

**思源电气(002028)/电气设备**
**电力设备民企龙头，多级驱动力支撑高增**
**评级：增 持(首次)**

市场价格：20.51

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,806.62	6,380.10	8,151.31	10,007.15	11,616.50
增长率 yoy%	6.94%	32.74%	27.76%	22.77%	16.08%
净利润	294.62	557.56	807.21	1,035.16	1,296.09
增长率 yoy%	18.23%	89.25%	44.77%	28.24%	25.21%
每股收益(元)	0.39	0.73	1.06	1.36	1.70
每股现金流量	-0.35	0.37	0.78	0.96	1.42
净资产收益率	6.45%	11.06%	13.07%	14.47%	15.98%
P/E	53.0	28.0	19.4	15.1	12.1
PEG	0.99	0.86	0.43	0.28	0.37
P/B	3.4	3.1	2.5	2.2	1.9

备注：股价取自 2020 年 5 月 11 日收盘价

**投资要点**

- **深耕输配电领域近 30 年，打造国内电力设备民企龙头。**公司发源于上海交大，成立至今聚焦输配电领域，前期通过线圈类产品突破市场，中期持续并购不断完善一、二次设备产业链，打造业内领先的输配电设备及综合解决方案提供商。近十五年公司营收复合增速接近 30%，已打造十多个制造实体，产品覆盖超高压、高压开关设备、变压器、继电保护及自动化系统、无功补偿装置、测量监测装置、电力电子设备、汽车电子等专业领域，为国内电力设备民企龙头。
- **一次设备多环节领导者，招标门槛提升支撑份额增长。**公司在一次多环节核心设备领域份额领先，2019 年输变电项目变电设备招标中，公司在消弧线圈、断路器、隔离开关、电容器、互感器、GIS 环节中标份额分别为 22%/38%/19%/18%/22%/12%，在继电保护和智能变电站环节份额为 1.8%。近年来国家电网大力推进采购设备质量的提升与供应商资质管控，凭借业内领先的技术与研发实力，公司中标份额预计将进一步提升。
- **充沛订单确保全年高增，原料下跌带动毛利率提升。**2019 年公司新增订单 81.2 亿元(不含税)，同增 21.5%，其中海外新增订单 16 亿元(不含税)，同增 18%；近三年公司新增订单持续超越行业增长，主要由于公司品牌力提升及竞争格局优化带来的份额提升、海外市场拓展顺利、新产品持续突破。2020 年初至今核心原材料下滑幅度较大，预计 2019 年末公司在手订单 80 亿元左右，充沛在手订单将支撑全年高增，且毛利率有望显著回暖。
- **特高压招标即将爆发，公司有望充分受益。**公司 2011 年进入 1000kV 领域，三轮特高压建设周期中，公司在直流/交流特高压项目电容器环节份额达 14%/12%，在直流/交流特高压项目互感器环节份额达 23%/7%，稳居第一梯队。2020 年国家电网特高压投资规划达 1811 亿元，超市场预期，预计 2020 年核心设备招标规模达 250 亿元，公司为特高压建设环节重要参与者之一，有望充分受益。
- **海外业务拓展顺利，新业务布局带来增长新潜力。**2009 年公司设立思源输配电工程，大力布局海外业务，2013-2019 年公司海外营收复合增速高达 42.9%，业务占比由 2.5%提升至 21.3%；2019 年末公司仍有 31 个在建 EPC 总包项目，将支撑海外业务收入规模持续上台阶。2016 年起公司陆续筹备切入充电桩、超级电容、变压器、半导体等领域，持续拓展产品线布局、加速新兴业务培育，打造多级增长驱动力。
- **投资建议：**公司为国内电力设备民企供应商龙头，产业链布局完整，一次设备多环节份额领先。国网持续提升采购设备质量，公司凭借技术与产品优势，份额有望继续提升；特高压投资超预期，公司有望受益；新兴业务布局顺利，未来有望贡献增长新增量。**公司在手订单充沛，毛利率有望回升，预计 2019-2021 年公司归母净利润将分别达 8.07/10.35/12.96 亿元，EPS 分别为 1.06/1.36/1.70 元，对应 2020 年 5 月 15 日收盘价 PE 分别为 19.3/15.1/12.0，首次覆盖，给与增持评级。**
- **风险提示：**电网投资不及预期、特高压推进不及预期、海外业务不及预期

**基本状况**

总股本(百万股)	760
流通股本(百万股)	587
市价(元)	19.28
市值(百万元)	15602
流通市值(百万元)	12016

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

## 内容目录

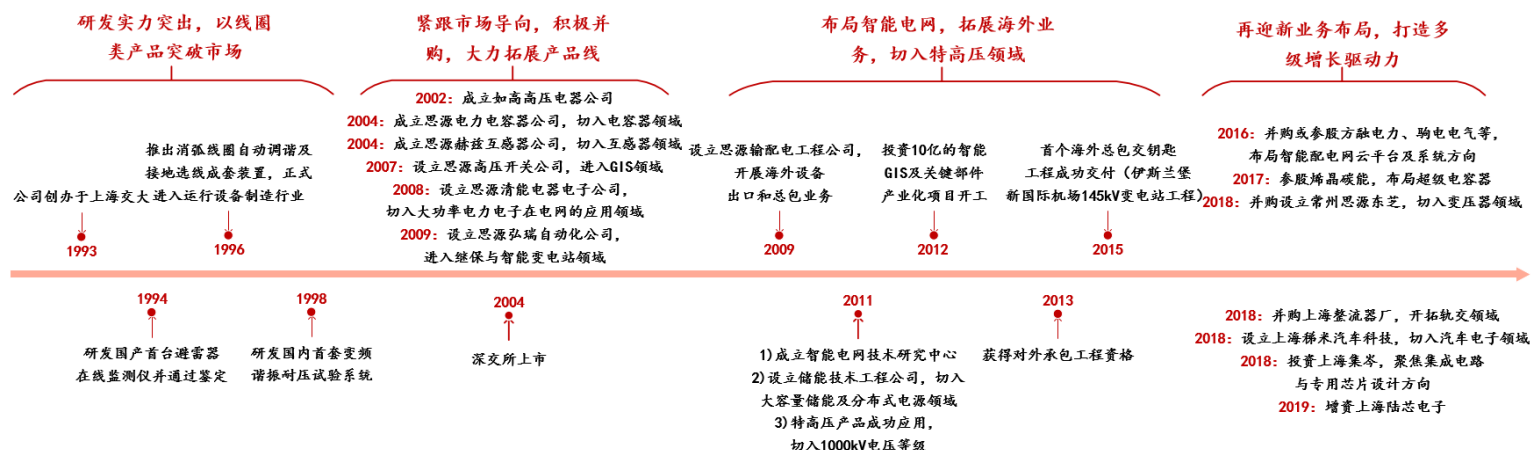
电力设备民企龙头 加速多元化布局.....	- 4 -
一次设备多环节领导者 招标门槛提升支撑份额增长.....	- 9 -
充沛订单确保全年高增 原料下跌带动毛利率提升.....	- 12 -
特高压建设超预期 招标金额有望爆发.....	- 15 -
海外业务拓展顺利 新业务布局带来增长新潜力.....	- 18 -
投资建议.....	- 19 -
风险提示.....	- 20 -
图表 1: 公司历史沿革.....	- 4 -
图表 2: 公司主要产品总览.....	- 5 -
图表 3: 主要子公司及对应业务总览.....	- 6 -
图表 4: 公司股权结构 (截至 2020Q1) .....	- 6 -
图表 5: 营收持续稳健增长, 净利润波动相对较大 (金额: 亿元) .....	- 7 -
图表 6: 毛利率与净利率整体趋稳.....	- 7 -
图表 7: 公司期间费用管控良好.....	- 8 -
图表 8: 公司近年来研发投入占比维持在 7% 左右 (金额: 亿元) .....	- 8 -
图表 9: 公司资产负债率保持健康 (金额: 亿元) .....	- 8 -
图表 10: 2019 年经营现金流保持健康 (金额: 亿元) .....	- 8 -
图表 11: 近两年公司工程总包业务占比持续提升.....	- 9 -
图表 12: 2019 年公司高压开关及其他业务毛利率有所提升.....	- 9 -
图表 13: 公司主要产品经营数据及份额情况总览.....	- 10 -
图表 14: 2019 年输变电项目——互感器格局 (按数量) .....	- 10 -
图表 15: 2019 年输变电项目——电容器格局 (按数量) .....	- 10 -
图表 16: 2019 年输变电项目——GIS 格局 (按数量) .....	- 11 -
图表 17: 2019 年输变电项目——消弧线圈格局 (按数量) .....	- 11 -
图表 18: 2019 年输变电项目——断路器格局 (按数量) .....	- 11 -
图表 19: 2019 年输变电项目——隔离开关格局 (按数量) .....	- 11 -
图表 20: 公司近三年新增订单重回高增长, 超越电网投资.....	- 12 -
图表 21: 公司营收规模与当年新增订单规模呈现较强相关性.....	- 13 -
图表 22: 公司营收增速与当年新增订单增速呈现较强相关性.....	- 13 -
图表 23: 公司 2019 年末在手订单 (不含税) 预计在 80 亿元左右 .....	- 13 -

