

输变电设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 25.00 元

当前股价: 19.48 元

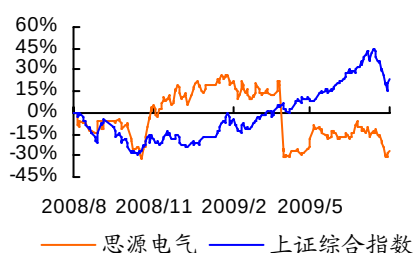
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2960.77
总股本(百万)	440
流通股本(百万)	297
流通市值(亿)	58
EPS (TTM)	0.83
每股净资产(元)	5.13
资产负债率	25.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
思源电气	-15.49	-4.74	-1.97
上证综合指数	-7.86	13.41	30.92



相关报告

《思源电气-看长期, 优质项目储备将在 2010 年逐步贡献业绩》2009-5-21

《思源电气-关注 2010 年新产品放量带来的明确增长》2009-3-22

思源电气

002028

强烈推荐

毛利率提升缓解收入增长压力, 看点依然在 2010 年的新品贡献

思源电气今日公布 09 年中报, 营业收入同比增长 17.43%, 净利润同比增长 43.64%, 扣除非经常性损益的净利润同比增长 20.95%, 每股收益 0.46 元。公司同时预增 09 年前三季度净利润同比增长 20-50%。

投资要点:

- 上半年收入的增长主要贡献在于电容器的高速增长, 消弧线圈、隔离开关由于行业因素出现负增长。国家启动直流输电工程和长距离输电线路的串联补偿工程拉动产品需求, 电力电容器营业收入同比增长 78%。公司高压开关主要集中于 220kV 及以下电压等级的断路器和隔离开关, 受金融危机影响 09 年上半年出现变电站在建项目延后交货、新建项目建设放缓现象, 加之 GIS 替代性的影响, 公司累计参与的投标总额较上年同期下降。江苏如高公司前期通过市场份额的提升带来的高于行业增长已不明显。从 09 年前五次招标情况来看, 江苏如高的市场份额上升到 28% (08 年同期为 14%), 但中标台数仅增长 11%, 若考虑到产品价格的下降, 增速压力较大。思源赫兹的高压互感器也因为上述原因压力较大, 但 08 年初停标造成可比基数较低, 因此收入增长依然有 28%。消弧线圈行业技术和市场均已成熟, 预计未来增速可能降至 10% 以下。
- 公司加大细分市场的开发和产品品种的调整, 消弧线圈、隔离开关毛利率上升明显, 综合毛利率达到 46%, 同比上升 1.5 个点。思源电气的产品的生产周期在 3-6 个月, 可以受益于前期铜、钢材等原材料价格的回落带来的成本下降。消弧线圈毛利率同比上升 3%, 公司龙头优势保证了行业价格战的利润空间, 我们认为该行业市场集中度已经相当高, 未来因为竞争激烈带来的毛利率下降应该不会持续, 企稳回升迹象明显。高压开关毛利率同比上升 5%, 主要是因为产品结构调整, 细分领域的开发。我们判断全年高压开关的毛利率依然可以保持在高位。公司新开始贡献业绩的其他产品相对毛利率比原有产品低, 综合毛利率未来呈下降趋势。
- 09 年是公司的过渡期, 新增订单同比增长 8% (10.2 亿), 依靠原有业务互感器、电容器保持稳定增速。2010 年新品放量, 优质项目储备进展顺利。公司原有业务增速趋缓, 我们认为 09 年公司将是业绩增长低谷。公司未来的成长性才是我们关注的重点: 09 年 126kV GIS 和 SVG 实现批量生产, 2010 年将是业绩收获期。智能电网领域产品研发进展顺利, 思源瑞公司数字化变电站系列产品顺利通过 KEMA 认证和中国电力企业联合会技术鉴定, 未来新的战略储备增长点正在形成。
- 非经常性损益主要是出售平高股权获得的投资收益。09 年上半年公司出售平高股权获得收益 1.2 亿元, 考虑所得税后这部分对公司 EPS 贡献约为 0.23 元。
- 投资建议: 2009-2011 年 EPS 为 0.99 元 (主业 0.76 元)、1.02 元和 1.40 元。给予主业 2010 年 25 倍 PE, 目标价格为 25 元, 维持“强烈推荐”评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1530	1890	2472	3166
同比(%)	28%	24%	31%	28%
归属母公司净利润	346	435	448	616
同比(%)	27%	26%	3%	37%
毛利率(%)	42.3%	38.4%	38.4%	39.9%
ROE(%)	16.1%	17.2%	15.1%	17.1%
每股收益(元)	0.79	0.99	1.02	1.40
P/E	24.73	19.68	19.11	13.90
P/B	3.98	3.39	2.88	2.38
EV/EBITDA	18	14	14	10

