

# 思源电气 (002028)

## 2022 年年报点评：业绩符合预期，网外+海外驱动合同提速

买入 (维持)

2023 年 04 月 16 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书：S0600121060016

xiezd@dwzq.com.cn

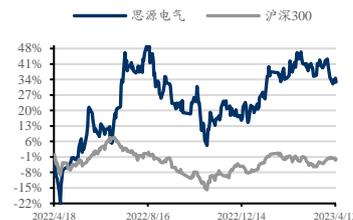
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	10,537	12,764	15,931	20,018
同比	21%	21%	25%	26%
归属母公司净利润 (百万元)	1,220	1,540	2,020	2,616
同比	2%	26%	31%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.58	2.00	2.62	3.40
P/E (现价&最新股本摊薄)	26.93	21.35	16.27	12.56

关键词：#业绩符合预期 #第二曲线 #出口导向

### 投资要点

- **2022 年业绩符合市场预期，2023 年经营目标收入/订单同比 +20%/+30%。**公司发布 2022 年年报，实现营收 105.37 亿元，同比+21%；实现归母净利润 12.2 亿元，同比+2%。Q4 实现营收 35.35 亿元，同比+37%；实现归母净利润 4.35 亿元，同比+41%。22 年公司新签订单 121.22 亿 (不含税)、同比+16%，公司克服了年初上海疫情的影响，超过了年初设定的全年 119 亿的目标。其中海外订单 29.9 亿，同比+33%，测算国内订单 91.32 亿，同比+12%。公司设定 23 年经营目标为订单 158 亿 (不含税)，同比+30%；收入 126 亿，同比+20%。22 年公司收入、订单增长均超过年度预定目标，业绩整体符合市场预期。
- **网内网外齐发力，新业务有望贡献第二增长曲线。**1) **电网侧**，23 年国网计划投资 5200+亿元，计划口径同比约+4%以上，结构上将重点聚焦主网特高压及送受端网架完善。故公司开关类的 GIS、特高压相关电容器/隔离开关等有望提速，220kV 继电保护份额逐步提升，变压器产能也在加速释放；2) **网外方面**，新能源领域 23 年风光装机大年，拉动发电侧配套的 GIS、SVG 等需求高增。3) **新业务方面**，超级电容领域，23 年 3 月公司完成对烯晶碳能的控股，基于超级电容的汽车电子+储能产品有望形成第二增长曲线；储能领域，已推出户储系列产品并通过了英国、西班牙、澳大利亚等国家的认证，大储预计 23H1 正式发布，除了电芯其他环节均实现自制，预计 23 年将储能业务订单将快速增长。
- **海外业务进展顺利，海运费下降有望带动盈利修复。**随着疫情的完全放开，海外 EPC+设备出口进展顺利，22H1 受国内疫情影响，人员封控+海运费高企影响了海外业务的开展，随着上海解封，22H2 海外业务逐渐恢复，22 年实现营收 18.65 亿，同比+25.33%，其中 EPC 收入 7.49 亿，同比+11%，经我们测算设备类收入约 11.16 亿，同比+60%。展望 23 年，随着我国一带一路的大力推进，海外业务增速有望超过国内增速，同时随着海运费的持续下降，盈利能力有望逐步修复。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2023-2024 年归母净利润分别为 15.4/20.2 亿元，新增 2025 年归母净利润 26.2 亿元，同比+26%/31%/30%，对应现价估值分别为 21x、16x、13x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期、竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	42.68
一年最低/最高价	24.64/49.04
市净率(倍)	3.58
流通 A 股市值(百万元)	25,509.65
总市值(百万元)	32,870.45

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.91
资产负债率(% ,LF)	39.94
总股本(百万股)	770.16
流通 A 股(百万股)	597.70

