

思源电气

002028

增持/ 维持评级

股 价	2009/08/22
RMB19.48	

基础数据

总股本（百万股）	440
流通 A 股（百万股）	300
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	5849

财务数据

市净率 (X)	3.45
TRACING P/E (X)*	21.02
EPS (元)	0.46
股息率 (%)	1.03

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 唐晓斌
 +755-82364440
 tangxb@lhqz.com

产品结构调整完成,未来发展更顺畅

——2009 年中报点评

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1529.7	728.7	1916.4	2558.4	3400.1
(+/-%)	27.7	17.4	25.3	33.5	32.9
归属母公司净利润(百万元)	346.4	201.2	471.1	556.4	674.3
(+/-%)	27.2	43.6	36.1	18.1	21.2
EPS(元)	0.79	0.46	1.07	1.27	1.53
P/E(倍)	24.7	42.6	18.2	15.3	12.7

- 公司 09 年上半年实现收入 7.3 亿元,同比增长 17.4%; 归属母公司净利润 2.01 亿元,同比增长 43.6%; 实现 EPS 0.46 元。
- 09 年上半年公司新增订单 10.2 亿元,同比增长 8%。同时,由于铜等原材料价格的回落,公司产品的毛利率都出现了不同程度的提高。
- 传统业务方面,由于市场竞争日趋激烈,中标价格不断下降,以及电网投资放缓的影响,公司高压开关、消弧线圈都出现了不同程度的下降。但随着 2010 年电网投资投资增速的回升,公司传统业务也将出现明显的增长。
- 公司产业结构调整已经基本完成。随着 GIS 业务的投产,以及 SVG、电力电容器的高速发展,公司未来业绩仍可维持较快的增长。
- GIS 是公司未来发展的重点方向。目前 126kvGIS 已开始批量生产,2010 年随着 252kvGIS 的投产,公司在 GIS 的收入和毛利率都有望得到大幅提升。从目前在手订单看,预计 09 年可确认收入 3,000 万元。2010~2012 年预计可达到 1.1、2.5 亿元。
- 随着电网及工业对无功补偿需求的增长,公司 SVG 业务已进入黄金时期。而 500kv 及特高压线路的发展,公司电力电容器也将继续保持高速增长。
- 预计 09~11 年,公司归属母公司净利润分别为 4.7、5.6、6.7 亿元,实现 EPS 1.07、1.27、1.53 元。维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现

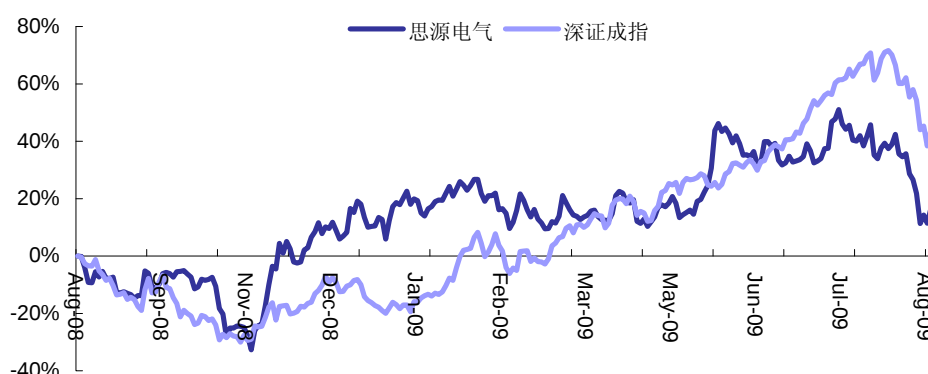


表 1、公司销售收入预测

		万元				
		2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
高压开关		44,459.84	54,725.79	62,934.66	78,668.32	95,975.35
	增长率	47.30%	23.09%	15.00%	25.00%	22.00%
消弧线圈		34,423.89	39,104.42	40,277.55	42,291.43	44,406.00
	增长率	22.10%	13.60%	3.00%	5.00%	5.00%
电力电容器		8,046.75	16,647.12	26,635.39	42,616.63	63,924.94
	增长率	-	106.88%	60.00%	60.00%	50.00%
高压互感器		20,814.24	24,230.33	29,076.40	36,345.50	45,431.87
	增长率	68.48%	16.41%	20.00%	25.00%	25.00%
GIS		-	-	2,800.00	10,800.00	25,000.00
	增长率	-	-	-	285.7%	131.5%
SVG		-	2,000.00	7,000.00	11,200.00	16,800.00
	增长率	-	-	-	60.00%	50.00%
其它产品		11,048.33	15,189.39	21,737.04	32,614.76	47,037.36
	增长率		37.48%	43.11%	50.04%	44.22%
其中：						
油色谱在线检测		1,624.52	3,437.88	4,469.24	6,033.48	8,145.19
	增长率			30.00%	35.00%	35.00%
电抗器			8,594.70	13,321.78	20,648.75	30,973.13
	增长率			55.00%	55.00%	50.00%
仪器仪表			3,156.82	3,946.02	4,932.53	5,919.03
	增长率			25.00%	25.00%	20.00%
数字化变电站				-	1,000.00	2,000.00
	增长率					
收入总计		119,786.66	152,970.68	191,642.03	255,835.73	340,004.52
	增长率	49.98%	27.70%	25.28%	33.50%	32.90%

数据来源：联合证券研究所整理预测

风险提示

- 公司传统业务由于电网投资增速的放缓而增速较慢。我们预计 2010 年电网投资出现超预期是个大概率事件，这样公司传统业务将会出现明显增长，但仍存在不确定性。
- 公司目前 GIS 业务规模较小，并不能有效降低成本。随着公司 GIS 产能的释放，毛利率有望明显增长，但存在不确定性。

盈利预测

[illegible]

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。