

思源电气 (002028.SZ)

买入

深耕电力设备行业三十载，收购烯晶碳能股权打造第二增长曲线

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 电网设备

◆ 投资评级：买入（首次评级）

证券分析师：	王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980520080003
联系人：	王晓声	010-88005231	wangxiaosheng@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：近日，公司发布 2022 年业绩快报。2022 年公司实现营业总收入 104.69 亿元，同比+20.4%，实现归母净利润 12.18 亿元，同比+1.7%，实现扣非归母净利润 11.63 亿元，同比+4.6%。报告期内，公司的生产经营活动受到外部环境的影响，包括国际政治经济局势波动、新冠疫情、海外运输成本上涨、大宗原材料价格及汇率波动等；面对各种挑战，公司持续精进核心技术和制造实力、不断改进和提高运营能力，全力提升产品核心竞争力。

国信电新观点：1) 公司是国内电力设备龙头企业，聚焦主业三十载，产品序列齐整，市场地位稳固。2022 年由于全国多点散发疫情影响电网投资进度低于预期，我们预计 2023 年电网投资有望迎来集中兑现。2) 公司立足电力设备主业，稳健布局超级电容技术，探索汽车电子和功率型储能场景的应用。公司拟收购烯晶碳能股权，收购完成后将持有其 70.4% 的股份，增加公司在烯晶碳能业务中的主导权和决策权，有利于进一步整合双方技术和市场优势。3) 我们预计公司 22-24 年实现营业收入分别为 104.69/128.88/150.70 亿元，同比增长 20.4%/23.1%/16.9%；实现归母净利润 12.18/15.73/18.44 亿元（对应 22-24 年 PE 分别为 29/23/19），同比增长 1.7%/29.1%/17.3%，综合多角度估值我们认为公司股票合理价值在 48.96-51.00 元之间，相对于当前股价有 6%-11% 溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级。

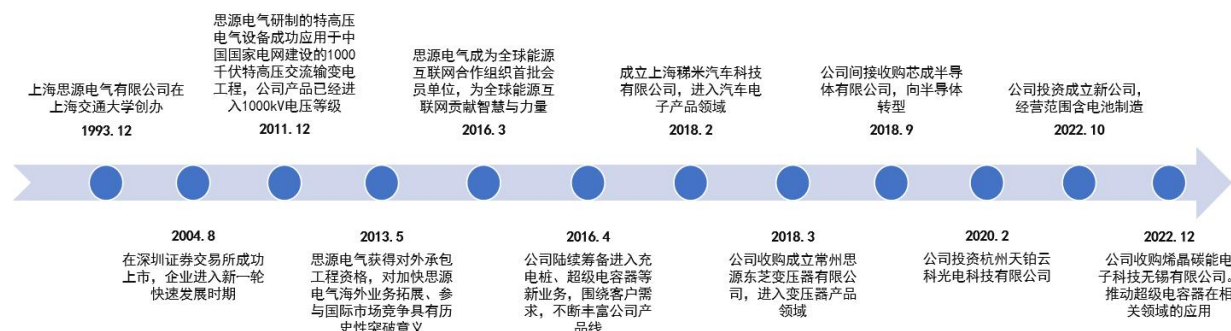
评论：

◆ 成立三十载，已成为电力设备龙头企业

思源电气股份有限公司成立于 1993 年 12 月，2004 年 8 月在深圳证券交易所上市，公司是目前输配电设备行业中少数几家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）、电力电子设备等产品的研发、制造和解决方案能力的企业。公司成立以来产业链不断扩大，迄今公司已拥有十多个制造实体，分布于上海、如皋、常州、南京等地，产品覆盖了超高压、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，公司主要户主要为国家电网公司、南方电网公司、五大发电集团及其下属企业、地方电力公司及轨道交通、石油、工矿企业。公司荣膺国家重点火炬计划高新技术企业、中国能源装备十佳民企、上海市创新型企业等荣誉称号。

