

## 2021 年一季度业绩预告点评:盈利能力继续改善, Q1 业绩大超预期

买入 (维持)

2021 年 03 月 18 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	7,310	8,907	10,498
同比 (%)	32.7%	14.6%	21.8%	17.9%
归母净利润 (百万元)	558	943	1,313	1,672
同比 (%)	89.2%	69.0%	39.3%	27.3%
每股收益 (元/股)	0.73	1.24	1.73	2.20
P/E (倍)	35.85	21.21	15.22	11.96

### 投资要点

- 公司发布 2021 年 Q1 业绩预告, Q1 实现归母净利润 2.4-3.4 亿, 同比 +172-286%, 按中值算即实现归母净利润 2.9 亿, 同比 +230%, Q1 业绩大超市场一致预期。
- 20 年订单稳增, Q1 发货同比增长下盈利能力大幅改善。20 年公司订单稳增, 即使在疫情影响下也基本完成了预定目标, 进入 21 年以来订单饱满, 跟同期相比交付量较多, 利润弹性突出, 带来 Q1 业绩超预期; 同时大宗涨价对公司的影响低于市场预期, 本身铜等材料占比不高, 我们预计公司也会积极将原材料的价格上涨传导至终端产品, 我们预计实际影响不超过 1 个点, 而产业链降本仍在持续推进。
- 分产品看, 今年变压器、二次、电力电子是增长重心, 产能提升后我们预计订单增长提速。1) 变压器 20 年大幅增长, 公司业务定位为电力设备主设备, 目前公司变压器订单饱满、而产能不足, 下半年常州工厂投产后接单、交付增速有望再提速; 2) 二次设备份额持续提升, 超高压领域思源有望获国网准入、有望打开新的市场; 3) SVG 设备市占率行业领先, 受益新能源大量并网接入, 我们预计 21 年仍有快速增长; 4) 公司如皋工厂、常州工厂将分别于上半年、下半年投产, 投产后公司的产能 (尤其 GIS、变压器) 将快速提升, 有利于订单接单、交付能力进一步增长。
- 海外 20 年受到疫情影响, 21 年有望恢复、长期看好。海外业务 20 年受疫情影响, EPC 有所放缓, 设备出口稳增。21 年海外业务逐步恢复, 有望实现较好增长。长期来看, 与国内竞争对手相比思源电气产品线齐全、技术能力领先、机制灵活; 与海外相比产业链优势突出、性价比更高, 我们预计海外业务占比将逐步提升到 30% 以上。
- 强化平台化能力, 大幅降本增效。思源过去显著的经营  $\alpha$  得益于较强的平台化能力, 目前销售、供应链体系、研发等环节的平台已基本打通, 后续将继续推进服务、工程设计等方面的平台化建设, 实现公司资源最大程度的复用。
- 盈利预测与投资建议: 由于此前公司年报业绩快报略低于我们的预期, 我们将 2021-2022 年归母净利润由 14.20/17.27 亿元调整至 13.13/16.72 亿元, 我们预计 2020-22 年归母净利润分别 9.43 亿/13.13 亿/16.72 亿, 同比 +69%/+39%/+27%, 对应现价 PE 分别 21x/15x/12x, 给予目标价 34.6 元, 对应 21 年 20x, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 宏观经济下行, 竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	26.26
一年最低/最高价	15.60/30.66
市净率(倍)	3.43
流通 A 股市值(百万元)	15447.66

### 基础数据

每股净资产(元)	7.65
资产负债率(%)	38.71
总股本(百万股)	761.20
流通 A 股(百万股)	588.26

### 相关研究

- 1、《思源电气 (002028): Q3 延续高增、毛利率继续改善》2020-10-19
- 2、《思源电气 (002028) 中报点评: 盈利大幅改善、外延继续开拓》2020-07-28
- 3、《思源电气 (002028): 盈利拐点、费用下降, 中报大超预期》2020-07-10

公司发布 2021 年 Q1 业绩预告，Q1 实现归母净利润 2.4-3.4 亿，同比+172-286%，按中值算即实现归母净利润 2.9 亿，同比+230%，Q1 业绩大超市场预期。

表 1: 思源电气 Q1-3 核心财务数据

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4E	21Q1E
营业总收入 (亿元)	8.42	15.69	17.91	21.77	8.65	20.66	21.37	22.42	-
同比 (%)	44.81	34.18	36.76	24.72	2.69	31.62	19.28	2.99	-
归母净利润 (亿元)	0.20	1.72	2.18	1.47	0.88	3.73	3.72	1.10	2.90
同比 (%)	368.04	21.00	107.58	168.10	336.31	116.71	70.43	-25.17	229.55

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**20 年订单稳增，Q1 发货同比增长下盈利能力大幅改善。**20 年公司订单稳增，即使在疫情影响下也基本完成了预定目标，进入 21 年以来订单饱满，跟同期相比交付量较多，利润弹性突出，带来 Q1 业绩超预期；同时大宗涨价对公司的影响低于市场预期，本身铜等材料占比不高，我们预计公司也会积极将原材料的价格上涨传导至终端产品，我们预计实际影响不超过 1 个点，而产业链降本仍在持续推进。

**分产品看，今年变压器、二次、电力电子是增长重心，产能提升后我们预计订单增长提速。**1) 变压器 20 年大幅增长，公司业务定位为电力设备主设备，目前公司变压器订单饱满、而产能不足，下半年常州工厂投产后接单、交付增速有望再提速；2) 二次设备份额持续提升，超高压领域思源有望获国网准入、有望打开新的市场；3) SVG 设备市占率行业领先，受益新能源大量并网接入，我们预计 21 年仍有快速增长；4) 公司如皋工厂、常州工厂将分别于上半年、下半年投产，投产后公司的产能（尤其 GIS、变压器）将快速提升，有利于订单接单、交付能力进一步增长。

**海外 20 年受到疫情影响，21 年有望恢复、长期看好。**海外业务 20 年受疫情影响，EPC 有所放缓，设备出口稳增。21 年海外业务逐步恢复，有望实现较好增长。长期来看，与国内竞争对手相比思源电气产品线齐全、技术能力领先、机制灵活；与海外相比产业链优势突出、性价比更高，我们预计海外业务占比将逐步提升到 30% 以上。

**强化平台化能力，大幅降本增效。**思源过去显著的经营 $\alpha$ 得益于较强的平台化能力，目前销售、供应链体系、研发等环节的平台已基本打通，后续将继续推进服务、工程设计等方面的平台化建设，实现公司资源最大程度的复用。

**盈利预测与投资建议：**由于此前公司年报业绩快报略低于我们的预期，我们将 2021-2022 年归母净利润由 14.20/17.27 亿元调整至 13.13/16.72 亿元，我们预计 2020-22 年归母净利润分别 9.43 亿/13.13 亿/16.72 亿，同比+69%/+39%/+27%，对应现价 PE 分别 21x/15x/12x，给予目标价 34.6 元，对应 21 年 20x，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧。

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
<b>流动资产</b>	<b>6,831</b>	<b>8,964</b>	<b>10,481</b>	<b>12,338</b>	<b>营业收入</b>	<b>6,380</b>	<b>7,310</b>	<b>8,907</b>	<b>10,498</b>
现金	1,669	2,482	3,024	3,564	减:营业成本	4,510	4,980	5,979	6,983
应收账款	2,514	4,132	3,966	5,578	营业税金及附加	35	54	64	71
存货	1,542	1,332	2,117	1,912	营业费用	671	621	713	808
其他流动资产	1,107	1,019	1,374	1,285	管理费用	638	585	668	756
<b>非流动资产</b>	<b>2,014</b>	<b>2,056</b>	<b>2,152</b>	<b>2,224</b>	财务费用	8	-29	-40	-72
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	561	659	730	加:投资净收益	5	18	19	20
在建工程	20	17	16	15	其他收益	4	0	0	0
无形资产	249	248	249	250	<b>营业利润</b>	<b>628</b>	<b>1,116</b>	<b>1,544</b>	<b>1,972</b>
其他非流动资产	1,227	1,228	1,228	1,228	加:营业外净收支	4	-2	17	15
<b>资产总计</b>	<b>8,845</b>	<b>11,021</b>	<b>12,634</b>	<b>14,562</b>	<b>利润总额</b>	<b>632</b>	<b>1,114</b>	<b>1,560</b>	<b>1,987</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,596</b>	<b>4,799</b>	<b>5,108</b>	<b>5,357</b>	减:所得税费用	56	143	200	254
短期借款	25	1,321	363	697	少数股东损益	18	29	48	61
应付账款	1,889	1,777	2,624	2,517	<b>归属母公司净利润</b>	<b>558</b>	<b>943</b>	<b>1,313</b>	<b>1,672</b>
其他流动负债	1,682	1,701	2,121	2,143	EBIT	583	1,086	1,520	1,914
<b>非流动负债</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	EBITDA	669	1,165	1,617	2,033
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	51	51	51	51	<b>重要财务与估值指标</b>	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	<b>3,647</b>	<b>4,850</b>	<b>5,159</b>	<b>5,408</b>	每股收益(元)	0.73	1.24	1.73	2.20
少数股东权益	156	186	233	293	每股净资产(元)	6.62	7.86	9.51	11.64
归属母公司股东权益	5,042	5,986	7,242	8,861	发行在外股份(百万股)	760	761	761	761
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,845</b>	<b>11,021</b>	<b>12,634</b>	<b>14,562</b>	ROIC(%)	10.4%	12.9%	17.4%	17.4%
					ROE(%)	11.1%	15.7%	18.2%	18.9%
					毛利率(%)	29.3%	31.9%	32.9%	33.5%
					销售净利率(%)	8.7%	12.9%	14.7%	15.9%
					资产负债率(%)	41.2%	44.0%	40.8%	37.1%
					收入增长率(%)	32.7%	14.6%	21.8%	17.9%
					净利润增长率(%)	89.2%	69.1%	39.3%	27.3%
					P/E	35.85	21.21	15.22	11.96
					P/B	3.96	3.34	2.76	2.26
					EV/EBITDA	27.28	16.09	10.70	8.44

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>