

公司研究

民营电力设备龙头，受益于新型电力系统建设

——思源电气（002028.SZ）投资价值分析报告

要点

电网设备龙头，助力全球电力建设。思源电气是国内电力设备民企龙头，基本具备全电压等级一次设备制造和供应能力，同时布局二次设备及 SVG、超级电容储能。2021 年前三季度实现营收 61.22 亿元，同比增长 20.81%，实现归母净利润 8.89 亿元，同比增加 6.75%，利润增速放缓主要受上游原材料涨价，及 2020 年同期社保减免，2021 年员工奖金季度分摊方式变更影响。

国内外同时发力，电网设备稳定增长。南方电网提出，“十四五”期间计划投资 6700 亿元，较“十三五”实际投资增加 51%。国家电网则表示，“十四五”期间计划投入 3500 亿美元，用于电网升级改造。“十四五”期间电力设备需求有望高增。在国内，公司输配电产品种类齐全，多个产品在国网招标中标率居于领先地位；在国外，公司布局 EPC 项目多年，多款产品通过了法国、英国、西班牙、乌克兰、泰国、哈萨克斯坦、埃及、墨西哥、智利等多个国家资质认证，截止 2020 年底仍有 33 个 EPC 项目处于执行阶段。

无功补偿设备老兵，乘新能源东风。光伏、风电等新能源装机的快速提升，以及全社会电气化率的提升，加剧了电能质量问题，催生了对无功补偿设备的需求。据前瞻产业研究院数据，预计到 2023 年，我国电能质量治理产业市场规模达到 1745 亿元，其中高压 SVG 市场 62 亿元。据公司官网披露，截止 2020 年底子公司思源清能已投运高压 SVG 产品超过 3000 套，低压 SVG/APF 产品超过 1 万套，产品广泛应用于发输配用的各个环节。

布局超级电容，储能业务潜力巨大。基于储能机理和自身特性，超级电容具备多种应用场景，也可与锂电池互补。目前主要应用于交通运输、新能源及工业领域，据头豹研究院数据，预计 2022 年超级电容市场规模达到 181 亿元。子公司上海梯米汽车科技开发的超级电容启停模组配套沃尔沃汽车某款混动车型，截至 2020 年初发货已超过 1 万套；全资子公司 SECH SA 已获取国际知名汽车电子零部件公司的超级电容供应商定点通知。公司已成立子公司江苏思源电池技术，未来将进一步拓展储能市场。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 90.0/108.8/131.7 亿元，归母净利润分别为 12.5/15.9/19.6 亿元，对应 EPS 为 1.63/2.08/2.56 元。当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 33/26/21 倍。参考相对估值和绝对估值结果，考虑到公司在电网设备领域竞争力强，随着海外 EPC 项目释放能够对业绩形成有效支撑；且公司在 SVG 领域国内领先，超级电容储能潜力大。**首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示：海外 EPC 项目风险、上游原材料涨价风险、市场竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,380	7,373	8,998	10,881	13,173
营业收入增长率	32.74%	15.56%	22.04%	20.93%	21.07%
净利润(百万元)	558	933	1,250	1,590	1,961
净利润增长率	89.25%	67.39%	33.88%	27.24%	23.36%
EPS(元)	0.73	1.22	1.63	2.08	2.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.06%	14.31%	16.40%	17.77%	18.54%
P/E	75	45	33	26	21
P/B	8.2	6.4	5.5	4.7	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-26

买入（首次）

当前价：54.33 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsec.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

联系人：陈无忌

chenwuji@ebsec.com

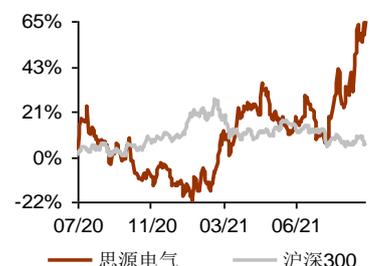
联系人：和霖

helin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	7.66
总市值(亿元)	416.02
一年最低/最高(元)	18.66/55.00
近 3 月换手率	126.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	29.93	60.48	141.25
绝对	29.85	61.46	140.95

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

高压开关：该部分设备在国网、南网招标中份额稳定，同时受到海外 EPC 业务拉动。假设 21-23 年该部营收增速分别为 27.7%/21.4%/21.6%，预计毛利率保持稳定，21-23 年分别为 30.5%/30.5%/30.5%。

线圈类产品：以互感器、电抗器、变压器为主体，在国网、南网招标中份额稳定，同时受到海外 EPC 业务拉动。假设 21-23 年该部营收增速分别为 21.1%/18.3%/18.4%，预计毛利率保持稳定，21-23 年分别为 32.5%/32.5%/32.5%。

无功补偿类：以电容器、SVG 为主体，广泛应用于新能源发电及工业领域。假设 21-23 年该部营收增速分别为 15.4%/26.0%/25.0%，预计毛利率保持稳定，21-23 年分别为 26.0%/26.0%/26.0%。

智能设备类：主要是继保、监控类产品，以二次设备为主。假设 21-23 年该部营收增速分别为 19.6%/26%/26%，预计毛利率保持稳定，21-23 年分别为 37.0%/37.0%/37.0%。

工程总包：主要是海外输配电 EPC 业务。随着海外疫情逐步好转，预计未来仍有望保持稳步增长。假设 21-23 年该部营收增速分别为 10%/10%/10%，预计毛利率保持稳定，21-23 年分别为 9.0%/9.0%/9.0%。

我们区别于市场的观点

- 1) 市场认为思源电气以一次设备为主，我们认为对一次设备的布局支撑了思源的稳定增长，但公司对 SVG、超级电容领域布局已久，新业务有望支撑公司新一轮增长；
- 2) 市场认为电网设备缺乏增长动力，我们认为新型电力系统建设背景下，智能化配网设备、无功补偿类及储能产品将迎来需求增长。公司在相关领域布局深厚，有望受益于“十四五”期间新型电力系统建设。

股价上涨的催化因素

- 1) 储能业务取得突破。公司已成立江苏思源电池技术有限公司，有望逐步补齐公司在储能领域短板。基于在功率型电池、电网设备、EPC 总成方面的经验，未来有望在储能业务方面取得突破，从而对股价形成催化；
- 2) 海外疫情好转，EPC 业务进度加快。公司在海外布局多个 EPC 项目，并对设备需求形成拉动。若海外疫情加速好转，EPC 项目加速推进，则有望加快公司业绩释放，从而对股价形成催化。

估值与评级

预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 90.0/108.8/131.7 亿元，归母净利润分别为 12.5/15.9/19.6 亿元，对应 EPS 为 1.63/2.08/2.56 元。当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 33/26/21 倍。参考相对估值和绝对估值结果，考虑到公司在电网设备领域竞争力强，随着海外 EPC 项目释放能够对业绩形成有效支撑；且公司在 SVG 领域国内领先，超级电容储能潜力大。**首次覆盖给予“买入”评级。**