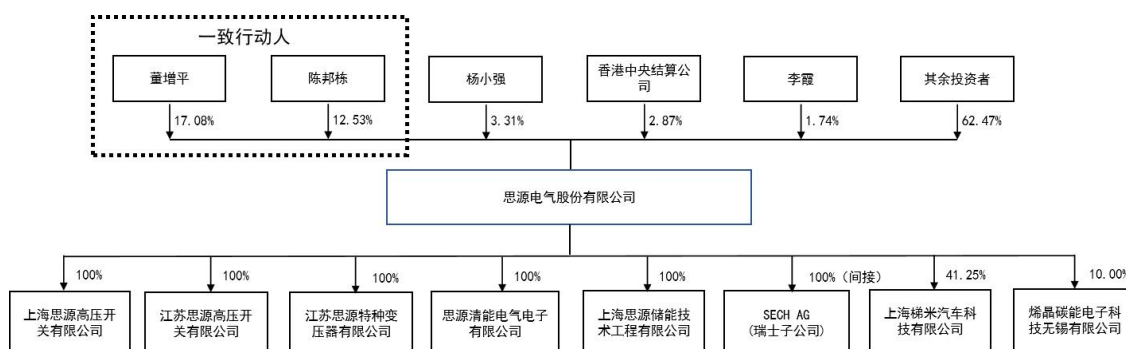
公司注册资本 7.69 亿元，实际控制人为董增平与陈邦栋二人组成的一致行动人；截至 2022 年三季报，董增平和陈邦栋共直接持有 29.61% 公司股权。公司及主要子公司生产与销售 500kV 及以下 GIS 和 GIL、750kV 及以下 SF6 断路器和隔离开关、500kV 及以下电流互感器、1000kV 及以下电压互感器、220kV 及以下电抗器、66kV 及以下中性点接地成套装置、油色谱及在线监测系统等相关业务。除电力设备主业外，公司依托上海梯米汽车科技有限公司和烯晶碳能电子科技无锡有限公司开拓超级电容业务。截至 2023 年 2 月 20 日，公司已收购烯晶碳能 41.2% 股权，工商变更手续尚未完成，同时计划通过股权转让的方式，收购烯晶碳能 19.2% 的股权；若本次股权收购完成，思源电气将持有烯晶碳能 70.4% 的股份。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：公司股权结构（截至2022年三季报）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司主要高管均毕业于国内著名院校。董增平先生毕业于上海交通大学，现任上海思源电气有限公司董事长，上海市政协委员、上海市闵行区青年联合会委员，同时担任江苏省如高高压电器有限公司董事、江苏思源赫兹互感器有限公司董事等。陈邦栋先生毕业于华中科技大学，现任本公司副董事长兼总工程师，他曾于2000年获得闵行区科技先进工作者金奖，同时还担任江苏省如高高压电器有限公司董事长、江苏思源赫兹互感器有限公司董事长等。

表1：公司主要高管

姓名	职务	个人简介
董增平	董事长；总经理	1970年出生，中国国籍，本科学历，董增平先生，董事长、总经理，自1993年本公司成立以来一直在本公司全职工作，目前还担任江苏省如高高压电器有限公司董事、江苏思源赫兹互感器有限公司董事、上海思源电力电容器有限公司董事等。
陈邦栋	副董事长	1970年出生，中国国籍，硕士学历，副董事长、总工程师，自1993年本公司成立以来一直在本公司全职工作，目前还担任江苏省如高高压电器有限公司董事长、江苏思源赫兹互感器有限公司董事长、上海思源电力电容器有限公司董事、上海思源瑞电力控制技术有限公司董事长、常州思源东芝变压器有限公司董事长等。
章良栋	副总经理	1973年出生，中国国籍，无其他国家和地区国籍或长期居留权，上海交通大学工学硕士学位。章良栋先生自2012年起一直在思源电气股份有限公司工作，曾任海外营销中心副总经理、非洲地区部总监，现任上海思源输配电工程有限公司总经理。
杨帆华	副总经理	1975年出生，中国国籍，无其他国家和地区的国籍、长期居留权，本科学历，杨帆华先生，董事、副总经理，自2000年起一直在本公司及下属子公司工作，目前还担任国内营销中心总经理、常州思源东芝变压器有限公司董事等。
杨雯	副总经理	1969年出生，中国国籍，硕士学历，杨雯女士，副总经理，自2012年起一直在思源电气股份有限公司工作，曾任江苏省如高高压电器有限公司总经理、上海思源高压开关有限公司总经理。目前还担任江苏思源高压开关有限公司执行董事、江苏思源中压开关有限公司执行董事、江苏省如高高压电器有限公司董事。
杨哲嵘	董事会秘书；财务总监	1973年出生，中国国籍，本科学历，杨哲嵘先生，董事会秘书、财务总监，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。目前还任上海思源电力电容器有限公司董事、江苏芯云电子科技有限公司董事。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 产品序列完整，市场地位稳固

公司主要产品为输配电设备的研发、生产、销售及服务。主要涉及开关类、线圈类、无功补偿类、智能设备类及相关产品和 EPC 业务。其中，开关类及相关产品指 GIS、隔离开关、断路器；线圈类及相关产品指中性点接地产品、电抗器、互感器、变压器、油色谱及在线监测系统；无功补偿类及相关产品指电力电子成套设备、电力电容器、整流器；智能设备类及相关产品指变电站自动化及继电保护系统；EPC 指工程总承包，即按合同约定对工程项目的设计、采购、施工等实行全过程或若干阶段的承包。公司产品广泛应用于电力、冶金、石化、煤矿、电气化铁道、公用设施等行业，并在上海磁悬浮、上海地铁、东海大桥、秦山核电站、云广 800KV 特高压直流输电、北京奥运工程、上海世博会等众多国家重点工程项目得到应用。