图表 24: 年初至今铝价格走势 .....	- 14 -
图表 25: 年初至今钢价格走势 .....	- 14 -
图表 26: 年初至今注塑价格走势 .....	- 14 -
图表 27: 年初至今铜价格走势 .....	- 14 -
图表 28: 年初至今生铁价格走势 .....	- 14 -
图表 29: 年初至今主要原材料价格下滑幅度 .....	- 14 -
图表 30: 2020 年特高压建设及投资规模大超预期 .....	- 15 -
图表 31: 2019-2025 年招标线路及核心设备招标金额测算 .....	- 16 -
图表 32: 2019 年公司特高压项目中标情况 .....	- 16 -
图表 33: 直流特高压工程——互感器中标格局（按数量统计） .....	- 17 -
图表 34: 交流特高压工程——互感器中标格局（按数量统计） .....	- 17 -
图表 35: 直流特高压工程——电容器中标格局（按数量统计） .....	- 17 -
图表 36: 交流特高压工程——电容器中标格局（按数量统计） .....	- 17 -
图表 37: 公司海外业务占比持续提升 .....	- 18 -
图表 38: 2014 年以来海外业务保持较高增速 .....	- 18 -
图表 39: 2016 年以来公司积极拓展产品线布局、加速新兴业务培育 .....	- 19 -
图表 40: 公司估值对比（股价日期为 2020 年 5 月 11 日） .....	- 20 -
图表 41: 公司财务预测（金额：百万元，2020 年 5 月 11 日收盘价） .....	- 21 -

## 电力设备民企龙头 加速多元化布局

- **深耕输配电领域近 30 年，打造国内电力设备民企龙头。**公司发源于上海交通大学，1993 年成立至今聚焦于输配电领域，前期通过线圈类产品突破市场，通过持续并购不断完善一、二次设备产业链，打造业内领先的输配电设备及综合解决方案提供商。2004 年公司登陆深交所，近十五年持续稳健增长，营收复合增速接近 30%，2019 年营收达 63.8 亿元、新签订单 80 亿元（不含税），目前拥有十多个制造实体，产品覆盖超高压、高压开关设备、变压器、继电保护及自动化系统、无功补偿装置、测量监测装置、电力电子设备、汽车电子等专业领域，为国内电力设备民企龙头。

图表 1：公司历史沿革



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- **公司产品线覆盖一次&二次设备、电力电子、EPC 等领域。**经多年投入及拓展，公司已从成立初期的单一产品发展为覆盖一次设备、二次设备、电力电子设备、EPC 总包等多元化业务线的产品及解决方案提供商。目前公司主要产品包括有 550kV 及以下 GIS、220kV 及以下变电站继电保护设备和监控系统、750kV 及以下 SF6 断路器和隔离开关、1000kV 及以下电力电容器成套装置、1000kV 及以下电流和电压互感器、500kV 及以下直流断路器、220kV 及以下变压器、66kV 及以下中性点接地成套装置、66kV 及以下电抗器、动态无功补偿、有源滤波装置、充电桩、油色谱及在线监测系统。

图表 2: 公司主要产品总览

产品线	主要产品	产品细分及型号	产品线	主要产品	产品细分及型号
组合电器	GIS	SF6 气体绝缘组合电器	中性点设备	消弧线圈	消弧线圈自动调谐及选线成套装置
	HGIS	SF6 气体绝缘高压复合组合电器			并联中电阻选线成套装置
敞开式设备	断路器	一二次融合柱上成套断路器	电能质量	电阻	ENGR 只能型电阻接地成套装置
		集成式智能隔离断路器			SR-JXB 系列
		无功补偿专用六氟化硫瓷柱式断路器		电容器	智能一体化电容器
		六氟化硫罐式断路器			脉冲电容器
		户外高压交流真空断路器			集合式并联电容器
		户外高压交流真空断路器/重合器			串联电容器
		SF6 罐式断路器			滤波电容器
					并联电容器
	隔离开关	地铁接触网专用二楼开关		电抗器	串联电抗器
		户外铁路接触网专用隔离开关			并联电抗器
		户外高压交流隔离开关		高压 SVG	10kV 及以下高压/35kV 降压式高压/35kV 直挂式高压/移动式高压动态无功补偿及有源谐波治理装置
		GW4A 系列			低压动态无功补偿装置 (QNSVG)
		GWA5A 系列		低压 SVG	户外柱上无功补偿装置 (QNSVG-Z)
		GW6B 系列			混合型动态无功补偿装置 (QNTSVG)
		GW7B 系列		低压 APF	有源滤波装置
		GW22B 系列			电气化铁路自耦变压器
		GW23B 系列		新能源设备	QNAC-B 系列交流充电桩
	互感器	JW10 系列			QNAC-A 系列直流充电机
		电流互感器	变压器	电力变压器	太阳能发电系统联合变压器
		电压互感器			太阳能发电中间变压器
	熔断器	GIS 配套用电压互感器			电力变压器
		普通型跌落式熔断器		配电用油浸式变压器	油枕形配电用油浸式变压器
	负荷开关	负荷型跌落式熔断器			氮气密封形配电用油浸式变压器
		户外高压脚力 SF6 负荷开关		电炉变压器	33kV-64MVA
		户外高压交流隔离符合开关		环氧浇注式变压器	10~35kV-5000kVA 环氧浇注式变压器
		户外高压交流真空负荷开关		整流变压器	10kV-3×7070kVA 变频油浸式变压器
中性点设备	消弧线圈	消弧线圈自动调谐及选线成套装置		高压变频器专用干式多脉波整流变压器	6kV-2400kVA 变频用干式整流变压器
		并联中电阻选线成套装置			
	电阻	ENGR 只能型电阻接地成套装置			
		SR-JXB 系列			

来源: 公司官网, 公司公告, 中泰证券研究所

- **多元化制造实体支撑电力设备全产业链覆盖。**公司上市以来通过设立子公司与多次外延式并购持续丰富产品线, 已形成十多个制造实体, 分布于上海、如皋、常州、南京等地, 主要子公司包括思源高压开关 (GIS 等)、如高高压电器 (隔离开关及断路器等)、思源弘瑞 (继保及自动化等)、思源赫兹 (互感器)、思源电力电容器 (电容器)、思源输配电工程 (海外 EPC)、东芝变压器 (变压器)、梯米汽车科技 (超级电容模组) 等。



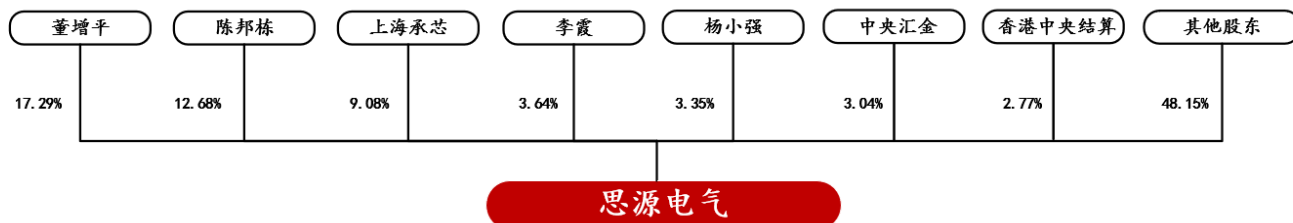
图表 3: 主要子公司及对应业务总览

序号	子公司	持股比例 (%)	2019 营收 (亿元)	2019 净利 润 (亿元)	主营业务
1	上海思源高压开关有限公司	100	18.01	1.26	GIS、HGIS 和罐式断路器
2	江苏省如高高压电器有限公司	95.48	10.88	1.26	800kV 及以下高压交流隔离开关、 252kV 及以下断路器、12kV-36kV 配 电网柱上产品
3	上海思弘瑞电力控制技术有限公司	91.39	5.88	0.65	继保和变电自动化整体解决方案、配 电自动化解决方案等
4	江苏思源赫兹互感器有限公司	90	5.33	0.76	互感器等
5	上海思源输配电工程有限公司	100			海外 EPC 业务等
6	江苏思源变压器有限公司	100			变压器产品
7	上海穉米汽车科技有限公司	55			超级电容模组
8	上海思源电力电容器有限公司	75			电容器等
9	上海思源光电有限公司	100			中性点接地成套装置、电抗器、在线 监测、试验设备
10	江苏聚源电气有限公司	100 (间接)			敞开式高压电器、高压组合电器等
11	思源清能电气电子有限公司	100			无功补偿 (SVG)、有源电力滤波 (APF)、充电桩、整流变频设备等
12	上海思源弘瑞自动化有限公司	91.39 (间接)			继保和变电自动化整体解决方案、配 电自动化解决方案等
13	上海思源储蓄技术工程有限公司	100			储能及分布式电源产品
14	上海思源驹电电气科技有限公司	54.29			局部放电传感器、局放在线监测装置
15	常州思源东芝变压器有限公司	90			电力变、整流变、电炉变等
16	上海整流器厂有限公司	100 (间接)			整流器产品等

来源: 公司公告, wind, 中泰证券研究所

- **公司股权结构:** 公司实控人为董增平先生与陈邦栋先生, 且为一致行动人; 截至 2020 年一季度末, 董增平先生持股比例 17.29%、陈邦栋先生持股比例 12.68%、前十大股东持股比例合计为 54.25%。

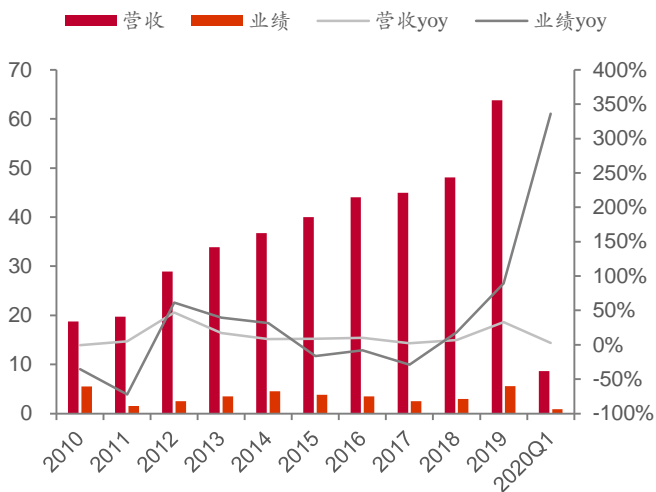
图表 4: 公司股权结构 (截至 2020Q1)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

