思源电气（002028）业绩预告点评

业绩快报符合预期，电力设备民营龙头经营α突出

买入（维持）

2022 年 01 月 16 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 柴嘉辉
执业证号：S0600521080002
chaijh@dwzq.com.cn
研究助理 谢哲栋
xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,373	8,701	10,293	11,884
同比（%）	15.6%	18.0%	18.3%	15.5%
归母净利润（百万元）	933	1,211	1,507	1,800
同比（%）	67.4%	29.7%	24.4%	19.5%
每股收益（元/股）	1.22	1.58	1.97	2.35
P/E（倍）	37.71	29.19	23.45	19.63

投资要点

- **2021 年业绩快报营收+18%、利润+30%，符合我们的预期。**公司发布 2021 年业绩快报，2021 年收入 87.01 亿元，同比+18.0%，归母净利润 12.11 亿元，同比+29.7%，扣非归母净利润 11.22 亿元，同比+32.5%。分季度看，2021Q4 收入 25.79 亿元、同比+11.9%；归母净利润 3.22 亿元，同比+219.6%，业绩快报符合我们的预期。

- **“十四五”期间电网投资稳增，我们预计“新型电力系统背景”下特高压、配网智能化、调度、储能等存在结构性增长机会。**2022 年电网计划投资 5012 亿元，同比增长约 6%，投资额处于历史高位，体现了电网逆周期调节、“稳增长”属性。新能源尤其是分布式能源的大量并网接入、新兴负荷增长，以及与之匹配的大量电力电子设备的接入，对电网提出新的要求。我们预计在此背景下，电网投资会向特高压、配网智能化、调度、储能等方向倾斜。

- **2021 年初订单超额完成，结构上海外 EPC、发电侧弹性大，网内整体稳健增长、新品类结构性高增。1）从总量来看：**公司 2021 年营收 87.0 亿元，超额完成年初 85 亿元营收目标；公司 2021 年新增订单目标为 100 亿元（不含税）。**2）从结构来看：1. 海外 EPC 总包**以亚非拉国家为主，欧洲疫情后订单恢复增长、美国部分产品突破；**2. 发电侧无功补偿类产品**方面，公司 SVG 产品销售额市占率国内领先，我们预计 SVG 营收全年同比持平。中长期看，随新能源装机快速增长+无功补偿配置比重有望提升，我们预计无功补偿类 2022-2024 年 CAGR 有望达到 30%+；**3. 开关类产品**品类拓展、维持较快增长，其中 GIS 向高电压等级及海外迈进，增速亮眼；**4. 线圈类产品**较快增长，其中变压器产能稳步扩张，国网、发电侧及海外市场多点开花，订单增长较多；**5. 智能设备**稳增，继续推动 220kV 二次产品在国网招标中的准入工作。

- **2021 年原材料涨价背景下，归母净利率逆势提升，体现公司较强经营管理能力。**公司 2021 年归母净利率为 13.9%、同比+1.2pct，我们认为：1）2021Q4 原材料影响边际明显趋缓，我们预计 2021 年整体毛利率同比基本持平；2）公司研发、销售平台化程度高，费用控制效果较好（2021 年期间费用同比+15.15%，对应期间费用率约为 14.1%，同比-0.6pct）。

- **盈利预测与投资评级：**我们基本维持公司 2021-2023 年归母净利润分别 12.1 亿元、15.1 亿元、18.0 亿元，同比分别+29.7%/+24.4%/+19.5%，对应现价 PE 分别 29 倍、23 倍、20 倍。2022 年给予公司 30 倍 PE，目标价 59.1 元/股，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，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)	46.13
一年最低/最高价	19.31/59.98
市净率(倍)	4.83
流通 A 股市值(百万元)	27355.06

基础数据

每股净资产(元)	9.56
资产负债率(%)	37.02
总股本(百万股)	765.72
流通 A 股(百万股)	593.00

相关研究

1、《思源电气（002028）：2021 年三季报点评：业绩符合预期，经营持续稳健》2021-10-24
2、《思源电气（002028）：2021 年中报点评：开关、线圈类产品高增，业绩符合预期》2021-08-15
3、《思源电气（002028）年报点评：年报符合预期，21 年海内外业务有望提速》2021-04-18

2021 年业绩快报营收+18%、利润+30%，符合我们的预期。公司发布 2021 年业绩快报，2021 年收入 87.01 亿元，同比+18.0%，归母净利润 12.11 亿元，同比+29.7%，扣非归母净利润 11.22 亿元，同比+32.5%。分季度看，2021Q4 收入 25.79 亿元、同比+11.9%、环比+13.0%；归母净利润 3.22 亿元，同比+219.6%、环比+0.8%，业绩快报符合我们的预期。

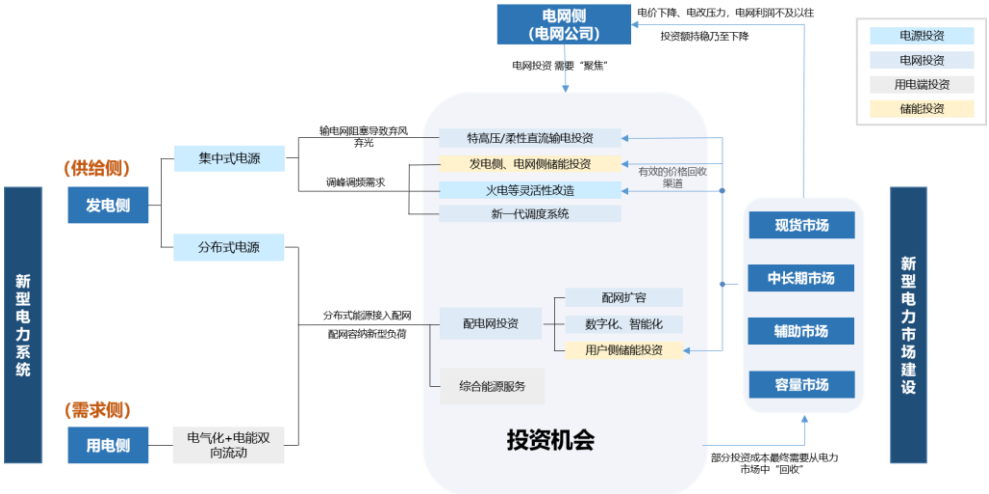
图 1：思源电气 2021 年核心财务数据

项目	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2020A	2021A
营收（亿元）	18.12	20.28	22.83	25.79	73.73	87.01
YoY	*109.5%*	*-1.9%*	*6.8%*	*11.9%*	*15.6%*	*18.0%*
QoQ	*-21.4%*	*11.9%*	*12.6%*	*13.0%*		
归母净利润（亿元）	2.80	2.89	3.19	3.22	9.33	12.11
YoY	*218.0%*	*-22.4%*	*-14.1%*	*219.6%*	*67.4%*	*29.7%*
QoQ	*178.4%*	*3.1%*	*10.4%*	*0.8%*		
归母净利率（%）	*15.5%*	*14.3%*	*14.0%*	*12.5%*	*12.7%*	*13.9%*
扣非归母净利润（亿元）	2.78	2.65	3.18	2.61	8.47	11.22
YoY	*290.9%*	*-25.3%*	*-10.0%*	*284.1%*	*72.8%*	*32.5%*
QoQ	*309.6%*	*-4.9%*	*20.1%*	*-17.8%*		

数据来源：Wind，东吴证券研究所

“十四五”期间电网投资稳增，我们预计“新型电力系统背景”下特高压、配网智能化、调度、储能等存在结构性增长机会。进入“十四五”后，大电网建设接近尾声，新董事长辛保安提出“十四五”期间计划投入 3500 亿美元（折合 2.2 万亿元）推进电网转型升级，我们预计年均投资额稳定在 5000 亿元左右。2022 年电网计划投资 5012 亿元，同比增长约 6%，投资额处于历史高位，体现了电网逆周期调节、“稳增长”属性。新能源尤其是分布式能源的大量并网接入、新兴负荷增长，以及与之匹配的大量电力电子设备的接入，对电网提出新的要求。尽管“十四五”电网投资额整体持稳，但我们预计在此背景下，其投资会向特高压、配网智能化、调度、储能等方向倾斜。

