

2020年07月08日

思源电气 (002028.SZ)

公司分析

GIS 量价齐升，未来增长动能充足

投资要点

- ◆ **GIS 量价齐升，盈利有望环比改善：**根据国网电子商务平台披露，截至 2020 年 6 月底，国网输变电项目 GIS 集招总规模 57.6 亿元，约为去年招标额的 78%，其中前三批次变电设备 GIS 集招规模为 30.6 亿元，同比提升 51%。以 220kV GIS 为例，2019 年-2020 上半年 GIS 投标价格整体处于提升趋势，均价较 2019 年同比提升 20% 以上。考虑到 GIS 交付周期和原材料价格下行，我们预计 2020-2021 年公司产品毛利率会有明显提升。
- ◆ **GIS 中标规模和市占率双提升：**公司在国网 2020 年上半年输变电项目 GIS 集招中标近 9 亿元，约为去年 GIS 中标额的 85%，市占率由去年 14.2% 提升至 15.6%。随着下半年招标启动，预计公司全年 GIS 中标订单有望实现高增长。
- ◆ **首次进入意大利市场，海外业务持续突破：**公司 2009 年开始布局海外市场，目前公司产品已覆盖了俄罗斯、印度、乌克兰、巴基斯坦、英国等几十个国家和地区。2020 年 5 月 19 日，思源赫兹中标全球第三大电力公司——意大利国家电力公司全球互感器集采项目，这是公司在意大利市场的首单突破，对思源的国际品牌提升和欧洲市场开拓起到了强有力的助推作用。
- ◆ **在手订单创新高，全年业绩有望高增：**公司 2019 年新增订单 81.2 亿元（不含税），同比增长 21.5%，其中 80% 有望在 2020 年确认。根据公告，公司 2020 年上半年预计实现归母净利润 3.0~4.0 亿元，同比增长 56%~108%，全年业绩有望实现高增长。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 79.3 亿元、96.5 亿元、115.5 亿元，同比增长 24.3%、21.8%、19.6%，归母净利润分别为 8.1 亿元、10.3 亿元、12.4 亿元，同比增长 45.8%、26.3%、20.2%，维持“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示：**电网投资不及预期；海外市场拓展不及预期；新业务产出不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,807	6,380	7,928	9,654	11,546
YoY(%)	6.9	32.7	24.3	21.8	19.6
净利润(百万元)	295	558	813	1,027	1,235
YoY(%)	18.2	89.2	45.8	26.3	20.2
毛利率(%)	30.6	29.3	32.4	32.0	31.6
EPS(摊薄/元)	0.39	0.73	1.07	1.35	1.62
ROE(%)	6.2	11.1	14.5	15.4	15.6
P/E(倍)	51.5	27.2	18.6	14.8	12.3
P/B(倍)	3.3	3.0	2.6	2.3	1.9
净利率(%)	6.1	8.7	10.3	10.6	10.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

电力设备 | 一次设备 III

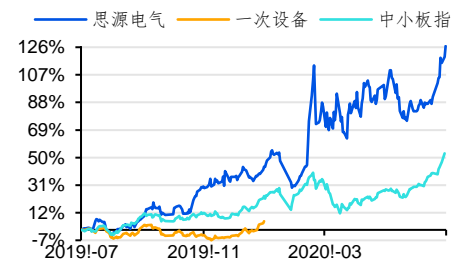
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2020-07-07) **22.65 元**

交易数据

总市值(百万元)	17,218.74
流通市值(百万元)	13,300.85
总股本(百万股)	760.21
流通股本(百万股)	587.23
12个月价格区间	9.25/23.53 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.02	-10.15	70.56
绝对收益	24.72	19.99	119.41

分析师

 肖索
 SAC 执业证书编号：S09105180070004
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20377056

相关报告

 思源电气：新基建发力，输配龙头再起航
 2020-05-29

 思源电气：进入景气周期，业绩有望继续高增
 2020-04-20

内容目录

一、在手订单创新高，全年业绩有望高增	3
二、GIS 市占率提升，盈利有望环比改善	4
三、首次进入意大利市场，海外业务持续突破	6
四、盈利预测及投资建议	6
五、风险提示	7