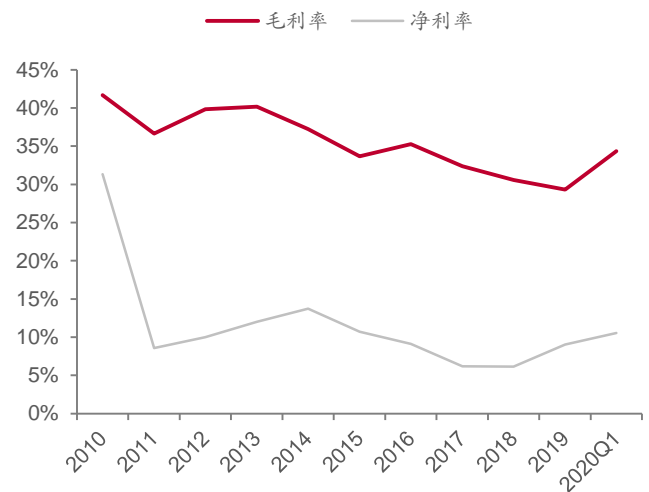
- **营收持续稳健增长，净利润波动相对较大，盈利能力趋稳。**近十年公司营业收入规模持续稳健增长，2010-2019 年营收复合增速达 15%，2019 年营收 63.80 亿元，同比大幅增长 32.74%，2020Q1 营收 8.65 亿元，同比增长 2.69%；归母净利润波动相对较大，主要与市场竞争程度变化及国网招标价格波动有关，2019 年为 5.58 亿元，同比大幅增长 89.25%，2020Q1 归母净利润为 0.88 亿元，同比大幅增长 336%。近十年公司毛利率与净利率整体趋稳，2019 年分别为 29.31%/9.03%，分别同比变动 -1.28/+2.91pct；2020Q1 分别为 34.34%/10.53%。

图表 5: 营收持续稳健增长，净利润波动相对较大 (金额: 亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

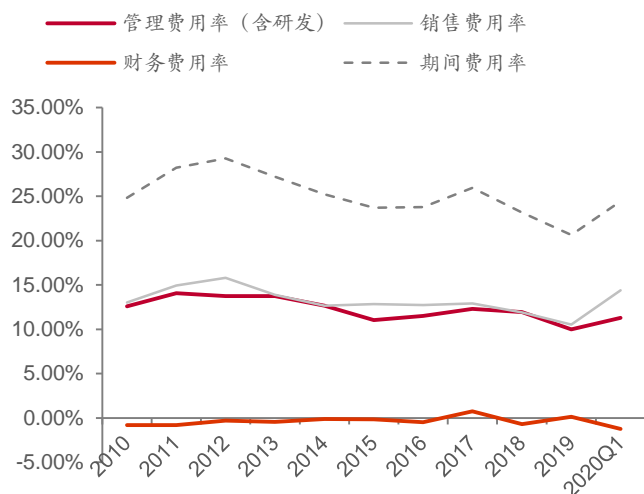
图表 6: 毛利率与净利率整体趋稳



来源: wind, 中泰证券研究所

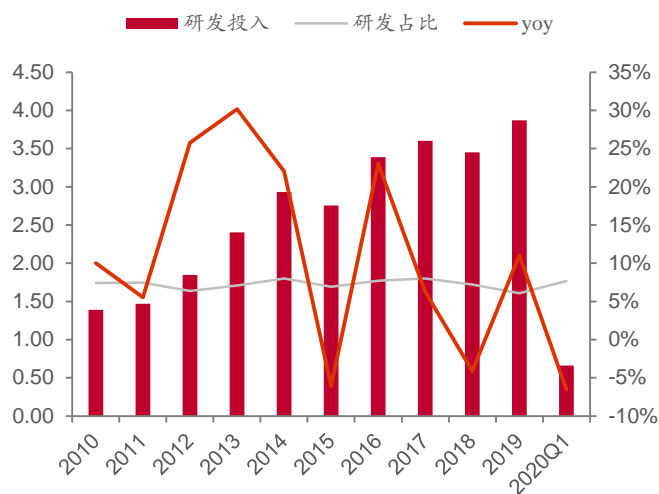
- **费用管控良好，坚持高研发投入。**近十年公司期间费用管控良好，2019 年管理费用 (含研发)、销售费用、财务费用率分别为 10.00%/10.52%/0.12%，期间费用率为 20.64%，同比下降 2.52pct；2020 年一季度管理费用 (含研发)、销售费用、财务费用率分别为 11.29%/14.38%/-1.22%，期间费用率为 24.45%，同比下降 5.24pct，其中财务费用同比下滑较多主要由于汇率变化影响。公司坚持高研发投入，近十年研发投入占比维持在 7%左右，2019 年及 2020 年一季度公司研发投入分别为 3.87/0.66 亿元，研发投入占比分别达 6.1%/7.7%。

图表 7：公司期间费用管控良好



来源：wind，中泰证券研究所

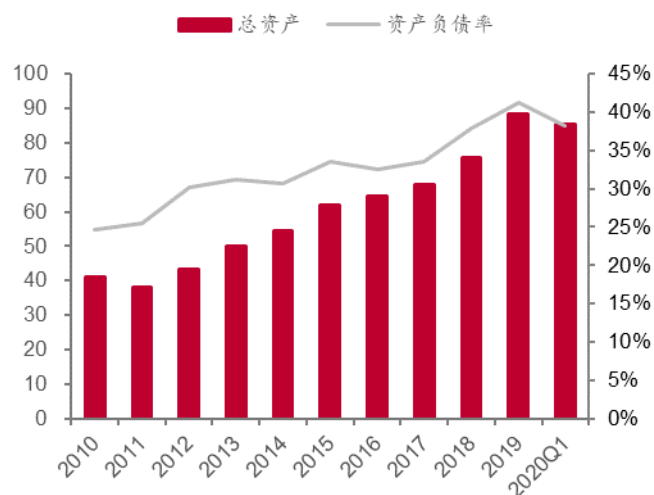
图表 8：公司近年来研发投入占比维持在 7% 左右（金额：亿元）



来源：wind，中泰证券研究所

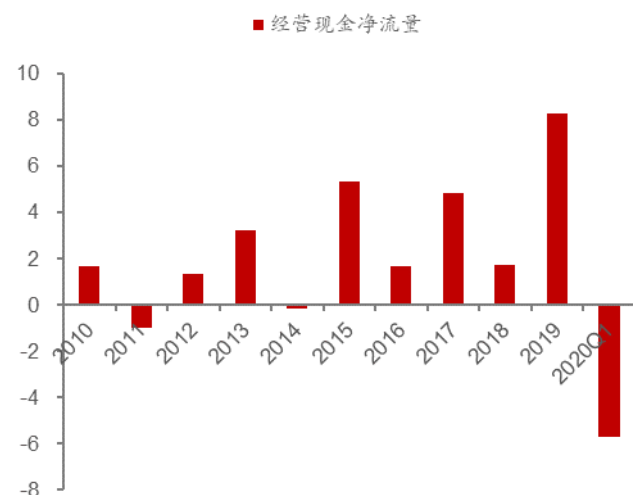
- **资产负债率保持健康，2019 年经营现金流净额大幅提升。**截至 2020 年一季度末，公司总资产规模为 85.53 亿元，资产负债率为 38.16%，保持健康。2019 年公司经营性现金净流量为 8.31 亿元，同比大幅提升；2020 年一季度公司经营性现金净流量为 -5.70 亿元，同比下滑主要由于材料采购增加。

图表 9：公司资产负债率保持健康（金额：亿元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 10：2019 年经营现金流保持健康（金额：亿元）



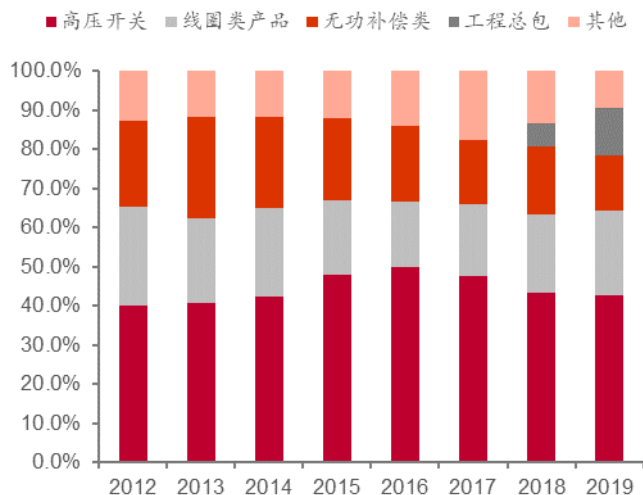
来源：wind，中泰证券研究所



## 一次设备多环节领导者 招标门槛提升支撑份额增长

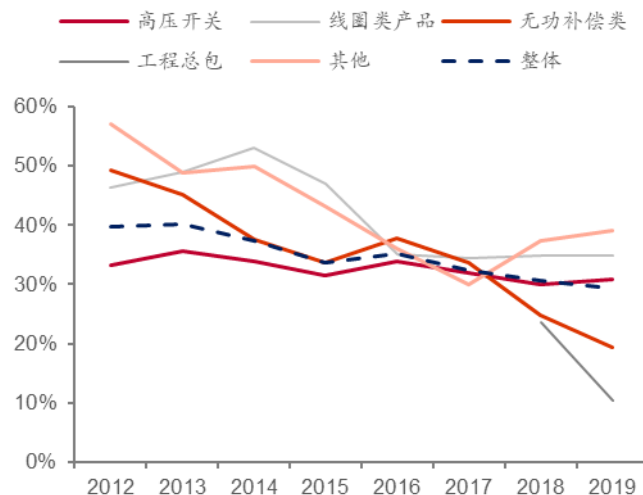
- **多元化业务布局，高压开关业务占比最高。**从业务结构上来看，公司核心产品为高压开关类（GIS、隔离开关、断路器）、线圈类（互感器、中性点设备、电抗器）、无功补偿类（电容器、电力电子成套设备）、工程总包及其他（继保、变电自动化、在线监测等），2019 年高压开关、线圈类、无功补偿类、工程总包、其他业务占比分别为 42.7%/21.5%/14.3%/12.0%/9.5%，业务结构保持相对稳定。从毛利率来看，2019 年高压开关、线圈类、无功补偿类、工程总包、其他业务毛利率分别为 30.90%/34.81%/19.42%/10.34%/39.19%，其中高压开关和其他业务毛利率有所提升。