目 录

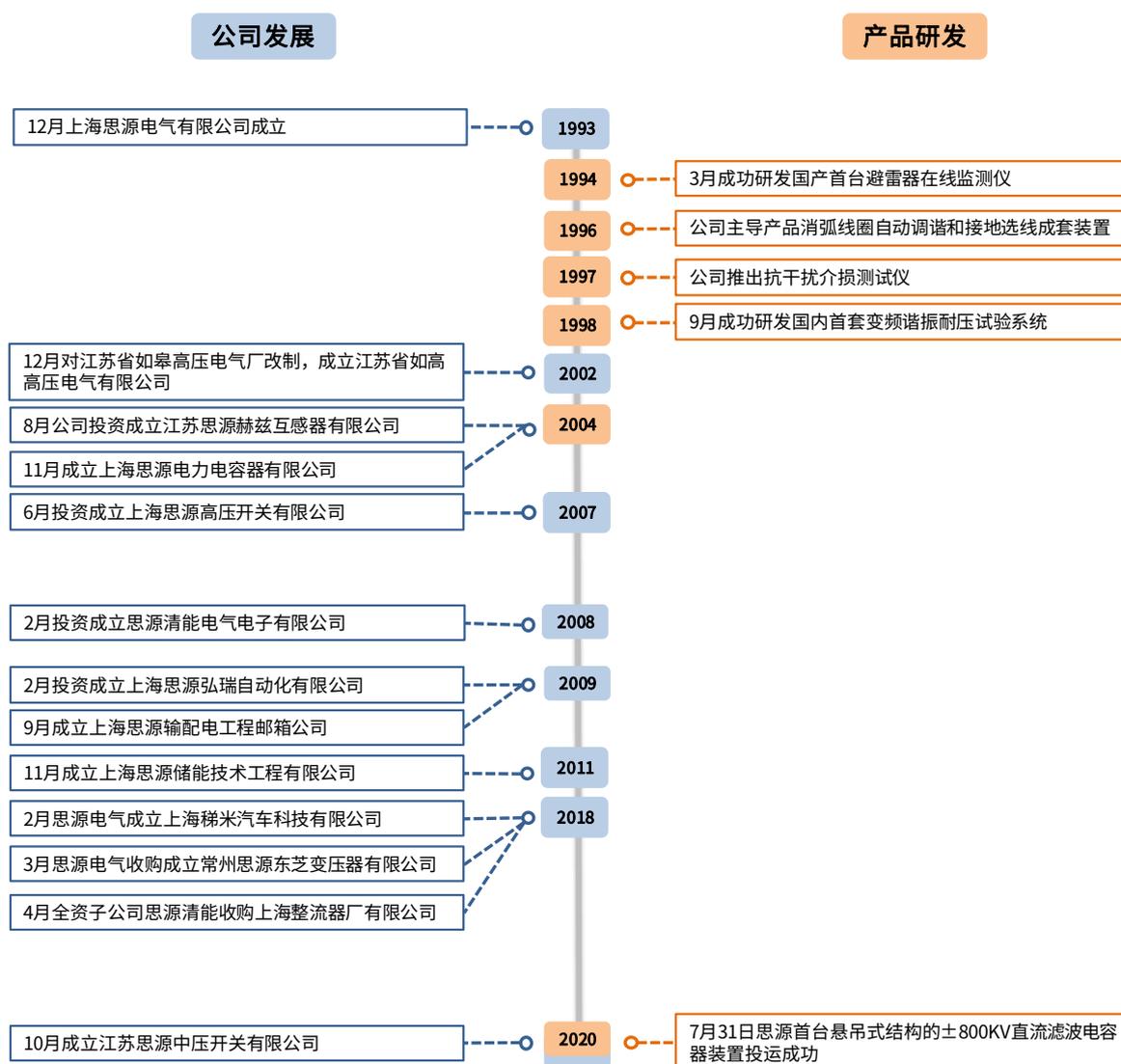
1、思源电气：电网设备龙头，助力全球电力建设	4
1.1、自主研发替代进口设备起家，产品范围持续扩大	4
1.2、营收稳步增长，ROE 显著提升	5
1.3、产业布局完善，一二次设备齐头并进	7
1.4、股权结构稳定，高管业务背景深厚	9
2、广泛布局新型电力系统，前景广阔	10
2.1、国内外同时发力，电网设备稳定增长	10
2.2、无功补偿设备老兵，乘新能源东风	13
2.3、布局超级电容，储能业务潜力巨大	14
3、盈利预测	17
4、估值水平与投资评级	18
4.1、相对估值	18
4.2、绝对估值	19
4.3、估值结论与投资评级	20
5、风险分析	20

1、思源电气：电网设备龙头，助力全球电力建设

1.1、自主研发替代进口设备起家，产品范围持续扩大

公司于 1993 年成立，2004 年于深交所上市。公司依靠自主研发设备替代进口设备起家，逐步扩大产业链布局，在高压开关、线圈类产品、无功补偿类产品等领域规模化发展，逐渐成为行业龙头。公司自 2018 年起，布局汽车电子、中压开关以及整流器等业务，公司有望获得新的突破。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书

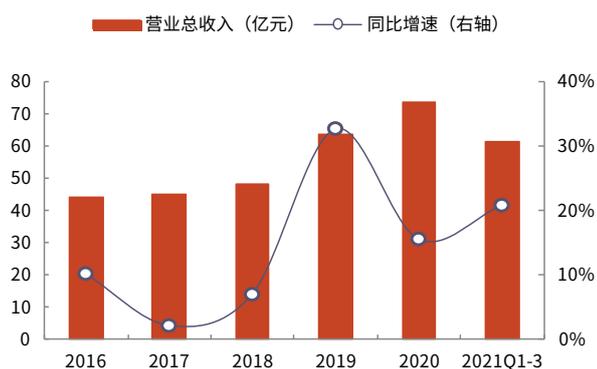
公司一次设备分布于 110KV-500KV 电压等级，产品主要涉及主网和高压配网领域。公司于 2018 和 2020 年分别收购和设立了东芝舒电变压器有限公司和思源中压开关有限公司，由此公司基本完成全电压等级一次设备制造和供应的布局，为国内电力设备民企龙头。

1.2、 营收稳步增长，ROE 显著提升

随着公司业务规模不断扩大，产业布局逐渐完善。2020 年实现营收 73.73 亿元，同比增长 15.55%，实现归母净利润 9.33 亿元，同比增长 67.39%；2021 年前三季度实现营收 61.22 亿元，同比增长 20.81%，实现归母净利润 8.89 亿元，同比增加 6.75%。

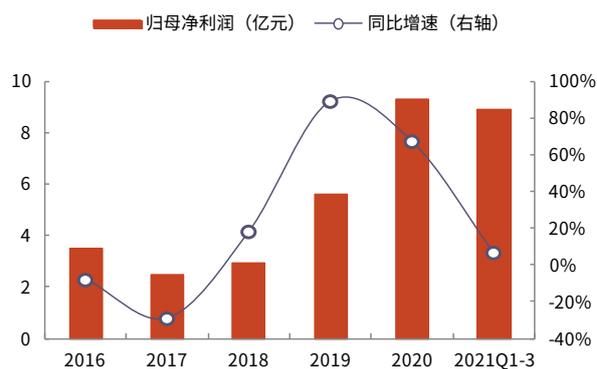
2019-2020 年，公司营收和归母净利润取得较高增速，主要在于海外订单拉动，及部分产品的持续放量。

图 2：公司收入稳步增长



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

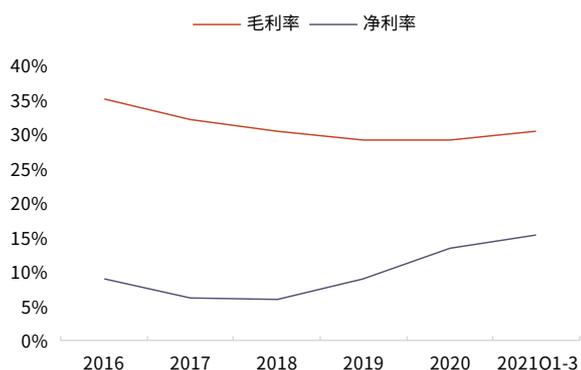
图 3：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

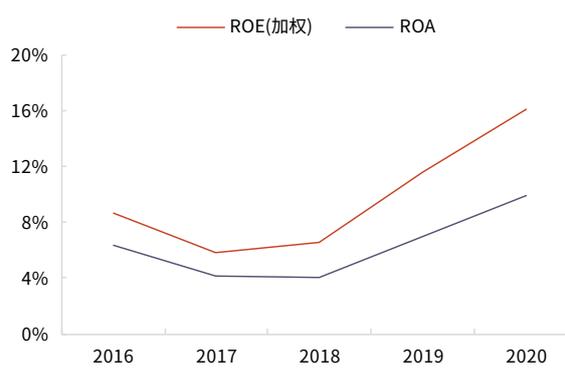
公司毛利率保持稳定，ROE 显著提升。2018 年以来，公司毛利率保持稳定，净利率持续提升，主要原因在于公司完成平台化建设，期间费用率特别是销售费用率快速下降。2020 年公司 ROE/ROA 分别为 16.2%/10.0%，较 2019 年提升 4.5pct/3.0pct。

图 4：公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

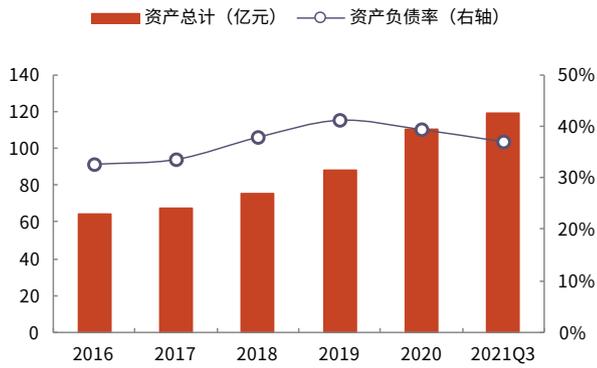
图 5：公司 ROE、ROA 情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

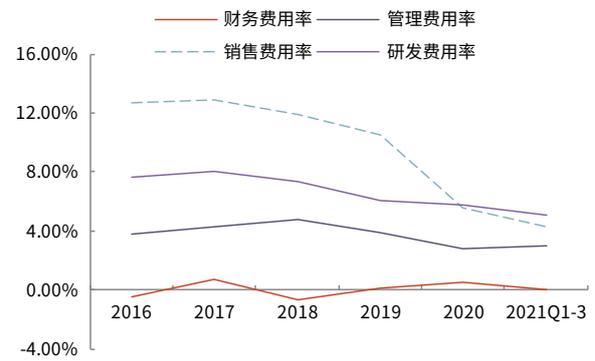
公司资产负债率维持在 40% 左右。随着公司业务扩大，产业趋于完善，同时财务、管理、销售以及研发费用率呈下降趋势，保证了公司的净利润水平。20 年销售费用率下降幅度较大主要是由于运费被剔除列入履约成本。

