

2021年04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

## 年报符合预期，21年海内外业务有望提速 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,373	9,220	10,920	12,603
同比（%）	15.6%	25.1%	18.4%	15.4%
归母净利润（百万元）	933	1,327	1,632	1,929
同比（%）	67.4%	42.2%	23.0%	18.2%
每股收益（元/股）	1.22	1.74	2.14	2.53
P/E（倍）	24.43	17.18	13.97	11.82

### 投资要点

- **20年收入+16%、利润+67%，受疫情影响订单同比+4%、符合预期。**公司发布2020年年报，实现营收73.73亿元，同比+15.56%；实现归母净利润9.33亿元，同比+67.39%，符合市场预期。其中2020Q4，实现营收23.05亿元，同比+5.88%，环比+7.85%；实现归母净利润1.01亿元，同比-31.62%，环比-72.90%。20年公司新签订单84.6亿（不含税），同比+4.2%，主要受疫情影响，略低于年初设立的订单目标90亿，其中海外订单16亿，同比-6%，测算国内订单70亿，同比+7%。公司设定21年经营目标为订单100亿（不含税），同比+18.2%；收入85亿，同比+15.3%。此前Q1实现归母净利润2.4-3.4亿，同比+172-286%，全年业绩有望维持高增。
- **电网投资预期继续稳增，20年思源订单增速受疫情影响，21年有望加速。**20年国网完成电网投资4605亿元，同比+3%，超额完成年初4200亿的投资任务。21年国网投资有望继续稳增，计划投资4730亿，同比+3%。20年思源新签订单84.6亿（不含税），同比+4.2%，低于年初设立的订单目标90亿，主要是疫情的影响，尤其是海外业务受到较大阻力，今年随着疫情好转海外商务活动逐步恢复，公司目标新签订单100亿，同比+18.2%，将明显加速。
- **分产品看，20年变压器、二次、电力电子是增长重心，传统优势开关类产品稳增，21年产能提升后预计订单增长提速。**1) 开关类产品20年收入33.8亿，同比+23.9%稳健增长，尤其是GIS等优势产品市场地位巩固，同时盈利能力大幅改善；2) 变压器20年大幅增长，带动线圈类产品类同增5.8%至14.5亿，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；3) 二次设备份额持续提升，20年智能设备板块同比+47.1%至7.9亿，今年超高压领域思源有望获国网准入、有望打开新的市场；4) 无功补偿类20年同比+19.2%至10.9亿，公司SVG设备市占率行业领先，受益新能源大量并网接入，预计21年仍有快速增长；5) 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、同比下降28.7%至5.5亿，而海外业务整体收入12亿，同比仅下降11.7%，测算海外设备出口同比+10%左右，20年公司多款产品进入西班牙、意大利、乌克兰、泰国、越南、孟加拉等市场，通过法国、英国、西班牙等国家资质认证。21年海外业务逐步恢复，预计实现较快增长。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，预计海外业务占比将逐步提升到30%以上。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司Q1业绩预告超预期，经营状况改善，调整公司2021-22年归母净利润分别至13.3（+0.2）亿、16.3（-0.4）亿，预计23年归母净利润19.3亿，同比分别+42.2%、23.0%、+18.2%，对应现价PE分别17x、14x、12x，给予目标价38.3元，对应21年22xPE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，电网投资不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	29.88
一年最低/最高价	17.21/31.49
市净率(倍)	3.50
流通A股市值(百万元)	17625.55

### 基础数据

每股净资产(元)	8.55
资产负债率(%)	39.41
总股本(百万股)	763.02
流通A股(百万股)	589.88

### 相关研究

- 1、《思源电气（002028）：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》2021-03-18
- 2、《思源电气（002028）：Q3延续高增、毛利率继续改善》2020-10-19
- 3、《思源电气（002028）中报点评：盈利大幅改善、外延继续开拓》2020-07-28