### 相关研究

《思源电气(002028)：2022 年业绩快报点评：业绩略超预期，主业压力期已过，新业务星辰大海》

2023-01-16

《思源电气(002028)：2022 三季报点评：业绩低于市场预期，利润率仍有向上修复空间》

2022-10-25

思源电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>12,074</b>	<b>14,363</b>	<b>17,575</b>	<b>21,965</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,537</b>	<b>12,764</b>	<b>15,931</b>	<b>20,018</b>
货币资金及交易性金融资产	3,617	3,111	3,601	4,537	营业成本(含金融类)	7,763	9,320	11,590	14,549
经营性应收款项	4,905	5,877	7,584	9,657	税金及附加	72	86	103	132
存货	2,459	4,052	4,751	5,723	销售费用	465	613	723	881
合同资产	827	1,001	1,250	1,570	管理费用	215	272	319	380
其他流动资产	266	322	390	479	研发费用	673	830	1,000	1,209
<b>非流动资产</b>	<b>3,637</b>	<b>4,106</b>	<b>4,501</b>	<b>4,858</b>	财务费用	-10	10	25	35
长期股权投资	2	2	2	3	加:其他收益	115	128	143	160
固定资产及使用权资产	1,246	1,652	1,991	2,278	投资净收益	6	13	16	20
在建工程	151	113	73	47	公允价值变动	-38	8	-12	-19
无形资产	394	395	396	402	减值损失	-101	-56	-69	-87
商誉	51	51	51	51	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	20	20	20	20	<b>营业利润</b>	<b>1,342</b>	<b>1,727</b>	<b>2,249</b>	<b>2,905</b>
其他非流动资产	1,773	1,873	1,968	2,058	营业外净收支	-11	-2	3	3
<b>资产总计</b>	<b>15,711</b>	<b>18,469</b>	<b>22,076</b>	<b>26,823</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,331</b>	<b>1,725</b>	<b>2,253</b>	<b>2,908</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,016</b>	<b>7,289</b>	<b>8,935</b>	<b>11,131</b>	减:所得税	44	91	113	140
短期借款及一年内到期的非流动负债	123	55	54	49	<b>净利润</b>	<b>1,287</b>	<b>1,633</b>	<b>2,140</b>	<b>2,769</b>
经营性应付款项	4,055	4,788	5,892	7,323	减:少数股东损益	67	93	120	153
合同负债	775	1,118	1,391	1,746	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,220</b>	<b>1,540</b>	<b>2,020</b>	<b>2,616</b>
其他流动负债	1,064	1,328	1,597	2,013	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.58	2.00	2.62	3.40
非流动负债	258	263	265	267	EBIT	1,365	1,645	2,196	2,866
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,504	1,801	2,371	3,060
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.33	26.98	27.25	27.32
租赁负债	14	18	21	22	归母净利率(%)	11.58	12.06	12.68	13.07
其他非流动负债	244	244	244	244	收入增长率(%)	21.18	21.13	24.81	25.66
<b>负债合计</b>	<b>6,275</b>	<b>7,552</b>	<b>9,200</b>	<b>11,398</b>	归母净利润增长率(%)	1.90	26.17	31.19	29.51
归属母公司股东权益	9,171	10,558	12,398	14,794					
少数股东权益	265	358	478	631					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,436</b>	<b>10,917</b>	<b>12,877</b>	<b>15,425</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,711</b>	<b>18,469</b>	<b>22,076</b>	<b>26,823</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,055	320	1,234	1,708	每股净资产(元)	11.91	13.71	16.10	19.22
投资活动现金流	-450	-649	-571	-548	最新发行在外股份(百万股)	770	770	770	770
筹资活动现金流	-88	-219	-181	-226	ROIC(%)	14.47	15.15	17.43	19.18
现金净增加额	546	-548	482	935	ROE-摊薄(%)	13.31	14.58	16.29	17.68
折旧和摊销	139	156	175	194	资产负债率(%)	39.94	40.89	41.67	42.49
资本开支	-443	-527	-472	-457	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.93	21.35	16.27	12.56
营运资本变动	-434	-1,719	-1,347	-1,666	P/B(现价)	3.58	3.11	2.65	2.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