图3：开关类及相关产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

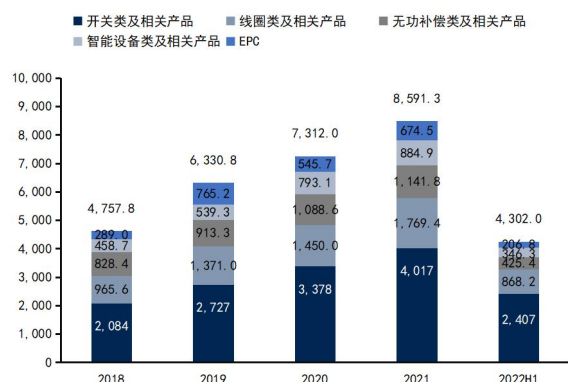
图4：线圈类及相关产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2018-2022H1 年公司营业收入分别为 47.58/63.31/73.12/85.91/43.03 亿元，同比增速分别为 6.94%/32.74%/15.56%/17.94%/13.17%。公司营业收入最大源为开关类及相关产品，2018-2022H1 年分别占营收比重为 43.79%/43.07%/46.20%/46.76%/55.95%；其次是线圈类及相关产品，2018-2022H1 年分别占营收比重为 20.30%/21.66%/19.83%/20.60%/20.18%。

图5：公司营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司新增订单与新增合同目标（单位：亿元）

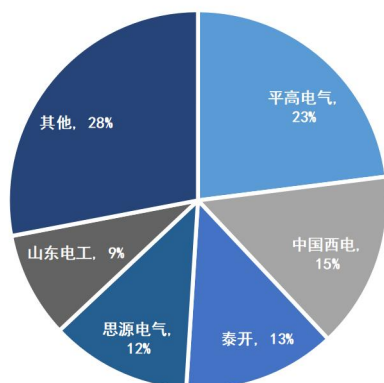


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司在中高压电力设备领域常年位列行业第一梯队。2022 年第一至四次国网设备招标中，思源电气分别以 12%和 21%的中标份额位列组合电器和断路器中标量的第四名和第二名，且为中标前五位中唯一的国内民营企业。公司每年年初会制定新增合同目标，从历史情况看，实际新增订单与年初设定的目标基本吻合。

图7: 2022 国网设备招标组合电器市场格局 (%)

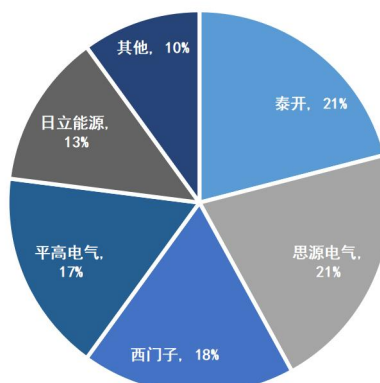
■ 平高电气 ■ 中国西电 ■ 泰开 ■ 思源电气 ■ 山东电工 ■ 其他



资料来源: 国家电网, 国信证券经济研究所整理

图8: 2022 国网设备招标断路器市场格局 (%)

■ 泰开 ■ 思源电气 ■ 西门子 ■ 平高电气 ■ 日立能源 ■ 其他



资料来源: 国家电网, 国信证券经济研究所整理

◆ 凭借电力设备行业多年 know-how, 稳健布局汽车电子/储能等市场

公司坚持在超级电容器领域的技术布局, 推动在汽车电子、功率型储能场景的应用, 具体业务主要依托控股子公司上海稊米汽车科技有限公司和参股子公司烯晶碳能电子科技无锡有限公司。上海稊米开发的超级电容启停模组在沃尔沃汽车的某款混动车型上已经实现量产, 进入批量供货阶段; 公司在瑞士设立的全资子公司 SECHSA 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。

烯晶碳能成立于 2010 年, 是一家从事超级电容等功率型储能器件研发、生产和销售的国家高新技术企业, 推出的超级电容器 (EDLC) 和混合超级电容器 (HUC) 已用于全球主要知名汽车品牌, 及国内外主要的知名电力设备制造商, 公司已参与国家电网多个储能调频类示范项目, 其中中国张北新能源基地项目五年无故障运行。烯晶碳能为少数几家掌握制造干法工艺电极的超级电容器核心技术和关键材料的企业之一, 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。本次股权收购有望增加公司在烯晶碳能业务中的主导权和决策权, 将有利于进一步整合双方的技术和市场优势, 从而推动超级电容器在相关领域的应用, 符合公司的长期发展战略。

图9: 烯晶碳能超级电容器产品



资料来源: 烯晶碳能官网, 国信证券经济研究所整理

图10: 烯晶碳能混合超级电容器产品



资料来源: 烯晶碳能官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 2017-2021 年归母净利润 CAGR 高达 48%, 毛利率多年维持在 30%左右

近几年公司持续巩固国内电网市场、重点突破海外市场, 进一步提升市场占有率, 大力提升自身品牌影响力, 积极拓展关键客户。此外, 公司进一步提升 EPC 综合服务能力, 满足客户对整体解决方案日益增长的

