

公司研究

业绩符合预期，关注海外 EPC 与储能进展

——思源电气（002028.SZ）2021 年业绩快报点评

要点

事件：

公司发布 2021 年业绩快报，2021 年度实现营收 87.01 亿元，同比增加 18.02%；实现归母净利润 12.11 亿元，同比增加 29.72%。单四季度实现营收 25.8 亿元，同比增加 11.9%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比增加 219.6%。

点评：

业绩基本符合预期，经营稳健。受益于新型电力系统建设，及海外项目稳步推进，公司 2021 年营收实现稳步增长。由于 2021 年员工奖金季度分摊方式变更，公司将以往放在四季度计提的员工奖金均匀分摊至全年，导致 2021 年前三季度公司实现归母净利润 8.89 亿元，同比增加 6.75%，低于前三季度营收增速 20.8%。与之相对应，2021 年四季度则因此实现归母净利润较快增长。全年来看，公司归母净利润增速高于营收增速，一方面由于公司持续受益于平台化管理，期间费用同比增长 15.15%，低于营收增速；另一方面，公司较好地应对了 2021 年原材料涨价带来的影响，预计毛利率保持平稳。

海外 EPC 业务将成为公司发展的有力引擎。根据公告披露，2020 年海外市场订单占比约 20%，公司未来计划提升至 30%。目前公司海外项目主要在欧洲、非洲市场，公司判断未来最大需求在北美，目前已中标美国巴菲特电力公司互感器项目。全球碳中和背景下，电力系统面临新一轮改造需求，市场空间巨大。公司作为国内优秀的民营电力设备企业，执行力强，具备全球竞争力。根据招聘平台信息，公司目前正大量招聘海外销售人员，语种涉及西班牙语、俄语、英语、法语、阿拉伯语等。海外 EPC 拉动设备出货，有望成为后续公司发展的有力引擎。

持续关注公司储能业务发展。新型电力系统背景下，特高压、配网等需求呈现结构性高增，电力电子设备应用比例提升，储能需求旺盛。公司二次设备发展顺利，子公司思源弘瑞 2020 年净利润 1.12 亿元，同比+72%。同时，在电力电子领域，公司 SVG 业务积淀深厚，参股多家芯片公司。根据招聘平台信息，公司目前正大量招聘电芯开发类人员。结合公司在功率型电池、电力电子技术、EPC 总成的经验，未来有望在储能业务方面取得突破。

投资建议：公司在电网设备领域竞争力强，随着海外 EPC 项目不断拓展，有望持续带动公司业绩提升。同时公司正组建和扩充电芯开发团队，有望对 HEV 汽车及储能业务形成有效支撑。我们维持公司 22-23 年盈利预测 15.9/19.6 亿元，对应 EPS 为 2.08/2.56 元，当前股价对应 22 年 PE 为 23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：海外 EPC 项目风险、上游原材料涨价风险、市场竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,380	7,373	8,701	10,881	13,173
营业收入增长率	32.74%	15.56%	18.02%	25.05%	21.07%
净利润（百万元）	558	933	1,211	1,590	1,961
净利润增长率	89.25%	67.39%	29.72%	31.32%	23.35%
EPS（元）	0.73	1.22	1.58	2.08	2.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.06%	14.31%	15.97%	17.83%	18.60%
P/E	65	39	30	23	18
P/B	7.1	5.5	4.8	4.0	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-01-18

买入（维持）

当前价：47.05 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

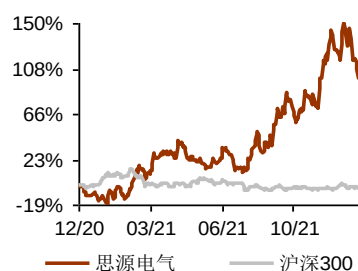
联系人：和霖

helin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.66
总市值(亿元)	360.27
一年最低/最高(元)	19.51/59.98
近 3 月换手率	130.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.01	22.40	144.86
绝对	-10.38	20.18	135.05