图表 11：近两年公司工程总包业务占比持续提升



来源：wind，中泰证券研究所

图表 12：2019 年公司高压开关及其他业务毛利率有所提升



来源：wind，中泰证券研究所

- **一次设备多环节份额领先，二次设备快速成长：**
  - 1) 消弧线圈为公司初始业务，自 1996 年正式推出至今已深耕超过 20 年，根据公司公告，2015 年公司中性点接地产品收入规模为 2.33 亿元。根据国网电子商务平台，2019 年国家电网输变电项目变电设备招标中，公司消弧线圈份额达 22%，位居第三。
  - 2) 2002-2007 年公司通过设立子公司切入断路器、隔离开关、电容器、互感器、GIS等领域，近年来收入规模持续增长，根据公司年报，2019 年如高高压电器、思源高压开关、思源电力电容器、思源赫兹互感器收入规模分别达 10.9/18.0/4.1/5.3 亿元，合计收入占比超 60%，已成为公司核心支撑业务。根据国网电子商务平台，2019 年国家电网输变电项目变电设备招标中，公司断路器、隔离开关、电容器、互感器份额分别达 38%/19%/18%/22%，均位居第一位，公司 GIS 份额达 12%，位居第三。
  - 3) 2009 年公司设立子公司思源弘瑞布局继电保护和智能变电站领域，2019 年思源弘瑞收入规模已达 5.88 亿元，收入占比为 9.2%，2012-2019 年收入复合增速超过 20%，持续超越行业增长。根据国网电子商务平台，

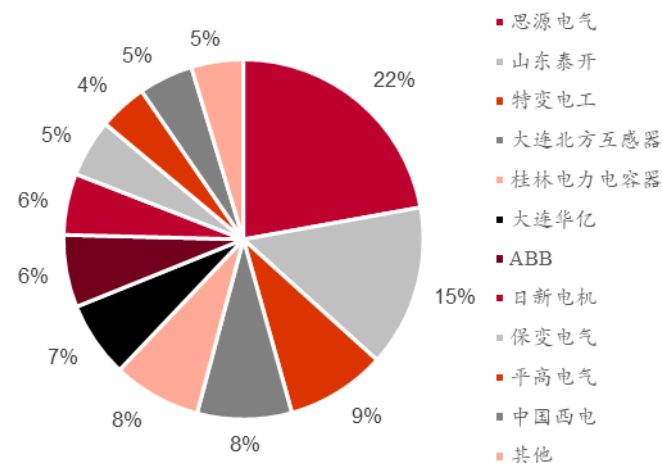
2019 年国家电网输变电项目变电设备招标中,公司继电保护和变电站计算机监控系统中标份额为 1.8%。

图表 13: 公司主要产品经营数据及份额情况总览

业务种类	子公司	2019 年营收规模 (亿元)	营收占比	2019 年净利润规 模 (亿元)	净利润占比	2019 输变电 项目中标份 额	2019 年份 额排名
GIS	思源高压开关	18	28.2%	1.26	22.6%	12%	第三
隔离开关	如高高压电器	10.87	17.0%	1.26	22.6%	19%	第一
断路器						38%	第一
互感器	思源赫兹互感器	5.34	8.4%	0.76	13.6%	22%	第一
电容器	思源电力电容器	4.12	6.5%	0.28	5.0%	18%	第一
消弧线圈	-	-	-	-	-	22%	第三
继保及变 电站监控 系统	思源弘瑞	5.88	9.2%	0.66	11.8%	1.8%	第十
合计	-	38.33	60.1%	3.56	63.8%	-	-

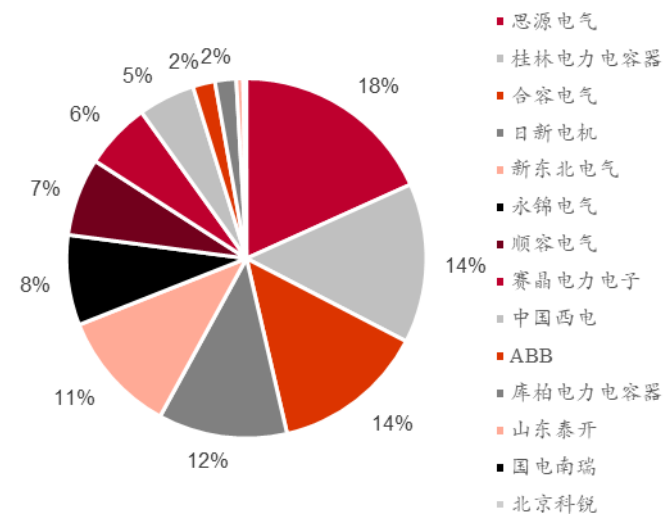
来源: 公司公告, 国家电网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表 14: 2019 年输变电项目——互感器格局 (按数量)



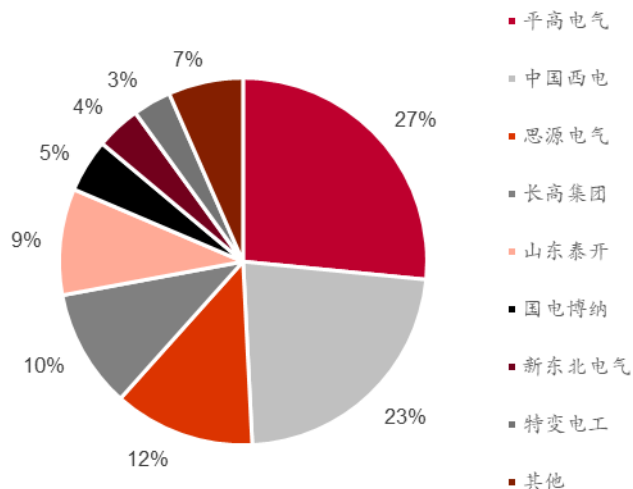
来源: 国家电网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表 15: 2019 年输变电项目——电容器格局 (按数量)



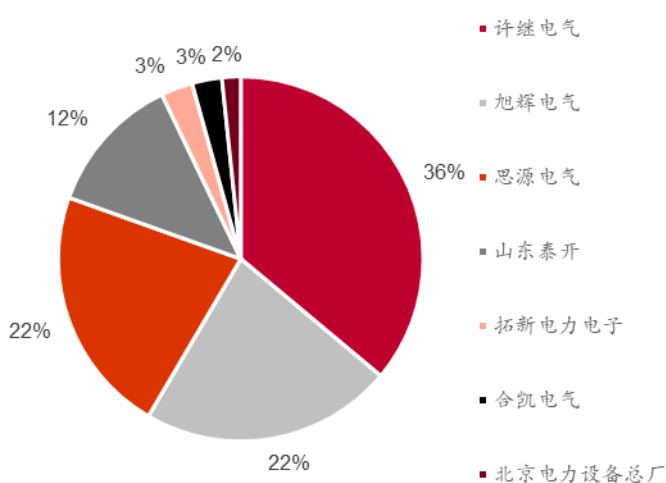
来源: 国家电网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表 16: 2019 年输变电项目——GIS 格局 (按数量)



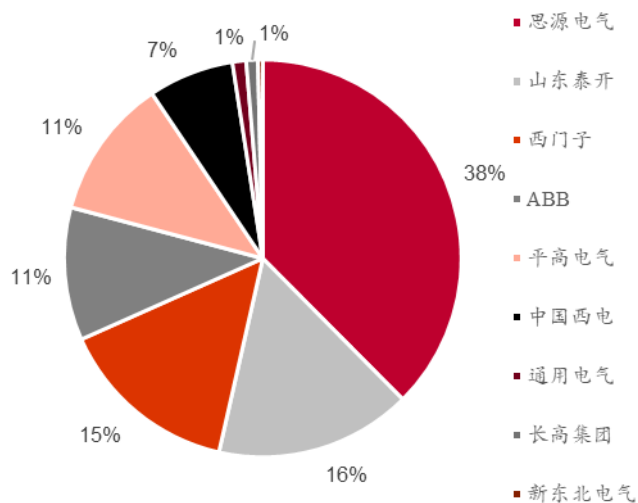
来源: 国家电网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表 17: 2019 年输变电项目——消弧线圈格局 (按数量)



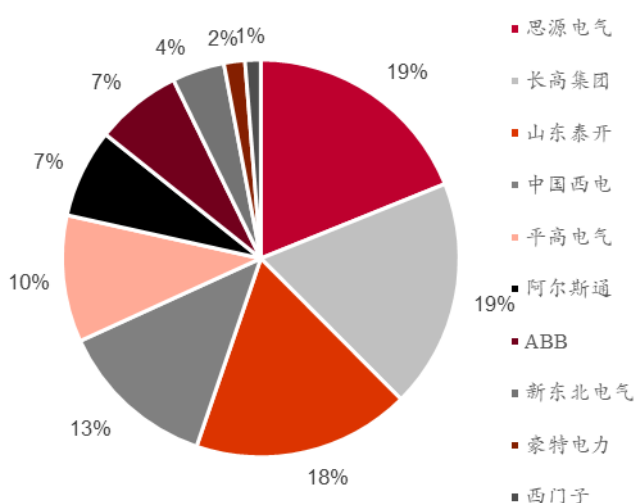
来源: 国家电网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表 18: 2019 年输变电项目——断路器格局 (按数量)



