

思源电气(002028.sz)

业绩稳步增长, SVG 和 GIS 业务大有可为

谢军 研究员

电话: 020-87555888-663

eMail: xj@gf.com.cn

张小东 研究助理

电话: 020-87555888-665

eMail: zxd2@gf.com.cn

公司业绩稳步增长

2009 年 7 月 21 日, 思源电气公布业绩快报。报告显示, 报告期内公司业绩增长稳定, 营业总收入、营业利润和利润总额分别比上年同期增长 17.43%、37.67%和 32.67%。报告期内实现净利润 2 亿元, 同比增长 43.13%, 基本每股收益 0.46, 在上半年众多电力设备经营乏力的情况下, 这样的表现实属不易。

SVG 和 GIS 业务大有可为

随着国内高速铁路和城市轨道交通建设力度加大, 对 SVG 的需求量逐年上升, 形成每年 3 亿左右市场容量, 未来每年增速在 30-50%左右。GIS 是高压开关设备未来发展的方向, 在电网建设中所占比例逐年升高公司 126 千伏的 GIS 已经在国网试运行结束, 目前 252 千伏的产品正在挂网试运行。全国 GIS 的市场容量估计高达 35—40 亿, 市场空间巨大。

减持平高增厚业绩

思源电气从去年开始, 陆续减持平高电气的股权, 客观上增厚了公司业绩。今年共减持平高股份 1019.64 万股, 共产生净利润 11791 万元, 增厚每股收益 0.27 元。在目前平高的股价居于一年来最高位的情况下, 不排除公司下半年继续减持平高股权的可能性。这样我们对公司下半年的业绩更有信心。

投资建议

我们判断, 公司传统业务的增速在未来将难以继续保持以往的高速增长, 公司未来的成长将更多依赖于新兴业务的开拓。我们预计 2009 年—2011 年公司的 EPS 分别为: 1.10 元、1.54 元、2.00 元, 对应 PE 分别为: 28 倍、25.0 倍和 24.0 倍, 目标价 30 元, 给予“买入”评级。

风险提示

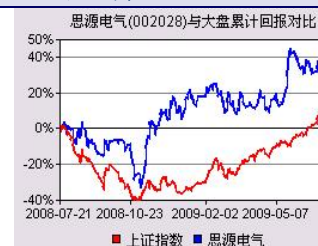
思源电气前高管李霞小姐和李峰先生共持有 4200 万股股份, 年初李峰先生已经减持 420 万股, 注意高管减持风险。

公司评级

买入

当前价格(元)	23.90
目标价格(元)	30.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	4.50%	21.69%	44.57%
上证综指	16.99%	28.98%	29.48%

股票数据

总股本(万股)	43,968.00
流通 A 股 (万股)	29,702.24
主要股东:	
	董增平
主要股东持股比例	11.33%
流通 A 股比例	67.55%

财务比率

ROE	16.11%
ROA	11.48%
资产负债率	25.29%
每股净资产(元)	7.82

2008 年报数据。

事件：2009年业绩快报

公司业绩稳步增长

2009年7月21日，思源电气公布业绩快报。报告显示，报告期内公司业绩增长稳定，营业总收入、营业利润和利润总额分别比上年同期增长17.43%、37.67%和32.67%。报告期内实现净利润2亿元，同比增长43.13%，基本每股收益0.46。上半年国网统一招标项目大幅下滑，在这样的背景下，公司有这样的业绩表现实属不易。

思源电气是电力保护设备细分行业龙头，消弧线圈产品国内市场占有率达到60%左右，拥有市场领导权。2007年非公开发行股票募集资金投资于GIS项目，预计2008年投产即可贡献利润，2012年将全面达产。2007年10月思源投资清能公司是公司产品线拓展的又一战略布局。清能公司主要产品动态无功补偿装置SVG相比静态无功补偿装置SVC在响应时间、占地面积、电压控制、减少谐波方面优势明显，未来将成为思源新的利润增长点。