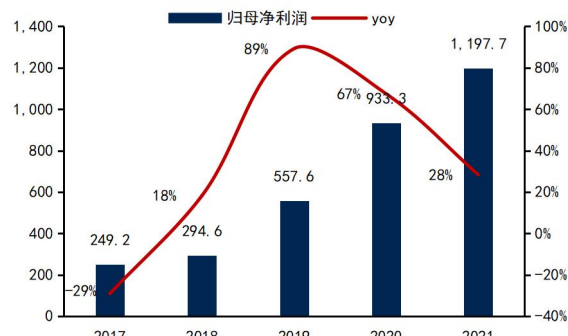
需求；积极开拓柔性直流输电、汽车电子电器、中压开关、套管、智能运维等新业务机会，确保在行业中保持持久领先的增长动能。2017-2021 年公司营业收入 CAGR 为 18%，归母净利润 CAGR 高达 48%。公司营业收入呈现出较为明显的季节性，每年第一至第四季度营收规模呈现上升趋势；公司归母净利润正常年份下各季度较为均匀，近三年受多点散发疫情影响利润波动性较大。

图 11：公司年度营业收入及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：公司年度归母净利润及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13：公司季度营业收入及同比增速（单位：百万元、%）



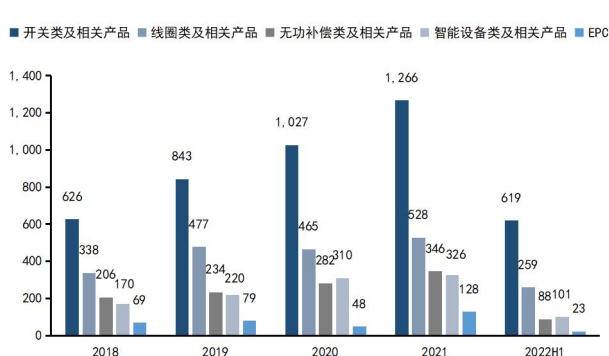
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14：公司季度归母净利润及同比增速（单位：百万元、%）



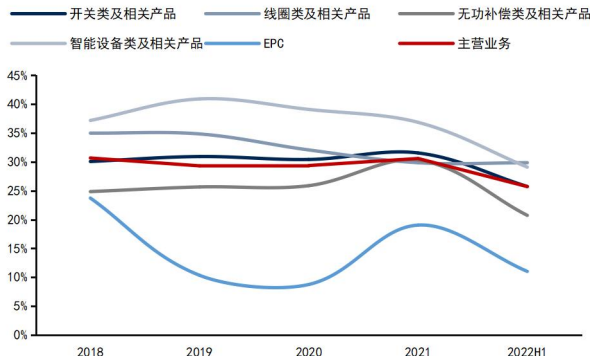
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 15：公司分产品毛利润（单位：百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 16：公司分产品毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

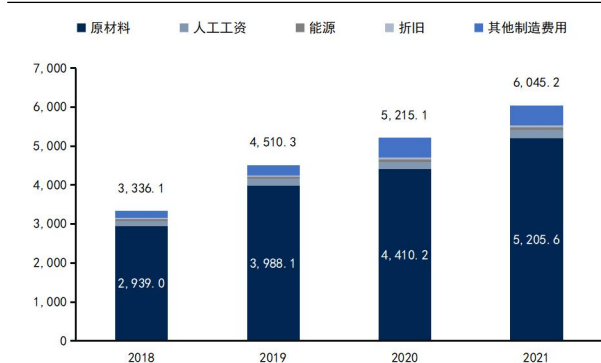
2018-2022H1 年公司主营业务毛利润分别为 14.58/18.54/21.46/26.25/11.06 亿元，其中开关类及相关产品是毛利润的主要来源。2018-2022H1 年公司综合毛利率分别为 30.64%/29.29%/29.34%/30.56%/25.70%，其中线圈类及相关产品毛利率最高。多年以来受益于稳定的市场格局和以大型电网公司为主的客户结构，公司各类产品毛利率保持相对稳定状态；EPC 业务受工程基建行业景气度变化和工程业务不确定因素较多

等影响，毛利率存在较大波动。

2022 上半年长三角疫情对公司生产经营、物流运输以及原材料供应等环节带来了不利影响，叠加包括硅钢、铜、铝等主要原材料价格上涨，公司销售毛利率为 25.60%，较去年同期下降 5.54 个百分点。随着 22 年下半年以来大宗原材料价格的明显回调，公司毛利率水平有望迎来复苏。