图 6: 公司资产增长迅速



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

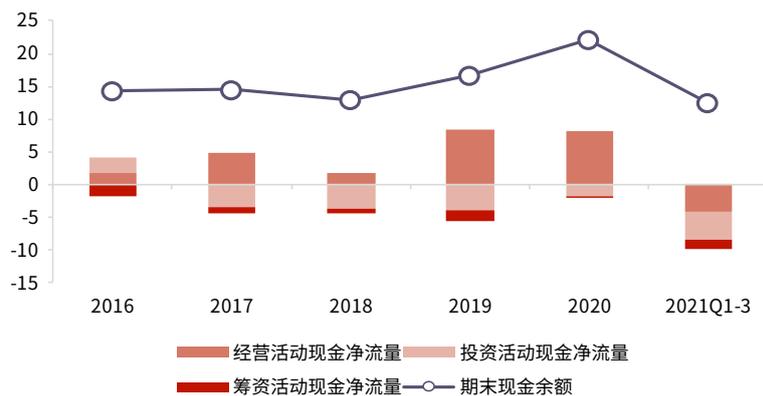
图 7: 公司费用率呈下降趋势



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

2016-2020年, 公司经营性净现金流常年为正, 在手现金充裕。2021年前三季度, 公司经营性净现金流转负, 主要是由于原材料涨价及备货影响。

图 8: 公司经营活动现金流



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理; 单位: 亿元

1.3、 产业布局完善，一二次设备齐头并进

公司产品线覆盖广泛。公司主要产品覆盖多规格的组合电器、断路器、隔离开关、电力电容器成套装置、电流和电压互感器、电抗器等。公司也是目前输配电设备行业中少数几家同时具备电力系统一次设备（传统机械类电力设备）、二次设备（控制类电力设备）、电力电子装置等产品的研发、制造和解决方案能力的厂家之一。公司已从初期单一产品发展到如今的多元化产品生产及解决方案提供商。拥有多个制造实体，分布在上海，常州，南京等地。

表 1：公司主要产品及用途

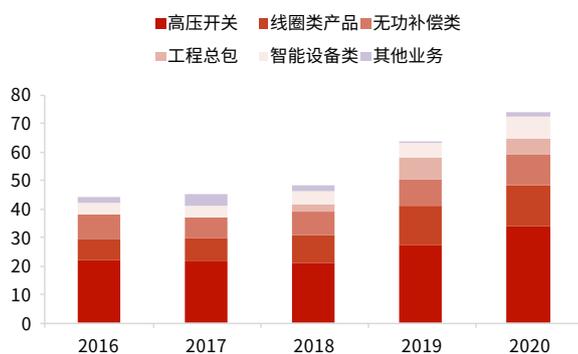
产品类别	主要产品	产品图片	产品特点	主要应用领域
组合电器	GIS, HGIS		产品采用绝缘性能好的六氟化硫气体做绝缘灭弧介质，大幅度缩小变电站体积。带电部分以金属壳体封闭，不受外部环境影响，对电磁和静电实现屏蔽，噪音小，抗无线电干扰能力强，抗地震性能优良。适用环境条件恶劣地区	高压 GIS 产品已在城市人口密集区域、地下、海上、高海拔、高温、低温、重污染、大风沙等不同的场合和环境均有广泛的应用。
敞开式设备	断路器，隔离开关，互感器，熔断器，负荷开关		硅橡胶复合绝缘套管是一个外表面浇注有硅橡胶伞裙的玻璃纤维增强套管，外套材料采用高温硫化硅橡胶 (HTV)，具有防爆、抗震、机械强度高、抗污闪能力强、耐老化和耐腐蚀性能佳等优点	252kV 集成式智能隔离断路器产品由隔离断路器、接地开关、电子式电流互感器、智能组件等组成，产品具有高度集成化、智能化的特点，减少了变电站的占地面积，且符合智能化电站发展方向。
中性点设备	消弧线圈，电阻，中性点成套		6~66kV 配网系统中性点广泛采用经消弧线圈、经电阻及不接地等接地方式。中性点接地对电网安全可靠性、过电压绝缘水平，人身安全等影响重大。	在电力系统、冶金、石化、煤炭等各行业的应用也越来越广泛，对提高系统供电可靠性及安全运行有明显的效果，思源电气在重庆、扬州、南京、南海、克拉玛依、上海松江、镇江、泰州、苏州、山西、温州、嘉兴、盐城等地做过多次现场接地验证试验，结果表明计算正确，装置计算准确、快速补偿、选线准确。
电能质量	电容器，电抗器，高压 SVG，低压 SVG，自耦变压器，新能源设备，整流器		随着我国电力行业的发展，架空线路及远距离输电线路的增加，线路空载、轻载时，电容充电功率增大，从而引起工频过电压和操作过电压升高，目前这一现象已经在大部分地区显现。	智能一体化电容器装置可实现电容器状态（温度、压力、电流、电压等参量）的监测，并与变电站的自动化系统实现通信联系，主要用于提高工频电力系统的功率因数、改善回路特性、降低设备及线路损耗。具有占地面积小、安装简便、使用安全、终身免维护等优点，特别适用于安装场地较小、使用环境要求高的场合。

保护及自动化	变电站自动化, 配电自动化, 合并单元智能终端, 视频及辅助监控		思源电气运用先进的软硬件和网络通信技术, 提供快速可靠的变电站和配电系统二次解决方案。产品广泛应用于电网、工业及新能源发电领域, 具有低故障率、高可用性特点, 是一次主设备和相关单元值得信赖的守护者。	程序化控制、智能告警、视频联动等高级应用功能使变电站运维更简单。思源弘瑞的 SUPER5000 监控系统除实现变电站监视和控制必须的“四遥”等基本功能外, 还集成了智能告警、一体化五防、保信子站、程序化控制甚至视频智能联动等高级应用功能, 在电网发生故障或扰动时, 能够提供给运维人员直接明了的信息, 能够以快捷的方式恢复供电。
测试类	串谐, 油色谱, 油光谱		避雷器在线监测装置是具有在线监测 MOA 全电流、阻性电流、动作次数等功能的新产品, 它可以与其他在线监测装置 (密度微水、铁芯电流等) 一样通过 485 通信接口接到状态监测智能 IED 中	VFSR 变频串联谐振成套试验装置采用调频调压方式, 进行交流耐压以及局部放电测试的试验设备。设备运用串联谐振原理, 利用较小容量的供电电源可完成等效于供电电源 30~150 倍容量的试验, 大大缓解了现场试验电源的容量不足问题。VFSR 变频串联谐振成套试验装置广泛应用于电力、冶金、石油、化工等行业, 适用于大容量、高电压试品的交接试验和预防性试验。
变压器	电力变压器, 配电用油浸式变压器, 可移动车载式变压器等		低损耗, 低噪音, 低局放, 短路承受能力强, 防止渗漏油技术, 有效的冷却技术, 现场免吊罩, 本体免维护, 节能, 环保	思源东芝专业生产各种特种变压器, 引进百年 TOSHIBA 国际品牌及技术, 凭借思源集团领先的管理模式和销售平台, 为电网、轨道交通、大工业等行业提供优质的产品与服务, 至此思源开启了变压器产品销售领域。

资料来源: 公司招股说明书

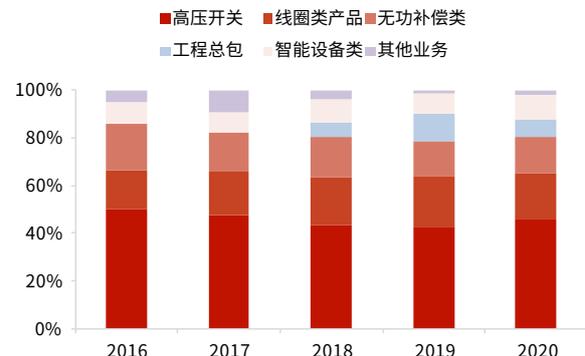
公司 2020 年营业总收入为 73.73 亿元, 其中高压开关、线圈类产品、无功补偿类、智能设备类分别占比 45.8%、19.7%、14.8%、10.8%。

图 9: 公司主营收入构成



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理; 单位: 亿元

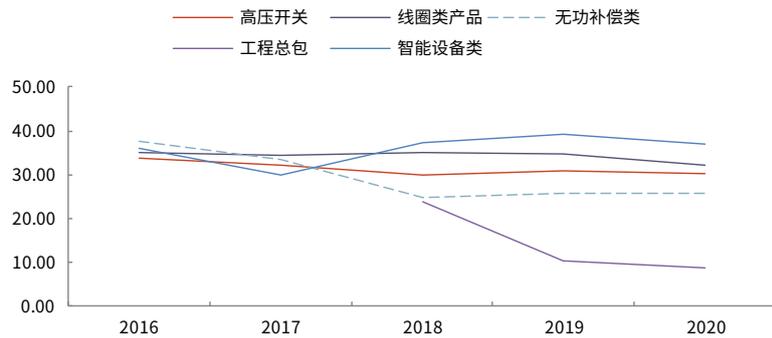
图 10: 公司主营收入构成占比



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

公司主要营收板块如高压开关、线圈类产品、无功补偿类产品及智能设备类毛利率保持稳定, 这与需求端持续增长、公司产品保持竞争力密不可分。工程总包业务毛利率变动较大, 主要由于业务规模放量。

