

思源电气(002028)

公司研究/点评报告

年报业绩符合预期，未来或将迎来业绩“拐点”

思源电气(002028) 动态点评报告

民生精品---点评报告/电气设备与新能源行业

2012 年 1 月 17 日

一、事件概述

思源电气公布 2011 年年报业绩快报：2011 年 1-12 月份，公司实现营业收入 19.75 亿元，同比增长 5.20%；实现利润总额 2.02 亿元，同比下降 71.91%；归属于上市公司股东的净利润 1.67 亿元，同比下降 69.85%；EPS：0.38 元；新增订单 27.30 亿元，同比增长 18%。

二、分析与判断

➤ 年报业绩符合预期，毛利率下滑及投资收益减少拖累公司业绩

公司预计 2011 年 1-12 月份，实现净利润达到 1.67 亿元，同比下降 69.85%，若剔除非经常性损益，业绩同比下降 27.54%，基本符合预期；业绩低于收入增速主要原因是：（1）受国网招标及竞争加剧影响，导致产品毛利率有下滑了 5.6 个百分点；（2）非经常性损益大幅减少：2011 年公司通过出售平高电气股权获得约 910 万元投资收益，较去年同期出售平高电气股权获取 3.82 亿元投资收益大幅下降。

➤ 订单实现增长，保障业绩增长，未来或将迎来业绩“拐点”

公司预计报告期内实现订单 27.30 亿元，较去年同期增长 18%，确保公司未来业绩增长；我们认为公司未来业绩或将迎来“拐点”，主要理由是：（1）订单在好转：2010 年公司实现订单 23.09 亿元，同比下降 7.89%，在更为艰难的 2011 年，公司取得订单 27.30 亿元订单，同比增长 18%，充分表明公司技术实力及强大的拿单能力，我们预计 2012 年公司订单增速将会更快；（2）毛利率有望好转：由于国网改变中标价格机制，产品价格已经有一定幅度的回升，而同时原材料价格已经出现了较大幅度的下降，短期内价格大幅回升的可能性较小，因此公司毛利率有望企稳回升；（3）新业务均向好的方向发展：GIS 国网招标取得突破，盈利在望；智能变电站监控系统进入收获期；SVG 有望迎来快速发展期。

➤ GIS 国网招标取得突破，盈利在望

公司 GIS 产品在 2011 年首次取得国网招标资质即在国网第六批招标中中标 120 个间隔，取得重大突破：公司 GIS 目前中标产品主要为 110kV 产品，按照国网 2011 年第六批 110kV GIS 产品 491 间隔招标总数计算，公司占比达到约 24.44%，按照国网第六批 GIS 产品共 1375 间隔招标总数计算，公司占比约 8.73%；在目前国内 GIS 市场被平高电气、中国西电、山东泰开、北京北开以及新东北电气等公司占据大部分市场份额的背景下，公司能取得如此成绩，表明公司产品质量已经得到国网的充分认可，在 2012 年公司将全面参与国网招标，预计公司中标金额将会有进一步提升。2011 年公司 GIS 新增订单预计将超过 2 亿元，即将迈过盈亏平衡点，2012 年公司 GIS 产品盈利在望。

➤ 智能变电站监控系统进入收获期

在今年上半年，公司通过国网“智能变电站及数字化变电站监控系统（系统集成）”资质审查，取得了“智能化变电站及数字化变电站监控系统”招标资质，在 2011 年国网公司第四批二次设备招标中，公司中标 10 个 110KV 智能变电站监控系统，而在国网公司第五批二次设备招标中，公司又中标了 8 个 110KV 智能变电站监控系统，此次中标 32 个站，中标数量是截止到目前最多的一次，表明公司产品具备较强的竞争力，已经逐步得到国网的认可，预计未来公司中标份额将会得到进一步提升；公司于 2009 年通过自有资金投资建设 800 套 SHR5000 数字化变电站系统装置的生产能力，项目预计在 2012 年建成投产，届时将解决公司产能瓶颈，公司智能变电站监控系统进入收获期。

➤ SVG 产品快速发展可期

强烈推荐

上调评级

合理估值：16 元

交易数据(2012-1-16)

收盘价(元)	10.82
近 12 个月最高/最低	23.81/10.82
总股本(百万股)	439.68
流通股本(百万股)	333.26
流通股比例%	75.80%
总市值(亿元)	47.57
流通市值(亿元)	36.06

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：陈龙

执业证书编号：S0100511080002

电话：(021) 68885796

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

相关研究

1、《思源电气(002028)年报点评：业绩低于预期，未来喜忧参半》-2011.3.21

2、《思源电气(002028)动态点评报告：传统业务恢复性增长可期，新业务即将进入放量期》-2011.12.19

公司 SVG 产品目前主要应用于风电场、冶金、矿山、铁路等领域，在节能减排压力下，企业自身就有动力去应用 SVG 产品，SVG 产品空间广阔；公司在风电场领域已经取得了较大的市场份额，目前正在积极推进电网、工矿企业等市场开拓工作，未来若能取得突破，SVG 产品进入快速发展期可期。

三、盈利预测与投资建议

我们略微调整公司盈利预测，预计公司 2011-2013 年净利润分别为 16,796 万元、22,989 万元、30,145 万元；折合 EPS 分别为 0.38 元、0.52 元、0.69 元，按照 2012 年 1 月 16 日收盘价 10.82 元计算，对应的市盈率分别为 28 倍、21 倍、16 倍，我们认为公司各业务均向好的方向转变，业绩拐点已经开始显现，公司股价也已显现投资价值，我们上调公司投资评级至“强烈推荐”，目标价 16 元。

四、风险提示：

智能电网建设低于预期。

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	1,870	2,371	3,068
增长率(%)	-0.60%	-0.38%	26.79%	29.39%
归属母公司股东净利润(百万元)	554	168	230	301
增长率(%)	-41.66%	-69.70%	36.87%	31.13%
每股收益(元)	1.26	0.38	0.52	0.69
毛利率(%)	41.7%	36.1%	35.8%	36.0%
净资产收益率 ROE(%)	19.0%	5.4%	7.0%	8.5%
每股净资产(元)	7.24	7.64	8.20	8.92
PE	8.58	28.32	20.69	15.78
PB	1.50	1.42	1.32	1.21

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	1,870	2,371	3,068
减：营业成本	1,095	1,195	1,521	1,964
营业税金及附加	13	13	16	21
销售费用	245	258	304	377
管理费用	236	239	287	356
财务费用	(15)	(19)	(14)	6
资产减值损失	34	12	12	12
加：投资收益	396	0	0	0
二、营业利润	665	172	246	332
加：营业外收支净额	54	33	33	33
三、利润总额	719	205	279	365
减：所得税费用	131	27	35	46
四、净利润	588	178	244	320
归属于母公司的利润	554	168	230	301
五、基本每股收益 (元)	1.26	0.38	0.52	0.69
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	15.87	25.97	19.16	14.67
成长能力:				
营业收入同比	-0.60%	-0.38%	26.79%	29.39%
营业利润同比	-39.1%	-74.2%	43.0%	35.3%
净利润同比	-40.16%	-69.70%	36.87%	31.1%
营运能力:				
应收账款周转率	2.90	2.32	2.24	2.26
存货周转率	4.49	3.38	3.34	3.52
总资产周转率	0.47	0.44	0.51	0.58
盈利能力与收益质量:				
毛利率	41.7%	36.1%	35.8%	36.0%
净利率	29.5%	9.0%	9.7%	9.8%
总资产净利率 ROA	14.8%	4.2%	5.2%	6.1%
净资产收益率 ROE	19.0%	5.4%	7.0%	8.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.81	2.85	2.34	2.18
资产负债率	22.5%	23.6%	26.7%	30.1%
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	0.38	0.52	0.69
每股经营现金流量	0.39	(0.09)	0.34	0.26
每股净资产	7.24	7.64	8.20	8.92

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	1,117	832	799
应收票据	50	75	95	123
应收账款	677	935	1,186	1,534
预付账款	79	79	100	129
其他应收款	70	56	71	92
存货	451	657	761	982
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	3,310	2,919	3,044	3,658
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	4,398	4,919	5,611
短期借款	0	0	0	0
应付票据	55	0	0	0
应付账款	441	478	608	785
预收账款	136	538	685	884
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	1,023	1,300	1,676
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	1,036	1,314	1,690
股本	440	440	440	440
资本公积	344	344	344	344
留存收益	2,220	2,388	2,618	2,919
少数股东权益	178	188	202	220
所有者权益合计	3,182	3,360	3,604	3,924
负债和股东权益合计	4,106	4,396	4,918	5,613
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	169	(39)	151	113
投资活动现金流量	20	(500)	(450)	(140)
筹资活动现金流量	(83)	19	14	(6)
现金及等价物净增加	106	(521)	(285)	(34)

分析师与联系人简介

陈龙，华中科技大学工学与管理学双学士，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。

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和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

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@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; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

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。