图 2：新型电力系统建设背景下，电网投资结构性侧重方向



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

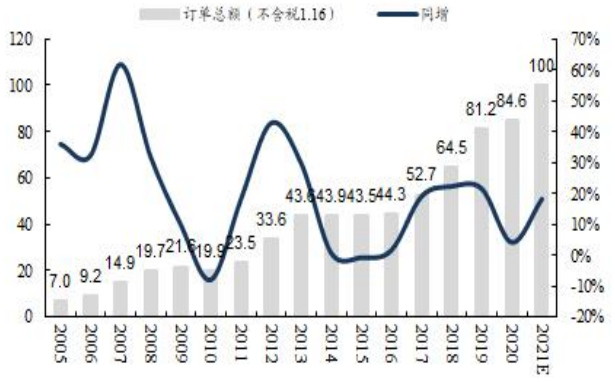
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2021 年初订单超额完成，结构上海外 EPC、发电侧弹性大，网内整体稳健增长、新品类结构性高增。

1）**总量：**公司 2021 年营收 87.0 亿元，超额完成年初 85 亿元营收目标；公司 2021 年新增订单目标为 100 亿元（不含税），我们预计小幅超额完成。

2）**结构：1. 海外 EPC 总包**以亚非拉国家为主，欧洲疫情后订单恢复增长、美国部分产品突破，我们预计 2021 年营收增速较为亮眼；**2.发电侧无功补偿类产品**方面，公司 SVG 产品销售额市占率国内领先，尽管 2021H1 SVG 招标量略有下滑，但 2021H2 恢复，我们预计营收全年同比持平。中长期看，随新能源装机快速增长+无功补偿配置比重有望提升，我们预计无功补偿类 2022-2024 年 CAGR 有望达到 30%+；**3.开关类产品**品类拓展、维持较快增长，其中 GIS 向高电压等级及海外迈进，增速亮眼；**4.线圈类产品**较快增长，其中变压器产能稳步扩张，国网、发电侧及海外市场多点开花，订单增长较多；**5.智能设备**稳增，继续推动 220kV 二次产品在国网招标中的准入工作。

图 3：2005-2021 年公司订单情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2019-2021 年公司半年度业绩拆分

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
开关类产品（GIS、隔离开关、断路器等）					
收入（亿元）	9.93	17.34	13.87	19.92	18.37
YoY	17.4%	40.1%	39.6%	14.9%	32.5%
毛利（亿元）	2.90	5.53	5.00	5.27	5.89
毛利率(%)	*29.2%*	*31.9%*	*36.0%*	*26.5%*	*32.1%*
线圈类产品（消弧线圈、高压互感器、电抗器、变压器等）					
收入（亿元）	5.43	8.28	6.43	8.07	8.19
YoY	72.9%	27.0%	18.5%	-2.6%	27.3%
毛利（亿元）	1.74	3.03	2.40	2.24	2.68
毛利率(%)	*32.0%*	*36.6%*	*37.4%*	*27.8%*	*32.7%*
无功补偿类（电力电容、SVG、整流器、充电桩等）					
收入（亿元）	2.77	6.36	3.87	7.02	4.77
YoY	-5.1%	18.7%	39.7%	10.3%	23.3%
毛利（亿元）	0.54	1.80	1.26	1.55	1.50
毛利率(%)	*19.5%*	*28.3%*	*32.6%*	*22.1%*	*31.4%*
智能设备类					
收入（亿元）	2.55	2.84	2.84	5.09	3.11
YoY	74.7%	-9.3%	11.4%	79.3%	9.6%
毛利（亿元）	1.11	1.09	1.15	1.95	1.23
毛利率(%)	*43.5%*	*38.4%*	*40.5%*	*38.2%*	*39.4%*
总包EPC（海外）					
收入（亿元）	2.59	5.06	1.83	3.63	2.92
YoY		75.1%	-29.5%	-28.2%	59.8%
毛利（亿元）	0.33	0.46	0.24	0.24	0.43
毛利率(%)	*12.7%*	*9.1%*	*13.0%*	*6.7%*	*14.9%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年原材料涨价背景下，归母净利率逆势提升，体现公司较强经营管理能力。受大宗原材料涨价、运费由销售费用归类进营业成本的影响，2021Q1-3 毛利率为 30.53%、同比下降 3.91pct。而公司 2021 年归母净利率为 13.9%、同比+1.2pct，我们认为：1）2021Q4 原材料影响边际明显趋缓，我们预计 2021 年整体毛利率同比基本持平；2）公司研发、销售平台化程度高，费用控制效果较好（2021 年期间费用同比+15.15%，对应期间费用率约为 14.1%，同比-0.6pct）。

盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 2021-2023 年归母净利润分别 12.1 亿元、15.1 亿元、18.0 亿元，同比分别+29.7%/+24.4%/+19.5%，对应现价 PE 分别 29 倍、23 倍、20 倍。2022 年给予公司 30 倍 PE，目标价 59.1 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，电网投资不及预期，竞争加剧等。

思源电气三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**8,060**	**11,995**	**11,673**	**15,323**
现金	2,216	2,278	3,351	3,111
应收账款	2,118	5,792	3,565	7,238
存货	1,911	2,044	2,614	2,766
其他流动资产	1,815	1,881	2,142	2,208
非流动资产	**3,016**	**3,087**	**3,158**	**3,208**
长期股权投资	4	3	2	3
固定资产	509	605	695	752
在建工程	158	133	114	101
无形资产	256	258	259	264
其他非流动资产	2,089	2,088	2,088	2,088
资产总计	**11,075**	**15,081**	**14,831**	**18,531**
流动负债	**4,204**	**7,088**	**5,348**	**7,254**
短期借款	53	1,777	53	769
应付账款	2,099	2,470	2,912	3,303
其他流动负债	2,052	2,842	2,383	3,181
非流动负债	**160**	**160**	**160**	**160**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	160	160	160	160
负债合计	**4,364**	**7,249**	**5,508**	**7,414**
少数股东权益	190	253	333	427
归属母公司股东权益	6,521	7,579	8,990	10,690
负债和股东权益	**11,075**	**15,081**	**14,831**	**18,531**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	818	-1,310	3,108	-669
投资活动现金流	-188	-116	-141	-144
筹资活动现金流	-18	1,489	-1,894	573
现金净增加额	581	62	1,073	-240
折旧和摊销	85	84	105	127
资本开支	317	72	72	49
营运资本变动	-307	-2,713	1,378	-2,700

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**7,373**	**8,701**	**10,293**	**11,884**
减：营业成本	5,215	5,974	7,037	8,127
营业税金及附加	46	48	57	65
营业费用	410	471	556	630
管理费用	629	731	834	927
财务费用	41	83	75	42
资产减值损失	8	0	0	0
加：投资净收益	9	19	15	14
其他收益	18	20	20	20
营业利润	**1,115**	**1,434**	**1,771**	**2,126**
加：营业外净收支	-0	-2	11	3
利润总额	**1,115**	**1,432**	**1,782**	**2,129**
减：所得税费用	121	158	196	234
少数股东损益	61	64	79	95
归属母公司净利润	**933**	**1,211**	**1,507**	**1,800**
EBIT	1,051	1,410	1,743	2,053
EBITDA	1,136	1,494	1,849	2,180

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	1.22	1.58	1.97	2.35
每股净资产(元)	8.51	9.89	11.74	13.95
发行在外股份(百万股)	763	766	766	766
ROIC(%)	14.2%	13.4%	17.1%	15.9%
ROE(%)	14.8%	16.3%	17.0%	17.0%
毛利率(%)	29.3%	31.3%	31.6%	31.6%
销售净利率(%)	12.7%	13.9%	14.6%	15.1%
资产负债率(%)	39.4%	48.1%	37.1%	40.0%
收入增长率(%)	15.6%	18.0%	18.3%	15.5%
净利润增长率(%)	67.4%	29.7%	24.4%	19.5%
P/E	37.86	29.19	23.45	19.63
P/B	5.42	4.66	3.93	3.31
EV/EBITDA	29.28	23.42	17.46	15.29

数据来源：Wind，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