图 11: 公司分部业务毛利率

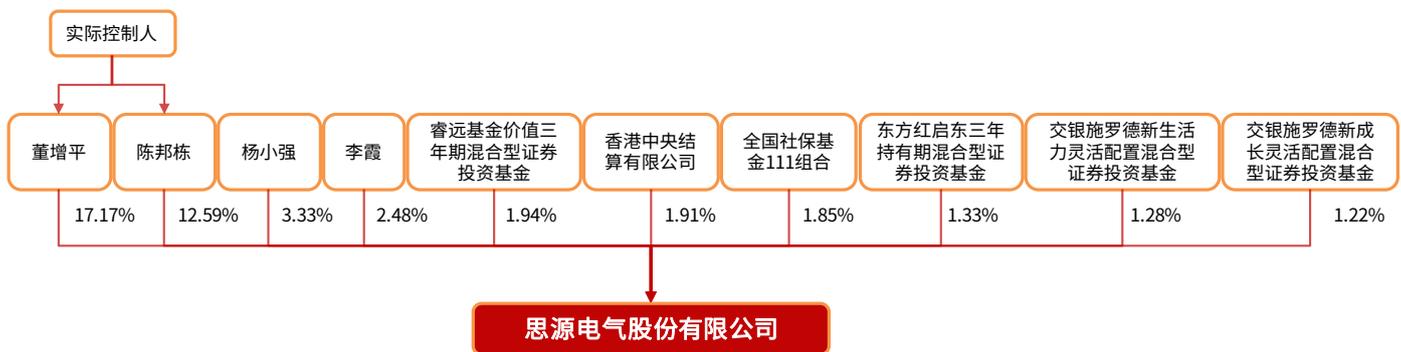


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理; 单位: %

1.4、股权结构稳定，高管业务背景深厚

公司股权结构较为集中，企业创始人为实际控制人。控股股东、实际控制人为董增平先生和陈邦栋先生，截止 2021 年三季度直接持有公司 29.76% 股份，公司前十大股东持股比例为 45.10%。

图 12: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理; 截至 2021 年三季度

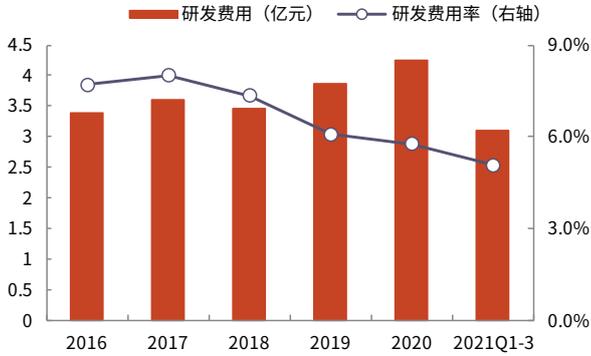
表 2: 公司高管技术背景深厚

姓名	职位	简历
董增平	董事长、总经理	公司创始人之一，毕业于上海交通大学高电压专业，获工学学士学位，中欧国际工商学院 MBA，自 1993 年公司成立以来一直在公司全职工作，
陈邦栋	副董事长、总工程师	公司创始人之一，毕业于华中理工大学高电压专业，获工学学士学位，上海交通大学 MBA，自 1993 年公司成立以来一直在公司全职工作，
杨哲嵘	财务总监、董秘	自 2011 年起一直在思源电气股份有限公司工作，曾任思源清能电气电子有限公司副总经理、江苏聚源电气有限公司总经理

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

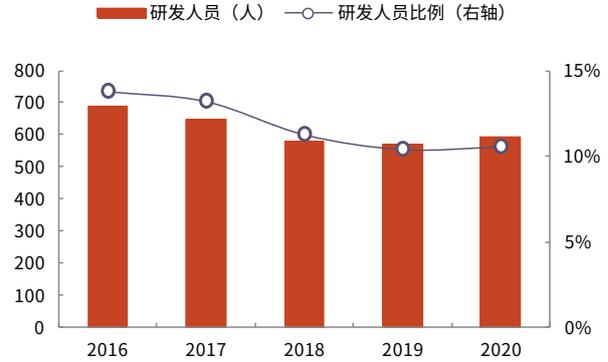
截至 2020 年 12 月 31 日，公司共拥有 674 项专利，其中发明专利 239 项，实用新型专利 425 项，外观设计专利 10 项。截至 2020 年底，公司拥有各类技术研发人员 591 人，占比 10.6%。

图 13: 公司研发费用率



资料来源: 公司公告

图 14: 公司研发人员数量及占比



资料来源: wind, 公司公告

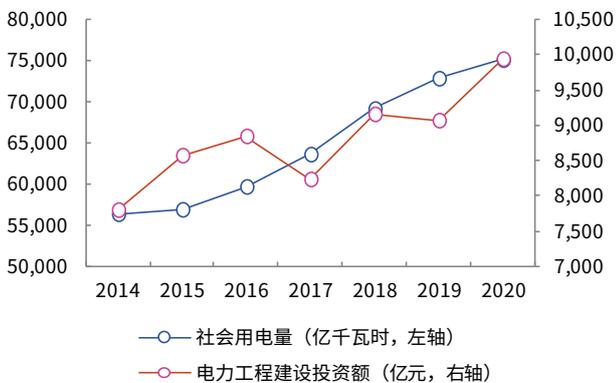
2、广泛布局新型电力系统，前景广阔

2.1、国内外同时发力，电网设备稳定增长

国家电网在第 24 届世界能源大会全体会议中指出，到 2050 年中国能源发展将实现“两个 50%”，即能源清洁化率（非化石能源占一次能源消费比重）超过 50%，电气化率（电能占终端能源消费比重）超过 50%。电气化的提升对电力工程投资提出要求。近年来，我国电源侧投资快速发展，电网投资呈小幅回落状态。

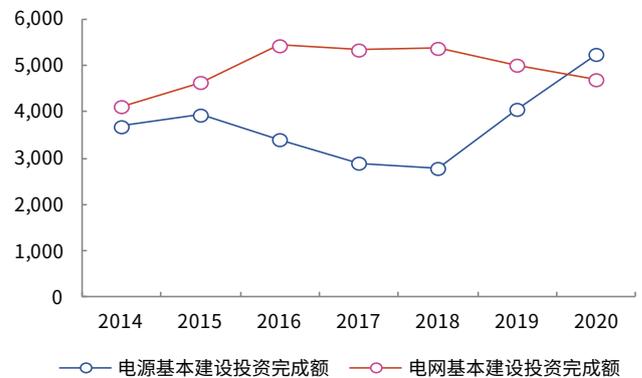
近期，南方电网提出，“十四五”期间计划投资 6700 亿元，较“十三五”实际投资增加 51%。国家电网则表示，“十四五”期间计划投入 3500 亿美元，用于电网升级改造。因此，“十四五”期间电力设备需求有望高增。

图 15: 电力工程建设投资额随社会用电量提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

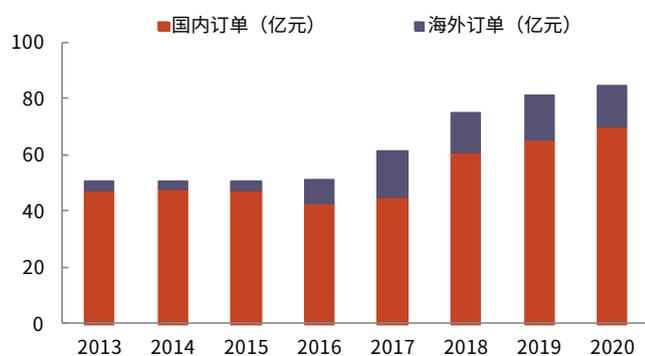
图 16: 电网投资与电源投资相背离



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 单位: 亿元

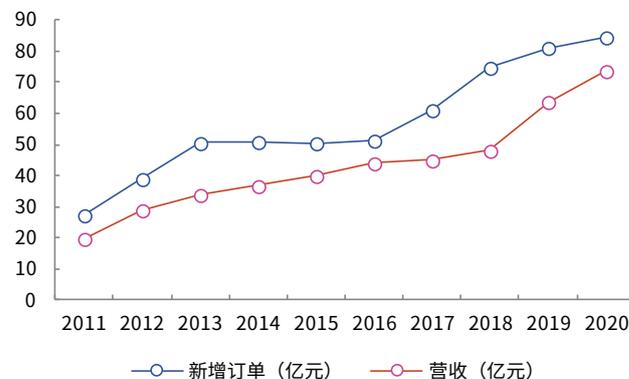
2015-2020年,我国电网投资复合增速0.25%,公司营收复合增速13%。一方面,公司通过扩大产品覆盖面,获得高于行业的增速;另一方面,公司通过进军海外EPC业务,获得额外业务增量,对公司电力设备形成有利拉动。