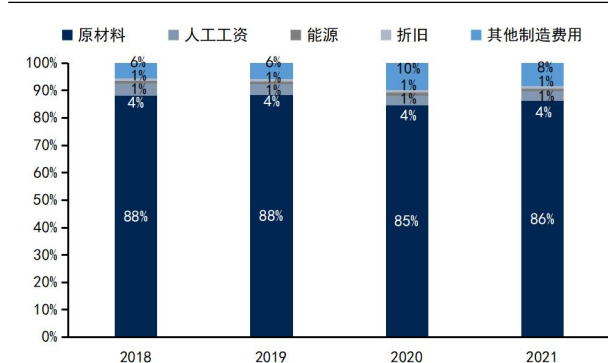
原材料是营业成本的主要来源，占比达到 85%-90%。面临大宗价格压力，公司通过改进工艺流程、开展各项改善措施实现降本增效；与主要原材料供应商建立长期合作关系，保证原料供应及时和充足，同时降低采购成本。公司持续优化“从线索到现金”、“集成产品开发”、“集成工程交付”、“集成供应链”等关键流程，持续优化运营的各环节，逐步实现全过程的标准化、流程化、精益化、自动化、信息化，持续提升管理效率，建立成本优势。

图 17：公司营业成本拆分（单位：百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

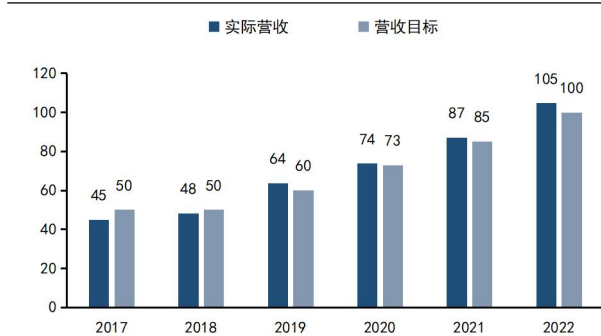
图 18：公司各项成本占比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

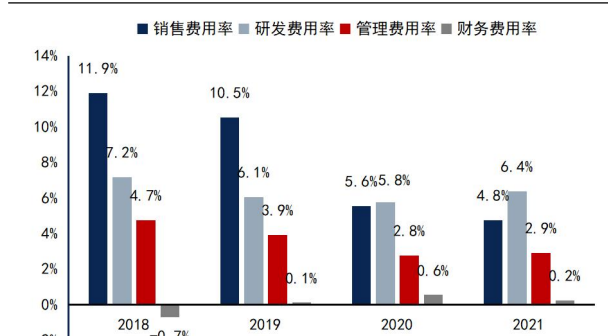
公司每年年初制定当年营收目标，2019 年以来公司实际营收均略超营收目标值。2018 年以来，随着公司收入规模的快速增长，销售/研发/管理费用得到有效摊薄，三项费用率呈现下降趋势。

图 19：公司实际营收与营收目标（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 20：公司期间费用率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

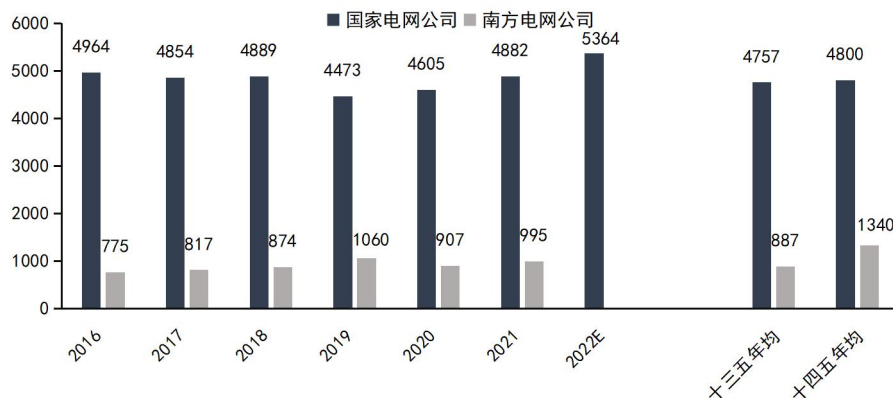
◆ 2023 年电源与电网建设景气共振，公司业务有望迎来放量

“十四五”期间，国家电网计划投资 2.4 万亿元，南方电网规划投资约 6700 亿元，两大电网公司合计投资总额将达到 3.07 万亿元。从投资方向来看，国网侧重特高压，而南网侧重配电网。“十四五”期间国家电网公司规划建设特高压工程“24 交 14 直”，涉及线路 3 万余公里，变电换流容量达 3.4 亿千瓦，总投资 3800 亿，较“十三五”特高压投资总额 2800 亿元增长 35.7%，特高压有望迎来新一轮建设高峰。南方电网方面，预计“十四五”期间配电网规划投资达到 3200 亿元，约占总投资额的 48%。

电网投资与电源投资相比具有跨区协调要求高的特点，2022 年由于多轮散发疫情影响，全年电网投资完成额仅为 5012 亿元，低于预期水平；而电源投资受影响相对较小，全年投资完成额达到 7208 亿元，再创历