图1、公司今年来业务成长

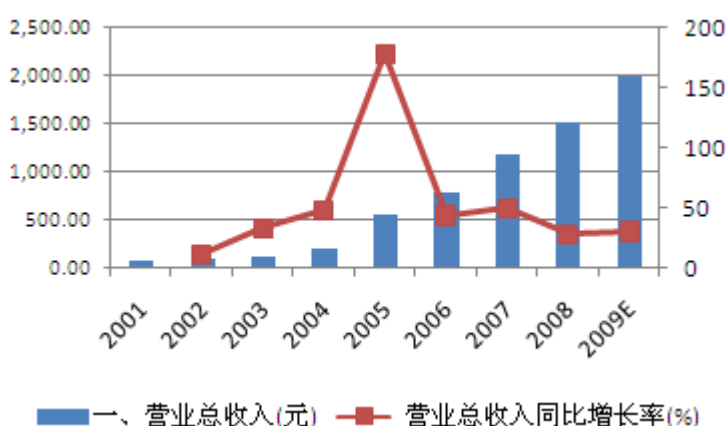
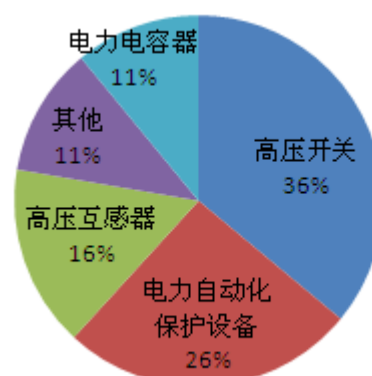


图2：思源电气业务构成



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

SVG和GIS业务大有可为

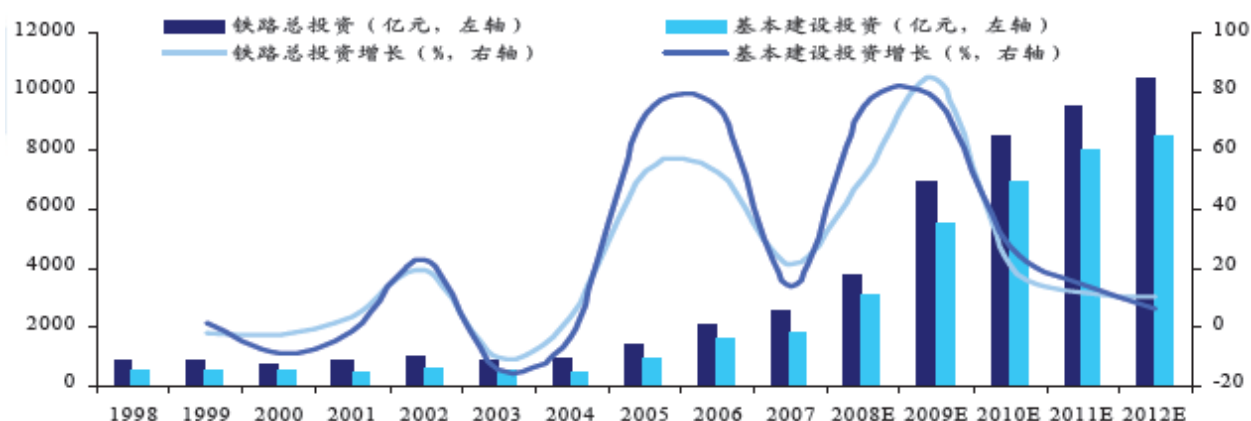
传统SVC缺点是体积大，容量小，不适合未来大容量电网的发展趋势，未来有被SVG替代的必然性。SVG（静止无功发生器）是更新一代无功补偿装置，在铁路、城市轨道交通、冶金、矿山等一些需要快速动态无功补偿的领域，SVG有着无可比拟的优势。该项业务目前竞争对手很少，除了国外已经有较为成熟的应用以外，技术方面国内厂家少有投入，仅有荣信股份等极少数公司参与研发。