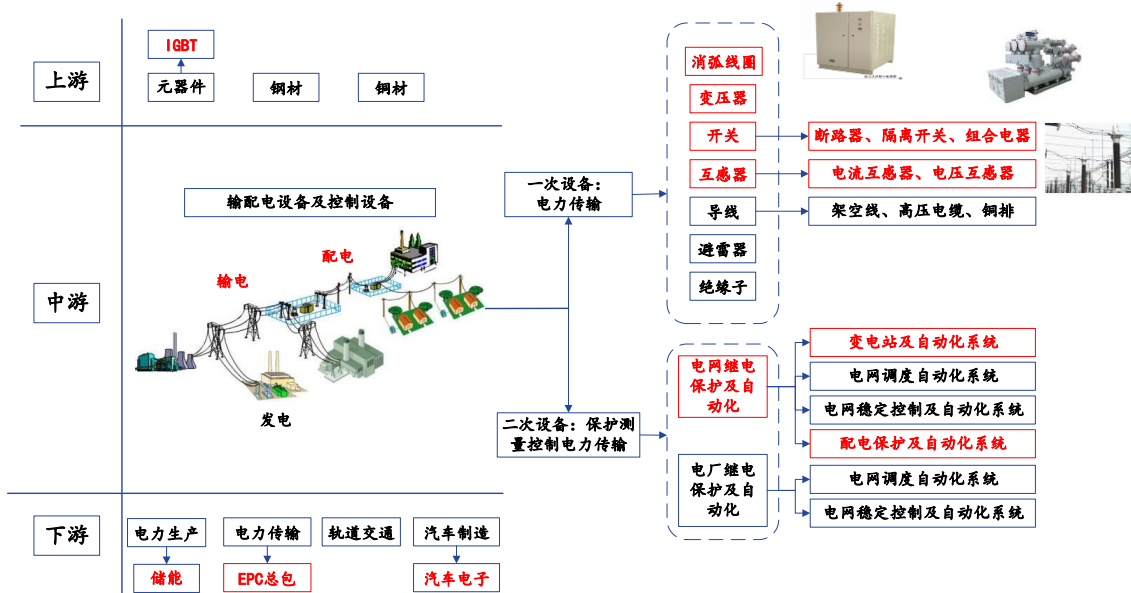
图表目录

图 1：思源电气主营业务构成及其所处产业链位置	3
图 2：公司 2019 年新增订单同增 21.5%	3
图 3：公司 2020H1 归母净利润预计同增 56%~108%	3
图 4：2020 年上半年国网输变电设备集中招标规模占比（按金额）	4
图 5：国网 2020 年 GIS 设备迎来量价齐升	4
图 6：思源电气 2020 年上半年 GIS 中标规模近 9 亿元	4
图 7：国网 2019 年输变电设备集招中标情况（组合电器）	5
图 8：国网 2020 年上半年输变电设备集招中标情况（组合电器）	5
图 9：原材料价格处于下行通道（钢，元/吨）	5
图 10：思源电气海外业务收入及占比（亿元）	6
表 1：思源电气主要产品类别	3
表 2：思源电气海外项目情况	6
表 3：思源电气盈利预测拆分表（亿元）	7

一、在手订单创新高，全年业绩有望高增

思源电气主营业务为输配电设备的研发、生产、销售及服务，产品覆盖传统一次设备、二次设备和电力电子装置的产品制造和解决方案，是长江以南地区少有的输配电行业优秀民营企业。

图 1：思源电气主营业务构成及其所处产业链位置



资料来源：公司官网，华金证券研究所（红框内为公司主营业务，标红字体为公司涉足领域）

公司目前主营业务分为五大类，分别为开关类、线圈类、无功补偿类、智能设备类和工程总包业务，主要产品包括高压开关、电容器、互感器、继电保护、监控、监测系统、无功补偿、有源滤波等核心电气设备，工程总包业务主要为海外输配电工程项目承包，未来有望成为公司业绩新增长点。

