

思源电气 (002028)

公司研究/年报点评

谨慎推荐 首次评级

业绩低于预期，未来喜忧参半

民生精品---简评报告/电气设备与新能源行业

2011 年 3 月 21 日

一、事件概述

思源电气公布 2010 年年报：公司实现营业收入 18.77 亿元，同比下降 0.60%；实现利润总额 7.19 亿元，同比下降 36.17%；归属于上市公司股东的净利润 5.54 亿元，同比下降 41.66%；扣除非经常性损益归属于上市公司股东的净利润 2.32 亿元，同比下降 26.99%。

二、分析与判断

➤ 市场竞争加剧、原材料价格上升导致业绩低于预期

报告期内公司实现营业收入 18.77 亿元，符合预期，扣除非经常性损益归属于上市公司股东净利润 2.32 亿元，低于我们的预期。主要原因在于 2010 年电网投资额度有较大幅度的下降，产品竞争加剧，导致国网集中招标中标价格有较大幅度的下降，同时公司所用主要原材料铜、铝价格有较大幅度的上升，虽然公司在报告期内加大成本控制力度并调整产品结构，实现降本增效 3000 多万元，但是由于受到上下游挤压，公司毛利率仍较去年同期下降 2.87 个百分点至 41.69%，低于我们的预期。

➤ 未来发展喜忧参半

(1) 喜：新业务取得阶段性成果且发展形势良好，海外拓展有成效。报告期内公司 GIS、电力电子及数字化变电站等新业务取得了阶段性成果，其中公司数字化变电站产品在湖北纸坊站、浙江浔北站和湖南金南站等地方成功投运，取得了重大突破；145kV GIS 产品进入量产并获得客户的高度评价；在线监测产品在无锡西泾变 220kV 站也成功投运。目前公司正在积极推进数字化变电站及 SVG 产业化项目建设，预计在 2012 年建成后可形成年产 1000 套 SVG 装置和 800 套数字化变电站系统装置的生产能力，随着智能电网进入大规模建设阶段，公司新业务将取得快速发展；海外业务方面，公司订单突破 1 亿元，取得初步成效，目前公司在印度尼西亚等地已经建立了办事处，在巴基斯坦等十多个国家也建立了代理渠道，为公司海外业务拓展奠定了坚实的基础。

(2) 忧：传统业务仍是公司主要收入来源，新业务短期内难以支撑公司业绩增长。目前传统业务占公司总收入之比仍然在 85% 左右，收入增长受电网投资影响较大，2010 年公司传统业务新增订单 18.33 亿元，较去年同期下降 10.92%，直接影响公司 2011 年收入增长，同时原材料价格也维持在高位，对其盈利能力影响较大，我们预计 2011 年公司传统业务毛利率仍处于下降通道；2011 年公司新业务仍然处于培育期，虽然其未来发展前景较好，但是由于其收入贡献仍

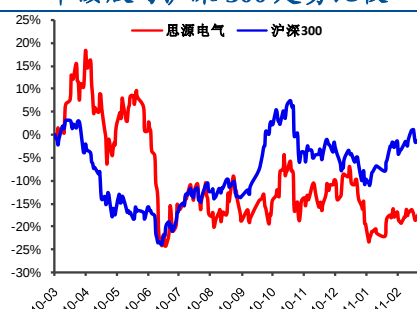
民生证券研究所

分析师：王力
执业证书编号：S0100210090005

联系人：陈龙（行业专家）
电话：13764250139
Email: chenlong@mszq.com

地址：上海浦东新区浦东南路 588 号
浦发银行大厦 31 楼 200120

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2011-3-19)

收盘价 (元)	23.81
近 12 个月最高/最低	34.50/21.35
总股本 (百万股)	439.68
流通股本 (百万股)	331.93
流通股比例%	75.49%
总市值 (亿元)	103.28
流通市值 (亿元)	77.97

相关研究

然较低，对公司业绩贡献不多，短期内难以支撑公司业绩增长。

➤ 分配方案:

以 2010 年 12 月 31 日总股本 43,968 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金 8 元。

三、盈利预测与投资建议

我们预计 2011-2013 年公司实现营业收入分别为 22.99 亿元、30.25 亿元和 38.58 亿元；归属母公司股东净利润分别为 3.72 亿元、4.51 亿元和 5.43 亿元；实现每股收益分别为 0.80 元、0.97 元和 1.16 元。按照 2011 年 3 月 18 日的收盘价计算，对应的 PE 分别为 30 倍、25 倍、20 倍。公司估值基本合理，但是我们认为公司新业务具备较好的发展前景，未来将培育成为公司新的业绩增长点，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

四、风险提示

智能电网建设进程低于预期；控股股东变动的风险。

表 1：分业务盈利预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入 (单位: 万元)						
高压开关	54,726	60,660	63,747	79,684	95,620	114,744
电力自动化保护设备	39,104	40,091	33,711	37,082	42,645	49,041
高压互感器	24,230	32,130	29,721	32,693	38,577	45,521
电力电容器	16,647	25,571	23,671	26,038	31,246	37,495
其他业务	17,189	29,483	35,698	54,385	94,362	139,005
收入增长率 (%)						
高压开关	23.09%	10.84%	5.09%	25.00%	20.00%	20.00%
电力自动化保护设备	13.60%	2.52%	-15.91%	10.00%	15.00%	15.00%
高压互感器	16.41%	32.60%	-7.50%	10.00%	18.00%	18.00%
电力电容器	0.00%	53.60%	-7.43%	10.00%	20.00%	20.00%
其他业务	-9.98%	71.52%	21.08%	52.35%	73.51%	47.31%
毛利率 (%)						
高压开关	38.48%	45.74%	37.97%	37.00%	36.00%	35.00%
电力自动化保护设备	48.31%	44.71%	44.71%	43.00%	42.50%	42.00%
高压互感器	37.87%	37.94%	34.97%	35.00%	35.00%	35.00%
电力电容器	38.83%	45.30%	47.82%	42.00%	41.00%	40.00%
其他业务	48.79%	49.14%	46.01%	42.57%	41.51%	41.73%
主营业务综合毛利率 (%)	42.12%	44.66%	41.50%	39.57%	39.02%	38.80%

资料来源：民生证券研究所

表 2：盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,877	2,299	3,024	3,858
增长率 (%)	-0.60%	22.46%	31.57%	27.56%
归属母公司股东净利润 (百万元)	554	351	425	512
增长率 (%)	-41.66%	-36.72%	21.30%	20.37%
每股收益 (元)	1.26	0.80	0.97	1.16
毛利率 (%)	41.7%	39.6%	39.0%	38.8%
净资产收益率 ROE(%)	19.0%	11.0%	11.9%	12.7%
每股净资产 (元)	7.24	8.08	9.11	10.34
PE	18.88	29.84	24.60	20.44
PB	3.29	2.95	2.61	2.30

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,877	2,299	3,024	3,858
减：营业成本	1,095	1,389	1,844	2,361
营业税金及附加	13	16	21	26
销售费用	245	299	387	482
管理费用	236	290	366	448
财务费用	(15)	(29)	(18)	8
资产减值损失	34	10	12	15
加：投资收益	396	70	70	70
二、营业利润	665	395	483	588
加：营业外收支净额	54	33	33	33
三、利润总额	719	428	516	621
减：所得税费用	131	56	64	78
四、净利润	588	372	451	543
归属于母公司的利润	554	351	425	512
五、基本每股收益 (元)	1.26	0.80	0.97	1.16

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	38.29	32.79	25.45	19.96
成长能力:				
营业收入同比	-0.60%	22.46%	31.57%	27.56%
营业利润同比	-39.1%	-40.7%	22.3%	21.8%
净利润同比	-40.16%	-36.72%	21.30%	20.4%
营运能力:				
应收账款周转率	2.90	2.52	2.27	2.24
存货周转率	4.49	3.78	3.59	3.67
总资产周转率	0.47	0.52	0.58	0.63
盈利能力与收益质量:				
毛利率	41.7%	39.6%	39.0%	38.8%
净利率	29.5%	15.3%	14.1%	13.3%
总资产净利率 ROA	14.8%	8.4%	8.7%	8.9%
净资产收益率 ROE	19.0%	11.0%	11.9%	12.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.81	2.76	2.36	2.30
资产负债率	22.5%	25.3%	28.4%	30.8%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	1.26	0.80	0.97	1.16
每股经营现金流量	0.39	(0.30)	0.46	0.49
每股净资产	7.24	8.08	9.11	10.34

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,638	1,105	945	1,081
应收票据	50	92	121	154
应收账款	677	1,149	1,512	1,929
预付账款	79	96	127	162
其他应收款	70	69	91	116
存货	451	764	922	1,181
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	3,310	3,276	3,718	4,623
长期股权投资	55	55	55	55
固定资产	375	357	623	675
在建工程	2	502	652	702
无形资产	83	74	66	58
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	796	1,479	1,875	1,953
资产总计	4,106	4,755	5,593	6,576
短期借款	0	0	0	0
应付票据	55	0	0	0
应付账款	441	556	738	944
预收账款	136	625	830	1,063
其他应付款	31	1	1	1
应交税费	124	6	6	6
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	870	1,188	1,575	2,014
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	14	14	14	14
非流动负债合计	14	14	14	14
负债合计	924	1,202	1,588	2,028
股本	440	440	440	440
资本公积	344	344	344	344
留存收益	2,220	2,571	2,996	3,508
少数股东权益	178	199	225	256
所有者权益合计	3,182	3,554	4,005	4,548
负债和股东权益合计	4,106	4,755	5,593	6,576

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	169	(132)	202	214
投资活动现金流量	20	(430)	(380)	(70)
筹资活动现金流量	(83)	29	18	(8)
现金及等价物净增加	106	(533)	(160)	136

分析师与行业专家简介

陈龙，华中理工大学工学与管理学双学士，上海社会科学院经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，从事电站设备技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖电气设备、新能源等行业。

王力，家电行业分析师，毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心，任软件工程师、系统分析师，从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖家电、计算机及信息服务等行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	
联系人	栾晓莎		
电话	010-85127892		
手机	13811313398		
E-mail	luanxiaosha@mszq.com		

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层，100005；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。