

盈利拐点、费用下降，中报大超预期
买入（维持）

2020年07月10日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,380	7,988	9,310	10,768
同比(%)	32.7%	25.2%	16.6%	15.7%
归母净利润(百万元)	558	1,160	1,420	1,727
同比(%)	89.2%	108.0%	22.4%	21.6%
每股收益(元/股)	0.73	1.53	1.87	2.27
P/E(倍)	32.52	15.63	12.77	10.50

投资要点

■ 中报快报同比+139.8%，大超预期。公司公布2020年半年度业绩快报，实现营收29.7亿，同比+23.1%，实现归母净利润4.61亿，同比+139.8%（此前公告预期3-4亿）；其中Q2单季营收21.0亿，同比+34.0%、净利润3.73亿，同比+116.7%。20H毛利率33.8%，同比+4.5pct；Q2毛利率33.6%，同比+4.4pct。受益国网GIS等设备价格提升、份额向头部集中，公司19年末在手订单同比+30%，且毛利率提升，叠加费用率下降、汇兑贡献等因素，本期业绩大超市场预期。

■ 20年电网投资上调，特高压建设加速，一次设备需求改善、价格回升。在国内疫情后基建拉动的大背景下，20年国网投资从4080亿（同比-9%）上调至4500亿（同比持平），我们预计实际投资规模不低于4500亿；近期来看1-5月电网投资1134亿，同比-2%，其中4-5月明显加速，当月投资分别305亿/464亿，同比+1.3%/+31.1%。其中特高压是建设重点，20年建设进度加快，同时特高压建设有望拉动500kV、220kV的变电站投资，中高压电力设备需求有望得到拉动。同时，19年起国网招标从“最低价中标”模式向更重视质量的方向调整，核心产品GIS等招标价格快速提升。

■ 一线电力设备民企，产品布局初显成效、GIS量价齐升。过去几年公司电力设备产品先日趋完善，尤其05-10年布局的GIS近年开始收获成效、贡献增量。19年新接订单（不含税）82亿，同比+20%，其中GIS增长更快，且中标单价提升20%以上。近年上半年公司GIS等产品系列毛利率大幅改善，H1综合毛利率33.8%，同比+4.5pct，业绩拐点明确。

■ 上半年订单逐月边际改善，国网集招中标超预期，市占率提升持续验证。Q1受疫情影响，公司新签订单有所下降，4-5月仍相对弱，6月起订单改善明显，上半年订单增速持平，其中国内累计新签订单（不含税）30.5亿、同比+8%，逐季改善趋势明显。7月初公司中标国网第三次变电设备、第一次协议库存集招（不含税）金额9.48亿，超预期（1-6月集招累计中标仅3.1亿）；其中GIS中标4.4亿、市占率16.2%有所提升，份额向头部集中持续得到验证。

■ 海外业务受疫情影响，但突破仍在持续、瑕不掩瑜。受疫情影响，上半年公司海外EPC建设、拿单进度均有放缓，预计上半年海外收入、订单均有所下滑，但5月子公司思源赫兹中标全球第三大电力公司意大利国家电力公司全球互感器集采项目，系意大利市场的首单突破。

■ 盈利预测与投资评级：考虑公司盈利能力改善超预期，上调公司2020-22年归母净利润分别至11.6亿、14.2亿、17.3亿，同比+108.0%、+22.4%、+21.6%，对应现价PE分别16倍、13倍、11倍，给予目标价33.7元，对应2021年18倍PE，维持“买入”评级。

■ 风险提示：电网投资下滑、竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.85
一年最低/最高价	9.20/24.47
市净率(倍)	3.53
流通A股市值(百万元)	14005.53

基础数据

每股净资产(元)	6.75
资产负债率(%)	38.16
总股本(百万股)	760.21
流通A股(百万股)	587.23

相关研究

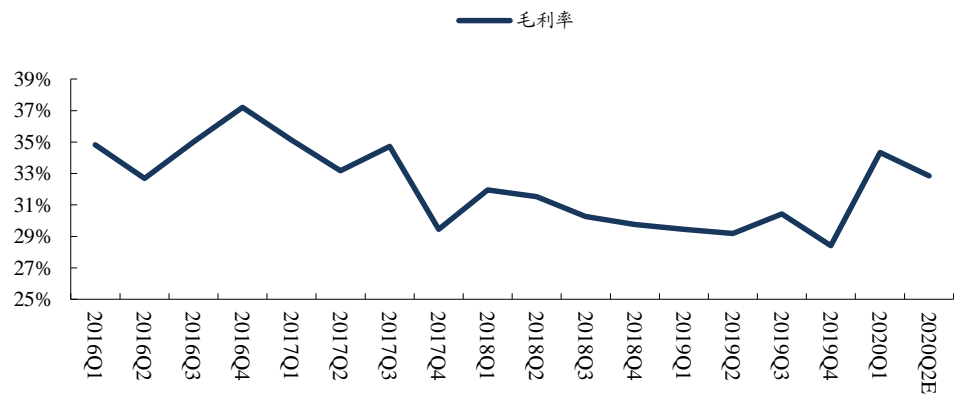
- 1、《思源电气(002028): H1 预增超预期，毛利率改善趋势明确》2020-04-26
- 2、《思源电气(002028): 盈利拐点、订单充沛，电网投资带动下有望延续高增》2020-04-20
- 3、《思源电气(002028): 营收增长、毛利改善、Q1 业绩超预期》2020-03-30

表 1: 思源电气分季度业绩摘要与测算

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2E	2020H1E
营收 (亿元)	8.42	15.69	17.91	21.77	8.65	21.03	29.68
YOY	44.8%	34.2%	36.8%	24.7%	2.7%	34.0%	23.0%
毛利 (亿元)	2.48	4.58	5.45	6.18	2.97	7.07	10.04
YOY		24.3%	37.5%	19.0%	19.7%	54.2%	42.1%
毛利率	29.5%	29.2%	30.4%	28.4%	34.3%	33.6%	33.8%
营业利润 (亿元)	0.30	1.85	2.43	1.70	0.99	4.54	5.53
YOY	-220.0%	17.4%	149.3%	271.2%	226.8%	145.6%	157.1%
营业利润率	3.6%	11.8%	13.5%	7.8%	11.4%	21.6%	18.6%
归母净利润 (亿元)	0.20	1.72	2.18	1.47	0.88	3.73	4.61
YOY	-368.0%	21.0%	107.6%	168.1%	336.3%	116.7%	139.8%
归母净利润/营收	2.4%	11.0%	12.2%	6.8%	10.2%	17.7%	15.5%

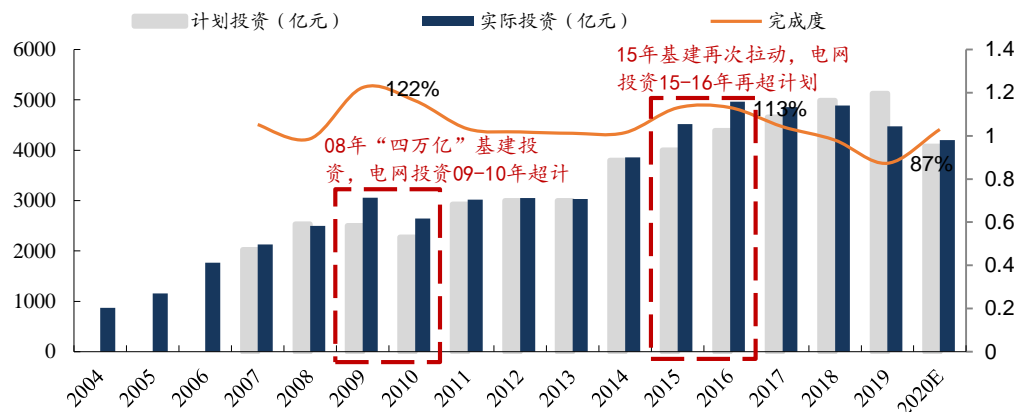
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 思源电气 2016 年以来分季度毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 国网计划投资与实际投资的关系



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,831	10,123	10,184	13,150	营业收入	6,380	7,988	9,310	10,768
现金	1,669	2,712	3,161	3,656	减:营业成本	4,510	5,325	6,084	6,975
应收账款	2,514	4,748	3,716	6,073	营业税金及附加	35	59	67	73
存货	1,542	1,531	1,979	2,045	营业费用	671	751	866	980
其他流动资产	1,107	1,132	1,328	1,376	管理费用	638	679	773	872
非流动资产	2,014	2,133	2,190	2,243	财务费用	8	-17	-39	-79
长期股权投资	4	2	1	2	资产减值损失	-11	0	0	0
固定资产	513	636	696	748	加:投资净收益	5	18	19	20
在建工程	20	18	17	15	其他收益	4	50	13	17
无形资产	249	248	249	250	营业利润	628	1,259	1,592	1,984
其他非流动资产	1,227	1,228	1,228	1,228	加:营业外净收支	4	34	26	26
资产总计	8,845	12,256	12,374	15,393	利润总额	632	1,293	1,617	2,011
流动负债	3,596	5,811	4,515	5,796	减:所得税费用	56	97	146	221
短期借款	25	1,927	51	864	少数股东损益	18	36	52	63
应付账款	1,889	2,031	2,448	2,687	归属母公司净利润	558	1,160	1,420	1,727
其他流动负债	1,682	1,853	2,016	2,245	EBIT	583	1,276	1,579	1,931
非流动负债	51	51	51	51	EBITDA	669	1,360	1,684	2,055
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	51	51	51	51	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3,647	5,862	4,565	5,847	每股收益(元)	0.73	1.53	1.87	2.27
少数股东权益	156	192	243	306	每股净资产(元)	6.63	8.16	9.95	12.15
					发行在外股份(百万股)	760	760	760	760
归属母公司股东权益	5,042	6,202	7,566	9,240	ROIC(%)	10.4%	14.5%	18.8%	17.0%
负债和股东权益	8,845	12,256	12,374	15,393	ROE(%)	11.1%	18.7%	18.8%	18.7%
					毛利率(%)	29.3%	33.3%	34.7%	35.2%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	8.7%	14.5%	15.3%	16.0%
经营活动现金流	831	-741	2,474	-206	资产负债率(%)	41.2%	47.8%	36.9%	38.0%
投资活动现金流	-382	-135	-130	-139	收入增长率(%)	32.7%	25.2%	16.6%	15.7%
筹资活动现金流	-169	1,919	-1,895	840	净利润增长率(%)	89.2%	108.0%	22.4%	21.6%
现金净增加额	278	1,043	449	495	P/E	32.52	15.63	12.77	10.50
折旧和摊销	86	84	105	124	P/B	3.60	2.92	2.40	1.96
资本开支	147	120	59	52	EV/EBITDA	24.50	12.70	8.91	7.49
营运资本变动	174	-1,936	968	-2,003					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>