表 1：思源电气主要产品类别

类别	主要产品	营收（占比）	毛利率
开关类产品	组合电器（GIS）、隔离开关、断路器	27.3 亿元（43%）	30.9%
线圈类产品	消弧线圈、电抗器、互感器、变压器	13.7 亿元（21%）	34.8%
无功补偿类产品	电力电子成套设备、电力电容器、整流器、充电桩	9.1 亿元（14%）	25.6%
智能设备类产品	变电站自动化及继电保护系统、油色谱及在线监测系统	5.4 亿元（8%）	40.9%
工程总包	工程总承包	7.7 亿元（12%）	10.3%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

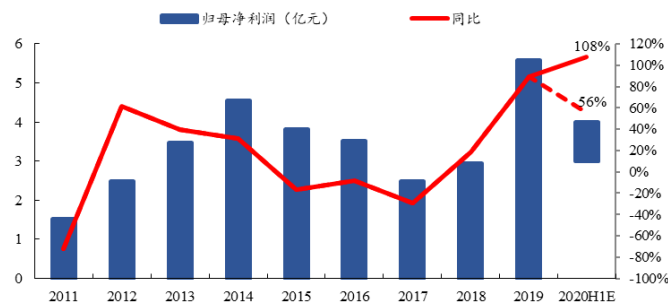
公司 2019 年新增订单 81.2 亿元（不含税），同比增长 21.5%，其中 80%有望在 2020 年确认。根据公告，公司 2020 年上半年预计实现归母净利润 3.0~4.0 亿元，同比增长 56%~108%，全年业绩有望实现高增长。

图 2：公司 2019 年新增订单同增 21.5%

图 3：公司 2020H1 归母净利润预计同增 56%~108%



资料来源: Wind, 华金证券研究所

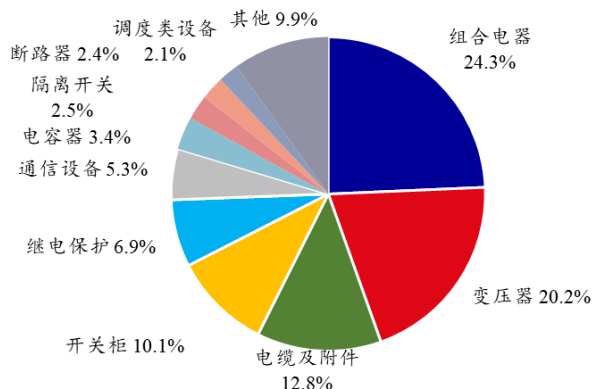


资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、GIS 市占率提升，盈利有望环比改善

GIS 技术门槛高，二三线厂商难以进入。六氟化硫封闭式组合电器也叫“气体绝缘开关设备”（GIS, Gas Insulated Switchgear），是将变电站中除变压器以外的一次设备，如断路器、隔离开关、接地开关、互感器等，经过优化设计有机的组合成一个整体，具有体积小、可靠性高、维护方便等优点，但由于价格贵、结构复杂、技术门槛高，二三线厂商短时间难以进入。在国网输变电设备集中招标中，GIS 占比稳定在 25%左右，是招标总额最大的设备种类。