图 17: 公司新增订单结构



资料来源:公司公告,光大证券研究所

图 18: 公司新增订单与营收同步

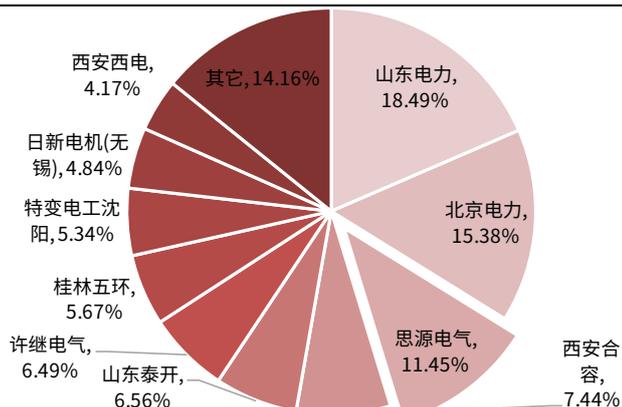


资料来源:公司公告,光大证券研究所

国网招标中标率居于领先地位。公司主要产品如高压开关、电力电容器、互感器等均有十多年的积累,技术与市场均相对成熟。即使在此类产品的主要客户采取招标模式、市场竞争激烈的背景下,依然保有了可观的市占率。

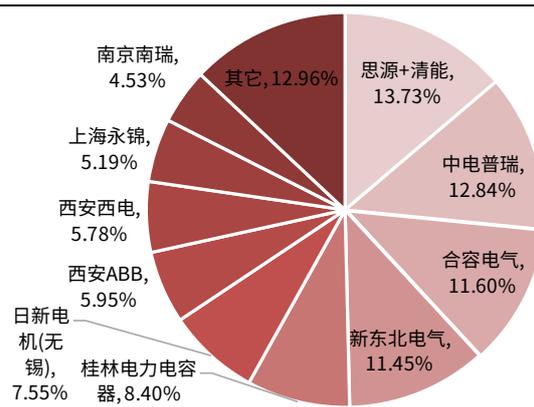
以国网为例,公司在国网2020年的隔离开关、互感器和电容器的招标市场中占有率均居于首位,在电抗器、断路器和组合电器上的市占率处在领先地位。2020年国网在电抗器、电容器、隔离开关、断路器、互感器和组合电器上的采购总投资为148.85亿元,思源共中标20.64亿,占总采购额的13.86%。

图 19: 2020 年国网电抗器招标金额市占率



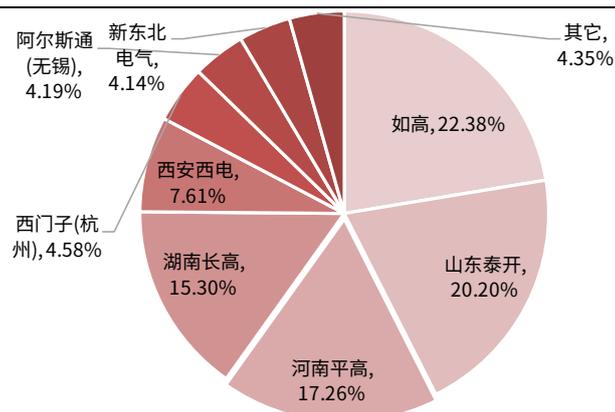
资料来源:国家电网,北极星电力网,光大证券研究所整理

图 20: 2020 年国网电容器招标金额市占率



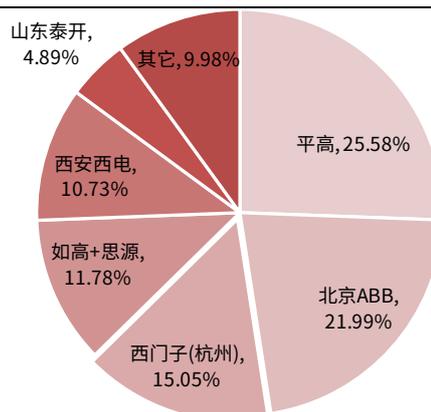
资料来源:国家电网,北极星电力网,光大证券研究所整理

图 21: 2020 年国网隔离开关招标金额市占率



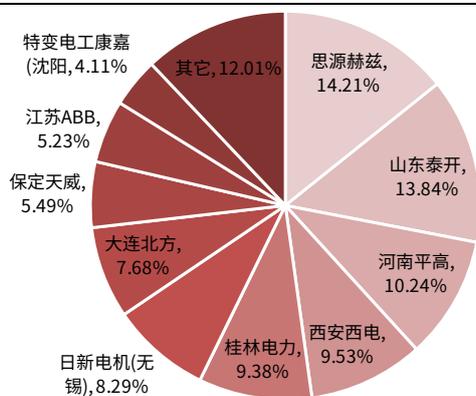
资料来源: 国家电网, 北极星电力网, 光大证券研究所整理

图 22: 2020 年国网断路器招标金额市占率



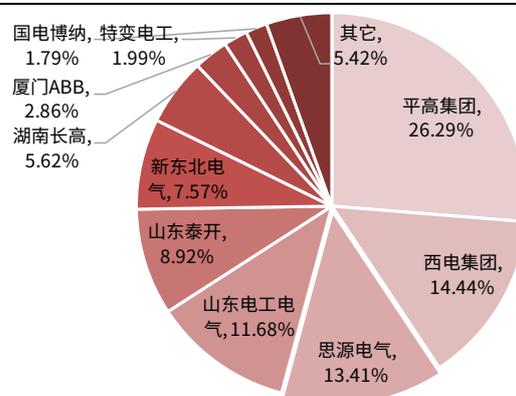
资料来源: 国家电网, 北极星电力网, 光大证券研究所整理

图 23: 2020 年国网互感器招标金额市占率



资料来源: 国家电网, 北极星电力网, 光大证券研究所整理

图 24: 2020 年国网组合电器招标金额市占率

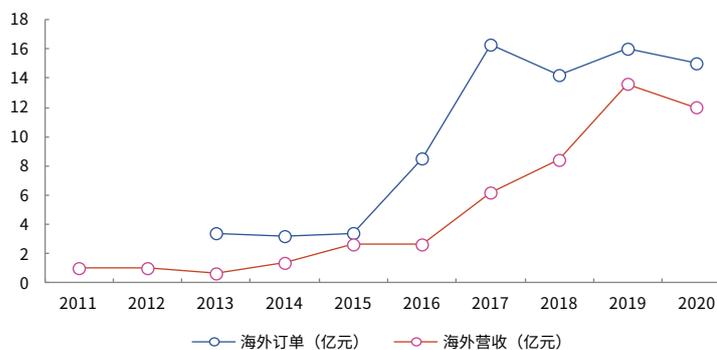


资料来源: 国家电网, 北极星电力网, 光大证券研究所整理

公司在海外市场布局多年, 自 2016 年以来取得突破, 2017-2020 年海外订单量维持高位。2020 年, 公司海外市场新增订单 15 亿元, 同比略下降。

公司多款产品在西班牙、意大利、乌克兰、泰国、科威特、南非、秘鲁等多个国家市场实现突破, 多款产品通过了法国、英国、西班牙、乌克兰、泰国、哈萨克斯坦、埃及、墨西哥、智利等多个国家资质认证。截止 2020 年底, 公司仍有 33 个 EPC 项目处于执行阶段, 2020 年 6 个 EPC 项目获得完工证明。

图 25: 公司海外订单与海外营收

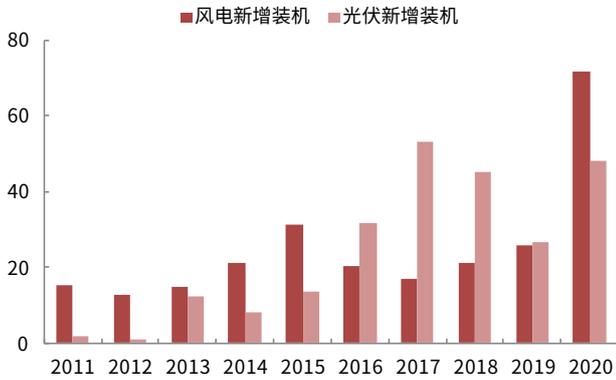


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2.2、无功补偿设备老兵，乘新能源东风

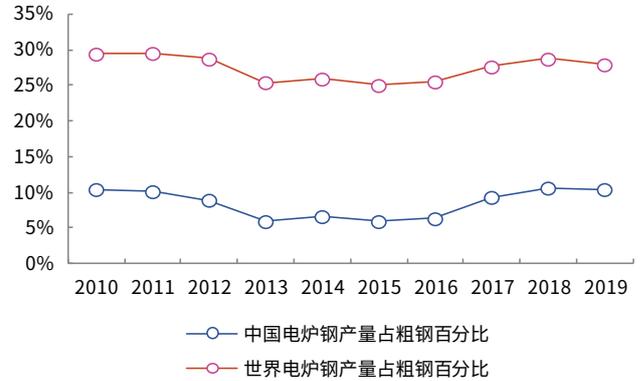
光伏、风电等新能源装机的快速提升，加大了电网电压和幅值波动，对电网造成冲击。同时，随着电气化率提升，各种非线性电力电子设备、冲击性及波动性设备（变频器、电弧炉、电气化铁路机车等）投入电网，会在电网中产生大量谐波，加剧了电能质量问题。在此背景下，催生了对无功补偿设备的需求。

