，这些企业从事二次设备研制生产大部分有十年左右历史。思源电气在二次设备领域的进入时点相对较晚，此前擅长的主要在一次设备，但由于其一、二次设备产业链相对全面，对一次设备的理解比较深刻，产品配套能力也较强，这是其差异化优势所在。并且由于数字化变电站是在国网 2009 年提出智能电网概念后才有，按照 IEC61850 通信规范，其物理构架、网络通信模式都较传统变电站有较大区别，对传统二次设备厂商来说也是新鲜事物（如继电保护的原理可以承接，但具体实现方式有较大差异），因而对思源来说意味着新的发展契机。从市场需求来看，数字化变电站的未来发展空间巨大，目前全国 110KV-500KV 变电站近 3 万座，2011-2020 十年间要全部完成数字化及智能化改造；另外，每年都有上千座 35kV 及以上等级新建变电站投入运行。数字化变电站在 2010-2011 年的实际进展比预想的要缓慢，除了前期需要对相关技术标准约定和规范外，与数字化变电站当前整体造价（主要是在线监测产品价格偏贵）较高也有一定关系，但我们也看到，2011

年下半年的几批国网集中招投标中,采购智能保护和智能监控系统的变电站比例在迅速上升,预计推广数字化变电站普及率仍将是国网 2012 年的工作重点。

目前思源电气的变电站自动化产品主要是 110kV 的综合自动化监控系统(每套的价格约 100 多万元),虽然 220kV 以上电压等级的也在研发,但 110kV 是公司主要考虑的电压等级,因其需求数量最多规模最大。2011 年 3 月,思源弘瑞顺利通过“智能变电站及数字化变电站监控系统”类的资质业绩审核,取得了“智能化变电站及数字化变电站监控系统”资质证书,并在 2011 年国网第 4 批输变电项目二次设备集中规模招标采购中首次中标,第 4、5、6 分别中标 10 个 110kV 智能站监控系统(1,268.8 万元)、8 个智能站监控系统(1,575 万元)、32 个智能站监控系统(金额 3,800 万元),三次合计中标金额约 6,644 万元。从监控系统的中标份额来看,已经跻身传统老牌的二次设备厂商之列。由于 2011 年拿到国网资质的时点问题,仅在后三次中标,预计 2012 年中标批次和单次中标金额(期待智能变电站招标提速)均将明显高于 2011 年,未来监控系统进入 220kV 电压等级以及继保系统进入 110-220kV 国网集中招标体系也将是思源弘瑞的重要增长点。

三、盈利预测与投资建议:

模型关键假设:

(1) 从分业务营收增长来看,由于公司生产的主要是 110-220kV 变电站内的一二次设备,目前电网输电主干线的建设速度已趋缓,对于公司传统一次设备如消弧线圈、断路器、互感器等产品,我们认为经过 10 年的发展已进入稳定成熟阶段,主要取决于电网整体的投资额增速,预计这些老产品的营收规模基本保持较恒定水平,或有 5-10%的相对较低增速,其中电容器有特高压项目的业绩弹性。分业务中增速较高的是 GIS、SVG、智能变电站监控系统、在线监测系统新产品,其中 GIS 目前计入“高压开关”的口径,其余新产品计入“其他”的口径,从 2011 年分产品新增订单趋势和这些新产品的市场潜力来看,我们认为可保持 30-50%的增速。整体来看,由于公司营收规模已 20 亿,我们判断公司未来 2 年对新产品的营收贡献弹性在 20%左右。

(2) 毛利率方面,根据近期发布的业绩快报,公司 2011 年产品毛利率同比下降了 5.6%,主要受 2010 年国网实行最低价中标的滞后影响,我们认为 2011 年的毛利率水平将是公司历史低点(包括过去也包括未来 5 年)。预计从 2012 年开始,毛利率会有较明显的回升,主要原因在于 2011 年初国网改用次平均价中标,产品价格较 2010 年已有不同程度的反弹,且同期的主要金属如铜铝等的价格也有下跌(虽然 2012 年 1 月又有抬头趋势,但仍明显低于历史高位水平),这些因素将体现到公司 2012 年毛利率,并且在 2011 年 4Q 已经有所体现(虽然也有一定的交付产品结构变化因素)。我们简单测算认为公司 2012 年综合毛利率较 2011 年至少会有 2-3 个百分点的回升(仅考虑产品售价上调 5%则毛利率将上升 3%左右,尚不考虑原材料因素)。

(3) 期间费用率方面,预计公司 2011 年期间费用率将达到 27%,将是历史最高水平,公司地处经济发达的长三角,人工成本增加显著;此外,几项新业务的培育也需要加大投资,总体导致公司 2011 年期间费用的上涨明显高于公司营收规模增长。但我们认为公司 2012-2013 年的期间费用率较 2011 年会呈下降态势,期间费用的增速将低于营收增长,主要原因是培育的几项新业务在未来 2 年的营收将有快速增长,而其对应的

三项费用较其销售体量更小的阶段是差不多的水平（GIS 就是属于这种情况），因为我们认为公司期间费用率可逐渐恢复到 24-25% 较正常的历史水平。

表 4 思源电气的分项业务收入和毛利率预测表（单位：万元）

分业务	指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
高压开关	销售收入	60,660	63,747	72,034	90,043	108,051
	收入增速	10.84%	5.09%	13.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	45.74%	37.97%	32.00%	34.00%	34.00%
电力自动化产品	销售收入	40,091	33,711	33,711	35,397	37,167
	收入增速	2.52%	-15.91%	0.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	44.71%	44.71%	40.00%	43.00%	43.00%
高压互感器	销售收入	32,130	29,721	30,315	31,831	33,422
	收入增速	32.60%	-7.50%	2.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	37.94%	34.97%	30.00%	33.00%	33.00%
电力电容器	销售收入	25,571	23,671	24,145	26,559	27,887
	收入增速	53.60%	-7.43%	2.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	45.30%	47.82%	42.00%	45.00%	45.00%
其他	销售收入	29,483	35,698	37,483	56,224	75,903
	收入增速	71.52%	21.08%	5.00%	50.00%	35.00%
	毛利率	49.14%	46.01%	41.50%	43.50%	43.50%
主营业务	营业收入	187,933	186,548	197,688	240,053	282,430
	营收增速	23.72%	-0.74%	5.97%	21.43%	17.65%
	综合毛利率	44.56%	41.69%	36.08%	38.64%	38.71%

表 5 思源电气的盈利预测表（单位：万元）

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	188,860.62	187,723.36	197,687.62	240,053.29	282,429.58
减：营业成本	104,713.60	109,454.12	126,361.67	147,304.98	173,114.44
减：营业税金及附加	1,367.45	1,290.10	1,383.81	1,680.37	1,977.01
销售费用	21,416.85	24,456.59	28,664.70	33,607.46	38,127.99
管理费用	22,243.29	23,621.74	26,687.83	31,206.93	35,303.70
财务费用	-59.51	-1,487.91	-1,779.19	-1,680.37	-1,694.58
资产减值损失	1,069.07	3,420.83	1,800.00	2,000.00	2,200.00
加：投资净收益	71,107.25	39,562.46	2,500.00	2,000.00	2,000.00
营业利润	109,217.12	66,530.34	17,068.79	27,933.92	35,401.02
加：营业外收入	3,588.48	6,003.10	3,100.00	3,764.35	4,428.86
减：营业外支出	156.37	624.39	60.00	150.00	150.00
利润总额	112,649.23	71,909.05	20,108.79	31,548.27	39,679.89
减：所得税	23,319.68	13,128.20	2,211.97	3,785.79	4,761.59
净利润	89,329.55	58,780.85	17,896.83	27,762.47	34,918.30
减：少数股东损益	3,207.31	3,345.46	1,200.00	1,400.00	1,600.00

归属于母公司所有者的净利润	86,122.24	55,435.38	16,696.83	26,362.47	33,318.30
股本（万股）	43,968.00	43,968.00	43,968.00	43,968.00	43,968.00
基本每股收益(元)	1.96	1.26	0.38	0.60	0.76

按照思源电气 43,968 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.38 元、0.60 元、0.76 元，归属于母公司净利润增长率分别为-69.88%，57.89%，26.39%，未来三年年均复合增长率预计在 40-50%的水平，对应 2012 年 1 月 20 日收盘价 11.85 元的 PE 分别为 31.20 倍、19.76 倍、15.64 倍。

思源电气是输变电设备领域首屈一指的民营企业，管理团队优秀且切入多个产品领域做到细分市场领军者，公司 2004 年上市至 2009 年是标准的成长股，为投资者带来巨大的回报。在 2010-2011 年，由于外部经营环境恶化（国网投资低迷+最低价中标规则+设备商产能急剧扩张供过于求），加上公司内部产品线衔接有些新老不接（传统成熟业务出现一定下坡，而新产品培育尚未到位连续亏损，吞噬了部分利润），使得公司业绩在这 2 年出现了较大幅度的下滑，也是公司历史上最艰苦的时候，公司由此提出了“二次创业”的口号。

我们判断公司 2012-2013 年业绩将出现较明显的拐点，有望重新步入快车道，新业务如 GIS 和智能变电站等开始放量，毛利率和期间费用率控制将得到改善，利润增长弹性将明显大于营收增长弹性。我们认为，11.00 元以下股价有较高安全边际，建议逢低布局，给予“推荐”评级。

五、风险提示：

（1）电网投资或低于预期，2012 年国网规划投资 3097 亿，同比 2011 年的增速仅 2.58%，但从历年国网的实际执行来看，超预期的可能性依然存在；

（2）公司的变电站监控系统业务较大程度上依赖于智能变电站的建设进程，而后者在 2010-2011 年的实际建设情况均慢于预期，2013 年是否能明显加快仍存在不确定性；

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。