图 4: 2020 年上半年国网输变电设备集中招标规模占比（按金额）

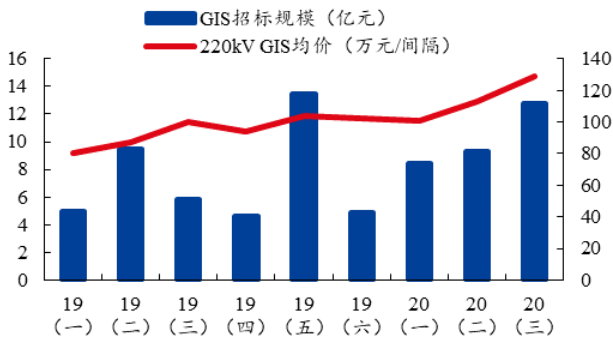


资料来源: 国家电网, 华金证券研究所

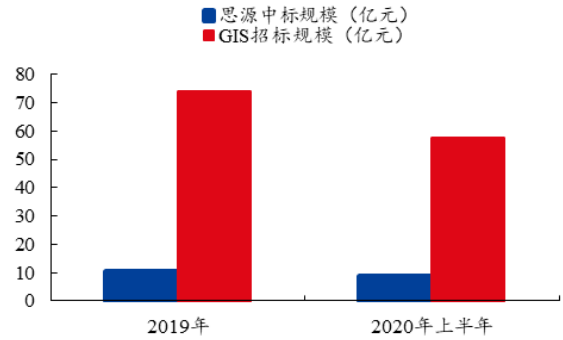
GIS 量价齐升，盈利有望环比改善。根据国家电网电子商务平台披露，截至 2020 年 6 月底，国网输变电项目 GIS 集招总规模 57.6 亿元，约为去年招标额的 78%，其中前三批次变电设备 GIS 集招规模为 30.6 亿元，同比提升 51%。以 220kV GIS 为例，2019 年-2020 上半年 GIS 投标价格整体处于提升趋势，均价较 2019 年同比提升 20%以上。根据 GIS 交付周期，我们预计 2020-2021 年公司产品毛利率会有明显提升。

图 5: 国网 2020 年 GIS 设备迎来量价齐升

图 6: 思源电气 2020 年上半年 GIS 中标规模近 9 亿元



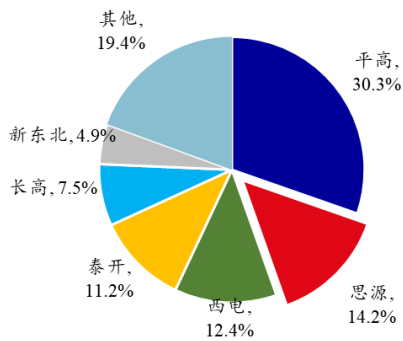
资料来源: 国家电网, 华金证券研究所



资料来源: 国家电网, 华金证券研究所

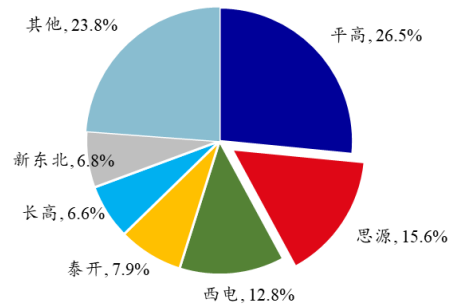
GIS 中标规模和市占率双提升。根据国家电网电子商务平台披露, 公司在国网 2020 年上半年输变电项目 GIS 集招中中标近 9 亿元, 约为去年 GIS 中标额的 85%, 市占率由去年 14.2% 提升至 15.6%。随着下半年招标启动, 预计公司全年 GIS 中标订单有望实现高增长。

图 7: 国网 2019 年输变电设备集招中标情况 (组合电器)



资料来源: 国家电网, 华金证券研究所

图 8: 国网 2020 年上半年输变电设备集招中标情况 (组合电器)



资料来源: 国家电网, 华金证券研究所

原材料价格下行, 成本加成模式将受益。公司主要产品采用成本加成的定价模式, 即根据原材料的现价, 按照一定毛利率计算确定。公司主要原材料为硅钢片、铜、铁、铝, 原材料占生产成本比例大约为 88%~90%, 一般在中标后 2~3 个月内与供应商签订采购合同。因此, 若原材料价格处于下行通道, 则有利于公司毛利率的提升。

图 9: 原材料价格处于下行通道 (钢, 元/吨)

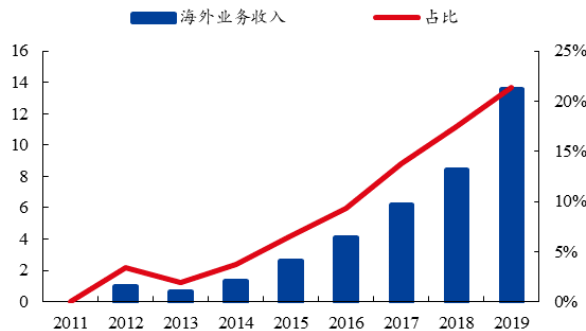


资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、首次进入意大利市场，海外业务持续突破

公司利用在输配电领域的产品优势及长期积累的客户资源，于 2009 年开始布局海外市场。目前公司产品已覆盖了俄罗斯、印度、乌克兰、巴基斯坦、英国等几十个国家和地区，同时海外 EPC 业务也取得了长足发展。2019 年公司新增海外订单约 16 亿元，其中约一半为 EPC 总包业务，主要以非洲、巴基斯坦等国家的援助项目为主，回款情况较好。未来随着海外市场的开拓力度加大，公司有望继续保持高增长。

