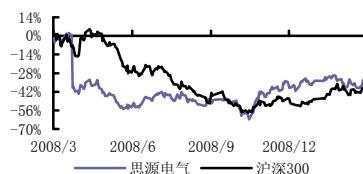


投资品 - 电气设备

2009 年 3 月 22 日

市场数据	2009 年 3 月 20 日
当前价格 (元)	32.01
52 周价格区间 (元)	17.80-49.90
总市值 (百万)	8796.35
流通市值 (百万)	5935.77
总股本 (百万股)	274.80
流通股 (百万股)	185.43
日均成交额 (百万)	30.20
近一月换手 (%)	23.18%
第一大股东	董增平
公司网址	http://www.syec.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
思源电气	0.03%	1.62%	-35.33%
沪深 300	1.52%	15.97%	-40.53%

颜彪

+86 755 83199599ext8136

yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

本人，颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

电容器和新产品成为未来增长新动力

——思源电气 (002028) 2008 年年报点评

评级: 买入

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	1529.71	2114.88	2808.00	3543.96
净利润 (百万元)	346.40	385.38	506.39	616.82
每股收益 (元)	1.26	1.40	1.84	2.24
净利润增长率%	27.2%	11.3%	31.4%	21.8%
市盈率	25.39	22.83	17.37	14.26
市净率	4.09	3.47	2.93	2.43
EV/EBITDA	18	17	12	10

资料来源: 世纪证券研究所

- 2008 年公司实现营业收入 15.297 亿元，同比增长 27.7%，营业利润 3.72 亿元，同比增长 17.79%；实现归属于普通股股东净利润为 3.46 亿元，同比增长 27.16%；实现基本每股收益 1.26 元，业绩增长符合预期。
- 消弧线圈、高压开关和互感器收入增长放缓。消弧线圈和互感器面临激烈竞争，产品售价有下降趋势；高压开关集中于 220KV 及以下等级，受 GIS 替代性影响，断路器和隔离开关增长趋缓。公司 08 年三项业务收入同比增长 18.4%，虽然增速有放缓趋势，但受益于电网投资景气的持续，该产品有望保持 20%左右的增速。
- 电力电容器获得快速发展。08 年电力电容器改扩建后产能翻番，受益于公司中标南网直流输变电工程以及长距离送电线路串联补偿工程，对电容器产生巨大需求，08 年公司电力电容器收入同比增长 110.2%。预计未来 3 年能保持 35%-40%的复合增长率。
- GIS、SVG 和变电站是新的利润增长点。09 年公司 126KV GIS 和 SVG 将实现批量生产，110KV 变电站综合自动化完成样机并实现挂网运行。考虑到新产品较长的开拓周期，09 年可能对公司业绩造成不利影响。但充足订单可保障平稳发展，08 年新增订单 22.82 亿元，同比增长 32%，以前年度累计 13 亿元订单结转 09 年执行。
- 毛利率有望止跌企稳。由于高毛利率产品消弧线圈遭遇激烈竞争，毛利率同比下降 4.16 个百分点，另外低毛利率产品高压开关等收入占比上升，导致 08 年综合毛利率同比下降 4.04 个百分点。上游原材料价格下降将缓解成本压力，部分抵消由于竞争激烈带来的价格下降趋势。
- 我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 1.40 元、1.84 元和 2.24 元，考虑到电网市场巨大需求和公司产品很强的竞争力，我们给予思源电气“买入”评级。关注新产品市场化进程未达预期的风险。

Figure 1 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1604	2407	2803	3787	营业收入	1530	2115	2808	3544
现金	512	740	983	1240	营业成本	883	1305	1709	2158
应收账款	505	730	813	1078	营业税金及附加	11	14	18	21
其他应收款	59	100	133	168	营业费用	155	211	281	354
预付账款	166	196	222	259	管理费用	168	233	309	390
存货	346	620	623	1006	财务费用	11	-5	-7	-9
其他流动资产	15	21	28	35	资产减值损失	7	7	7	7
非流动资产	1414	1504	1707	1950	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	25	25	25	投资净收益	78	77	77	77
固定资产	227	317	538	784	营业利润	372	426	569	699
无形资产	21	20	18	17	营业外收入	34	30	30	30
其他非流动资产	1141	1142	1127	1125	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	3018	3911	4510	5738	利润总额	403	453	596	726
流动负债	674	1158	1260	1834	所得税	38	45	60	73
短期借款	130	325	236	545	净利润	365	408	536	653
应付账款	266	430	564	712	少数股东损益	19	23	30	36
其他流动负债	278	402	459	577	归属母公司净利润	346	385	506	617
非流动负债	90	90	90	90	EBITDA	412	445	599	749
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.26	1.40	1.84	2.24
其他非流动负债	90	90	90	90	主要财务比率				
负债合计	763	1248	1350	1924	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	105	128	157	194	成长能力				
股本	275	275	275	275	营业收入	27.7%	38.3%	32.8%	26.2%
资本公积	1016	1016	1016	1016	营业利润	17.8%	14.6%	33.4%	22.8%
留存收益	858	1244	1712	2328	归属于母公司净利润	27.2%	11.3%	31.4%	21.8%
归属母公司股东权益	2150	2535	3003	3620	获利能力				
负债和股东权益	3018	3911	4510	5738	毛利率(%)	42.3%	38.3%	39.1%	39.1%
现金流量表					净利率(%)	22.6%	18.2%	18.0%	17.4%
单位: 百万元					ROE(%)	16.1%	15.2%	16.9%	17.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	39.4%	30.5%	35.6%	29.3%
经营活动现金流	191	51	536	163	偿债能力				
净利润	365	408	536	653	资产负债率(%)	25.3%	31.9%	29.9%	33.5%
折旧摊销	29	23	37	59	净负债比率(%)	17.03%	26.07%	17.52%	28.33%
财务费用	11	-5	-7	-9	流动比率	2.38	2.08	2.23	2.06
投资损失	-78	-77	-77	-77	速动比率	1.87	1.54	1.73	1.52
营运资金变动	-148	-304	30	-482	营运能力				
其他经营现金流	11	5	17	19	总资产周转率	0.52	0.61	0.67	0.69
投资活动现金流	-114	-23	-173	-223	应收账款周转率	3	3	3	4
资本支出	188	100	250	300	应付账款周转率	3.55	3.74	3.44	3.38
长期投资	90	-0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	164	77	77	77	每股收益(最新摊薄)	1.26	1.40	1.84	2.24
筹资活动现金流	-200	200	-120	317	每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.19	1.95	0.59
短期借款	-140	195	-89	309	每股净资产(最新摊薄)	7.82	9.22	10.93	13.17
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	103	0	0	0	P/E	25.39	22.83	17.37	14.26
资本公积增加	-47	0	0	0	P/B	4.09	3.47	2.93	2.43
其他筹资现金流	-116	4	-31	9	EV/EBITDA	18	17	12	10
现金净增加额	-124	228	243	258					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.