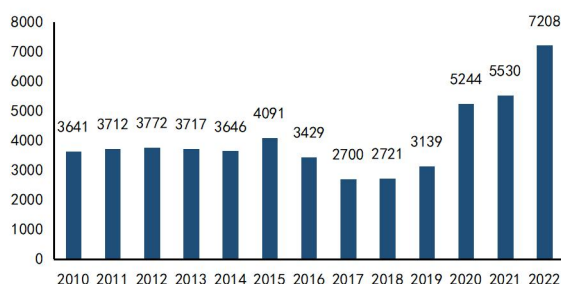
史新高，电网/电源投资差进一步拉大。今年 1 月国家电网明确表态，全年电网投资有望超过 5200 亿元，再创历史新高。2022 年国网区域特高压仅开工 4 条，远低于年初设立的“十交三直”目标，我们预计随着疫情影响的逐渐消散以及新能源消纳压力的日益凸显，2023 年国网区域特高压开工条数有望达到 6 条。

图 21：国家电网、南方电网“十三五”与“十四五”电网投资对比（单位：亿元）



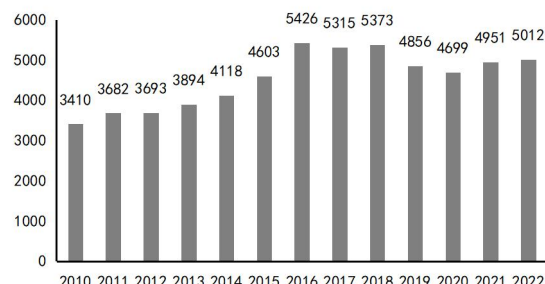
资料来源：国家电网、南方电网，国信证券经济研究所整理

图 22：电源工程年度投资完成额（单位：亿元）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图 23：电网工程年度投资完成额（单位：亿元）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

国际方面，近几年受持续的疫情影响，世界各国经济发展承受巨大压力，世界各国大都在增加基础建设投资来带动经济发展和就业，其中电力基础设施建设是重点投资方向之一。同时，中国也在加速实现碳中和目标。受益于此，公司每年营业收入与新增订单量持续上升。海外市场在欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大的改造更换空间；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。

◆ 盈利预测

假设前提：

开关类及相关产品：主要包括组合电器、断路器、隔离开关等产品。目前公司收入主要来自电网公司，与电网投资相关性较强，且其中组合电器有望逐渐取代 AIS 份额，行业格局较为稳定。预计 2022-2024 年营业收入分别为 50.2/62.8/72.2 亿元，毛利率分别为 27.5%/29.0%/29.0%。

线圈类及相关产品：主要包括互感器、电抗器、变压器等产品。公司在互感器、电抗器市场具有较高的市场份额和行业口碑，变压器对于公司而言属于近年布局的新业务，未来销售增速有望超过板块增速。预计 2022-2024 年营业收入分别为 20.3/24.1/28.8 亿元，毛利率分别为 28.0%/28.0%/27.0%。

无功补偿及相关产品：此类产品主要用于新能源发电侧和工业用户侧，较网内业务竞争更为激烈；预计公司市场份额保持相对稳定，毛利率受行业竞争影响有所下降。预计 2022-2024 年营业收入分别为 13.1/15.8/17.3 亿元，毛利率分别为 22.0%/22.0%/23.0%。

智能设备及相关产品：主要包括电站自动化及继电保护系统，属于电网二次设备，进入壁垒较高，公司经过多年开拓逐渐进入兑现期。预计 2022-2024 年营业收入分别为 10.2/12.3/13.3 亿元，毛利率分别为 30.0%/31.0%/31.0%。

EPC 业务：公司通过工程总承包业务带动公司主打产品市场份额的提升以及海外市场的开拓。随着疫情影响的消退，我们预计公司出海步伐有望提速。预计 2022-2024 年营业收入分别为 7.8/10.9/15.2 亿元，毛利率分别为 12.0%/13.0%/13.0%。

综上所述，预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 104.69/128.88/150.70 亿元，同比 +20.4%/23.1%/16.9%，毛利率分别为 25.9%/26.7%/26.4%。

公司历年销售费用率、管理费用率随着销售规模的扩张略有下降，后续预计保持小幅下降走势；由于公司将在超级电容和功率型储能领域有持续的研发投入，预计研发费用率维持在较高水平。我们预计 2022-2024 年公司销售费用率分别为 4.5%/4.5%/4.5%，研发费用率分别为 5.8%/5.8%/5.6%，管理费用率分别为 2.6%/2.6%/2.5%。

未来 3 年业绩预测

表 2：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,695	10,469	12,888	15,070
营业成本	6,045	7,754	9,449	11,092
销售费用	415	471	580	678
管理费用	253	291	354	396
研发费用	556	607	747	844
财务费用	21	-1	5	-6
营业利润	1,407	1,361	1,744	2,045
利润总额	1,404	1,351	1,744	2,045
归属于母公司净利润	1,198	1,218	1,573	1,844
EPS	1.56	1.58	2.04	2.40
ROE	16.6%	13.4%	15.4%	15.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 104.69/128.88/150.70 亿元，同比增速分别为 20.4%/23.1%/16.9%；归属母公司净利润 12.18/15.73/18.44 亿元，同比增速分别为 1.7%/29.1%/17.3%，2022-2024 年每股收益分别为 1.58/2.04/2.40 元。

