

电力设备行业

报告原因: 三季度报告点评

2010 年 10 月 29 日

基础数据: 2010 年 10 月 29

收盘价(元)	24.87
每股净资产(元)	6.79
资产负债率%	18.12%
总股本/流通 A 股(亿)	4.4/2.9
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

执业证书编号: S0760209090154

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座

28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

思源电气(002028)

增 持

传统主业增速放缓, 期待新业务逐步放量

公司研究/研究报告

投资要点:

● **利润同比下降:** 2010 年前三季度实现营业收入 12.30 亿元, 与去年基本持平; 实现归属于母公司所有者净利润 3.5 亿元, 基本每股收益 0.81 元, 同比增长 2.7%; 实现扣除非经常性损益后净利润 1.66 亿元, 每股收益 0.38 元, 同比减少-15.81%。预计 2010 年度净利润与上年同期相比下降 20%-50%。市场竞争加剧, 产品毛利率同比下降, 导致公司主营业务净利润同比下降。同时, 公司去年出售金融资产获得有近 7 亿元的投资收益, 今年出售金融资产导致的投资收益同比会大幅度下降。

● **国网投资递减, 传统业务增速放缓:** 公司所处行业最大客户是国家电网公司, 根据国家电网对外公布数据, 国网计划 2010 年完成电网投资 2274 亿元(不包括特高压), 同比下降 26%。结合国家电网公布的线路长度投资情况, 2010 年国网投资下降主要由于价格降低导致。而从 2009 年招标情况看, 主要产品较 2009 年招标价格下降 20%左右。公司目前的核心产品消弧线圈、高压开关、互感器、电容器和国家电网投资规模直接相关, 预计合同金额将受到一定程度影响, 此外受竞争激烈价格下滑的影响, 公司产品毛利率可能一定程度上受到影响。

● **新业务基数可观、增速较快:** 公司储备新业务主要包括 GIS、SVG、油色谱、电抗器等, 而这些产品目前均处于刚刚开始起步阶段, 在智能电网和节能环保的背景下行业前景良好, 近几年仍面临高增长。从中期业绩看目前储备其他利润点占比达到公司业绩 16%的基数下, 高增速对公司业绩整体增速拉动作用巨大。

● **SVG 市场有望逐步打开, 盈利能力较有保障:** 公司 09 年度实现了 SVG(静止型无功发生器)产品的规模化投运, 现场运行产品超过 30 套, 思源清能公司在 09 年度首度实现盈利。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, 预计在 2012 年完全建成后, 可形成年产 1000 套 SVG 高压动态无功补偿系统装置, 保守按照平均 100 万/套的价格(电压等级不同价格有所不同), 百分百产能利用后将实现 10 亿元左右销售水平, 是目前公司销售规模的 1/2 左右。

● **数字化变电站市场前景广阔:** 公司数字化变电站多项产品顺利通过了 KEMA 一致性测试认证和中国电力企业联合会组织的技术鉴定。公司获得 110kV 数字化变电站订单, 标志着公司在二次产品方面已经取得重大突破。数字化变电站是智能电网投资的核心领域。目前, 我国大约有变电站 25000 座左右。按照行业规范, 电力系统二次设备的设计使用年限一般为 10 年, 再加上新建变电站建设的市场需求, 整个变电站自动化系统的市场容量十分可观。以公司拓展市场的能力预计未来能够获得可观的市场份额。

● **盈利预测及投资建议:** 我们预计 2010-2011 年每股收益分别为 1.01、0.8 元, 在预测 2011 年业绩时未考虑减持平高电气股权的收益, 目前股价对应 2011 年业绩 PE 仅为 31 倍。考虑到油色谱产品、SVG、GIS、数字化变电站目前均进入业绩快速增长初期且基数可观, 公司业绩仍有望被带动高增长, 给予公司“增持”的投资评级。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

表1：盈利预测主要假设

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	1,198	1,529	1879	2075	2442
消弧线圈	344	391	401	381	381
高压开关	445	547	607	576	576
互感器	208	242	321	337	354
电容器	70	166	256	268	282
电抗器	40	42	67	80	96
GIS	—	—	20	60	120
油色谱	—	—	40	100	200
SVG	—	—	20	50	100
其它	91	140	148	222	333
收入增长率	52%	28%	23%	10%	18%
消弧线圈	22%	14%	3%	-5%	0%
高压开关	47%	23%	11%	-5%	0%
互感器	68%	16%	33%	5%	5%
电容器	—	138%	54%	5%	5%
电抗器	—	5%	60%	20%	20%
GIS	—	—	—	200%	100%
油色谱	—	—	—	150%	100%
SVG	—	—	—	150%	100%
其他	—	—	—	50%	50%
毛利率	45.35%	39.62%	44.56%	40.89%	41.96%
消弧线圈	52%	48%	44.71%	44%	44%
高压开关	38%	38%	45.74%	40%	40%
互感器	41%	38%	37.94%	30%	30%
电容器	30%	39%	45.30%	42%	40%
电抗器	32%	52%	32%	31%	30%
GIS	—	—	—	38%	38%
油色谱	—	—	—	80%	80%
SVG	—	—	—	40%	40%
其他	—	—	—	40%	40%

资料来源：山西证券

表2：盈利预测

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,198	1,529	1879.35	2,075	2,442
营业成本	654.74	923.24	1047.14	1226.65	1417.67
毛利率	45.35%	39.62%	44.56%	40.89%	41.96%
营业税金及附加	7.56	11.02	13.67	16	17
销售费用	136.55	154.76	214.17	220	240
管理费用	151.44	168.22	222.43	250	300
财务费用	13.68	11.28	-0.6	0	0

资产减值损失	9.05	7.25	10.69	0	0
投资净收益	79.29	77.73	711.07	197	0
营业利润	315.83	372.03	1092.17	559	468
营业外收入	26.84	33.6	35.88	0	0
营业外支出	1.62	2.58	1.56	0	0
利润总额	341.05	403.06	1126.49	559	468
所得税	39.45	37.86	144.24	83.92	84.19
净利润	301.6	365.19	982.26	476	384
少数股东损益	29.19	18.8	32.07	29	30
归属于母公司所有者的净利润	272.41	346.4	950.18	447	354
基本每股收益(元)	1.65	1.26	2.16	1.01	0.80

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。