来源: 国家电网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表 19: 2019 年输变电项目——隔离开关格局 (按数量)



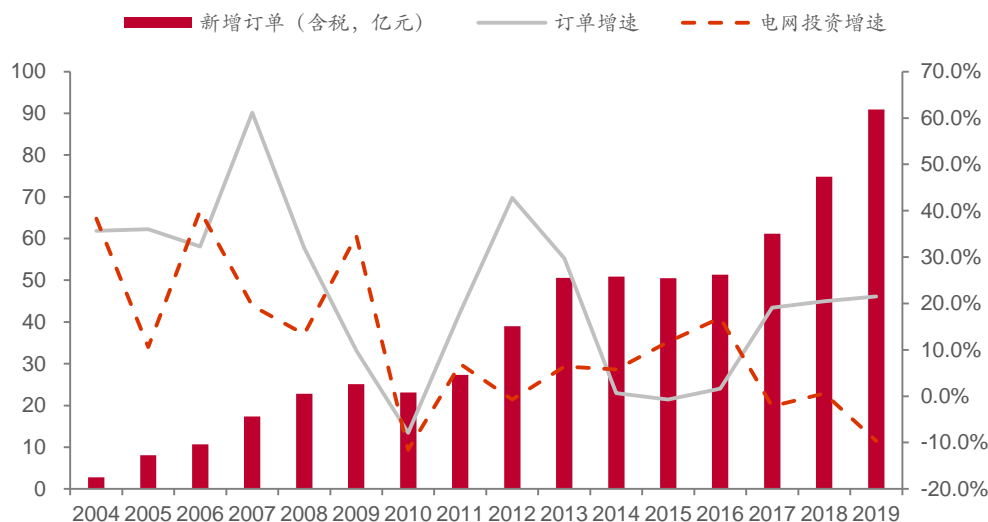
来源: 国家电网电子商务平台, 中泰证券研究所

- **国网设备采购门槛提升, 技术领导者将充分受益。**近年来国家电网聚焦采购设备质量的提升与供应商资质管控, 2018 年国网年度工作会议上印发《国家电网公司关于提升采购设备质量的若干意见》, 2018 年国网社会责任报告提出“采购设备质量”任务, 并加大对不合格供应商的处罚力度。随着国网招标提升供应商产品质量门槛及不良供应商处罚力度, 供应商环节有望精简、市场竞争格局有望优化, 以公司代表的一次设备供应领导者有望充分受益, 凭借业内领先的技术与研发实力, 公司中标份额预计将进一步提升。

## 充沛订单确保全年高增 原料下跌带动毛利率提升

- **份额提升+海外拓展+新品切入助公司订单持续超越行业增长。**2017 年以来国网招标环节对于供应商设备质量越发重视，公司凭借持续提升的品牌影响力与过硬产品质量在两网设备招标中实现份额的持续提升；此外，公司积极加强海外市场拓展，海外单机与 EPC 项目订单快速扩张，持续超额实现订单目标。2019 年公司进一步巩固两网主流产品份额优势地位，成功中标陕北-武汉、雅中-江西、乌东德多端直流等重点特高压工程，开拓京张铁路等轨交市场订单，并参与张北柔直示范工程 500kV 直流断路器、北京大兴机场配套工程等重大项目，全年公司新增订单金额 81.21 亿元（不含税），同比增长 21.53%，其中海外市场新增订单 16 亿元（不含税），同比增长 18%。近三年公司新增订单持续超越行业增长，主要原因为 1）品牌影响力提升及竞争格局优化带来的电网产品份额持续提升、2）海外市场拓展顺利、3）新产品突破带来新增量等。

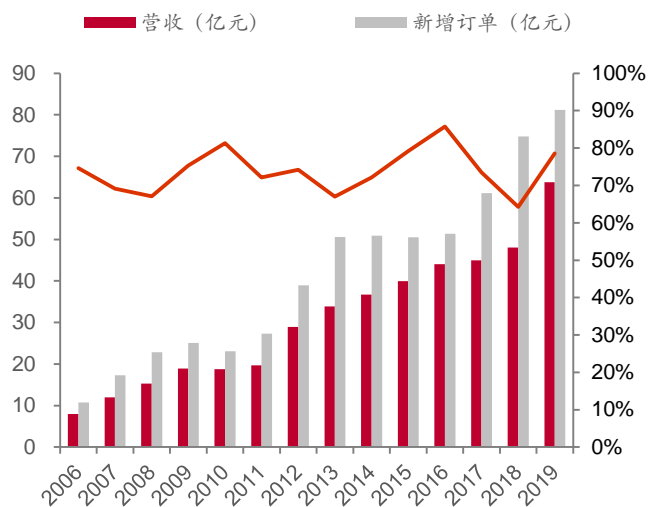
图表 20：公司近三年新增订单重回高增长，超越电网投资



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

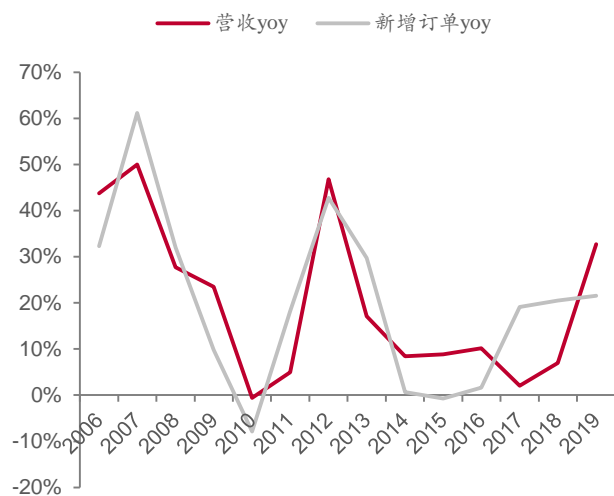
- **在手订单充沛，支撑 2020 年营收持续高增。**公司采取以销定产的生产模式，一般按照订单生产或设计，平均订单交付周期预计在半年左右，因此公司营收规模一般与当年新增订单及上一年末在手订单相关，营收增速及规模与新签订单增速及规模呈现较强相关性。根据公司年报，2019 年公司新增订单 81.21 亿元（不含税），考虑到 2018 年结转至 2019 年的订单规模为 67.1 亿元（含税），结合 2019 年营收规模，预计 2019 年末在手订单规模在 80 亿元左右（不含税）。2020 年电网加大特高压等环节建设力度，全年投资预计稳健增长，公司凭借份额优势，全年新增订单有望继续高增，将与充沛在手订单共同支撑 2020-2021 年营收规模持续快速增长；2020 年 4 月 25 日公司发布中报业绩预告，预计上半年业绩增速达 56%-108%，持续高速增长。

图表 21: 公司营收规模与当年新增订单规模呈现较强相关性



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 22: 公司营收增速与当年新增订单增速呈现较强相关性



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

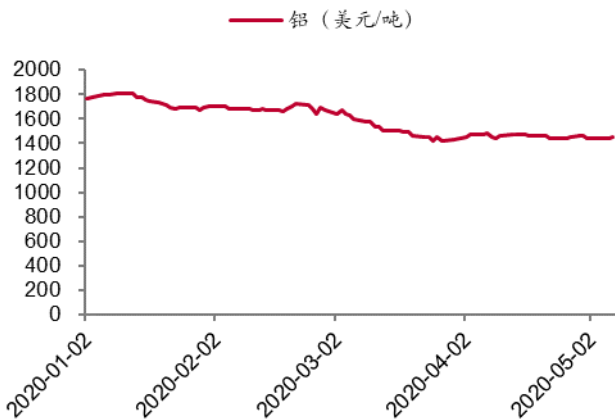
图表 23: 公司 2019 年末在手订单 (不含税) 预计在 80 亿元左右

项目	数据
2018 年新增订单 (含税, 亿元)	74.79
2018 年新增订单结转至 2019 年的订单 (含税, 亿元)	67.09
2019 年新增订单 (不含税, 亿元)	81.21
2019 年确认营收 (亿元)	63.8
2019 年末在手订单预测 (不含税, 亿元)	80 左右

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

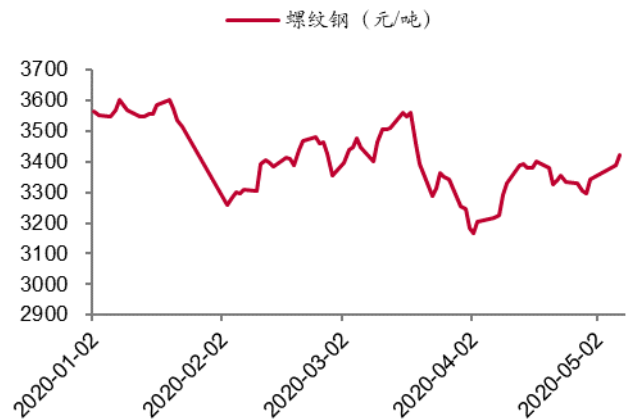
- **核心原材料价格下跌, 支撑公司毛利率增长。**一次设备原材料成本占比较高, 其中核心原材料包括钢、铁、铜、铝等。2020 年初至今铝、螺纹钢、注塑、铜、生铁等原材料价格分别下滑 17.9%/3.8%/3.6%/15.1%/7.6%, 考虑到公司在手订单充沛且大部分将于今年确认, 主要原材料价格的下跌有望带来毛利率的提升。

