

思源电气 (002028.SZ)

公司快报

业绩持续高增长，海外复苏有望超预期

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报，2020 年全年实现营业收入 73.7 亿元，同比增长 15.6%；归母净利润 9.3 亿元，同比增长 67.4%；扣非归母净利润 8.5 亿元，同比增长 72.8%。2021Q1 实现营业收入 18.1 亿元，同比增长 109.5%；归母净利润 2.8 亿元，同比增长 218.0%；扣非归母净利润 2.8 亿元，同比增长 290.9%，在业绩预告范围之内。
- ◆ **各项业务发展良好，订单稳步增长：**2020 年公司开关类、线圈类、无功补偿类、智能设备类、工程总包业务分别实现营收 33.8 亿元、14.5 亿元、10.9 亿元、7.9 亿元、5.5 亿元，同比分别+23.9%、+5.8%、+19.2%、+47.1%、-28.7%，除工程总包外其它业务收入均实现增长；毛利率分别为 30.4%、32.0%、25.9%、39.1%、8.8%，同比 -0.5pct、-2.8pct、+0.2pct、-1.8pct、-1.6pct。公司 2020 年新增订单 84.6 亿元（不含税），同比增长 4.2%；其中海外订单约 15 亿，占比约 18%，同比下降 6.3%。
- ◆ **盈利能力稳定，总体费用率下降：**2020 年公司全年毛利率 29.3%，同比下降 0.05pct，主要原因为新会计准则要求 2020 年起为产品发生的运输费计入合同履行成本，影响毛利率 3.5pct，扣除该影响后毛利率实际上升 3.41pct；2021Q1 毛利率 30.8%，同比减少 3.6pct，环比增加 12.9pct。2020 年公司费用率合计 14.7%，同比减少 6.0pct，费用管控能力强。
- ◆ **存货和应收账款有所增长，主要是订单量增加：**2020 年公司存货 19.1 亿元，同比增长 23.9%，主要原因为随销售收入和订单增长库存相应增加；公司应收票据及应收账款分别为 7.1 亿元和 21.2 亿元，同比分别增加 1.7 亿元和减少 4.0 亿元；合同资产 6.5 亿元，主要是未达到收款条件的质保金，2020 年开始从应收账款里调出单列。公司 2020 年经营活动现金流量净额为 8.2 亿元，同比基本持平。
- ◆ **加强海外市场布局以及新业务开拓，2021 年收入目标 85 亿元：**2021 年度公司的经营目标是：实现新增合同订单 100 亿元（不含税），同比增长 18.20%；实现营业收入 85 亿元，同比增长 15.29%。公司将继续巩固国内电网市场，进一步加强海外重点市场的根据地建设，积极开拓柔性直流输电、汽车电子电器、中压开关、套管、智能运维等新业务机会，打造前瞻的、成熟的、有竞争力的技术与产品平台。
- ◆ **投资建议：**预计公司 2021 年-2023 年归母净利润分别为 12.7 亿元、15.3 亿元、19.3 亿元，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍、13 倍，维持“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**海外工程进度不及预期；电网投资不及预期；新业务拓展不及预期。

电力设备 | 一次设备 III

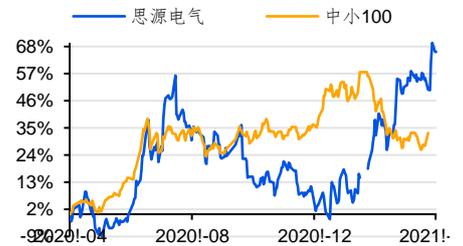
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2021-04-27) **31.91 元**

交易数据

总市值 (百万元)	24,351.76
流通市值 (百万元)	18,826.68
总股本 (百万股)	763.14
流通股本 (百万股)	589.99
12 个月价格区间	17.30/32.70 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.69	53.82	35.81
绝对收益	9.43	41.8	69.82

分析师

肖索
 SAC 执业证书编号：S09105180070004
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20377056

相关报告

- 思源电气：三季报符合预期，全年业绩高预增 2020-10-26
- 思源电气：上半年盈利大幅改善，Q3 业绩预告高增 2020-07-28
- 思源电气：GIS 量价齐升，未来增长动能充足 2020-07-08
- 思源电气：新基建发力，输配龙头再起航 2020-05-29
- 思源电气：进入景气周期，业绩有望继续高增 2020-04-20