图 10：思源电气海外业务收入及占比（亿元）



资料来源：国家电网，华金证券研究所

2020 年 5 月 19 日，思源赫兹中标全球第三大电力公司——意大利国家电力公司全球互感器集采项目，这是公司在意大利市场的首单突破，对思源的国际品牌提升和欧洲市场开拓起到了强有力的助推作用。

表 2：思源电气海外项目情况

时间	项目
2013 年	巴基斯坦伊斯兰堡国际机场 145kV 变电站项目
2014 年	肯尼亚 33kV 输电线路扩建项目
2014 年	巴西世界杯贝拉里奥体育场变电站 GIS 设备订单
2014 年	墨西哥国家电网公司 252kV GIS 项目
2014 年	俄罗斯圣彼得堡亚尼诺二号变电站
2014 年	埃塞俄比亚 500KV 输变电工程项目电容器
2015 年	莫桑比克 110kV 变电站项目
2015 年	肯尼亚 220kV 与 132kV 电站改造与新建项目
2017 年	加纳 161kV 线路项目
2018 年	中标英国电网电流互感器项目
2018 年	加纳 330kV 变电站项目
2020 年	中标意大利国家电网全球互感器集采项目

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

考虑到今年是电网投资大年，公司新增订单预计将保持高位，传统业务有望保持稳步增长，新业务目前占比较小，业绩贡献有限，未来有望成为公司新的增长点。我们预计公司开关类、

线圈类产品未来三年将保持 20%~30%左右增速增长，无功补偿类、智能设备类产品以及 EPC 业务保持 15%~25%左右增速增长，毛利率较 2019 年同比提升 2~3pct 左右。

表 3：思源电气盈利预测拆分表（亿元）

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
高压开关	营收	20.8	27.3	35.5	44.3	53.2
	yoy	-2.8%	30.9%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	30.0%	30.9%	35.0%	35.0%	35.0%
线圈类产品	营收	9.7	13.7	17.1	20.6	24.7
	yoy	17.7%	41.9%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	35.0%	34.8%	36.0%	35.0%	35.0%
无功补偿类	营收	8.3	9.1	10.5	12.1	13.9
	yoy	13.1%	10.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	24.8%	25.6%	28.0%	27.0%	25.0%
智能设备类	营收	4.6	5.4	6.2	7.1	8.2
	yoy	15.6%	17.4%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	37.2%	40.9%	41.0%	40.0%	40.0%
工程总包	营收	2.9	7.7	9.2	11.5	14.3
	yoy		164.7%	20.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	23.7%	10.3%	15.0%	15.0%	15.0%
营业总收入	亿元	48.1	63.8	79.3	96.5	115.5
	yoy	6.9%	32.7%	24.5%	21.8%	19.6%
整体毛利率		30.4%	29.3%	32.4%	32.0%	31.6%
归母净利润	亿元	2.9	5.6	8.1	10.3	12.4
	yoy	18.2%	89.3%	45.8%	26.3%	20.2%

资料来源：Wind，华金证券研究所

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 79.3 亿元、96.5 亿元、115.5 亿元，同比增长 24.3%、21.8%、19.6%，归母净利润分别为 8.1 亿元、10.3 亿元、12.4 亿元，同比增长 45.8%、26.3%、20.2%，维持“买入-A”投资评级。

