

思源电气 (002028)

电气设备/机械设备

发布时间: 2012-12-25

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

2012 年经营圆满收官, 2013 年业绩快速增长预锁定

报告摘要:

2012 年新增合同订单略超年初经营计划, 根据订单结转周期判断 2013 年营收快速增长已基本锁定。预计 2012 年新增订单 36 亿多, 同比增长 32% 以上。从订单结构来看, 主要产品新增订单均达到年初分解的计划, 相对低于预期的是电力电子和变电站监控系统。公司从收到中标通知书到交货的周期通常是半年到一年, 意味着下半年中标的订单基本收入确认到 2013 年, 属于业绩确定性很强的品种。

2013 年组合电器业务将突破盈亏平衡点进入利润贡献, 期待 220kV GIS 进入国网集招, 这也是明年新增订单增长的重要来源。2012 年 110kV GIS 业务的结算规模仍小于盈亏平衡点, 但 GIS 业务的新增订单规模 6 亿已符合预期, 预计 2013 年排产会使该业务进入利润正贡献。220kV GIS 已参与 3 次集中招标但尚未中标, 因该产品系列对成熟厂家的份额限顶是 35%, 打分规则也要摸索, 等待 2013 年有突破。

国网第六批招标对二次设备的规则更改对思源的影响权重相对有限, 电力电子 SVG 的需求仍旺盛但是盈利能力在下滑。国网 2012 年最后一批招标对变电站保护及监控系统改用最低价原则, 从思源的投标价格和中标份额判断, 此次中标份额靠前的厂家价格降幅还是很大的; 但从该业务营收权重来看, 对思源形成的负面影响远小于其他二次设备厂家, 而思源对二次设备的布局也更多是海外总包考虑而非彻底撼动现有格局。SVG 是思源电力电子板块的拳头业务, 2012 年需求仍不错, 但因竞争激烈毛利率下滑较多, 未来需关注其他细分应用突破。

略上调 2013-2014 年 EPS, 维持“推荐”评级。公司 2012 年传统产品的中标数量和盈利水平均有向上趋势, 根据我们测算 2013 年毛利率同比 2012 年还会有小幅回升。公司在人员扩充上向新产品明显侧重布局, 加上总部职能建设、供应链向上游延伸等举措, 我们认为公司在对未来经营模式转型、产业链完善、新增长点培育上都有前瞻考虑。结合股权激励保底条件, 预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.50、0.70、0.88 元, 对应 27、19、15 倍 PE, 维持“推荐”评级。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1877	1970	2627	3234	3853
(+/-)%	-0.60%	4.93%	33.35%	23.12%	19.13%
归属母公司净利润	588	169	238	329	410
(+/-)%	-35.63%	-72.25%	42.55%	41.06%	25.79%
每股收益 (元)	1.26	0.35	0.50	0.70	0.88
市盈率	11	38	27	19	15
市净率	2	2	2	2	2
净资产收益率 (%)	19.02%	5.78%	7.85%	10.26%	11.73%
股息收益率 (%)	3.05%	0.81%	1.49%	1.49%	1.49%
总股本 (百万股)	440	440	440	440	440

股票数据

2012/12/24

收盘价 (元)	13.45
12 个月股价区间 (元)	10.53 ~ 15.23
总市值 (百万元)	5,914
总股本 (百万股)	440
A 股 (百万股)	440
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	3%	4%	1%
相对收益	-5%	-3%	0%

相关报告

《思源电气 (002028) 三季报点评: 新产品顺利推向市场, 新增订单和收入确认均超预期》

2012-10-26

《思源电气 (002028): 2012 年中报点评, 公司业绩重回较快增长的轨道, 新增订单超预期》

2012-8-20

《思源电气 (002028) 点评报告: 出台股票期权激励计划有利于调动员工积极性和公司长远发展》

2012-6-26

证券分析师: 杨佳丽

执业证书编号: S0550512050001

(021)20361130 yangjl@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1146	1200	1300	1404	净利润	169	238	329	410
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	15	21	22	22
应收款项	723	981	1159	1323	折旧及摊销	52	54	58	64
存货	631	803	926	1032	公允价值变动损失	0	-9	-10	-11
其他流动资产	0	350	360	370	财务费用	0	0	2	2
流动资产合计	2993	3479	3916	4325	投资损失	-28	-25	-25	-25
可供出售金融资产	120	120	120	120	运营资本变动	-294	-243	-144	-110
长期投资净额	173	182	193	206	其他	0	-36	-10	-10
固定资产	396	401	451	501	经营活动净现金流量	-96	3	194	319
无形资产	139	137	138	141	投资活动净现金流量	-11	49	-57	-71
商誉	39	39	39	39	融资活动净现金流量	-384	2	-37	-144
非流动资产合计	799	758	820	892	企业自由现金流	-167	118	119	224
资产总计	3792	4237	4736	5216					
短期借款	0	2	54	0	财务与估值指标				
应付款项	561	623	734	837		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	181	263	307	358	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益（元）	0.35	0.50	0.70	0.88
流动负债合计	929	1218	1478	1634	每股净资产（元）	6.06	6.35	6.86	7.54
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量（元）	-0.22	0.01	0.44	0.73
其他长期负债	20	20	20	20	成长性指标				
长期负债合计	40	46	44	47	营业收入增长率	4.93%	33.35%	23.12%	19.13%
负债合计	969	1264	1523	1681	净利润增长率	-72.25%	42.55%	41.06%	25.79%
归属于母公司股东权益合计	2663	2794	3015	3316	盈利能力指标				
少数股东权益	160	179	198	219	毛利率	36.67%	38.14%	38.67%	39.00%
负债和股东权益总计	3792	4237	4736	5216	净利率	7.81%	8.35%	9.56%	10.10%
					运营效率指标				
利润表（百万元）					应收账款周转率（次）	141.55	125.00	120.00	115.00
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率（次）	158.47	180.00	170.00	160.00
营业收入	1970	2627	3234	3853	偿债能力指标				
营业成本	1248	1625	1983	2350	资产负债率	25.55%	29.83%	32.15%	32.22%
营业税金及附加	16	18	23	27	流动比率	3.22	2.86	2.65	2.65
资产减值损失	15	21	22	22	速动比率	2.50	2.16	1.98	1.97
销售费用	295	427	504	595	费用率指标				
管理费用	277	360	418	485	销售费用率	14.95%	16.26%	15.59%	15.44%
财务费用	-16	-12	-11	-12	管理费用率	14.06%	13.71%	12.92%	12.58%
公允价值变动净收益	0	9	10	11	财务费用率	-0.80%	-0.44%	-0.33%	-0.30%
投资净收益	28	25	25	25	分红指标				
营业利润	163	221	330	422	分红比例				
营业外收支净额	30	49	44	44	股息收益率	0.81%	1.49%	1.49%	1.49%
利润总额	193	270	374	466	估值指标				
所得税	24	32	45	56	P/E（倍）	38	27	19	15
净利润	169	238	329	410	P/B（倍）	2	2	2	2
归属于母公司净利润	154	219	309	389	P/S（倍）	3	2	2	2
少数股东损益	15	19	19	21	净资产收益率	5.78%	7.85%	10.26%	11.73%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760