图 26：2011-2020 年我国风电、光伏新增装机



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：GW

图 27：我国及世界范围内电炉钢产量占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

我国无功补偿装置经历了同步调相机、开关投切电容器、静止无功补偿器 (SVC)、动态无功补偿装置 (SVG) 这几个阶段。相比其他装置，SVG 具有响应速度更快、低电压工作性能更好、运行安全性能提高、能有效抑制系统的谐波、同等容量下体积更小等优点。

表 3：我国无功补偿技术发展过程

补偿装置	技术特点	开始规模应用的时间
同步调相机	响应速度慢，噪声大、损耗大	20 世纪 60 年代
开关投切电容器	响应速度慢，连续可控能力差	20 世纪 70 年代
静止无功补偿器 (SVC)	响应速度较慢、会产生大量谐波、主要在中高压配电系统中应用	20 世纪 90 年代
动态无功补偿装置 (SVG)	响应快、精度高、效率高，成熟技术，价格正不断接近 SVC、正处于推广中	21 世纪初

资料来源：新风光招股说明书，光大证券研究所

根据智研咨询出具的《2020-2026 年中国高压 SVG 行业调查与发展趋势研究报告》，随着高压 SVG 技术不断成熟及产品成本下降，SVG 在无功补偿市场的份额将会不断增加，未来高压 SVG 市场有着良好的前景，预计到 2026 年中国高压 SVG 行业市场规模有望达到 75.49 亿元。

图 28：2015-2026 年中国高压 SVG 市场规模



资料来源：智研咨询，光大证券研究所整理；单位：亿元

图 29：2018-2023 年中国电能质量治理产业市场规模预测

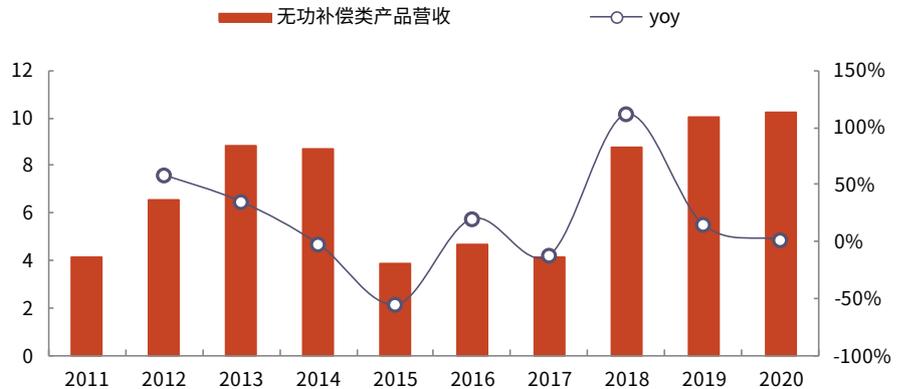


资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所整理；单位：亿元

思源电气作为老牌 SVG 生产企业，在业内具有先发优势。子公司思源清能电气专注于电力电子产品及电能质量综合治理解决方案，主营产品有链式动态无功补偿及谐波治理装置 SVG、有源电力滤波装置 (APF)、低压动态无功补偿 (SVG、TSVG)、整流变频设备等。

根据官网披露，思源清能电气参与制定能源行业标准《风电场动态无功补偿装置并网性能测试规范》、电力行业标准《动态电压恢复器技术规范》。截止 2020 年末已投运高压 SVG 产品超过 3000 套，低压 SVG/APF 产品超过 1 万套，产品广泛应用于发输配用的各个环节，如新能源发电、电力系统、电气化铁道及城市轨道交通行业、矿山、冶金、钢铁、石油、港口、纺织、食品、邮电、通信、电动车充电站、游乐场、商业和楼宇建设等，在提高供电系统电能质量、保障供电等方面发挥了巨大作用。

图 30：公司无功补偿产品营收

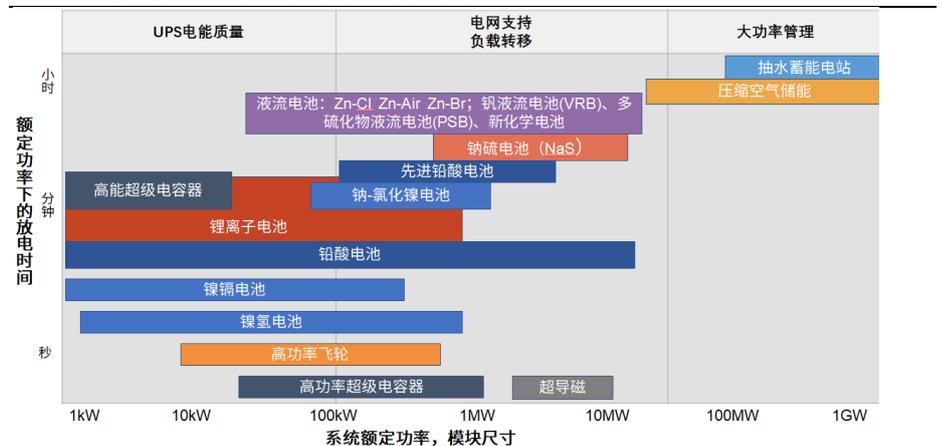


资料来源：公司公告，光大证券研究所；单位：亿元

2.3、布局超级电容，储能业务起步

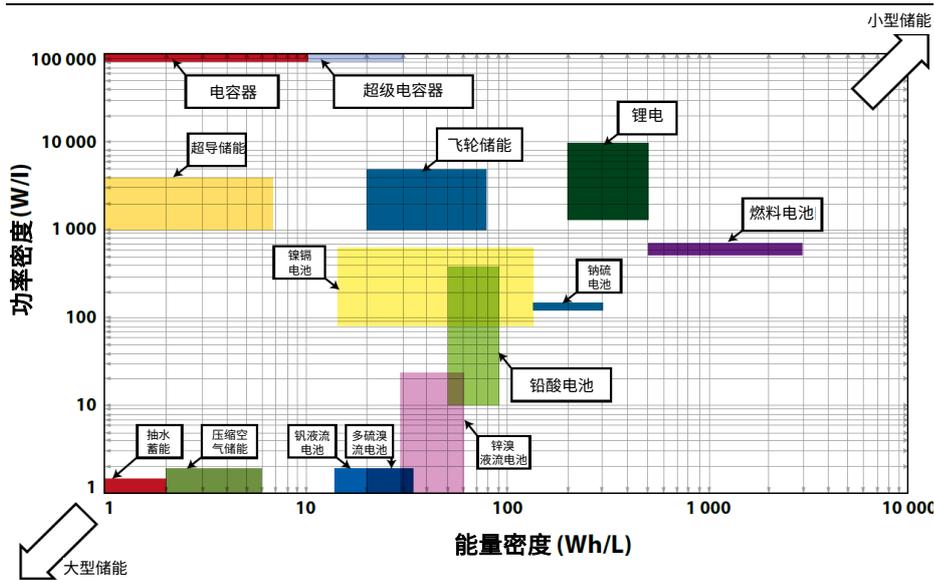
由于场景的多样性、各储能技术与降本的情况，储能路线未来会是百花齐放的局面。各储能技术根据其输出功率、能量密度、储能容量、充放电时间等特点，将在不同的应用场景发挥最优储能效果。

图 31：各储能技术的系统额定功率与放电时间



资料来源：IRENA 2017, Electricity Storage and Renewables: Costs and Markets to 2030

图 32：各储能技术的能量密度与功率密度

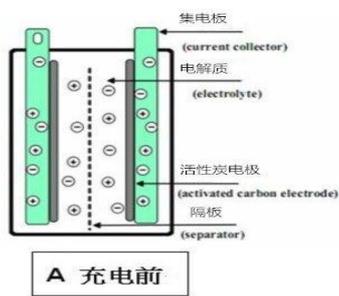


资料来源：IRENA 2017, Electricity Storage and Renewables: Costs and Markets to 2030

超级电容在高功率密度、短放电时间的场景下承担着重要角色。相比于电池（铅酸、镍锰、锂）和铝电解电容器等，超级电容具有充电速度快、功率密度高、寿命长、安全性好、环保、工作范围大等优点，在一定的应用场合可以替代传统电池。但超级电容受限于材料等因素，能量密度较低，所以更多应用在体积、重量相对不太敏感，对于瞬间大电流有应用要求的环境。