在传统SVC业务上，荣信股份具有明显的市场优势，份额在50%以上。但在下一阶段产品替代的布局上，我们认为思源电气取得了一定先发优势。以2008年为例，荣信股份SVG的在手订单约为900万元，而思源电气旗下的北京清能公司订单则达到7,000万元。

目前国内SVG市场才刚刚起步，随着国内高速铁路和城市轨道交通建设力度加大，对SVG的需求量逐年上升，形成每年3亿左右市场容量，未

来每年增速在30-50%左右。

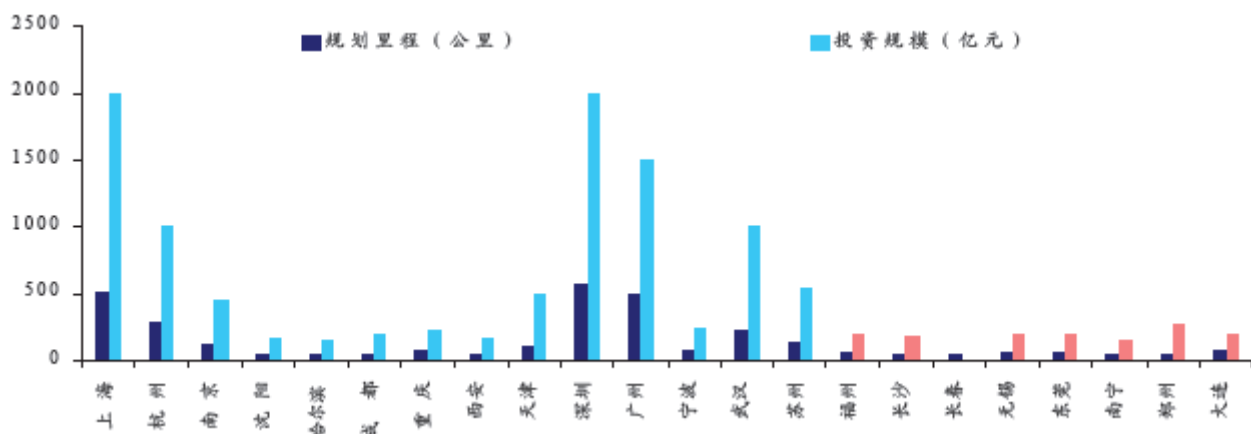
图3、国家铁路建设投资规划



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

获国家批准在建轨道的城市有十四个，长期（2020年）轨道交通计划总里程达到2800多公里，投资近1万亿元；待批准的8个城市轨道交通计划投资里程420公里，计划投资1500亿元。

图4、国家城市轨道交通建设规划



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

GIS是高压开关设备未来发展的方向，在电网建设中所占比例逐年升高，平高电气、沈开和西开这三大传统高压开关厂依然保持着高端市场。。与敞开式开关设备相比，GIS具有体积小、可靠性高与维护量小等优点。据2008年统计数据，126kV级别开关中GIS占比48%，252kV级别GIS占比55%，550kV级别GIS占比70%。保守预计2005-2010年126—252kVGIS市场需求年增长在10%以上。公司126千伏的GIS已经在国网试运行结束，目前252千伏的产品正在挂网试运行。全国GIS的市场容量估计高达35—40亿，市场空间巨大。

表1、部分高压开关类设备需求分析

电压等级	产品类别	2000年需求	2005年需求	2010年需求
363—550	断路器	160（含GIS48间隔）	190（含GIS54间隔）	262（含GIS63间隔）
252	断路器	1200（含GIS180	1433（含GIS198	1978（含GIS225

		间隔)	间隔)	间隔)
126	断路器	4200 (含GIS180	5306 (含GIS675	7326 (含GIS750
		间隔)	间隔)	间隔)
126—550	隔离开关	14580组	15750组	17630组

