

评级：审慎推荐（首次）
电力设备
公司研究报告

第一创业研究所

郭强 S1080209110064

联系人：刘波

电话：0755-25832905

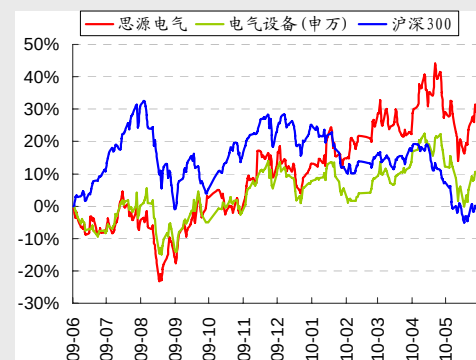
邮件：liubo2@fcsc.cn

交易数据(2010-6-7)

52周内股价区间（元）	18.19 ~ 31.09
总市值（亿元）	137.18
流通股本（亿万股）	4.40
流通股比率（%）	67.6%

资产负债表摘要(2010-6-7)

股东权益（亿元）	30.89
每股净资产（元）	6.71
市净率	4.49
资产负债率（%）	19.01%

公司与沪深300指数比较

相关报告

深谋远虑者，必成就民营电气设备之典范

——思源电气(002028.SZ)调研点评

看点： “思源”品牌及全国性销售网络+智能电网布局+ 15 亿现金

- **新型 GIS 组合电器发展势头迅猛，弥补其它一次设备增长压力** 受国网投资规模下降，公司传统高压开关、消弧线圈、电容器、互感器面临下滑压力，预计 2010 年营业收入与 2009 年相比面临增长压力。公司新型高压 GIS 在国内同类 GIS 产品中事故率相对低且体积小，订单增幅迅猛，预计 2010 年订单约 1.5 亿元，弥补其它一次设备增长压力。
- **抓住智能电网千载难逢机会，布局新兴电气设备市场** 智能电网所带来的新兴电气设备市场会改变传统电气设备制造商格局的大背景下，公司提前布局转型，利用资本、技术、市场优势，积极布局状态监测系统、储能电池\电动汽车充电装置、无功补偿系统、数字化变电站系统等多条智能电网新兴产品线，合理谋划布局智能电网新兴电气设备市场。预计 2010 年，状态监测系统\中的变压器油色谱装置营业收入超过 1 亿元，2009 年，营业收入为 5000 万。
- **近二十年的经营，建立全国销售网络，铸造“思源”优质品牌，将助力新兴产品试点和市场布局** 近二十年的经营，公司建立了全国性的销售网络和销售队伍，铸造了电网领域的优质品牌——“思源”。公司传统一次设备的细分市场占有方面均排在行业前列，以 2009 年为例，消弧线圈第一，110KV-220KV 隔离开关第四，电容器进入前十（2008 年下半年形成销售），互感器第二。在智能化投资热潮到来之前，利用公司品牌和销售网络，助力公司新兴产品试点（试点提供研发和设计工艺），有助于智能电网市场布局。
- **手握充沛现金，在可能的智能电气设备估值低谷期有所作为** 在 2009 年电网大规模投资以及智能电网概念刺激下，创业板电气设备类公司的平均 PE 在 60 倍以上，股市高估值也带动电气设备行业内相关未上市企业的估值。但我们认为智能电网相关技术真正成熟并广泛应用尚需 2 年（甚至更长）现场试运行阶段，因此，2010 及 2011 年极有可能是智能电网投资的一个低谷期。公司目前持有现金 15 亿元左右，将在可能的低谷期有所作为。
- **短期给予公司“审慎推荐”评级，长期看好公司成长为龙头企业** 假设公司持有的平高电气股票三年内平均减持（按现在的股价），年贡献 EPS 约 0.25 元，2010 ~ 2012 年 EPS 分别为 1.25/1.44/1.73，对应的 PE 分别为 23.6/20.5/17.1，短期给予公司“审慎推荐”评级，长期看好公司成长为电气设备的龙头企业。
- **风险提示** 智能电网试点及广泛应用推荐低于预期



主营财务指标预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
流动资产	2,637	2,837	3,229	3,767					
货币资金	1,531	1,584	1,801	2,112					
交易性金融资产	0	0	0	0					
应收款项	695	764	841	925					
预付款项	25	28	31	37					
存货	386	461	557	694					
其他流动资产	0	0	0	0					
非流动资产	1,223	1,518	1,725	1,943					
长期投资及金融资产	690	690	690	690					
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产	374	651	845	1,048					
在建工程	2	2	2	2					
无形资产	81	97	110	125					
其他非流动资产	77	78	78	79					
资产总计	3,861	4,355	4,955	5,710					
流动负债	789	728	686	670					
短期借款	0	20	44	73					
应付账款	387	425	468	515					
预收帐款	103	124	149	178					
其他	244	98	-42	-169					
长期负债	68	75	82	91					
长期借款	0	0	0	0					
其他	68	75	82	91					
负债合计	857	803	768	761					
少数股东权益	139	139	139	139					
股本	440	440	440	440					
资本公积	669	669	669	669					
留存收益	89	89	89	89					
股东权益合计	2,863	3,413	4,048	4,811					
负债和股东权益	3,859	4,355	4,955	5,710					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	421	220	299	391					
净利润	982	551	635	763					
折旧摊销	38	44	69	87					
财务费用	-86	-69	-76	-84					
投资损失	225	39	43	47					
存货减少	-39	-75	-96	-136					
其它	0	0	0	0					
投资活动现金流	804	-218	-143	-156					
资本支出	-81	-324	-259	-285					
长期投资	0	0	0	0					
其他	885	105	116	128					
筹资活动现金流	-205	51	62	76					
债务融资	-130	20	24	29					
权益融资	0	0	0	0					
其它	-75	31	38	47					
汇率变动影响	0	0	0	0					
现金净增加额	1,019	53	217	311					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
营业收入	1,889	2,095	2,532	3,153					
减:营业成本	1,047	1,227	1,469	1,803					
营业税金及附加	14	15	18	23					
销售费用	214	238	287	358					
管理费用	222	247	298	371					
财务费用	-1	-31	-38	-47					
资产减值损失	11	0	0	0					
加:公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资收益	711	238	238	238					
营业利润	1,126	638	735	883					
加:营业外收入	36	0	0	0					
减:营业外支出	2	0	0	0					
利润总额	1,126	638	735	883					
减:所得税费用	144	70	81	97					
净利润	982	568	655	786					
归属母公司净利润	950	551	635	763					
少数股东损益与调整	32	17	20	24					
EPS (元)	2.16	1.25	1.44	1.73					

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入	23.5%	11.0%	20.9%	24.5%					
营业毛利	30.1%	3.2%	22.5%	27.0%					
EBIT	171.7%	-46.2%	15.0%	19.9%					
净利润	169.0%	-42.1%	15.3%	20.1%					
获利能力									
毛利率	44.6%	41.4%	42.0%	42.8%					
EBIT/收入	59.6%	28.9%	27.5%	26.5%					
净利率	52.0%	27.1%	25.8%	24.9%					
ROE	34.3%	16.6%	16.2%	16.3%					
ROIC	34.3%	15.7%	15.2%	15.2%					
偿债能力									
资产负债率	22.2%	18.4%	15.5%	13.3%					
利息保障倍数	-	-	-	-					
速动比率	2.85	3.26	3.90	4.59					
经营现金流/当期债务	0.49	0.27	0.39	0.51					
营运能力									
总资产周转率	0.49	0.48	0.51	0.55					
应收账款天数	134.3	133.1	121.2	107.1					
存货天数	134.5	137.1	138.4	140.4					
每股指标 (元)									
EBIT/股本	2.56	1.38	1.59	1.90					
每股经营现金流	0.96	0.50	0.68	0.89					
每股净资产	6.51	7.76	9.21	10.94					
估值比率									
P/E	13.7	23.6	20.5	17.1					
P/B	4.5	3.8	3.2	2.7					
P/S	6.9	6.2	5.1	4.1					
EV/EBITDA	9.9	17.6	14.7	11.9					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120