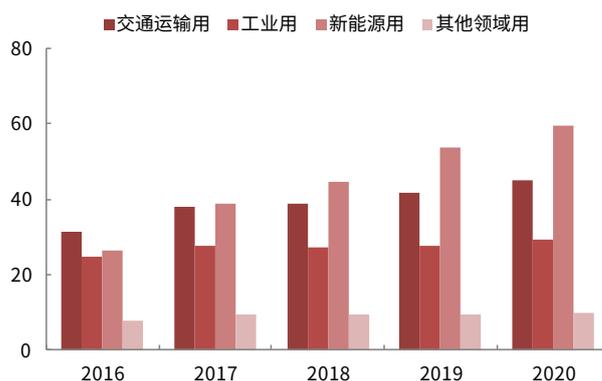
未来更多的应用将是把超级电容与传统电池结合的模组化产品，由超级电容满足瞬间功率要求，由电池提供稳态功率输出，兼有电池高比能量和传统电容器高比功率的优点。

图 33：超级电容器原理



资料来源：韩亚伟《超级电容器国内外应用现状研究》

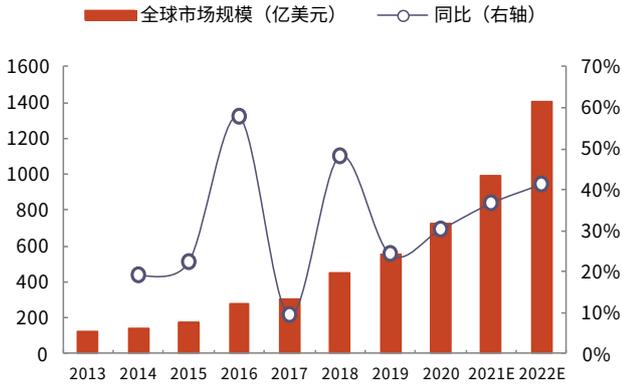
图 34：国内超级电容器下游应用金额



资料来源：头豹研究院、光大证券研究所整理；单位：亿元

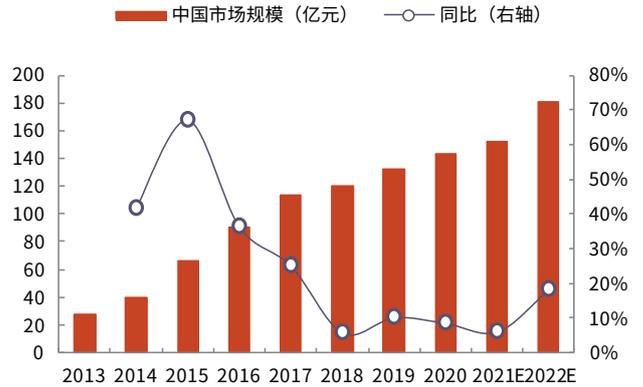
超级电容器市场规模持续增长，发展前景广阔。据头豹研究院预测，超级电容器有望于 2022 年突破国内 181 亿元、全球 1400 亿美元的市场规模，除了在车辆启停、动力汽车、轨道交通等交通运输领域和冶金、矿产等工业领域外，在新能源领域也有广泛应用。

图 35: 全球超级电容器市场规模 (亿美元)



资料来源: 头豹研究院, 光大证券研究所整理

图 36: 国内超级电容器市场规模 (亿元)



资料来源: 头豹研究院, 光大证券研究所整理

公司在超级电容器领域布局较早。公司 2017 年增资 3000 万元, 持股烯晶碳能 10% 的股份。而烯晶碳能是少数几家掌握制造干法工艺电极超级电容器核心技术的企业之一, 主要产品包括干法电极、超级电容器单体、超级电容器模组以及储能系统。

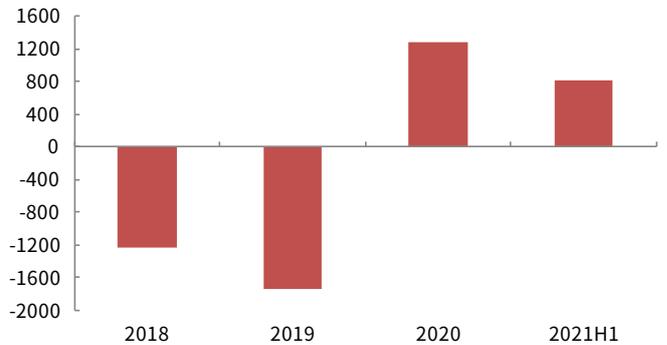
2018 年公司设立子公司上海梯米汽车科技, 专注于汽车超级电容启停模组。截至 2020 年初, 梯米汽车科技开发的超级电容启停模组配套沃尔沃汽车某款混动车型, 发货已超过 1 万套; 公司在瑞士设立的全资子公司 SECH SA 已获取国际知名汽车电子零部件公司的超级电容供应商定点通知。

图 37: 烯晶碳能超级电容模组



资料来源: 烯晶碳能官网

图 38: 上海梯米汽车科技归母净利润



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所; 单位: 万元

此外, 超级电容被广泛应用于风机变桨系统, 目前公司在该领域主要为欧洲风机主机厂进行配套。

为推动储能业务发展, 公司成立了全资子公司江苏思源电池技术有限公司。2021 年 11 月 3 日, 公司发布公告, 拟与尚待设立的以股权激励为目的的有限合伙企业共同对电池公司进行增资。增资完成后, 电池公司注册资本增至 1 亿元。

基于公司在功率型电池、电网设备、EPC 集成方面的经验, 以及公司基于 SVG 产品发展 PCS 的技术基础, 未来有望在储能业务方面取得突破。

3、盈利预测

高压开关：以 GIS、隔离开关、断路器为主体，大量用于电网输配电领域。该部分设备在国网、南网招标中份额稳定，同时受到海外 EPC 业务拉动。2021 年上半年，该部业务营收增速 32.5%。假设 21-23 年该部营收增速分别为 27.7%/21.4%/21.6%，预计毛利率保持稳定，21-23 年分别为 30.5%/30.5%/30.5%。

线圈类产品：以互感器、电抗器、变压器为主体，大量用于电网输配电领域。该部分设备在国网、南网招标中份额稳定，同时受到海外 EPC 业务拉动。2021 年上半年，该部业务营收增速 27.3%。假设 21-23 年该部营收增速分别为 21.1%/18.3%/18.4%，预计毛利率保持稳定，21-23 年分别为 32.5%/32.5%/32.5%。

无功补偿类：以电容器、SVG 为主体，广泛应用于新能源发电及工业领域。2021 年上半年，该部业务营收增速 23.3%。随着新能源渗透率提升，电能质量受到关注，SVG 在新能源发电领域渗透率有望提升，假设 21-23 年该部营收增速分别为 15.4%/26.0%/25.0%，预计毛利率保持稳定，21-23 年分别为 26.0%/26.0%/26.0%。

智能设备类：主要是继保、监控类产品，以二次设备为主。2021 年上半年，该部业务营收增速 9.4%。“十四五”期间，配网建设加速，假设 21-23 年该部营收增速分别为 19.6%/26%/26%，预计毛利率保持稳定，21-23 年分别为 37.0%/37.0%/37.0%。

工程总包：主要是海外输配电 EPC 业务。2021 年上半年，该部业务营收增速 59.8%，主要由于 2020 年上半年低基数效应。随着海外疫情逐步好转，预计未来仍有望保持稳步增长。假设 21-23 年该部营收增速分别为 10%/10%/10%，预计毛利率保持稳定，21-23 年分别为 9.0%/9.0%/9.0%。

表 4：公司分业务盈利预测情况

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	63.80	73.73	89.98	108.81	131.73
增长率	32.7%	15.6%	22.0%	20.9%	21.1%
毛利 (亿元)	18.70	21.57	26.49	32.18	39.12
主营毛利率	29.3%	29.3%	29.4%	29.6%	29.7%
高压开关					
营业收入 (亿元)	27.27	33.78	43.13	52.36	63.68
增长率	30.9%	23.9%	27.7%	21.4%	21.6%
毛利 (亿元)	8.43	10.27	13.16	15.97	19.42
毛利率	30.9%	30.4%	30.5%	30.5%	30.5%
线圈类产品					
营业收入 (亿元)	13.71	14.50	17.56	20.77	24.59
增长率	41.9%	5.8%	21.1%	18.3%	18.4%
毛利 (亿元)	4.77	4.65	5.71	6.75	7.99
毛利率	34.8%	32.0%	32.5%	32.5%	32.5%
无功补偿类					
营业收入 (亿元)	9.13	10.89	12.56	15.83	19.79
增长率	10.3%	19.3%	15.4%	26.0%	25.0%
毛利 (亿元)	2.34	2.82	3.27	4.12	5.15

毛利率	25.6%	25.9%	26.0%	26.0%	26.0%
智能设备类					
营业收入 (亿元)	5.39	7.93	9.49	11.95	15.06
增长率	17.4%	47.1%	19.6%	26.0%	26.0%
毛利 (亿元)	2.37	3.37	3.51	4.42	5.57
毛利率	39.2%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
工程总包					
营业收入 (亿元)	7.65	5.46	6.01	6.61	7.27
增长率	164.7%	-28.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利 (亿元)	0.79	0.48	0.54	0.59	0.65
毛利率	10.3%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测,单位:亿元

根据上述关键假设,预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 90.0/108.8/131.7 亿元,归母净利润分别为 12.5/15.9/19.6 亿元,对应 EPS 为 1.63/2.08/2.56 元。

