

电力设备

2009年3月26日



公司研究

公司点评

评级-维持：强烈推荐、A

思源电气：新业务打开发展空间

核心观点

1、2008年，公司实现营业收入152,971万元，同比增长27.70%；实现净利润34,640万元，同比增长27.16%；实现扣除非经常性损益后的净利润26,391万元，同比增长45.41%。每股收益1.26元。

2、从产品结构来看，消弧线圈技术和市场均已十分成熟，2008年，该产品的收入增速下滑，只有13.60%。由于各省电网公司对该产品集中招标采购，因此产品价格开始下滑，毛利率持续下降至48.31%的水平。

3、高压开关市场需求目前仍较旺盛，公司目前产品主要集中于220kV及以下电压等级的断路器和隔离开关，收入增速低于行业增长幅度，为23.09%。

4、公司的电力电容器通过扩建及改造，产能比扩大一倍，随着国家特高压直流输电工程和长距离送电线路的串联补偿工程的启动，带动了电容器的市场需求，公司电容器业务保持了良好的增长势头，收入增速达到106.88%，成为公司主要的增长点。

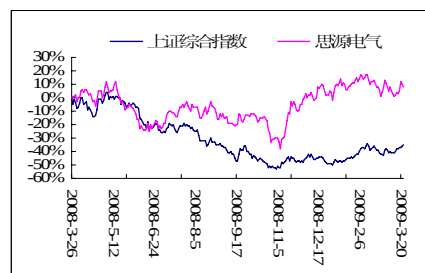
5、公司以前年度累计13亿元订单结转至2009年度执行。根据公司产品特点，从订单签定、生产制造、发货、调试验收周期一般约3至6个月。受益于国家对电网加大投资力度，我们认为，2009年，公司的消弧线圈、高压开关、互感器等产品仍能实现稳定增长，电容器仍将保持高速增长。

6、公司一批新产品将在推向市场。2009年，公司126kV GIS和SVG将实现批量生产，252kV GIS、252kV断路器和550kV隔离开关将开展挂网运行工作；550kV互感器将实现销售；110kV变电站综合自动化要完成样机研制并实现挂网运行。上述产品将成为公司未来两到三年新的增长点。

7、在不考虑出售平高电气股权的情况下，预计2009年、2010年公司的每股收益分别为1.29元和1.67元，按3月24日收盘价30.21元计算，08-10年的动态市盈率分别为23.98、23.42、18.09倍。此外，公司每股含价值4.25元的平高电气股权。

随着国家加大对电网的投资力度，在未来的几年中，公司仍然有一个良好的经营环境。公司的显著特点是具有持续开发新产品以创造新利润增长点的能力，随着前述新产品的推出，公司的业绩仍会持续稳定增长。我们看好公司的长期投资价值，维持对公司“短期-强烈推荐、长期-A”的投资评级。

走势特征：



股东构成：

股东名称	比例
董增平	18.12
陈邦栋	13.59
李霞	12.76
富国天益价值投资基金	4.98
嘉实策略增长混合型基金	3.89

市场数据：

指标	数值
最新股价	30.21
年内最高	47.53
年内最低	17.38

研究员：李元

电话：010—84183369

E-mail: liyuan@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1 公司收入预测

	2007 年	2008 年	2009E	2010E
电力自动化保护设备		39,104	44,970	51,716
同比增长 (%)		13.60%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)		48.31%	50.00%	50.00%
高压开关		54,726	68,407	85,509
同比增长 (%)		23.09%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)		38.48%	41.00%	41.00%
高压互感器		24,230	30,288	37,860
同比增长 (%)		16.41%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)		37.87%	39.00%	39.00%
电力电容器		16,647	24,971	37,456
同比增长 (%)		106.88%	50.00%	50.00%
毛利率 (%)		38.83%	39.00%	39.00%
其他		17,189	22,346	29,050
同比增长 (%)		55.58%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)		48.79%	48.00%	48.00%
合计		151,900	190,985	241,593

表 2 公司 2009 年-2010 年业绩预测 (万元)

项目/年度	2007 年	2008 年	2009F	2010F
营业总收入	119,787	152,971	190,982	241,591
营业总成本	96,132	123,540	151,807	189,908
营业成本	64,304	88,289	108,173	137,357
营业税金及附加	756	1,102	1,528	1,933
销售费用	13,655	15,476	21,008	26,575
管理费用	15,144	16,822	19,098	21,743
财务费用	1,368	1,128	1,200	1,400
资产减值损失	905	725	800	900
公允价值变动净收益				
投资净收益	7,929	7,773	0	0
营业利润	31,583	37,203	39,175	51,683
加: 营业外收入	2,684	3,360	3,500	3,600
减: 营业外支出	162	258	300	400
利润总额	34,105	40,306	42,375	54,883
减: 所得税	3,945	3,786	3,814	4,939
净利润	30,160	36,519	38,561	49,943
减: 少数股东损益	2,919	1,880	3,085	3,995
归属于母公司所有者的净利润	27,241	34,640	35,476	45,948
每股收益 (元)	1.65	1.26	1.29	1.67

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表 2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研发中心研究员实地调研所取得的信息，国都证券研发中心及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。