五、风险提示

- 1、电网投资不及预期。**电网投资受经济环境和政策的影响，若经济下行导致用电量下滑，电网投资有收缩可能，可能会影响公司主营业务收入。
- 2、海外市场拓展不及预期。**公司海外市场主要集中在非洲等国家，政治及经济环境存在一定不确定性，可能会对公司海外订单的确认产生一定影响。
- 3、新业务产出不及预期。**公司变压器、整流器等新业务为刚收购业务，公司需要一定时间的管理磨合，因此短期存在产出不及预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5601	6831	7829	9833	11069	营业收入	4807	6380	7928	9654	11546
现金	1298	1669	2174	3025	3827	营业成本	3336	4510	5358	6569	7894
应收票据及应收账款	2939	3051	3420	3866	4097	营业税金及附加	34	35	48	53	64
预付账款	91	117	143	174	205	营业费用	573	671	832	965	1132
存货	1061	1542	1550	2240	2314	管理费用	228	251	301	357	416
其他流动资产	213	453	542	529	626	研发费用	345	387	476	579	693
非流动资产	1978	2014	2087	2148	2211	财务费用	-33	8	5	-1	-5
长期投资	10	4	-4	-11	-18	资产减值损失	132	-11	0	0	0
固定资产	528	513	596	666	737	公允价值变动收益	0	4	1	1	1
无形资产	172	249	248	249	250	投资净收益	30	5	24	21	20
其他非流动资产	1269	1247	1245	1244	1243	营业利润	275	628	933	1153	1375
资产总计	7579	8845	9915	11981	13280	营业外收入	47	9	36	30	31
流动负债	2842	3596	3885	4941	5039	营业外支出	5	5	7	5	6
短期借款	105	25	65	45	55	利润总额	317	632	962	1177	1400
应付票据及应付账款	1802	2386	2485	3227	3351	所得税	23	56	93	97	120
其他流动负债	934	1185	1335	1669	1633	税后利润	294	576	869	1080	1281
非流动负债	30	51	39	45	42	少数股东损益	-1	18	56	53	46
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	295	558	813	1027	1235
其他非流动负债	30	51	39	45	42	EBITDA	371	669	989	1203	1421
负债合计	2872	3647	3924	4986	5081	主要财务比率					
少数股东权益	137	156	212	264	310	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	760	760	760	760	760	成长能力					
资本公积	62	70	70	70	70	营业收入(%)	6.9	32.7	24.3	21.8	19.6
留存收益	3746	4247	4917	5747	6753	营业利润(%)	-0.2	128.0	48.6	23.6	19.3
归属母公司股东权益	4570	5042	5779	6731	7890	归属于母公司净利润(%)	18.2	89.2	45.8	26.3	20.2
负债和股东权益	7579	8845	9915	11981	13280	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	30.6	29.3	32.4	32.0	31.6
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	6.1	8.7	10.3	10.6	10.7
经营活动现金流	174	831	687	1081	1029	ROE(%)	6.2	11.1	14.5	15.4	15.6
净利润	294	576	869	1080	1281	ROIC(%)	5.6	10.4	14.0	14.9	14.9
折旧摊销	87	86	82	100	121	偿债能力					
财务费用	-33	8	5	-1	-5	资产负债率(%)	37.9	41.2	39.6	41.6	38.3
投资损失	-30	-5	-24	-21	-20	流动比率	2.0	1.9	2.0	2.0	2.2
营运资金变动	-285	174	-244	-77	-345	速动比率	1.5	1.4	1.6	1.5	1.7
其他经营现金流	142	-7	-1	-1	-1	营运能力					
投资活动现金流	-379	-382	-129	-140	-163	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
筹资活动现金流	-57	-169	-53	-90	-64	应收账款周转率	1.7	2.1	2.5	2.7	2.9
						应付账款周转率	2.0	2.2	2.2	2.3	2.4
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.73	1.07	1.35	1.62	P/E	51.5	27.2	18.6	14.8	12.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	1.09	0.90	1.42	1.35	P/B	3.3	3.0	2.6	2.3	1.9
每股净资产(最新摊薄)	6.01	6.63	7.60	8.85	10.38	EV/EBITDA	38.0	20.1	13.1	10.1	8.0

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

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；

分析师声明

肖索声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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，需在允许范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn