

思源电气 2010 年报点评

主营业务收入下降，投资收益利润贡献过半

谢军

电话：021-68828595

eMail: gfhf@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511010012

年报要点

2010 年实现营业收入 18.77 亿元，同比下滑 0.6%，实现净利润 5.88 亿，其中，归属于母公司净利润 5.54 亿元，每股收益 1.26 元，略高于我们此前预期，主要在于公司四季度新减持可供出售金融资产获得投资收益从而拉高了每股盈利。

管理层提出“二次创业”，对公司发展管理层意见或出现分化。考虑到目前公司处于成立 8 年多来最艰难的时期，公司管理层提出“二次创业”口号，并着力成本控制和提高管理水平，公司业绩的进一步表现尚有待观察。

2010 年公司非经常性收益对净利润贡献为 58.2%。其中通过减持所持平高股票获利 3.82 亿元计入投资收益。此外，2010 年公司投资 250 万元认购苏州华电电气 4% 的股份，该公司处于上市辅导阶段，若顺利上市将带来潜在投资收益的增厚。

公司在手现金充裕，银行存款和银行理财产品合计达 5.33 亿元，本年度分红计划为每 10 股送 8 元。

估值

不考虑出售平高的投资收益，预计 2011-2013 年每股盈利分别为 0.67、0.80、0.93 元，给予公司 2011 年 32 倍市盈率，加上拥有平高电气和苏电对应股票价值对应每股 1.5 元，目标价格维持为 23 元，维持持有评级。

风险提示

智能电网推进低于预期，原材料价格持续上升风险

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1888.61	1877.23	2065.85	2497.30	2936.88
营业收入增长率（%）	23.46%	-0.60%	10.05%	20.88%	17.60%
EBITDA（百万元）	430.04	338.11	336.37	410.53	484.22
净利润（百万元）	950.18	554.35	295.89	353.76	409.87
净利润增长率（%）	174.31	-41.66%	-46.62%	19.56%	15.86%
每股收益（元）	2.16	1.26	0.67	0.80	0.93
市盈率（倍）	12.44	20.84	35.38	29.59	25.54
市净率（倍）	4.13	3.85	3.17	2.87	2.58
EV/EBITDA（倍）	23.92	29.32	24.23	19.02	15.41

数据来源：思源电气股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	23.81
目标价格(元)	23.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	0.89%	-6.99%	-19.35%
沪深 300	0.12%	-0.31%	-2.37%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

439.68/297.07

主要股东：

董增平

主要股东持股比例

18.12%

财务比率

ROE	18.45%
ROA	17.68%
资产负债率	22.51%
每股净资产(元)	6.83
2010 年报数据	

2010年销售收入下降0.6%，扣除非经常损益净利润下降26.9%

公司2010年实现销售收入18.77亿元，同比下降0.6%，归属于母公司净利润5.54亿元，同比下降41.66%，扣除非经常损益后净利为2.32亿元，同比下降26.99%。实现每股收益1.26元。

图1：思源电气业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)
营业收入	1888.61	1877.23	(0.60)
销售税金	(13.67)	(12.90)	(5.66)
营业成本	(1047.14)	(1094.54)	4.53
毛利润	827.80	769.79	(7.01)
销售费用	(214.17)	(244.57)	14.19
管理费用	(222.43)	(236.22)	6.20
经营利润	391.19	289.01	(26.12)
资产减值损失	(10.69)	(34.21)	219.98
财务费用	0.60	4.8	2400.32
投资收益	711.07	395.62	(44.36)
营业外收入	35.88	60.03	67.29
营业外支出	(1.56)	(6.24)	299.31
利润总额	1126.49	719.09	(36.17)
所得税	(144.24)	(131.28)	(8.98)
少数股东权益	(32.07)	(33.45)	4.31
净利润	950.18	554.35	(41.66)
主要比率 (%)			
毛利率	43.3	41.0	(2.82)
销售费用率	1.4	13.03	1.69
管理费用率	11.78	12.5	0.81
经营利润率	20.71	15.40	(5.32)
净利率	50.31	29.53	(20.78)
所得税率	12.80	18.26	5.45
少数股东权益率	3.27	5.69	2.43

数据来源：思源电气2010年年报

公司2010年末货币资金1.88亿元，在手现金充裕

2010年，公司没有重大的资本开支和投资项目，公司内部积累了较充裕的现金，2010年末货币资金达1.88亿元，其中1.62亿为人民币银行存款，另有27.55万美元存款。此外，公司持有3.45亿银行理财产品，记为一年内到期非流动资产。这两部分金额合计达5.33亿元。

公司订单下降

公司2010年新增订单为23.09亿，同比下降7.9%，其中电力系统自动化产品以及电力电容器产品的订单下降幅度最大，公司2010年底结转至2011年的订单金额为12.47亿元，同比下降15%。但值得注意的是，GIS业务09年包含在其他业务中，但才能够2010年开始GIS业务被并入高压开关中。

图2：2007-2010年公司分产品新增订单分析

新增订单		2007	2008	2009	2010
电力自动化保护设备	金额（百万元）	464	504	504	345
	同比增长(%)		8.5	0.2	(32)
高压开关	金额（百万元）	659	729	828	861
	同比增长(%)		10.7	13.5	4.0
高压互感器	金额（百万元）	251	352	390	361
	同比增长(%)		39.9	10.9	(7.4)
电力电容器	金额（百万元）	162	9	335	265
	同比增长(%)		9.3	8.6	(21.0)
其他	金额（百万元）	196	389	449	476
	同比增长(%)		98.7	15.6	5.9
合计	金额（百万元）	1,732	2,282	2,507	2,309
	同比增长(%)		31.7	9.9	(7.9)

数据来源：广发证券发展研究中心

图3：2008-2010年公司分产品在手结转订单分析

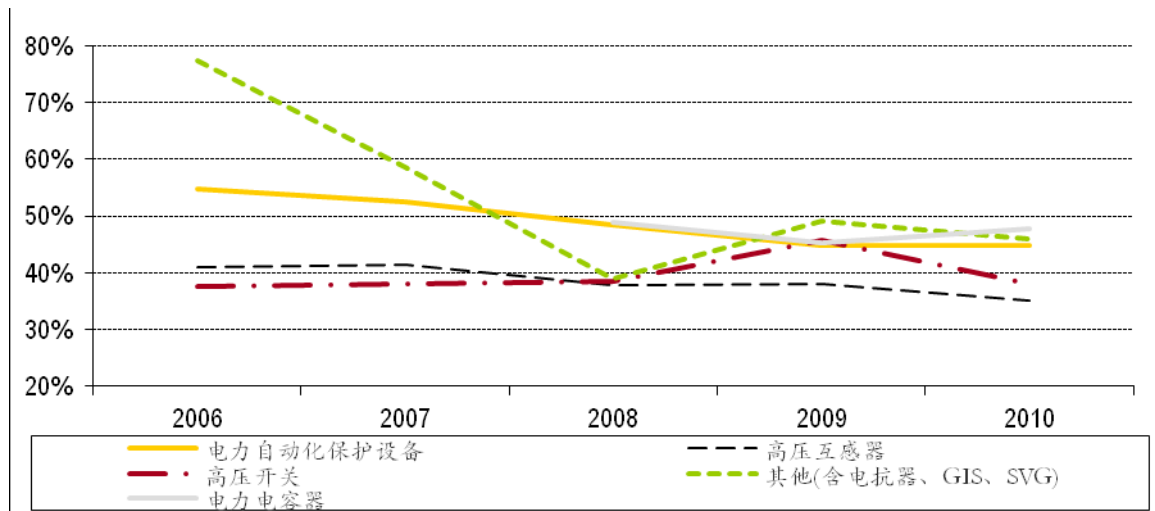
结转至下年订单（百万元）		2008	2009	2010
电力自动化保护设备		301.13	375	250
	同比增长(%)		25	(33.5)
高压开关		420.31	27	319
	同比增长(%)		(32)	11.0
高压互感器		180.13	224	174
	同比增长(%)		24	(22.2)
电力电容器		174.98	206	167
	同比增长(%)		18	(18.9)
其他		223	377	337
	同比增长(%)		69	(10.7)
合计		1300	1,469	1,247
	同比增长(%)		13	(15.1)

数据来源：广发证券发展研究中心

毛利率压力仍然较大

2010年，由于原材料价格的普遍上涨，公司产品毛利率均有一定程度的下降，我们预计2011年上半年，公司产品毛利率压力仍然较大。

图4：2006-2010年公司分产品毛利率变化



数据来源：思源电气2010年年报

目标价格维持23元和持有评级

不考虑出售平高的投资收益,预计2011-2013年每股盈利分别为0.67、0.80、0.93元,给予公司2011年32倍市盈率,加上拥有平高电气和苏电对应股票价值对应每股1.5元,目标价格维持为23元,维持持有评级。

图2：盈利预测与假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
高压开关					
收入 (人民币百万元)	607	637	651	851	926
增长率 (%)	10.8	5.1	2.2	30.7	8.8
毛利率 (%)	45.7	38.0	36.0	37.0	37.0
电力自动化保护					
收入 (人民币百万元)	401	337	354	389	448
增长率 (%)	2.5	-15.9	5.0	10.0	15.0
毛利率 (%)	44.7	44.7	43.0	43.0	43.0
高压互感器					
收入 (人民币百万元)	321	297	312	343	412
增长率 (%)	32.6	-7.5	5.0	10.0	20.0
毛利率 (%)	37.9	35.0	34.0	35.0	35.0
电力电容器					
收入 (人民币百万元)	256	237	249	273	301
增长率 (%)	48.8	-7.4	5.0	10.0	10.0
毛利率 (%)	45.3	47.8	45.0	44.0	44.0
其他(含电抗器、GIS、SVG)					
收入 (人民币百万元)	295	357	500	640	850
增长率 (%)	77.1	21.1	40.1	28.0	32.8

毛利率 (%)	49.1	46.0	44.0	44.0	44.0
营业收入合计 (人民币百万元)	1,889	1,877	2,066	2,497	2,937
增长率 (%)	23.5	-0.6	10.0	20.9	17.6
综合毛利率 (%)	44.6	41.7	39.9	40.2	40.4
营业费用率 (%)	11.3	13.0	12.5	12.5	12.5
管理费用率 (%)	11.8	12.6	13.0	13.0	13.0
财务费用率 (%)	0.0	-0.8	-1.0	-1.0	-1.0
实际税率 (%)	12.8	18.3	18.0	18.0	18.0

数据来源：思源电气2010年年报

风险提示

- 智能电网推进低于预期风险。
- 原材料价格上涨风险。

资产负债表

单位：百万元

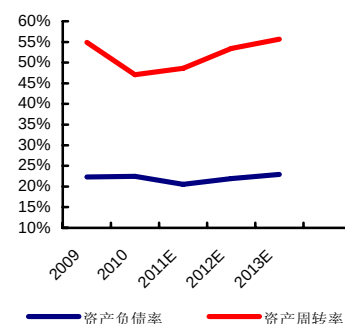
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,637	3,310	3,637	4,221	4,904
货币资金	1,531	1,638	2,317	2,659	3,007
应收及预付	720	876	864	1,015	1,246
存货	386	451	456	547	651
其他流动资产	0	345	0	0	0
非流动资产	1,223	796	763	733	678
长期股权投资	35	55	55	55	55
固定资产	374	375	379	392	371
在建工程	2	2	2	-5	-7
无形资产	142	119	133	153	161
其他长期资产	670	245	194	138	98
资产总计	3,861	4,106	4,400	4,954	5,582
流动负债	789	870	842	1,057	1,256
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	789	870	842	1,057	1,256
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	70	54	62	27	21
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	54	62	27	21
负债合计	859	924	904	1,084	1,277
股本	440	440	440	440	440
资本公积	669	344	344	344	344
留存收益	1,754	2,220	2,516	2,870	3,280
归属母公司股东权益	2,863	3,004	3,300	3,654	4,063
少数股东权益	139	178	196	217	242
负债和股东权益	3,861	4,106	4,400	4,954	5,582

利润表

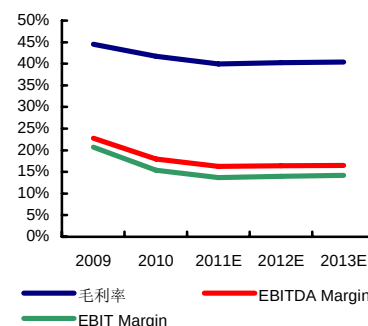
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1889	1877	2066	2497	2937
营业成本	1047	1095	1241	1493	1751
营业税金及附加	14	13	15	18	21
销售费用	214	245	258	312	367
管理费用	222	236	269	325	382
财务费用	-1	-15	-20	-25	-28
资产减值损失	11	34	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	711	396	40	40	40
营业利润	1092	665	343	415	485
营业外收入	36	60	43	46	50
营业外支出	2	6	3	4	4
利润总额	1126	719	383	457	530
所得税	144	131	69	82	95
净利润	982	588	314	375	435
少数股东损益	32	33	18	21	25
归属母公司净利润	950	554	296	354	410
EBITDA	430	338	336	411	484
EPS (元)	2.16	1.26	0.67	0.80	0.93

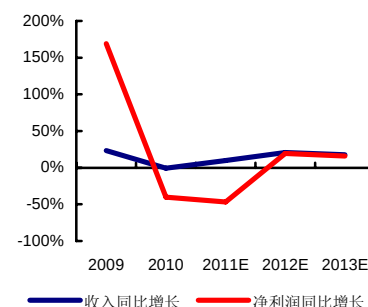
资产负债率趋势



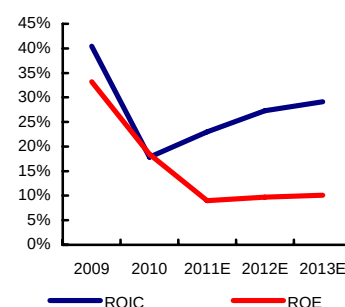
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

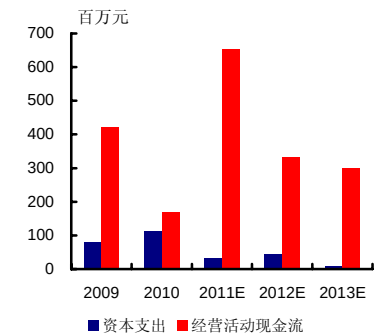
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	421	169	634	312	276
净利润	982	588	314	375	435
折旧摊销	39	49	53	61	68
营运资金变动	100	-85	324	-27	-136
其它	-700	-383	-57	-97	-91
投资活动现金流	804	20	49	36	72
资本支出	-79	-111	-31	-44	-8
投资变动	883	476	80	80	80
其他	0	-345	0	0	0
筹资活动现金流	-205	-83	-4	-6	0
银行借款	180	0	0	0	0
债券融资	-310	0	-4	-6	0
股权融资	0	10	0	0	0
其他	-75	-94	0	0	0
现金净增加额	1,019	106	679	342	348
期初现金余额	512	1,531	1,638	2,317	2,659
期末现金余额	1,531	1,638	2,317	2,659	3,007

主要财务比率

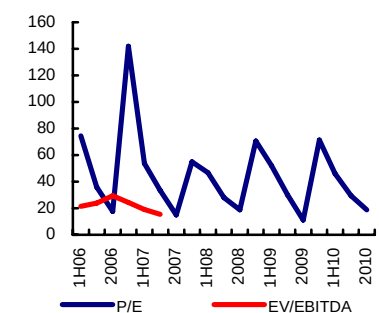
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	23.5%	-0.6%	10.0%	20.9%	17.6%
营业利润	193.6%	-39.1%	-48.5%	21.0%	16.8%
归属于母公司净利润	174.3%	-41.7%	-46.6%	19.6%	15.9%
获利能力					
毛利率	44.6%	41.7%	39.9%	40.2%	40.4%
净利率	52.0%	31.3%	15.2%	15.0%	14.8%
ROE	33.2%	18.5%	9.0%	9.7%	10.1%
ROIC	40.4%	17.9%	23.0%	27.3%	29.1%
偿债能力					
资产负债率	22.3%	22.5%	20.5%	21.9%	22.9%
净负债比率	-51.0%	-51.5%	-66.3%	-68.7%	-69.8%
流动比率	3.34	3.81	4.32	3.99	3.90
速动比率	2.82	3.20	3.64	3.39	3.28
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.47	0.49	0.53	0.56
应收账款周转率	3.37	2.90	3.22	3.15	3.09
存货周转率	2.86	2.62	2.72	2.73	2.69
每股指标 (元)					
每股收益	2.16	1.26	0.67	0.80	0.93
每股经营现金流	0.96	0.39	1.44	0.71	0.63
每股净资产	6.51	6.83	7.51	8.31	9.24
估值比率					
P/E	12.4	20.8	35.4	29.6	25.5
P/B	4.1	3.8	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	23.9	29.3	24.2	19.0	15.4

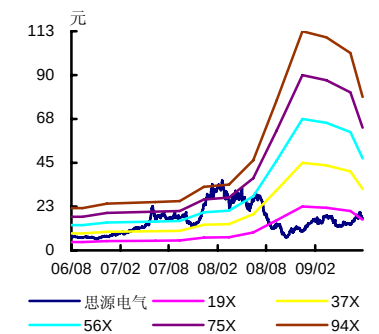
资本支出与经营活动现金流



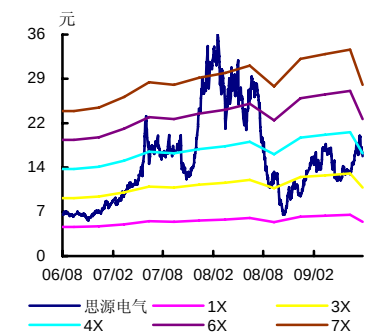
相对估值



PE BAND



PB BAND



分析师介绍:

谢军, 分析师, 中国科学院研究生院工程硕士, 2006 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xj@gf.com.cn, 020-87555888-663。

韩玲, 研究助理, 加拿大皇后大学工商管理硕士, 东南大学电力系统自动化学士, 7 年证券从业经验, 6 年电力行业从业经验, 获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名, 2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名, 2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: gfh1@gf.com.cn, 021-68828545。

袁斌, 研究助理, 西南交通大学电力电子技术工学硕士, 6 年艾默生研发、市场研究经验, 2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: yb9@gf.com.cn, 0755-82739750。

王昊, 研究助理, 英国诺丁汉大学电力电子工程博士, 2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wh15@gf.com.cn, 020-87555888-681。

曾维强, 研究助理, 中科院上海分院光电薄膜工学硕士, 2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: zwq3@gf.com.cn, 020-87555888-404。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。