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 主营业务收入预测

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
消弧线圈	344.24	391.04	410.59	451.65	496.82
增长率	22%	14%	5%	10%	10%
高压开关	444.60	547.26	574.62	660.82	759.94
增长率	47%	23%	5%	15%	15%
互感器	208.14	242.30	314.99	393.74	472.49
增长率	68%	16%	30%	25%	20%
电容器	80.47	166.47	299.65	449.47	584.31
增长率		107%	80%	50%	30%
电抗器	30.00	60.00	80.00	128.00	166.40
增长率		0%	0%	60%	30%
油色谱在线监测仪	30.00	60.00	80.00	128.00	166.40
增长率		0%	0%	60%	30%
GIS		0.00	80.00	160.00	320.00
增长率		0%	0%	100%	100%
SVG		20.00	50.00	100.00	200.00
增长率		0%	0%	100%	100%
合计	1,187.93	1,518.97	1,889.85	2,471.67	3,166.35
增长率	50%	28%	24%	31%	28%

数据来源: 中投证券研究所

表 2: 毛利率预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
消弧线圈	52.47%	48.31%	48.31%	48.31%	48.31%
高压开关	37.91%	38.48%	39.48%	38.48%	38.48%
互感器	41.34%	37.87%	35.87%	35.87%	35.87%
电容器	39.39%	38.82%	37.82%	37.82%	37.82%
电抗器		35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
油色谱在线监测仪		45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
GIS			0.00%	20.00%	40.00%
SVG			20.00%	30.00%	40.00%
合计	46.05%	42.12%	38.39%	38.36%	39.92%

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1604	2083	2700	3532	营业收入	1530	1890	2472	3166
现金	512	518	728	1007	营业成本	883	1164	1524	1902
应收账款	505	659	846	1091	营业税金及附加	11	12	17	21
其它应收款	59	81	102	133	营业费用	155	172	225	289
预付账款	166	243	308	388	管理费用	168	189	222	285
存货	346	559	687	876	财务费用	11	-6	-6	-16
其他	15	23	28	37	资产减值损失	7	7	8	7
非流动资产	1414	1636	1644	1648	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	126	10	10
固定资产	227	462	477	485	营业利润	372	477	492	688
无形资产	21	21	19	18	营业外收入	34	31	32	32
其他	1141	1128	1122	1119	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	3018	3719	4343	5180	利润总额	403	506	522	717
流动负债	674	971	1123	1310	所得税	38	48	49	67
短期借款	130	270	270	270	净利润	365	459	473	650
应付账款	266	373	479	602	少数股东损益	19	24	24	33
其他	278	327	374	438	归属母公司净利润	346	435	448	616
非流动负债	90	90	90	90	EBITDA	412	500	528	717
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.26	0.99	1.02	1.40
其他	90	90	90	90	主要财务比率				
负债合计	763	1060	1212	1399	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	105	129	153	186	成长能力				
股本	275	440	440	440	营业收入	27.7%	23.5%	30.8%	28.1%
资本公积	1016	852	852	852	营业利润	17.8%	28.3%	3.1%	39.8%
留存收益	858	1239	1687	2303	归属于母公司净利润	27.2%	25.6%	3.0%	37.5%
归属母公司股东权益	2150	2530	2978	3594	获利能力				
负债和股东权益	3018	3719	4343	5180	毛利率	42.3%	38.4%	38.4%	39.9%
现金流量表					净利率	22.6%	23.0%	18.1%	19.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	16.1%	17.2%	15.1%	17.1%
经营活动现金流	191	40	243	303	ROIC	39.4%	30.0%	26.2%	29.6%
净利润	365	459	473	650	偿债能力				
折旧摊销	29	29	41	45	资产负债率	25.3%	28.5%	27.9%	27.0%
财务费用	11	-6	-6	-16	净负债比率	17.03	25.47%	22.27	19.30%
投资损失	-78	-126	-10	-10	流动比率	2.38	2.15	2.40	2.70
营运资金变动	-148	-328	-269	-385	速动比率	1.87	1.57	1.79	2.03
其它	11	13	14	19	营运能力				
投资活动现金流	-114	-125	-39	-40	总资产周转率	0.52	0.56	0.61	0.66
资本支出	188	250	49	49	应收账款周转率	3	3	3	3
长期投资	90	0	0	0	应付账款周转率	3.55	3.64	3.58	3.52
其他	164	125	10	9	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-200	91	6	16	每股收益(最新摊薄)	0.79	0.99	1.02	1.40
短期借款	-140	140	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.09	0.55	0.69
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.89	5.75	6.77	8.18
普通股增加	103	165	0	0	估值比率				
资本公积增加	-47	-165	0	0	P/E	24.73	19.68	19.11	13.90
其他	-116	-49	6	16	P/B	3.98	3.39	2.88	2.38
现金净增加额	-124	6	210	279	EV/EBITDA	18	14	14	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

熊琳, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 上海财经大学财务管理硕士。

主要研究覆盖公司: 荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、国电南自、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434