图表 24：年初至今铝价格走势



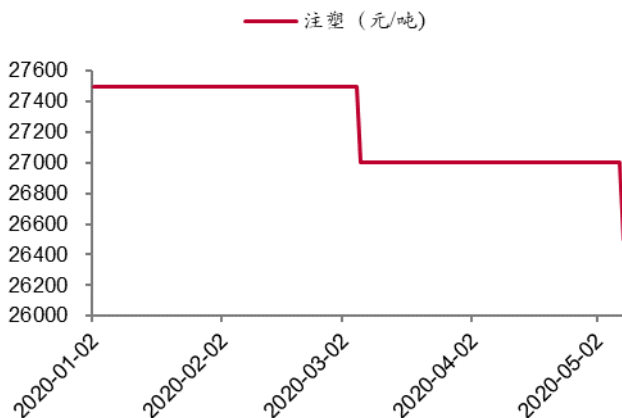
来源：wind，中泰证券研究所

图表 25：年初至今钢价格走势



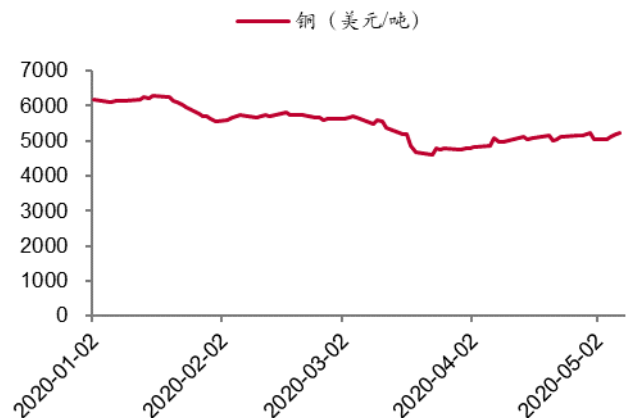
来源：wind，中泰证券研究所

图表 26：年初至今注塑价格走势



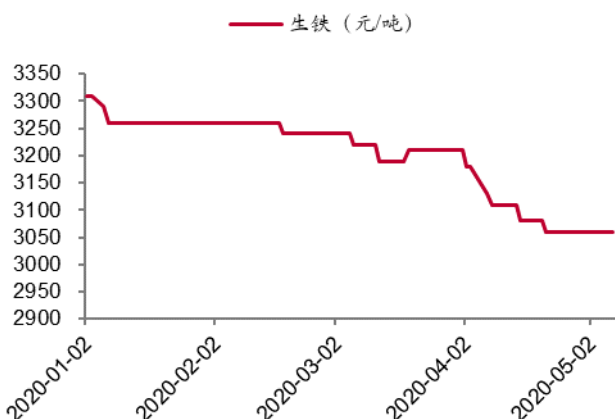
来源：wind，中泰证券研究所

图表 27：年初至今铜价格走势



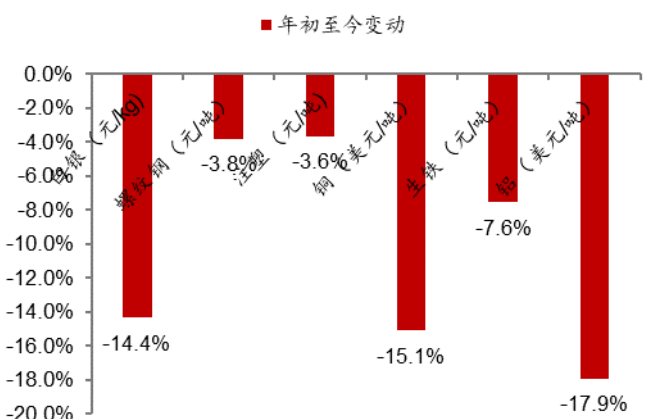
来源：wind，中泰证券研究所

图表 28：年初至今生铁价格走势



来源：wind，中泰证券研究所

图表 29：年初至今主要原材料价格下滑幅度



来源：wind，中泰证券研究所



## 特高压建设超预期 招标金额有望爆发

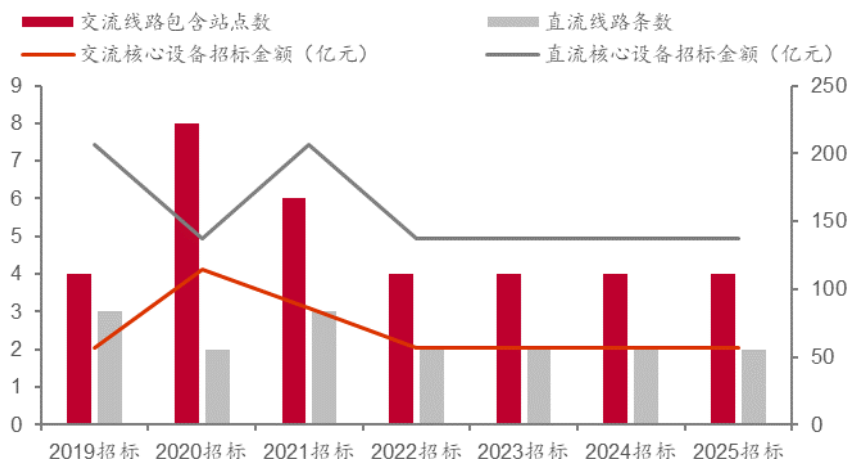
- **特高压投资额大超预期，核心供应商开启景气周期。**国家电网官网明确特高压为“新基建”七大领域之一，并于3月14日指出全年特高压建设项目投资规模1811亿元，大超市场预期。预计2020年最少将进行2直5交共7条线路主设备招标，核心设备招标规模有望达250亿元。考虑到1-1.5年的收入确认周期，2021-2022年主流供应商将迎来收入与业绩弹性高峰。此外，《2020年重点电网项目前期工作计划通知》额外给出了3条新特高压直流线路，支撑特高压投资可持续性。

图表 30：2020 年特高压建设及投资规模大超预期

分类	编号	项目名称	类型	状态	核准时间	开工时间	建成投运时间	项目投资额 (亿元)	第一次设备 招标时间	预计在 2020 招标	预计在 2021 招标
2018 年 重启线路	1	南阳-荆门-长沙	交流	待核准	2020.03	2020 (E)		105		√	
	2	张北-雄安	交流	已核准、已开工	2018.11	2019.03	2020 建成	60	2018.12		
	3	驻马店-南阳	交流	已核准、已开工	2018.12	2019.03	2020 建成	51	2018.12		
	4	驻马店-武汉	交流	待核准	2020.10	2020 (E)		35		√	
	5	南昌-武汉	交流	待核准	2020.12	2020 (E)		69		√	
	6	南昌-长沙	交流	待核准	2020.06	2020 (E)		72		√	
	7	荆门-武汉	交流	待核准	2020.09	2020 (E)		61		√	
	8	青海-河南	直流	已核准、已开工	2018.10	2018.11	2020 建成	226	2018.11		
	9	陕北-湖北	直流	已核准、已开工	2019.01	2020.02	2020 完成里程碑计划	185	2018.11		
	10	雅中-江西	直流	已核准、已开工	2019.08	2019.09	2020 完成里程碑计划	244	2019.07		
	11	白鹤滩-江苏	直流	待核准	2020.06	2020 (E)		307		√	
	12	白鹤滩-浙江	直流	待核准	2020.12	2020 (E)		270		√	
新线路	13	金上水电外送	直流	2020.06 完成预可研				280			√
	14	陇东-山东	直流	2020.06 完成预可研				280			√
	15	哈密-重庆	直流	2020.06 完成预可研				280			√
其他在建 特高压线路	16	蒙西-晋中	交流	已核准、已开工	2018.03	2018.11	2020 建成	50	2018.09		
	17	其他重点配套工程	-	待核准	-	2019.09		150		√	

来源：国网电子商务平台，能源局，《2020 年重点电网项目前期工作计划通知》，中泰证券研究所

图表 31: 2019-2025 年招标线路及核心设备招标金额测算



来源：中泰证券研究所

\*具体测算过程可参考 2020 年 3 月 12 日外发报告《特高压规划超预期，供应链迎来拐点》

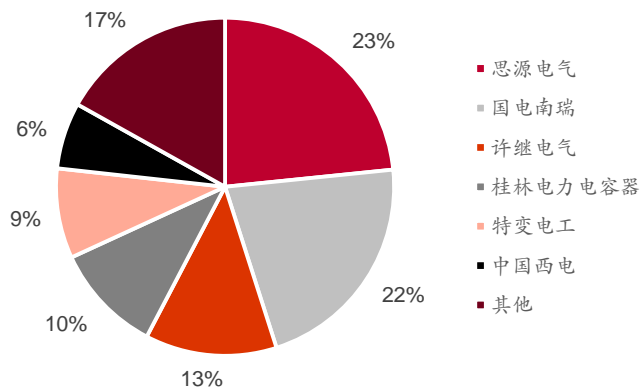
- **特高压领域深度参与，份额居第一梯队。**2011 年公司产品进入 1000kV 电压等级领域，子公司上海思源电力电容器为国网 1000kV 晋东南-南阳-荆门特高压线路串补工程提供的电容器产品成功投运，验证了公司在特高压领域的研发实力与产品质量。在 2011 年至今的三轮特高压建设高峰中，公司主要供应电容器、互感器以及直流断路器、隔离开关、接地开关等产品，在直流特高压工程中的电容器与互感器份额分别为 14%/23%，在交流特高压工程中的电容器与互感器份额分别为 12%/7%，稳居第一梯队。2019 年公司成功中标沈北-武汉、雅中-江西、青海-河南、乌东德多端直流、云贵互连等特高压工程，为特高压建设环节重要参与者之一。

图表 32: 2019 年公司特高压项目中标情况

特高压项目	公司中标设备
青海-河南特高压直流工程	35kV/110kV/500kV 三相隔离开关、交流接地开关、110kV 交流中性点成套装置
雅中-江西特高压直流工程	滤波器组电容器
陕北-武汉特高压直流工程	滤波器组电容器
张北-雄安特高压工程	电容式电压互感器、110kV 框架式电容器组
乌东德多端直流工程	直流滤波电容器
云贵互连工程	电流互感器
张北柔性直流丰宁换流站工程	直流断路器
东吴长治变扩建工程	110kV 框架式电容器组

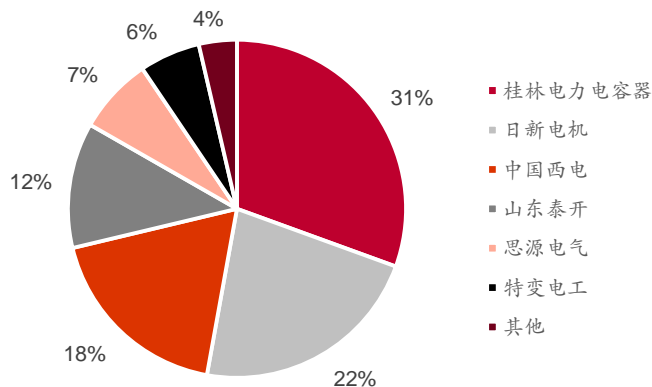
来源：国家电网电子商务平台，公司公告，中泰证券研究所

图表 33: 直流特高压工程——互感器中标格局 (按数量统计, 截至 2019 年底)



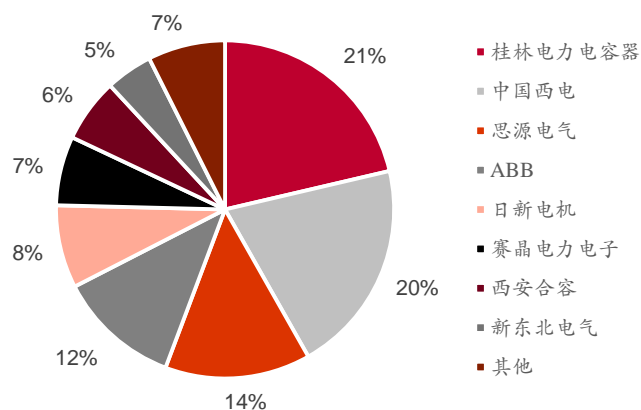
来源: 国家电网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表 34: 交流特高压工程——互感器中标格局 (按数量统计, 截至 2019 年底)



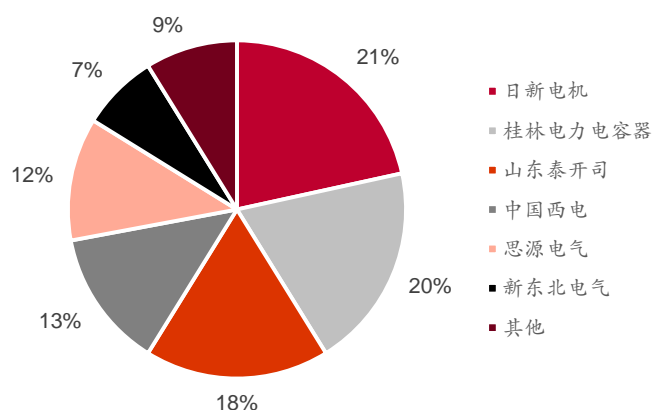
来源: 国家电网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表 35: 直流特高压工程——电容器中标格局 (按数量统计, 截至 2019 年底)



来源: 国家电网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表 36: 交流特高压工程——电容器中标格局 (按数量统计, 截至 2019 年底)

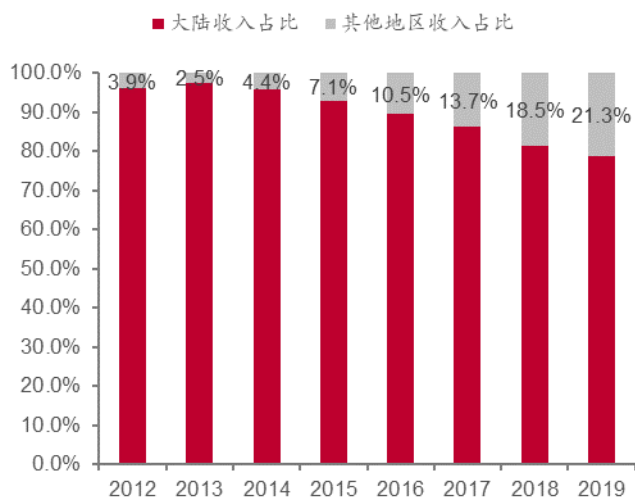


来源: 国家电网电子商务平台, 中泰证券研究所

## 海外业务拓展顺利 新业务布局带来增长新潜力

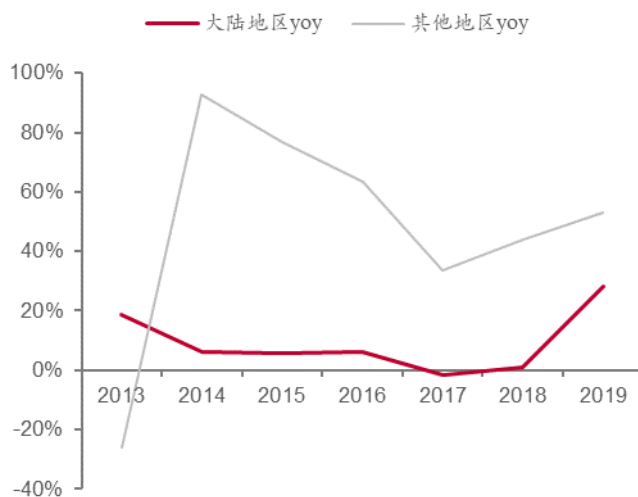
- **海外业务占比持续提升，新签订单稳健增长。**2009 年公司设立思源输配电工程，开始大力布局海外业务，2013 年公司获得对外承包工程资格，2015 年首个海外总包交钥匙工程顺利交付，当前已获欧洲电力体系及英国、荷兰、俄罗斯、意大利、墨西哥、印度等国家电网客户的供应商资格认可。2013-2019 年公司海外业务营收复合增速高达 42.9%，业务占比已由 2.5% 提升至 21.3%；2019 年公司海外新签订单 16 亿元，同比增长 18%，截至 2019 年末公司有 31 个 EPC 总包项目处于项目执行阶段，支撑海外业务收入规模持续上台阶。

图表 37：公司海外业务占比持续提升



来源：wind，中泰证券研究所

图表 38：2014 年以来海外业务保持较高增速



来源：wind，中泰证券研究所

- **2016 年起公司陆续筹备切入充电桩、超级电容、变压器、半导体等领域，持续拓展产品线布局、加速新兴业务培育，打造多级增长驱动力：**
- **1) 在超级电容领域，**2017 年 12 月公司增资烯晶碳能电子科技无锡有限公司，持有烯晶碳能 10% 股份，布局超级电容器领域；2018 年 2 月公司成立上海稗米汽车科技有限公司，切入汽车电子产品领域，2019 年上半年稗米汽车科技开发的刹车能量回收超容模组控制器已实现规模出货，根据公司公告（2020 年 2 月 25 日），稗米汽车科技为乘用车客户开发的超级电容启停模组在沃尔沃某款混动车型上已经实现量产，截至 2020 年 2 月已累计发货超过 1 万套；
- **2) 在变压器领域，**2018 年 3 月公司收购成立常州思源东芝变压器有限公司，进入变压器产品领域，产品线成功涵盖各电压等级的电力变压器、整流变压器、电炉压器等；
- **3) 在整流器领域，**2018 年 4 月公司全资子公司思源清能收购上海整流器厂有限公司，完善了公司在城市轨道交通供电系统中的解决方案。
- **4) 在半导体领域，**2018 年 6 月公司与上海双创投资管理有限公司共同投资上海集岑企业管理中心，聚焦集成电路与专用芯片设计方向，主要

投资汽车电子、功率器件、物联网等关键领域的芯片设计企业，并于 2019 年 5 月与北京君正签署《发行股份及支付现金购买资产协议》；此外，2019 年 10 月公司增资上海陆芯电子科技有限公司，增资后持有其 4.44% 股份，从而建立起在功率半导体应用方向上的长期稳定合作关系。

图表 39：2016 年以来公司积极拓展产品线布局、加速新兴业务培育

时间	交易标的	交易目的
2016.01	方融电力 25.37% 股权	布局智能配电网云平台及系统方向
2017.12	烯晶碳能 10% 股权	推动超级电容器在相关领域的应用
2018.03	常州东芝 90% 股权	切入变压器领域，完善输配电产品线布局
2018.04	上海整流器厂 100% 股权	开拓轨交领域，切入整流器领域
2018.10	集岑合伙部分股权	聚焦集成电路与专用芯片设计
2019.10	陆芯公司 4.7619% 股权	布局功率半导体领域
2020.02	天铂云科光电 10% 股权	拓展红外技术、大数据技术、图像识别技术等电力设备行业的应用

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 投资建议

### ■ 关键假设：

- 1) 考虑到公司 2019 年新增订单 81 亿元(不含税)、2018 年结转至 2019 年的订单规模为 67.1 亿元(含税)、2019 年营收 63.8 亿元，预计 2019 年末在手订单规模在 80 亿元左右(不含税)。
- 2) 2020 年国家电网多环节投资加码，特高压建设大超预期，全年投资预计稳健增长；同时，国网持续提升设备采购质量、加大供应商管理力度，公司凭借领先技术与研发实力份额有望进一步提升，叠加海外开拓力度加大，全年新增订单有望继续高增。
- 3) 考虑到平均半年到一年的确认周期，预计 2020-2022 年公司营收分别达 81.5/100.1/116.2 亿元；考虑到 2020 年初至今主要原材料均有较大幅度下跌，全年毛利率有望提升，预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 33%/32%/32%。

### ■ 投资建议：

- 公司为国内电力设备民企供应商龙头，产业链布局完整，一次设备多环节份额领先。国网持续提升采购设备质量，公司凭借技术与产品优势，份额有望继续提升；特高压投资超预期，公司有望受益；新兴业务布局顺利，未来有望贡献增长新增量。公司在手订单充沛，毛利率有望回升，我们预计 2019-2021 年公司归母净利润将分别达 8.07/10.35/12.96 亿元，EPS 分别为 1.06/1.36/1.70 元，对应 2020 年 5 月 15 日收盘价 PE 分别为 19.3/15.1/12.0，首次覆盖，给与增持评级。

图表 40: 公司估值对比 (股价日期为 2020 年 5 月 15 日)

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002028.SZ	思源电气	155.92	20.51	0.73	1.06	1.36	1.70	28.10	19.32	15.06	12.03
600406.SH	国电南瑞	917.92	19.86	0.94	1.12	1.30	1.49	21.13	17.68	15.27	13.30
000400.SZ	许继电气	145.60	14.44	0.42	0.72	0.88	0.98	34.15	20.17	16.42	14.79
600312.SH	平高电气	119.27	8.79	0.17	0.44	0.65	0.64	52.20	19.95	13.61	13.64
平均值 (不含思源电气)		332.95	334.68	-	-	-	-	-	35.83	19.26	15.10

来源: wind, 中泰证券研究所

## 风险提示

- **电网投资不及预期:**
- 电网投资受国网盈利能力与宏观经济大环境影响, 当前国内经济发展形势错综复杂, 宏观指标可能出现较大波动; 同时, 电网售电价格持续下降, 面临盈利能力下降的风险, 从而导致国家电网投资能力收缩, 进一步影响电网信息化投资及主流公司的订单。
- **特高压建设推进不及预期:**
- 目前多条线路尚未核准, 且十四五特高压规划尚未明确, 若后续核准及开工进程推进不及预期, 则会影响特高压投资额与供应商订单落地情况。
- **海外业务拓展不及预期风险:**
- 公司海外 EPC 业务多为交钥匙工程, 项目周期较长, 由于国际环境、全球经济、疫情影响、劳务用工、税务等因素影响可能会导致项目交付节奏不及预期, 从而影响公司海外业务收入确认。



图表 41: 公司财务预测 (金额: 百万元, 2020 年 5 月 15 日收盘价)

2020年5月15日											
利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,806.6	6,380.1	8,151.3	10,007.1	11,616.5	成长性					
减:营业成本	3,336.1	4,510.2	5,461.4	6,804.9	7,899.2	营业收入增长率	6.9%	32.7%	27.8%	22.8%	16.1%
营业税金	34.4	35.0	58.1	65.9	74.3	营业利润增长率	-0.2%	128.0%	40.9%	26.4%	27.5%
销售费用	572.9	671.4	896.6	1,050.8	1,161.6	净利润增长率	18.2%	89.2%	44.8%	28.2%	25.2%
管理费用	228.1	250.6	815.1	950.7	1,045.5	EBITDA增长率	80.8%	64.4%	-4.1%	24.2%	25.4%
财务费用	-33.2	7.6	5.0	5.0	5.0	EBIT增长率	108.4%	75.1%	-4.5%	26.2%	27.3%
资产减值损失	132.4	-10.6	50.0	30.0	20.0	NOPLAT增长率	-21.8%	158.2%	42.8%	26.2%	27.3%
加:公允价值变动收益	-	3.7	-	-	-	投资资本增长率	-0.9%	-7.9%	37.1%	2.3%	-1.9%
投资和汇兑收益	29.5	4.8	19.5	18.0	14.1	净资产增长率	4.4%	10.4%	22.5%	15.8%	13.6%
营业利润	275.3	627.8	884.6	1,117.9	1,424.9	利润率					
加:营业外净收支	42.1	3.9	22.9	23.0	16.6	毛利率	30.6%	29.3%	33.0%	32.0%	32.0%
利润总额	317.4	631.7	907.6	1,140.9	1,441.6	营业利润率	5.7%	9.8%	10.9%	11.2%	12.3%
减:所得税	23.4	55.9	63.5	79.9	100.9	净利率	6.1%	8.7%	9.9%	10.3%	11.2%
净利润	294.6	557.6	807.2	1,035.2	1,296.1	EBITDA/营业收入	12.9%	15.9%	11.9%	12.1%	13.1%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	11.1%	14.6%	10.9%	11.2%	12.3%
货币资金	1,297.8	1,668.5	2,265.2	2,998.7	4,081.1	运营效率					
交易性金融资产	-	283.7	283.7	283.7	283.7	固定资产周转天数	40	29	21	14	9
应收账款	2,770.0	2,643.8	3,650.9	3,965.7	4,101.3	流动营业资本周转天数	115	80	74	73	62
应收票据	320.3	537.3	558.4	786.7	774.7	流动资产周转天数	424	351	345	350	348
预付账款	90.9	117.4	134.8	179.4	185.3	应收账款周转天数	195	153	139	137	125
存货	1,060.8	1,541.5	1,609.5	2,316.7	2,240.9	存货周转天数	70	73	70	71	71
其他流动资产	61.1	39.0	273.0	124.4	145.5	总资产周转天数	538	463	428	418	411
可供出售金融资产	1,070.2	-	387.8	486.0	291.3	投资资本周转天数	171	123	110	105	90
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	9.8	3.9	-6.8	-19.6	-29.3	ROE	6.4%	11.1%	13.1%	14.5%	16.0%
投资性房地产	6.4	2.4	2.4	2.4	2.4	ROA	3.9%	6.5%	8.0%	8.4%	9.7%
固定资产	527.5	513.2	423.2	331.4	239.4	ROIC	9.8%	25.5%	39.5%	36.4%	45.3%
在建工程	8.0	20.0	170.0	320.0	470.0	费用率					
无形资产	171.9	249.5	241.3	233.0	224.8	销售费用率	11.9%	10.5%	11.0%	10.5%	10.0%
其他非流动资产	184.5	1,225.0	549.1	669.7	834.9	管理费用率	4.7%	3.9%	10.0%	9.5%	9.0%
资产总额	7,579.2	8,845.1	10,542.4	12,678.3	13,846.1	财务费用率	-0.7%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
短期债务	105.4	25.0	-	-	-	二费/营业收入	16.0%	14.6%	21.1%	20.0%	19.0%
应付账款	1,553.6	2,188.2	2,342.7	3,302.8	3,250.7	偿债能力					
应付票据	371.0	496.7	554.0	755.1	764.6	资产负债率	37.9%	41.2%	39.6%	41.8%	39.5%
其他流动负债	812.0	886.3	1,128.4	1,205.8	1,412.5	负债权益比	61.0%	70.2%	65.5%	71.9%	65.3%
长期借款	-	-	108.8	-	-	流动比率	1.97	1.90	2.18	2.02	2.18
其他非流动负债	30.2	50.8	39.7	40.2	43.6	速动比率	1.60	1.47	1.78	1.58	1.76
负债总额	2,872.3	3,646.9	4,173.6	5,304.0	5,471.2	利息保障倍数	-16.05	121.91	177.92	224.58	285.99
少数股东权益	137.0	156.0	192.8	218.7	263.3	分红指标					
股本	760.2	760.2	760.2	760.2	760.2	DPS(元)	0.10	-	0.20	0.20	0.19
留存收益	3,808.5	4,317.9	5,415.8	6,395.3	7,351.4	分红比率	25.8%	0.0%	18.8%	14.9%	11.2%
股东权益	4,706.9	5,198.2	6,368.8	7,374.2	8,374.9	股息收益率	0.5%	0.0%	1.0%	1.0%	0.9%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标					
净利润	294.0	575.8	807.2	1,035.2	1,296.1	EPS(元)	0.39	0.73	1.06	1.36	1.70
加:折旧和摊销	86.6	85.6	84.0	86.1	86.1	BVPS(元)	6.01	6.63	8.12	9.41	10.67
资产减值准备	132.4	10.6	-	-	-	PE(X)	52.9	28.0	19.3	15.1	12.0
公允价值变动损失	-	-3.7	-	-	-	PB(X)	3.4	3.1	2.5	2.2	1.9
财务费用	-28.1	4.4	5.0	5.0	5.0	P/FCF	37.1	23.7	136.2	18.1	11.5
投资收益	-29.5	-4.8	-19.5	-18.0	-14.1	P/S	3.2	2.4	1.9	1.6	1.3
少数股东损益	-0.6	18.2	36.8	25.9	44.5	EV/EBITDA	8.4	7.4	12.6	9.4	6.8
营运资金的变动	-92.5	-843.6	-38.1	-125.0	-49.8	CAGR(%)	53.4%	32.5%	44.9%	53.4%	32.5%
经营活动产生现金	174.3	831.4	875.4	1,009.1	1,367.8	PEG	1.0	0.9	0.4	0.3	0.4
投资活动产生现金	-379.4	-381.6	-684.0	-106.3	59.7	ROIC/WACC	0.9	2.4	3.8	3.5	4.3
融资活动产生现金	-57.4	-169.1	405.4	-169.4	-345.0	REP	2.4	1.5	1.1	1.1	0.8

来源: 中泰证券研究所

### 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。