



智能电网业务是新亮点

——思源电气（002028）报告

研究报告

思源电气 (002028.SZ)

谨慎推荐

所属行业：电力设备
行业评级：推荐

股价数据

12 个月区间(元)	30.11-29.71
最新收盘价(元)	29.71

股本结构

总市值(亿元)	130.63
流通市值(亿元)	898.24
总股本(亿股)	4.40
流通 A 股(亿股)	2.97
流通 B 股(亿股)	

股价表现图



齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部
联系人：冯超
Tel: (8621) 58306455
Email: chao_txwd@yahoo.cn

分析师：傅苏
(执业证书编号：
S0740208100090)

投资要点：

- ◇ 公司 2009 年实现营业收入 18.89 亿元，同比增长 23.46%，实现归属于普通股股东的净利润 9.5 亿元，同比增长 174.31%，实现每股收益 2.16 元，同比增长 173.42%。
- ◇ 根据国网公司 2010 年规划，全年完成电网投资 2274 亿元，同比下降 26%。投产 110 千伏及以上输电线路 4.7 万公里，投产 110 千伏及以上变电设备容量 2.2 亿千伏安，投产直流线路 4118 公里、换流容量 2580 万千瓦。2010 年国网公司首次集中招标总金额同比下降 17% 左右，受电网总投资下滑的影响，公司传统产品面临着竞争加剧的风险。思源电气的客户主要是国家电网和南方电网公司，短期无法规避客户单一风险，因此，国网公司的投资减速对思源电气影响较大。
- ◇ 目前国内生产 SVC 的企业主要有荣信股份，电力科学研究院，西整公司。电力科学研究院是国家电网公司下属企业，因此在输电网方面的市场占有率较高，达到 90%，而荣信股份在冶金，煤炭，铁道电气化方面市场占有率较高，综合市场占有率达到 50% 以上。
- ◇ 2009 年公司传统产品高压开关和电力自动化保护设备增长缓慢，分别为 10.84% 和 2.52%，而互感器和电容器增长较大，分别为 32.60% 和 53.60%。根据公司的战略规划，公司未来利润增长点在于 GIS，数字化变电站，电力电子和相关一次智能设备，另外公司董事会已经通过了建设高压动态无功补偿系统装置产业化项目，根据规划，到 2012 年全部建成后，可形成 1000 套 SVC 高压动态无功补偿系统装置的生产能力。
- ◇ 公司产品原材料主要是铜铝，2009 年铜铝等基本原材料价格上涨，导致公司成本控制难度增大，但是经过努力，公司 2009 年毛利率较 2008 年提升了 1.28 个百分点。
- ◇ 预计 10 年和 11 年 EPS 分别为 1.05 元和 1.27 元，给予“谨慎推荐”评级。

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

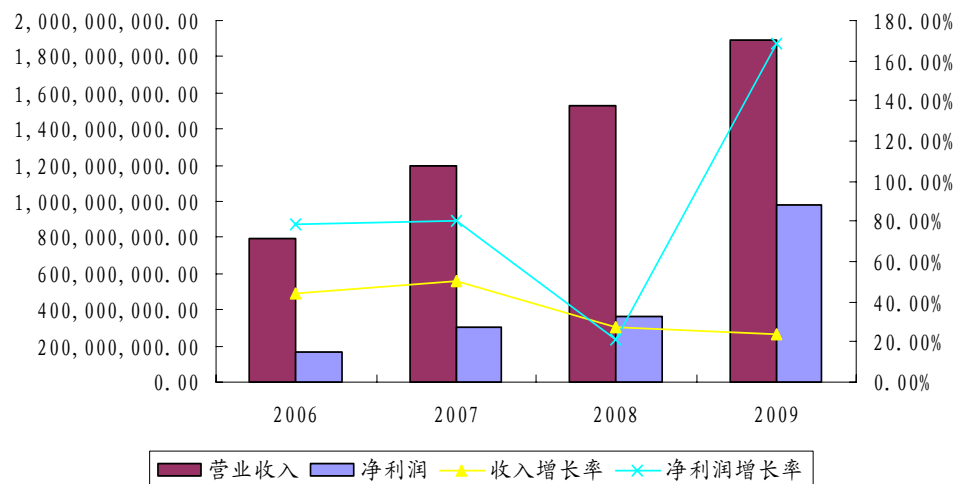


一、出售平高电气股权致净利润大幅增长

公司控股子公司思源如高在 2009 年挂牌出售平高电气股票 50720826 股，扣除成本、交易税费、所得税后获得净利润 69665.90 万元，占 2009 年净利润的 73.32%，扣除该部分投资收益后，公司主营获得净利润 28559.6 万元，扣除非经常性损益后归属于普通股股东的净利润为 31743.5 万元，同比增长 20.28%，扣除非经常性损益后的基本每股收益为 0.72 元，同比增长 20%。

公司 2009 年实现营业收入 18.89 亿元，同比增长 23.46%，实现归属于普通股股东的净利润 9.5 亿元，同比增长 174.31%，实现每股收益 2.16 元，同比增长 173.42%。

图 1：思源电气近四年营业收入及净利润增长图



资料来源：公司年报，齐鲁证券研究所

二、国网公司电网投资减速压制公司业绩提升空间

根据国网公司 2010 年规划，全年完成电网投资 2274 亿元，同比下降 26%。投产 110 千伏及以上输电线路 4.7 万公里，投产 110 千伏及以上变电设备容量 2.2 亿千伏安，投产直流线路 4118 公里、换流容量 2580 万千瓦。2010 年国网公司首次集中招标总金额同比下降 17% 左右，受电网总投资下滑的影响，公司传统产品面临着竞争加剧的风险。思源电气的客户主要是国家电网和南方电网公司，短期无法规避客户单一风险，因此，国网公司的投资减速对思源电气影响较大。

订单反应行业景气度，2009 年公司新增订单 25.07 亿元，同比增长约 10%，在国家 4 万亿政策刺激下，公司订单在金融危机后复苏阶段出现一定程度增长，但是不如预期强烈。由于公司从订单签订、成产制造、发货、调试验收周期一般约为 3 至 6 个月，因此 2009 年部分订单将结转至 2010 年执行，这一数字约为 14.69 亿元。

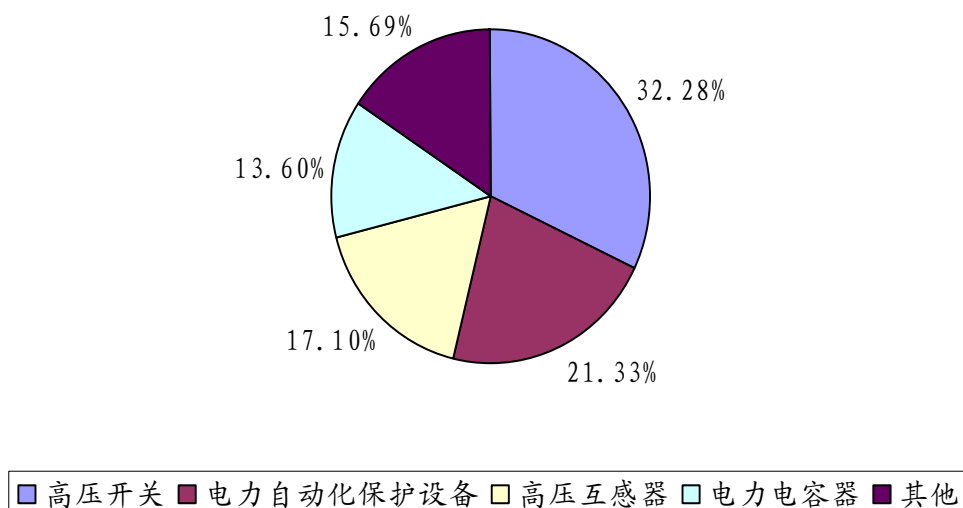

表 1: 公司 2009 年订单分布情况表

单位: 万元	2009 年	2008 年	本年比上年增减幅度	跨期执行情况
电力自动化保护设备	50,437	50,350	0.17%	以前年度累计 37,510 万元 订单结转至 2010 年度执行
高压开关	82,822	72,942	13.54%	以前年度累计 28,737 万元 订单结转至 2010 年度执行
高压互感器	38,997	35,169	10.89%	以前年度累计 22,369 万元 订单结转至 2010 年度执行
电力电容器	33,528	30,863	8.63%	以前年度累计 20,602 万元 订单结转至 2010 年度执行

资料来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

三、公司产品结构发生微变

2009 年公司传统产品高压开关和电力自动化保护设备增长缓慢, 分别为 10.84% 和 2.52%, 而互感器和电容器增长较大, 分别为 32.60% 和 53.60%。根据公司的战略规划, 公司未来利润增长点在于 GIS, 数字化变电站, 电力电子和相关一次智能设备, 另外公司董事会已经通过了建设高压动态无功补偿系统装置产业化项目, 根据规划, 到 2012 年全部建成后, 可形成 1000 套 SVG 高压动态无功补偿系统装置的生产能力。

图 2: 公司 2009 年主营产品结构分布图


资料来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

四、资产管理分析

公司客户主要是国网公司和南网公司, 客户较为强势, 因此公司导致公司应收账款和产成品存货较大, 流动资产周转率和总资产周转率相对较慢。但是国网公司和南网公司具有很好的商业信用, 应收账款质量良好, 坏账率低。

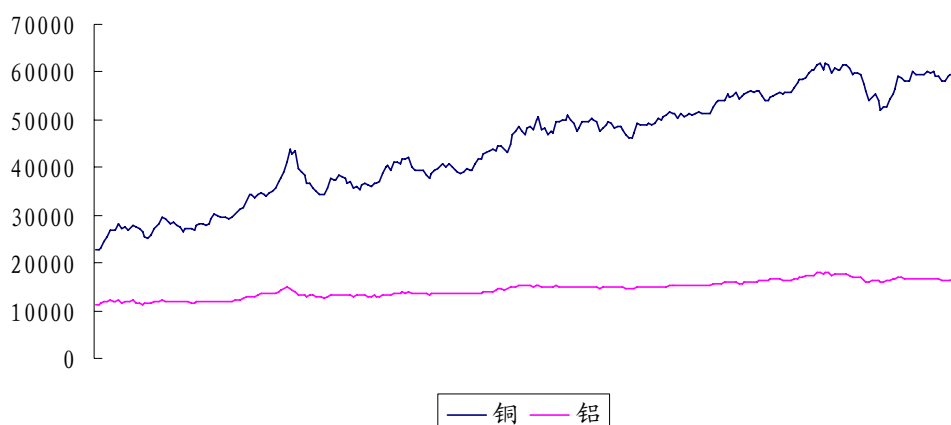

表 2: 公司资产管理分析表

	2009年	2008年	同比增减(%)	2007年
应收账款周转率(次)	3.37	3.45	-2.34%	3.80
存货周转率(次)	2.86	2.70	5.92%	2.55
流动资产周转率(次)	0.89	1.00	-10.95%	1.01
总资产周转率(次)	0.55	0.52	5.60%	0.55

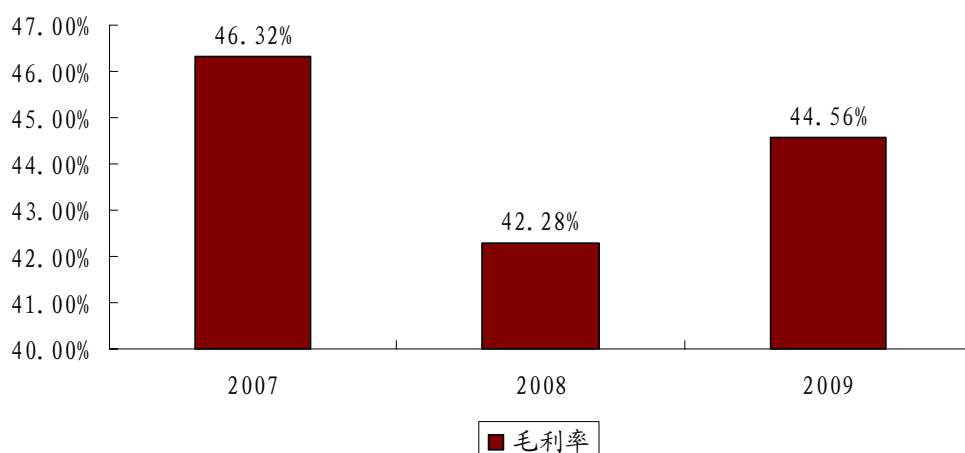
资料来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

五、铜铝等原材料价格上涨将压制毛利率提升

公司产品原材料主要是铜铝, 2009 年铜铝等基本原材料价格上涨, 导致公司成本控制难度增大, 但是经过努力, 公司 2009 年毛利率较 2008 年提升了 1.28 个百分点。

图 3: 铜铝原材料价格近 1 年走势图


资料来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

图 4: 公司毛利率变动图


资料来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所



六、盈利预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1197.87	1529.71	1888.61	2115.24	2432.52	2870.38
减：营业成本	643.04	882.89	1047.14	1163.38	1313.56	1578.71
营业税金及附加	7.56	11.02	13.67	15.32	17.61	20.78
营业费用	136.55	154.76	214.17	239.87	275.85	325.50
管理费用	151.44	168.22	222.43	249.12	286.49	338.06
财务费用	13.68	11.28	-0.60	-30.52	-40.28	-50.81
资产减值损失	9.05	7.25	10.69	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	79.29	77.73	711.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	315.83	372.03	1092.17	478.07	579.29	658.14
加：其他非经营损益	25.22	31.02	34.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	341.05	403.06	1126.49	478.07	579.29	658.14
减：所得税	39.45	37.86	144.24	0.00	0.00	0.00
净利润	301.60	365.19	982.26	478.07	579.29	658.14
减：少数股东损益	29.19	18.80	32.07	15.61	18.92	21.49
归属母公司股东净利润	272.41	346.40	950.18	462.46	560.37	636.65
每股收益	0.620	0.788	2.161	1.052	1.274	1.448



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