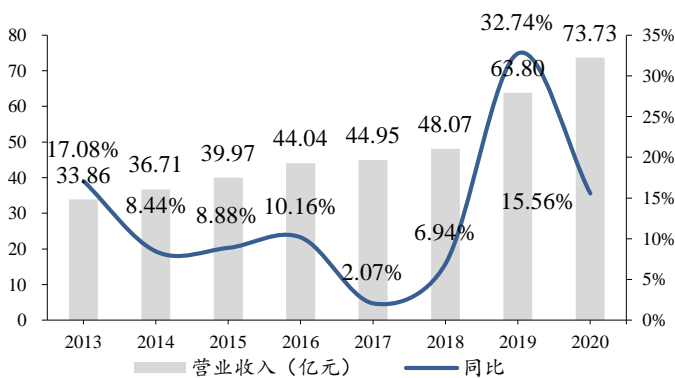
20 年收入+16%、利润+67%，受疫情影响订单同比+4%、符合预期。公司发布 2020 年年报，实现营收 73.73 亿元，同比+15.56%；实现归母净利润 9.33 亿元，同比+67.39%，符合市场预期。其中 2020Q4，实现营收 23.05 亿元，同比+5.88%，环比+7.85%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比-31.62%，环比-72.90%。20 年公司新签订单 84.6 亿（不含税）、同比+4.2%，主要因疫情影响，略低于年初设立的订单目标 90 亿，其中海外订单 16 亿，同比-6%，测算国内订单 70 亿，同比+7%。公司设定 21 年经营目标为订单 100 亿（不含税），同比+18.2%；收入 85 亿，同比+15.3%。此前 Q1 实现归母净利润 2.4-3.4 亿，同比+172-286%，全年业绩有望维持高增。

表 1: 思源电气 2020 年核心财务数据 (单位: 亿元)

思源电气	2020	2019	同比	2020Q4	2019Q4	同比	2020Q3	环比
营业收入	73.73	63.80	15.6%	23.05	21.77	5.9%	21.37	7.9%
毛利率	29.3%	29.3%	-0.1pct	17.9%	28.4%	-10.5pct	34.7%	-16.8pct
营业利润	11.15	6.28	77.6%	1.21	1.70	-29.1%	4.42	-72.7%
利润总额	11.15	6.32	76.5%	1.19	1.50	-20.7%	4.42	-73.1%
归属母公司净利润	9.33	5.58	67.4%	1.01	1.47	-31.6%	3.72	-72.9%
扣非归母净利润	8.47	4.90	72.8%	0.68	1.17	-42.1%	3.53	-80.8%
归母净利率	12.7%	8.7%	3.9pct	4.4%	6.8%	-2.4pct	17.4%	-13pct
股本	7.63	7.60	-	7.63	7.60	-	7.63	-
EPS (元)	1.22	0.73	66.8%	0.13	0.19	-31.9%	0.49	-72.9%

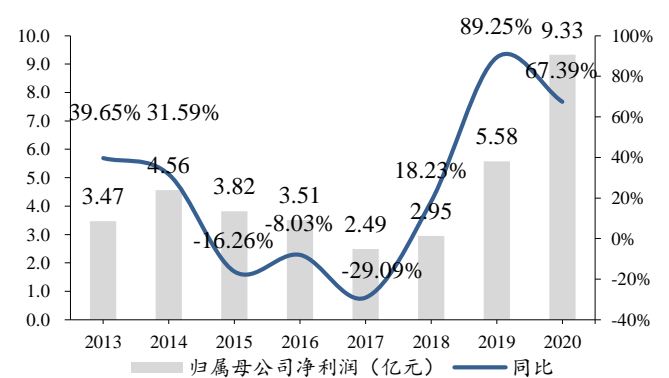
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2020 年收入 73.73 亿元, 同比+15.56%



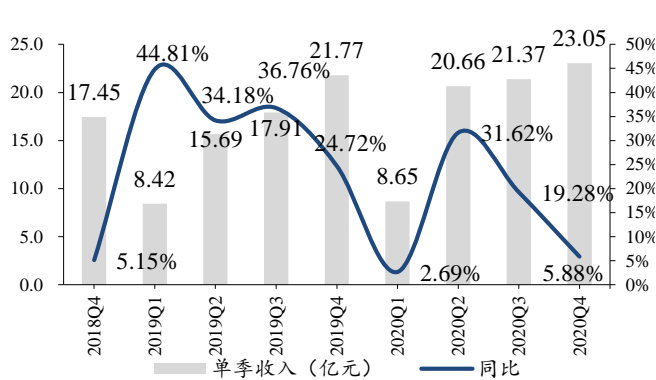
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 9.33 亿元, 同比+67.39%



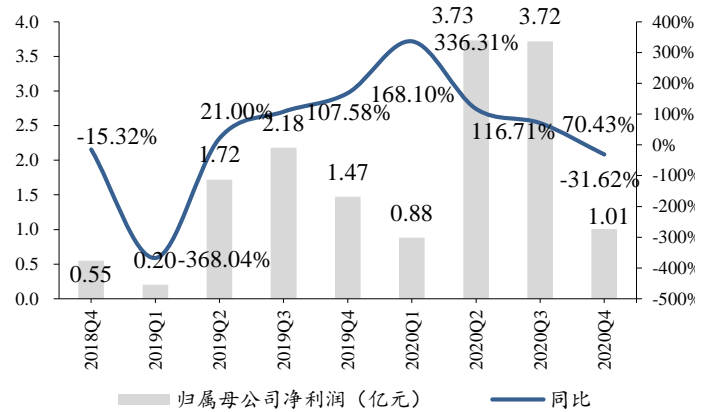
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: Q4 收入 23.05 亿元, 同比+5.88%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

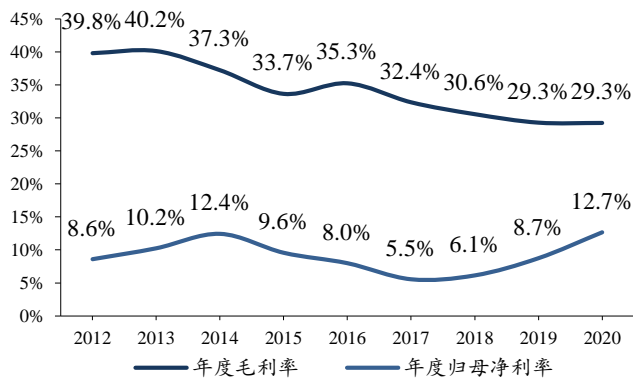
图 4: Q4 归母净利润 1.01 亿元, 同比-31.62%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

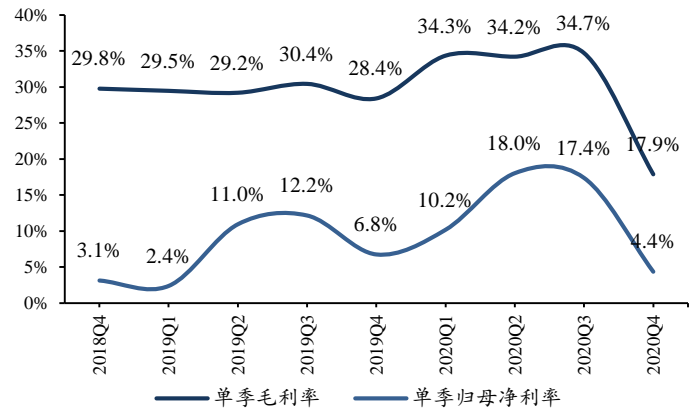
受新收入准则影响毛利率基本持稳, 实际同口径毛利率+3.4pct, Q4 毛利率也受到该影响。2020 年毛利率为 29.26%, 同比下降 0.04pct, 由于新收入准则下, 为销售产品产生的运输费计入合同履行成本, 思源 20 年全年受此影响有 2.55 亿从销售费用调入营业成本, 影响毛利率 3.46pct, 考虑该影响后同口径毛利率同比+3.41pct; 由于该影响集中在 Q4 体现, Q4 毛利率 17.89%, 同比下降 10.52pct。

图 5: 2020 年毛利率、净利率同比-0.1pct、+3.9pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: Q4 毛利率、净利率同比-10.5pct、-2.4pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

电网投资预期继续稳增, 20 年思源订单增速受疫情影响, 21 年有望加速。20 年国网完成电网投资 4605 亿元, 同比+3%, 超额完成年初 4200 亿的投资任务。21 年国网投资有望继续稳增, 计划投资 4730 亿, 同比+3%。20 年思源新签订单 84.6 亿 (不含税), 同比+4.2%, 低于年初设立的订单目标 90 亿, 主要是疫情的影响, 尤其是海外业务受到较大阻力, 今年随着疫情好转海外商务活动逐步恢复, 公司目标新签订单 100 亿, 同比+18.2%, 将明显加速。

图 7: 历年国家电网投资数据



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

图 8: 历年思源电气订单增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分产品看，20 年变压器、二次、电力电子是增长重心，传统优势开关类产品稳增，21 年产能提升后预计订单增长提速。1) 开关类产品 20 年收入 33.8 亿，同比+23.9%稳健增长，尤其是 GIS 等优势产品市场地位巩固，同时盈利能力大幅改善；2) 变压器 20 年大幅增长，带动线圈类产品类同增 5.8%至 14.5 亿，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；3) 二次设备份额持续提升，20 年智能设备板块同比+47.1%至 7.9 亿，今年超高压领域思源有望获国网准入、有望打开新的市场；4) 无功补偿类 20 年同比+19.2%至 10.9 亿，公司 SVG 设备市占率行业领先，受益新能源大量并网接入，预计 21 年仍有快速增长；5) 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。

图 9: 思源电气核心业务拆分

	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1	20H2	20A
<b>开关类产品 (GIS、隔离开关、断路器等)</b>							
收入	8.46	12.38	9.93	17.34	13.87	19.92	33.78
YoY			17.4%	40.1%	39.6%	14.9%	23.9%
毛利	2.33	3.93	2.90	5.53	5.00	5.27	10.27
毛利率(%)	27.5%	31.7%	29.2%	31.9%	36.0%	26.5%	30.39
<b>线圈类产品 (消弧线圈、高压互感器、电抗器、变压器等)</b>							
收入	3.14	6.52	5.43	8.28	6.43	8.07	14.50
YoY			72.9%	27.0%	18.5%	-2.6%	5.8%
毛利	1.07	2.31	1.74	3.03	2.40	2.24	4.65
毛利率(%)	34.1%	35.4%	32.0%	36.6%	37.4%	27.8%	32.04
<b>无功补偿类 (电力电容、SVG、整流器、充电桩等)</b>							
收入	2.92	5.36	2.77	6.36	3.87	7.02	10.89
YoY			-5.1%	18.7%	39.7%	10.3%	19.2%
毛利	0.69	1.37	0.54	1.80	1.26	1.55	2.82
毛利率(%)	23.6%	25.6%	19.5%	28.3%	32.6%	22.1%	25.86
<b>智能设备类</b>							
收入	1.46	3.13	2.55	2.84	2.84	5.09	7.93
YoY			74.7%	-9.3%	11.4%	79.3%	47.1%
毛利	0.56	1.14	1.11	1.09	1.15	1.95	3.10
毛利率(%)	38.4%	36.4%	43.5%	38.4%	40.5%	38.2%	39.05
<b>总包EPC</b>							
收入		2.89	2.59	5.06	1.83	3.63	5.46
YoY				75.1%	-29.5%	-28.2%	-28.7%
毛利		0.69	0.33	0.46	0.24	0.24	0.48
毛利率(%)		23.9%	12.7%	9.1%	13.0%	6.7%	8.76

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**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、同比下降 28.7%至 5.5 亿, 而海外业务整体收入 12 亿, 同比仅下降 11.7%, 测算海外设备出口同比+10%左右, 20 年公司多款产品进入西班牙、意大利、乌克兰、泰国、越南、孟加拉等市场, 通过法国、英国、西班牙等国家资质认证。21 年海外业务逐步恢复, 预计实现较快增长。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, 预计海外业务占比将逐步提升到 30%以上。

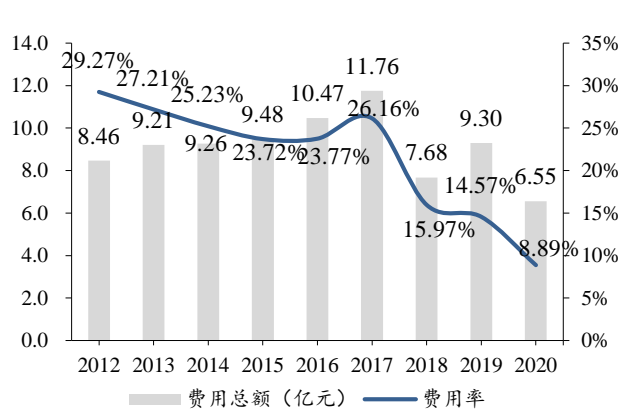
**标志性重大项目不断突破。**20 年成功中标 ±800kV 白鹤滩—江苏特高压直流工程, 公司产品在国家“十三五”规划拉林铁路重点工程、“云端上的电网”阿里与藏中电网联网工程等重点项目实现交付, 在张北可再生能源柔性直流示范工程、±800kV 乌东德多端直流示范工程、云贵互联通道工程等重点项目成功投运, 品牌影响力不断提升。

**强化平台化能力, 大幅降本增效。**2020 年, 公司坚持以客户为中心的服务理念, 发扬群体奋斗精神, 以“使电能传输与分配更安全、更可控、更高效”为企业使命, 积极开拓市场, 强化内部管理, 不断优化流程, 全面提升产品质量, 服务品质和质量管

理水平。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。

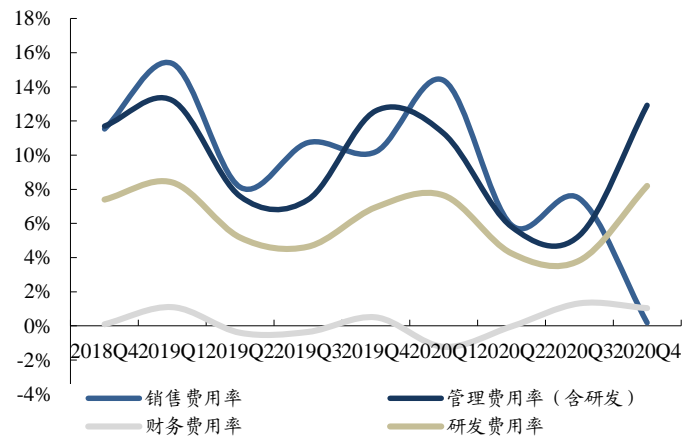
**新收入准则影响下费用大幅下降，Q4 研发、管理费用有所上升。**公司 2020 年费用同比下降 29.54% 至 6.55 亿元，期间费用率下降 5.68 个百分点至 8.89%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 38.89%、下降 1.34%、上升 9.90%、上升 436.41% 至 4.1 亿元、6.29 亿元、4.25 亿元、0.41 亿元；费用率分别下降 4.96、下降 1.46、下降 0.3、上升 0.44 个百分点至 5.57%、8.53%、5.77%、0.56%。Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-98.07%/+8.60%/+24.86%/+118.79%，费用率分别为 0.19%/12.93%/8.21%/1.04%。

图 10: 2020 年期间费用 6.55 亿元，同比-29.54%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

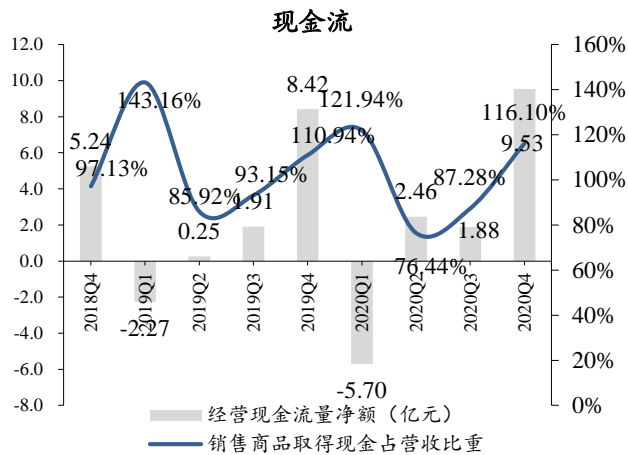
图 11: Q4 期间费用率 14.16%，同比-9.15pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

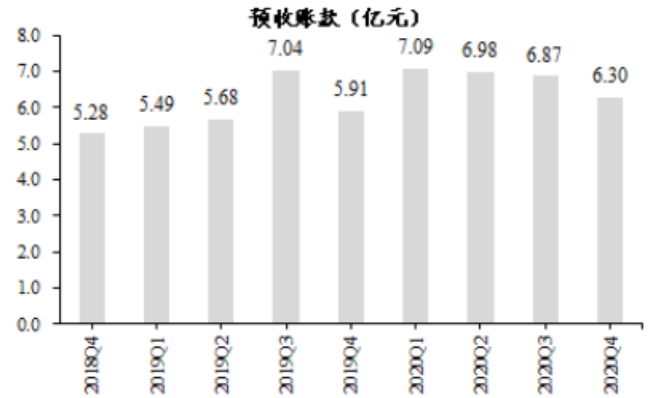
**现金流强劲，应收款下降，存货中发出商品大幅增长。**2020 年经营活动现金流量净流入 8.18 亿元，同比下降 1.66%，其中 Q4 经营活动现金流量净额 9.53 亿元；销售商品取得现金 71.75 亿元，同比增长 8.09%。期末预收款项+合同负债 6.3 亿元，比年初增长 6.66%。期末应收账款 21.18 亿元，较期初下降 3.96 亿元，应收账款周转天数下降 31.7 天至 113.09 天。期末存货 19.11 亿元，较期初上升 3.69 亿元，其中发出商品 6.62 亿元，较年初增长 46.55%；存货周转天数上升 15.3 天至 119.16 天。

图 12: 现金流强劲



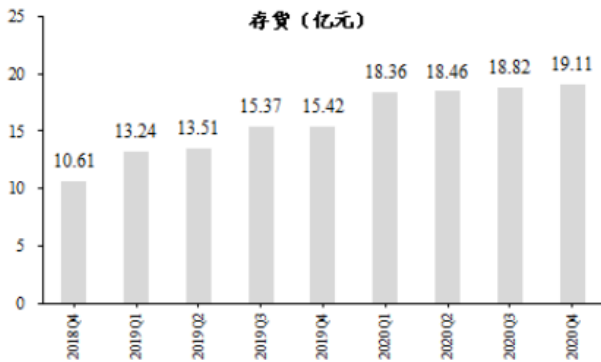
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 预收款小幅下降



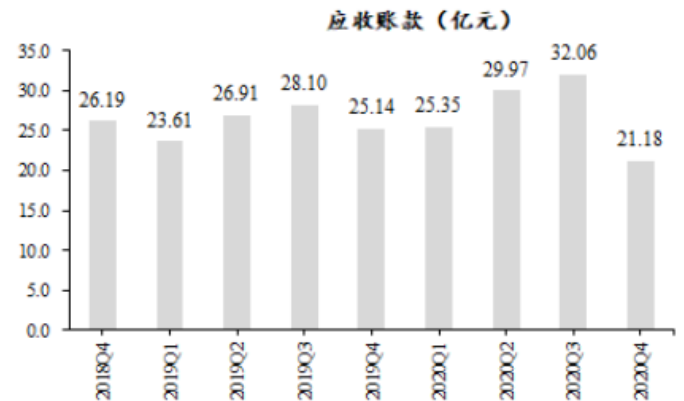
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 期末存货小幅增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: 期末应收款下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议:** 考虑公司 Q1 业绩预告超预期, 经营状况改善, 调整公司 2021-22 年归母净利润分别至 13.3 (+0.2) 亿、16.3 (-0.4) 亿, 预计 23 年归母净利润 19.3 亿, 同比分别+42.2%、23.0%、+18.2%, 对应现价 PE 分别 17x、14x、12x, 给予目标价 38.3 元, 对应 21 年 22xPE, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济下行, 电网投资不及预期

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>8,060</b>	<b>13,011</b>	<b>11,996</b>	<b>16,553</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,373</b>	<b>9,220</b>	<b>10,920</b>	<b>12,603</b>
现金	2,216	2,414	3,476	3,299	减:营业成本	5,215	6,431	7,610	8,787
应收账款	2,118	6,263	3,664	7,793	营业税金及附加	46	51	60	69
存货	1,911	2,347	2,691	3,126	营业费用	410	479	546	618
其他流动资产	1,815	1,988	2,165	2,334	管理费用	204	691	797	895
<b>非流动资产</b>	<b>3,016</b>	<b>3,139</b>	<b>3,214</b>	<b>3,266</b>	财务费用	41	34	23	-10
长期股权投资	4	3	2	3	资产减值损失	8	0	0	0
固定资产	509	655	748	807	加:投资净收益	9	19	15	14
在建工程	158	135	117	104	其他收益	18	20	20	20
无形资产	256	258	259	264	<b>营业利润</b>	<b>1,115</b>	<b>1,572</b>	<b>1,919</b>	<b>2,278</b>
其他非流动资产	2,089	2,088	2,088	2,088	加:营业外净收支	-0	-2	11	3
<b>资产总计</b>	<b>11,075</b>	<b>16,150</b>	<b>15,210</b>	<b>19,819</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,115</b>	<b>1,570</b>	<b>1,930</b>	<b>2,282</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,204</b>	<b>8,034</b>	<b>5,471</b>	<b>8,150</b>	减:所得税费用	121	173	212	251
短期借款	53	2,231	53	1,080	少数股东损益	61	70	86	102
应付账款	2,099	2,819	3,000	3,720	<b>归属母公司净利润</b>	<b>933</b>	<b>1,327</b>	<b>1,632</b>	<b>1,929</b>
其他流动负债	2,052	2,984	2,418	3,350	EBIT	1,051	1,557	1,899	2,208
<b>非流动负债</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	EBITDA	1,136	1,644	2,012	2,344
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	160	160	160	160	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,364</b>	<b>8,194</b>	<b>5,632</b>	<b>8,310</b>	每股收益(元)	1.22	1.74	2.14	2.53
少数股东权益	190	259	345	447	每股净资产(元)	8.55	10.09	12.10	14.50
归属母公司股东权益	6,521	7,696	9,233	11,062	发行在外股份(百万股)	763	763	763	763
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,075</b>	<b>16,150</b>	<b>15,210</b>	<b>19,819</b>	ROIC(%)	14.2%	13.9%	18.2%	16.2%
					ROE(%)	14.8%	17.6%	17.9%	17.6%
					毛利率(%)	29.3%	30.2%	30.3%	30.3%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	12.7%	14.4%	14.9%	15.3%
经营活动现金流	818	-1,622	3,511	-960	资产负债率(%)	39.4%	50.7%	37.0%	41.9%
投资活动现金流	-188	-171	-152	-153	收入增长率(%)	15.6%	25.1%	18.4%	15.4%
筹资活动现金流	-18	1,992	-2,297	937	净利润增长率(%)	67.4%	42.2%	23.0%	18.2%
现金净增加额	581	198	1,062	-176	P/E	24.43	17.18	13.97	11.82
折旧和摊销	85	87	112	136	P/B	3.50	2.96	2.47	2.06
资本开支	317	125	76	50	EV/EBITDA	18.24	13.85	9.75	8.93
营运资本变动	-307	-3,101	1,693	-3,082					

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>