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,380	7,373	7,888	9,400	11,206
YoY(%)	32.7	15.6	7.0	19.2	19.2
净利润(百万元)	558	933	1,269	1,525	1,928
YoY(%)	89.2	67.4	35.9	20.2	26.4
毛利率(%)	29.3	29.3	33.4	33.3	34.5
EPS(摊薄/元)	0.73	1.22	1.66	2.00	2.53
ROE(%)	11.1	14.8	16.9	16.9	17.9
P/E(倍)	43.7	26.1	19.2	16.0	12.6
P/B(倍)	4.8	3.7	3.2	2.7	2.2
净利率(%)	8.7	12.7	16.1	16.2	17.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6831	8060	9964	11853	14237	营业收入	6380	7373	7888	9400	11206
现金	1669	2216	3844	4450	6649	营业成本	4510	5215	5257	6271	7340
应收票据及应收账款	3051	2825	3485	3609	4120	营业税金及附加	35	46	47	52	62
预付账款	117	155	104	204	163	营业费用	671	410	473	564	672
存货	1542	1911	1569	2582	2277	管理费用	251	204	237	282	336
其他流动资产	453	953	962	1008	1028	研发费用	387	425	473	564	672
非流动资产	2014	3016	2990	3023	3068	财务费用	8	41	-17	-30	-71
长期投资	4	4	3	2	1	资产减值损失	-11	8	0	0	0
固定资产	513	509	514	571	629	公允价值变动收益	4	18	5	7	8
无形资产	249	256	258	259	264	投资净收益	5	9	17	15	11
其他非流动资产	1247	2247	2216	2192	2173	营业利润	628	1115	1440	1719	2214
资产总计	8845	11075	12953	14876	17305	营业外收入	9	6	22	21	15
流动负债	3596	4204	4908	5343	5857	营业外支出	5	6	5	5	6
短期借款	25	53	39	46	42	利润总额	632	1115	1457	1735	2223
应付票据及应付账款	2386	2632	2146	3306	2810	所得税	56	121	125	155	207
其他流动负债	1185	1519	2723	1991	3004	税后利润	576	994	1333	1580	2016
非流动负债	51	160	154	157	156	少数股东损益	18	61	64	55	88
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	558	933	1269	1525	1928
其他非流动负债	51	160	154	157	156	EBITDA	669	1137	1447	1704	2168
负债合计	3647	4364	5062	5500	6013	主要财务比率					
少数股东权益	156	190	253	308	396	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	760	763	763	763	763	成长能力					
资本公积	70	127	127	127	127	营业收入(%)	32.7	15.6	7.0	19.2	19.2
留存收益	4247	5105	6150	7424	9083	营业利润(%)	128.0	77.6	29.2	19.3	28.8
归属母公司股东权益	5042	6521	7637	9068	10895	归属于母公司净利润(%)	89.2	67.4	35.9	20.2	26.4
负债和股东权益	8845	11075	12953	14876	17305	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	29.3	29.3	33.4	33.3	34.5
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	8.7	12.7	16.1	16.2	17.2
经营活动现金流	831	818	1813	764	2368	ROE(%)	11.1	14.8	16.9	16.9	17.9
净利润	576	994	1333	1580	2016	ROIC(%)	10.4	14.2	16.3	16.1	17.0
折旧摊销	86	85	78	91	109	偿债能力					
财务费用	8	41	-17	-30	-71	资产负债率(%)	41.2	39.4	39.1	37.0	34.7
投资损失	-5	-9	-17	-15	-11	流动比率	1.9	1.9	2.0	2.2	2.4
营运资金变动	174	-307	442	-855	333	速动比率	1.4	1.3	1.5	1.6	1.9
其他经营现金流	-7	14	-5	-7	-8	营运能力					
投资活动现金流	-382	-188	-30	-103	-134	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
筹资活动现金流	-169	-18	-155	-55	-35	应收账款周转率	2.1	2.5	2.5	2.7	2.9
每股指标(元)						应付账款周转率	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.22	1.66	2.00	2.53	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.07	2.38	1.00	3.10	P/E	43.7	26.1	19.2	16.0	12.6
每股净资产(最新摊薄)	6.61	8.55	10.01	11.88	14.28	P/B	4.8	3.7	3.2	2.7	2.2
						EV/EBITDA	33.8	19.6	14.3	11.8	8.3

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com