表 5: 思源电气业绩预测和估值指标

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,380	7,373	8,998	10,881	13,173
营业收入增长率	32.74%	15.56%	22.04%	20.93%	21.07%
净利润 (百万元)	558	933	1,249	1,589	1,960
净利润增长率	89.25%	67.39%	33.85%	27.20%	23.33%
EPS (元)	0.73	1.22	1.63	2.08	2.56
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.06%	14.31%	16.40%	17.76%	18.54%
P/E	75	45	33	26	21
P/B	8.2	6.4	5.5	4.7	3.9

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2021 年 11 月 26 日

4、估值水平与投资评级

4.1、相对估值

考虑到公司主营产品为一次设备、二次设备、电能质量设备,我们选取一次设备领先企业四方股份、二次设备龙头国电南瑞、智能变配电及直流输电龙头许继电气作为可比公司,可比公司 21/22 年平均 PE 为 38/30 倍。公司当前股价对应 21/22 年 PE 为 33/26 倍,低于可比公司。

表 6: 可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE (X)				CAGR -3/2020	PEG -2021	市值 (亿元)
	2021/11/26	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E			
国电南瑞	44.90	1.06	1.08	1.27	1.46	42	42	35	31	11.21%	3.72	2489.90
四方股份	23.80	0.12	0.60	0.85	1.10	198	39	28	22	109.17%	0.36	193.53
许继电气	27.80	0.71	0.87	1.02	1.16	39	32	27	24	17.69%	1.81	280.31
平均值						93	38	30	25	46.02%	1.96	
思源电气	54.33	1.22	1.63	2.08	2.56	45	33	26	21	28.05%	1.19	416.02

资料来源:wind,国电南瑞、四方股份、许继电气为 WIND 一致预期,思源电气为光大证券研究所预测

4.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：公司主营一二次电气设备、电能质量治理设备，布局储能业务，需求长期持续稳定，假设长期增长率为 2%；
- 2、 β 值选取：采用申万行业分类-综合电力设备商的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，假设公司未来税率为 11%。

表 7：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β (β levered)	1.35
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	9.01%
税率	11.00%
Kd	4.45%
Ve	34292.00
Vd	51.50
目标资本结构	25.00%
WACC	7.87%

资料来源：光大证券研究所预测

表 8：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	3220.23	5.71%
第二阶段	15253.24	27.05%
第三阶段 (终值)	37910.34	67.24%
企业价值 AEV	56383.81	100.00%
加：非经营性净资产价值	(582.81)	-1.03%
减：少数股东权益 (市值)	423.35	-0.75%
减：债务价值	51.50	-0.09%
总股本价值	55326.14	98.12%
股本 (百万股)	765.72	
每股价值 (元)	72.25	
PE (隐含)	44.28	
PE (动态)	33.29	

资料来源：光大证券研究所预测

表 9：敏感性分析表

WACC	长期增长率				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.87%	79.43	84.84	91.36	99.37	109.45
7.37%	71.42	75.75	80.88	87.07	94.68

7.87%	64.63	68.14	72.25	77.13	83.01
8.37%	58.82	61.70	65.04	68.94	73.58
8.87%	53.79	56.18	58.92	62.09	65.80

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	72.25	61.70 - 87.07	贴现率±0.5%，长期增长率±0.5%

资料来源：光大证券研究所预测

根据 FCFF 估值方法，得到公司每股价值区间为 61.70-87.07 元（敏感性±0.5% 区间）。

4.3、估值结论与投资评级

我们预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 90.0/108.8/131.7 亿元，归母净利润分别为 12.5/15.9/19.6 亿元，对应 EPS 为 1.63/2.08/2.56 元。当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 33/26/21 倍。参考相对估值和绝对估值结果，考虑到公司在电网设备领域竞争力强，随着海外 EPC 项目释放能够对业绩形成有效支撑；且公司在 SVG 领域国内领先，超级电容储能潜力大。**首次覆盖给予“买入”评级。**

5、风险分析

1) 海外 EPC 项目风险

海外 EPC 项目执行周期长（1-3 年），若出现海外政治、政策、安全等风险事件，可能对公司经营业绩造成较大影响；

2) 上游原材料涨价风险

公司产品主要原材料为铜、铝、塑料等大宗商品，若上游原材料持续涨价，可能对公司经营业绩造成较大影响；

3) 市场竞争加剧风险

公司所生产的电气设备产品，技术和市场都相对成熟，主要客户招标采取招标方式，市场竞争激烈。若市场竞争加剧，公司在国网、南网中标份额不及预期，可能对公司经营业绩造成较大影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,380	7,373	8,998	10,881	13,173
营业成本	4,510	5,215	6,349	7,663	9,261
折旧和摊销	84	84	84	90	97
税金及附加	35	46	56	68	83
销售费用	671	410	495	577	698
管理费用	251	204	270	305	369
研发费用	387	425	450	544	659
财务费用	8	41	-18	-39	-60
投资收益	5	9	11	12	13
营业利润	628	1,115	1,470	1,863	2,288
利润总额	632	1,115	1,471	1,864	2,289
所得税	56	121	162	205	252
净利润	576	994	1,310	1,659	2,037
少数股东损益	18	61	60	69	76
归属母公司净利润	558	933	1,250	1,590	1,961
EPS(元)	0.73	1.22	1.63	2.08	2.56

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	831	818	1,181	1,415	1,756
净利润	558	933	1,250	1,590	1,961
折旧摊销	84	84	84	90	97
净营运资金增加	214	-83	633	848	993
其他	-24	-117	-785	-1,113	-1,295
投资活动产生现金流	-382	-188	-349	-348	-347
净资本支出	-146	-275	-360	-360	-360
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	-239	83	11	12	13
融资活动现金流	-169	-18	-188	-222	-272
股本变化	0	3	3	0	0
债务净变化	-80	28	-53	0	0
无息负债变化	855	689	615	742	901
净现金流	278	581	644	844	1,137

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.3%	29.3%	29.4%	29.6%	29.7%
EBITDA 率	10.9%	16.7%	17.4%	17.8%	17.9%
EBIT 率	9.6%	15.6%	16.5%	17.0%	17.1%
税前净利润率	9.9%	15.1%	16.4%	17.1%	17.4%
归母净利润率	8.7%	12.7%	13.9%	14.6%	14.9%
ROA	6.5%	9.0%	10.2%	11.1%	11.6%
ROE (摊薄)	11.1%	14.3%	16.4%	17.8%	18.5%
经营性 ROIC	13.4%	24.4%	25.8%	26.5%	26.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	39%	39%	38%	37%
流动比率	1.90	1.92	1.98	2.05	2.13
速动比率	1.47	1.46	1.52	1.57	1.63
归母权益/有息债务	202.05	123.19	-	-	-
有形资产/有息债务	337.79	200.90	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	8,845	11,075	12,794	14,932	17,539
货币资金	1,669	2,216	2,860	3,704	4,841
交易性金融资产	284	121	121	121	121
应收账款	2,514	2,118	2,402	2,711	3,048
应收票据	537	707	863	1,044	1,263
其他应收款 (合计)	130	140	171	207	250
存货	1,542	1,911	2,205	2,665	3,224
其他流动资产	39	48	48	48	48
流动资产合计	6,831	8,060	9,503	11,372	13,715
其他权益工具	1,048	1,680	1,680	1,680	1,680
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	513	509	531	549	595
在建工程	20	158	411	664	882
无形资产	249	256	256	255	255
商誉	51	51	51	51	51
其他非流动资产	11	71	71	71	71
非流动资产合计	2,014	3,016	3,291	3,561	3,824
总负债	3,647	4,364	4,926	5,668	6,569
短期借款	25	53	0	0	0
应付账款	1,889	2,099	2,540	3,065	3,704
应付票据	497	533	635	766	926
预收账款	591	0	0	0	0
其他流动负债	-	52	52	52	52
流动负债合计	3,596	4,204	4,805	5,546	6,448
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	19	19	19	19
非流动负债合计	51	160	121	121	121
股东权益	5,198	6,711	7,868	9,265	10,970
股本	760	763	766	766	766
公积金	441	508	507	507	507
未分配利润	3,877	4,723	5,819	7,147	8,776
归属母公司权益	5,042	6,521	7,618	8,946	10,576
少数股东权益	156	190	250	319	395

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.52%	5.57%	5.50%	5.30%	5.30%
管理费用率	3.93%	2.76%	3.00%	2.80%	2.80%
财务费用率	0.12%	0.56%	-0.20%	-0.36%	-0.46%
研发费用率	6.07%	5.77%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	9%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.20	0.34	0.43	0.53
每股经营现金流	1.09	1.07	1.54	1.85	2.29
每股净资产	6.63	8.55	9.95	11.68	13.81
每股销售收入	8.39	9.66	11.75	14.21	17.20

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	75	45	33	26	21
PB	8.2	6.4	5.5	4.7	3.9
EV/EBITDA	59.8	33.9	26.7	21.5	17.6
股息率	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE