

评级：审慎推荐（首次评级）

电力设备

公司事件点评

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电 话： 0755-25832648

邮 件： hebenhu@fcsc.cn

思源电气(002028)
——业绩弹性仍需要观察，维持“审慎推荐”

摘要：

要点： 公司发布 2011 年业绩快报，实现收入 197493 万元，同比增长 5.2%。实现净利润 16712 万元，同比增长 -70%，对应的 EPS 为 0.38 元。

点评：

1、第四季度显示逐步进入回升阶段

全年数据看，5%的收入增幅显示增长仍然乏力。就其综合的原因，一次设备行业的低迷是公司业绩不理想的关键因素，包括产品容量下降，产品价格下降等综合因素。

不过，从第四季度数据看，总体好转特征明显。一方面，第四季度的 16.1%的营业收入增长在幅度上较前三季度有较为明显提高。另一方面，第四季度的 9.8%的销售净利率水平相对于上年同期数据缺乏可比性，较前三季度的 7.7%的提高幅度则较为显著。

四季度好转的原因，主要在于行业盈利能力的逐步恢复和公司产品结构的调整。依据我们草根跟踪的数据，目前的产品价格较 2010 年第四季度的最低水平有 10%以上的提升，促进了毛利率回升，预计这种现象将延伸到 2012 年。

图表 1 公司 2011Q3 主要财务数据比较一览表

	2010Q1-3	2011Q1-3	同比	2010Q4	2011Q4	同比
营业收入（万元）	123003	122384	-0.5%	64720	75109	16.1%
净利润（万元）	35662	9386	-73.7%	19773	7326	-62.9%
销售净利率	29.0%	7.7%	-21.3%	30.6%	9.8%	-20.8%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

2、新产品的业绩弹性尚需要观察



除了前面分析到的产品毛利率因素外，公司产品结构的调整也是盈利回升的重要因素。其中，以 GIS 为代表的组合电气、以智能变电站和 SVG 为代表的电力电子是主要的结构调整来源。

虽然公司的新产品显示出良好的成长性，譬如GIS的第六期在110KV中占有率接近25%，智能变电站也从第五期的8个变电站提高到第六期的32个站。但总体而言，由于公司目前已经达到20亿的收入规模，使得新产品的弹性尚需要观察。

3、盈利预测及投资建议

我们维持 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 0.38 元、0.58 元、0.73 元的盈利预测，目前的 10.82 元对应的 PE 分别为 29.0 倍、18.6 倍和 14.8 倍，具备一定的投资价值。鉴于市场的系统性风险和公司业绩弹性的不确定性，我们维持“审慎推荐”投资评级。

图表 2 盈利预测表

万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	187723	198635	228243	260035
减：营业成本	109454	130227	143817	164027
减：营业税金及附加	1290	1365	1569	1787
减：营业费用	24457	26902	29592	32552
减：管理费用	23622	24803	26043	27345
减：财务费用	-1488	-1190	-952	-762
减：资产减值损失	3421	1368	1437	1509
加：投资收益	39562	1800	2160	2592
营业利润	66530	16959	28898	36170
二、利润总额				
加：营业外收支	5379	3496	4370	5463
利润总额	71909	20456	33268	41633
三、净利润				
减：所得税	13128	3068	6654	8327
净利润	58781	17387	26614	33306
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	3345	1004	1104	1214
归属母公司净利润	55435	16384	25510	32092
总股本（万）				43968
EPS(元)	1.26	0.38	0.58	0.73



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 3 公司主营收入和毛利率预测一览表

万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、高压开关				
收入	63747	73309	80640	109964
增长率	5.1%	15.0%	10.0%	20.0%
毛利率	38.0%	35.0%	38.0%	38.0%
毛利	24243	25658	30643	41786
二、电力自动化及保护				



收入	33711	35397	37166	39025
增长率	-15.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	44.8%	35.0%	37.0%	37.0%
毛利	15103	12389	13752	14439
三、互感器				
收入	29721	22291	23405	24576
增长率	-7.5%	-25.0%	5.0%	5.0%
毛利率	35.0%	30.0%	35.0%	35.0%
毛利	10402	6687	8192	8601
四、电容器				
收入	23671	23671	23671	23671
增长率	-7.4%	-25.0%	5.0%	5.0%
毛利率	47.8%	35.0%	45.0%	45.0%
毛利	11315	8285	10652	10652
五、电力电子				
收入	0	20000	26000	33800
增长率	0.0%	300.0%	30.0%	30.0%
毛利率	0.0%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利	0	7000	9100	11830
六、其他				
收入	36873	23967	26364	29001
增长率	21.6%	-35.0%	10.0%	10.0%
毛利率	46.8%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利	17257	8389	7909	8700
六、合计				
收入	187723	198635	217247	260035
收入增长	-	5.8%	9.4%	13.9%
毛利	78319	68408	80248	96009
毛利率	41.7%	34.4%	36.9%	36.9%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

4、风险因素：（1）原材料价格波动风险；（2）新产品推广进度风险。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

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±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

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135