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

减持平高增厚业绩

思源电气原持有平高6500万股,但在控股平高的计划受挫之后,公司从去年开始,陆续减持平高电气的股权,客观上增厚了公司业绩。2008年一年公司共减持平高股份274万股,产生净利润3845万元,今年总共对平高电气的股权进行了两次减持,共减持平高股份1019.64万股,共产生净利润11791万元,增厚每股收益0.27元。在目前平高的股价居于一年来最高位的情况下,不排除公司下半年继续减持平高股权的可能性。这样我们对公司下半年的业绩更有信心。

表2、公司今年出售金融资产情况

时间	出售股数	交易价格(元)	预计净利润(万元)
截止2009年3月底	2,949,850	15.34	3,293
	2,854,370	16.02	3,381
截止2009年6月底	2,737,456	15.81	3,187
	1,654,726	15.15	1,930
合计	10,196,402		11,791

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

盈利预测

我们判断,公司传统业务的增速在未来将难以继续保持以往的高速增长,公司未来的成长将更多依赖于新兴业务的开拓。我们预计2009年—2011年公司的EPS分别为为: 1.10元、1.54元、2.00元,对应PE分别为: 28倍、25.0倍和24.0倍,目标价30元,给予“买入”评级。

表3、盈利预测

至12月31日	2008年	2009年E	2010年E	2011年E
营业收入	1530	2142	2763	3894
减: 营业成本	883	1289	1790	2523
营业税金及附加	11	15	18	315
销售费用	155	181	245	338
管理费用	168	201	255	338
财务费用	11	4	6	8
资产减值损失	7	12	16	18
加: 公允价值变动收入	0	0	0	1
投资净收益	78	1	1	1
营业利润	372	501	697	894
加: 营业外收入	34	45	60	81
减: 营业外支出	3	3	5	4
利润总额	403	543	752	971
减: 所得税	38	42	54	65

净利润	365	501	698	906
减：少数股东损益	19	17	21	26
归属于母公司净利润	346	484	677	880
摊薄每股收益（元）	0.79	1.10	1.54	2.00

数据来源：公司报告、广发证券发展研究中心

表 4、同行业公司估值比较

A股重点公司	股票代码	单位	股价	总股本（亿）	EPS			PE		
置信电气	600517	元	16.57	6.19	0.57	0.76	0.96	30	32	21
特变电工	600089	元	20.29	18.0	0.84	1.03	1.34	25	22	20
平高电气	600312	元	17.50	6.13	0.35	0.48	0.68	36	30	26
荣信股份	600406	元	32.52	2.05	0.86	1.21	1.66	36	25	20
科陆电子	500973	元	15.50	1.66	0.36	0.45	0.63	50	40	25
思源电气	002028	元	23.52	4.40	1.13	1.43	1.74	27	27	21
国际同业公司										
ABB	ABB.VX	CHF	16.67	23.33	9.30	7.50	6.59	12	14	16
施耐德	SU.FP	EUR	51.70	2.36	66.95	39.40	42.97	8	12	11
耐克森	NEX.FP	EUR	37.22	0.27	30.14	29.65	30.36	12	12	11
三菱	7011.t	JPY	398.00	32.71	0.24	0.34	0.98	118	85	29
通用电气	GE.N	USD	12.25	106.44	11.76	6.79	6.37	7	12	13
西门子	SIE.GR	EUR	51.33	8.72	61.13	44.04	42.88	8	11	11
阿尔斯通	ALO.FP	EUR	40.91	2.75	37.16	41.20	36.27	11	10	11

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

风险提示

前公司高管李霞女士和李峰先生都已经离开公司，两人持有公司股票4,200万股，如果二人减持公司股票的话，将对股价造成不小压力。其中，李峰于2009年1月份已经减持了284万股。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

思源电气(002028)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。