◆ 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：48.47-54.67 元

公司是国内电网一次设备龙头企业，在组合电器、GIS、AIS、隔离开关、断路器等领域具有较高的市场地位和领先的市场份额。公司近年来新增布局变压器业务，未来几年有望迎来放量，在电网二次设备领域沉淀多年，逐步建立行业地位与口碑。公司高度重视海外市场，打造 EPC+设备出海模式，凭借高品质产品与服务得到海外客户认可。2023 年国家电网电网投资额有望超过 5200 亿元，创造历史新高，特高压有望迎

来密集核准与开工，电网建设有望迎来爆发式增长，公司作为行业龙头将充分受益。此外，公司持续推进超级电容在汽车电气和功率型储能场景的应用，依托烯晶碳能和上海稀米稳健推进相关工作，未来有望助力公司打造第二增长曲线。

表3：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	32.74%	15.56%	17.94%	20.40%	23.10%	16.93%	12.40%
营业成本/营业收入	70.69%	70.74%	69.5%	74.07%	73.32%	73.61%	73.74%
销售费用/营业收入	10.52%	5.57%	4.77%	4.50%	4.50%	4.50%	4.40%
管理费用/销售收入	3.93%	2.76%	2.91%	2.60%	2.60%	2.50%	2.50%
研发费用/销售收入	6.07%	5.77%	6.40%	5.80%	5.80%	5.60%	5.60%
营业税金及附加/营业收入	0.55%	0.63%	0.64%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税税率	8.85%	10.86%	9.36%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
股利分配比率	13.63%	16.35%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表4：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	8.30%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	1.13
公司股价（元）	46.04	Ke	8.99%
发行在外股数（百万）	769	E/(D+E)	97.00%
股票市值（E，百万元）	35427	D/(D+E)	3.00%
债务总额（D，百万元）	897	WACC	8.85%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设采用 FCFE 估值方法，得到公司的绝对估值区间为 48.47-54.67 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于权益资本成本 K_e 和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，得出公司绝对估值的股价区间在 48.47-54.67 元。

表5：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		Ke 变化				
		8.6%	8.8%	9.0%	9.2%	9.4%
永续 增长 率变 化	3.1%	60.02	57.52	55.19	53.02	50.99
	2.9%	58.42	56.05	53.84	51.77	49.84
	2.7%	56.92	54.67	52.57	50.60	48.76
	2.5%	55.53	53.39	51.39	49.51	47.74
	2.3%	54.22	52.18	50.27	48.47	46.78
	2.1%	52.99	51.05	49.22	47.49	45.87
	1.9%	51.84	49.98	48.22	46.57	45.01

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：48.96-51.00 元

可比公司的选择：公司是电力设备龙头企业，主营业务、市场地位与国电南瑞、许继电气、平高电气较为接近，因此选择上述公司作为可比公司。

通过对比可以看出可比公司 2023 年平均估值为 24.88 倍,我们认为 23 年公司合理估值区间为 24-25 倍 PE,得出公司合理相对估值股价区间为 48.96-51.00 元。

表6: 同类公司估值比较 (2023 年 2 月 27 日收盘价)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600406	国电南瑞	-	26.25	1757	0.99	1.17	26.41	22.42
000400	许继电气	-	25.06	253	0.87	1.07	28.84	23.32
600312	平高电气	-	9.41	128	0.19	0.33	49.11	28.90
均值					0.68	0.86	34.79	24.88
	思源电气	买入	46.04	354	1.58	2.04	29.08	22.52

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测 注: 国电南瑞、许继电气、平高电气采用 wind 一致预测数据

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理价值在 48.96-51.00 元之间,对应 23 年动态 PE 区间为 24-25 倍,相对于公司目前股价有 6%-11%溢价空间。我们认为,公司是国内电网一次设备龙头企业,积极布局电网二次设备、变压器等新方向,立足电力设备业务优势前瞻布局超级电容技术,后续有望在汽车电子和功率型储能领域得到广泛应用。我们预计公司 22-24 年实现营业收入分别为 104.69/128.88/150.70 亿元,同比增长 20.4%/23.1%/16.9%;实现归母净利润 12.18/15.73/18.44 亿元,同比增长 1.7%/29.1%/17.3%;首次覆盖给予“买入”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法,多角度综合分析得出公司的合理估值在 48.96-51.00 元之间,但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 K_e 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择,其中都加入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体如下:

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、股权资金成本 K_e 对公司的估值影响较大,我们在计算 K_e 时采用的无风险利率 2.80%、股票风险溢价 5.50%的取值都有可能偏低,导致 K_e 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%,公司产品的下游行业主要包括电力系统、海上风电等,目前成长性良好,下游需求景气度较高,但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性,那么公司持续成长实际偏低或者负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们主要关注公司 23 年估值,选取可比公司 23 年平均 PE 作为参考,最终判断公司 22 年合理的 PE 在 24-25 倍之间。上述估值方法存在以下风险:选取的可比公司,各公司对应下游应用存在差异,市场竞争要素和格局存在区别,行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

毛利率/价格下降:铜、铝、硅钢等公司主要原材料价格持续上涨造成产品毛利率下降,市场竞争加剧、同行业公司扩产等原因造成公司主要产品价格和毛利率下降。

功率芯片供给紧张：公司无功补偿装置类产品需要使用功率芯片，目前全球范围内功率芯片供给仍然较为紧张，2023 年下半年至 2024 年有望缓解。若芯片供给释放节奏不及预期，则公司无功补偿类产品销售可能受到影响。

电网投资不及预期：电网投资节奏对于公司业绩存在显著影响，若电网投资节奏或金额低于预期，则公司业绩增速可能受到影响。

海外市场盈利水平低于预期：海外市场受到战争、政治、法律、劳工等多重因素影响，存在较大的不确定性，若海外市场出现较大波动，则公司海外业务盈利水平可能低于预期。

行业竞争加剧：公司部分业务面向网外市场，竞争较为激烈，公司部分产品营业收入增速和毛利率存在高估的风险。

其他风险

国内若出现疫情反复有可能影响公司正常生产与交付，使得公司销售收入和利润不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	2216	1878	1500	1500	3029	营业收入	7373	8695	10469	12888	15070
应收款项	2825	3577	3729	4590	4954	营业成本	5215	6045	7754	9449	11092
存货净额	1911	2607	4589	5649	5780	营业税金及附加	46	55	63	77	90
其他流动资产	188	238	295	359	422	销售费用	410	415	471	580	678
流动资产合计	8060	9499	11425	13674	16016	管理费用	204	253	291	354	396
固定资产	667	1052	1102	1140	1153	研发费用	425	556	607	747	844
无形资产及其他	256	289	290	291	292	财务费用	41	21	(1)	5	(6)
投资性房地产	2089	3070	2617	2578	2260	投资收益	9	11	10	10	10
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(31)	(63)	20	0	0
资产总计	11075	13914	15438	17686	19725	其他收入	138	171	28	59	59
短期借款及交易性金融负债	53	55	817	605	50	营业利润	1115	1407	1361	1744	2045
应付款项	2632	3329	2527	3080	3619	营业外净收支	(0)	(3)	(10)	0	0
其他流动负债	889	913	1264	1542	1809	利润总额	1115	1404	1351	1744	2045
流动负债合计	4204	5010	5446	6258	6683	所得税费用	121	131	135	174	204
长期借款及应付债券	0	0	80	160	224	少数股东损益	61	75	(3)	(3)	(4)
其他长期负债	160	307	365	427	488	归属于母公司净利润	933	1198	1218	1573	1844
长期负债合计	160	307	445	587	712	现金流量表（百万元）					
负债合计	4364	5316	5890	6845	7395	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	190	228	195	159	118	净利润	933	1198	1218	1573	1844
股东权益	6521	8370	9353	10682	12212	资产减值准备	(47)	(26)	0	0	0
负债和股东权益总计	11075	13914	15438	17686	19725	折旧摊销	84	91	70	81	86
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	0	0	1	(10)	(10)
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	41	21	(1)	5	(6)
每股收益	2.44	1.56	1.58	2.04	2.40	营运资本变动	(264)	(934)	(2631)	(1214)	177
每股红利	0.40	0.31	0.32	0.41	0.48	其它	111	56	44	64	50
每股净资产	17.52	11.22	12.41	14.09	16.02	经营活动现金流	818	383	(1298)	494	2147
ROIC	18%	19%	14%	16%	18%	资本开支	(317)	(540)	(120)	(120)	(100)
ROE	17%	17%	13%	15%	16%	其它投资现金流	130	(13)	464	40	317
毛利率	29%	30%	26%	27%	26%	投资活动现金流	(188)	(553)	344	(80)	217
EBIT Margin	15%	16%	12%	13%	13%	权益性融资	622	804	3	0	0
EBITDA Margin	16%	17%	13%	14%	14%	负债净变化	(408)	753	842	(132)	(491)
收入增长	16%	18%	20%	23%	17%	支付股利、利息	(190)	(1707)	(270)	(277)	(351)
净利润增长率	67%	28%	2%	29%	17%	其它融资现金流	(41)	(21)	1	(5)	6
资产负债率	39%	38%	38%	39%	37%	融资活动现金流	(18)	(171)	576	(414)	(836)
股息率	0.4%	0.9%	0.7%	0.7%	0.9%	现金净变动	612	(340)	(378)	0	1529
P/E	18.90	29.45	29.08	22.52	19.21	货币资金的期初余额	1669	2216	1878	1500	1500
P/B	2.63	4.10	3.71	3.27	2.87	货币资金的期末余额	2216	1878	1500	1500	3029
EV/EBITDA	19.04	27.78	30.14	23.75	20.65	企业自由现金流	457	(141)	(1510)	277	1952
						权益自由现金流	13	593	(668)	140	1466

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032