资料来源：Wind

相关研报

从人员招聘看公司发展：海外 EPC 布局全球，电芯团队加速扩充——思源电气（002028.SZ）跟踪报告（2021-12-14）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,380	7,373	8,701	10,881	13,173
营业成本	4,510	5,215	6,142	7,669	9,267
折旧和摊销	84	84	84	90	97
税金及附加	35	46	55	68	83
销售费用	671	410	482	563	692
管理费用	251	204	261	305	369
研发费用	387	425	435	544	659
财务费用	8	41	-19	-40	-60
投资收益	5	9	11	12	13
营业利润	628	1,115	1,427	1,863	2,289
利润总额	632	1,115	1,428	1,864	2,290
所得税	56	121	157	205	252
净利润	576	994	1,271	1,659	2,038
少数股东损益	18	61	60	69	77
归属母公司净利润	558	933	1,211	1,590	1,961
EPS(元)	0.73	1.22	1.58	2.08	2.56

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	831	818	1,217	1,340	1,757
净利润	558	933	1,211	1,590	1,961
折旧摊销	84	84	84	90	97
净营运资金增加	214	-83	469	1,011	993
其他	-24	-117	-547	-1,351	-1,295
投资活动产生现金流	-382	-188	-349	-348	-347
净资本支出	-146	-275	-360	-360	-360
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	-239	83	11	12	13
融资活动现金流	-169	-18	-187	-214	-272
股本变化	0	3	3	0	0
债务净变化	-80	28	-53	0	0
无息负债变化	855	689	498	861	902
净现金流	278	581	681	778	1,138

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.3%	29.3%	29.4%	29.5%	29.7%
EBITDA 率	10.9%	16.7%	17.4%	17.9%	17.9%
EBIT 率	9.6%	15.6%	16.4%	17.1%	17.1%
税前净利润率	9.9%	15.1%	16.4%	17.1%	17.4%
归母净利润率	8.7%	12.7%	13.9%	14.6%	14.9%
ROA	6.5%	9.0%	10.1%	11.1%	11.6%
ROE (摊薄)	11.1%	14.3%	16.0%	17.8%	18.6%
经营性 ROIC	13.4%	24.4%	25.7%	26.6%	26.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	39%	38%	38%	38%
流动比率	1.90	1.92	1.99	2.04	2.12
速动比率	1.47	1.46	1.54	1.56	1.62
归母权益/有息债务	202.05	123.19	-	-	-
有形资产/有息债务	337.79	200.90	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	8,845	11,075	12,638	14,904	17,512
货币资金	1,669	2,216	2,896	3,674	4,812
交易性金融资产	284	121	121	121	121
应收账款	2,514	2,118	2,323	2,711	3,048
应收票据	537	707	834	1,044	1,263
其他应收款 (合计)	130	140	165	207	250
存货	1,542	1,911	2,133	2,667	3,226
其他流动资产	39	48	48	48	48
流动资产合计	6,831	8,060	9,347	11,343	13,688
其他权益工具	1,048	1,680	1,680	1,680	1,680
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	513	509	531	549	595
在建工程	20	158	411	664	882
无形资产	249	256	256	255	255
商誉	51	51	51	51	51
其他非流动资产	11	71	71	71	71
非流动资产合计	2,014	3,016	3,291	3,561	3,824
总负债	3,647	4,364	4,809	5,671	6,572
短期借款	25	53	0	0	0
应付账款	1,889	2,099	2,457	3,067	3,707
应付票据	497	533	614	767	927
预收账款	591	0	0	0	0
其他流动负债	-	52	52	52	52
流动负债合计	3,596	4,204	4,688	5,549	6,451
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	19	19	19	19
非流动负债合计	51	160	121	121	121
股东权益	5,198	6,711	7,829	9,234	10,940
股本	760	763	766	766	766
公积金	441	508	507	507	507
未分配利润	3,877	4,723	5,780	7,116	8,745
归属母公司权益	5,042	6,521	7,579	8,915	10,545
少数股东权益	156	190	250	319	395

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.52%	5.57%	5.54%	5.17%	5.25%
管理费用率	3.93%	2.76%	3.00%	2.80%	2.80%
财务费用率	0.12%	0.56%	-0.22%	-0.37%	-0.45%
研发费用率	6.07%	5.77%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	9%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.20	0.33	0.43	0.53
每股经营现金流	1.09	1.07	1.59	1.75	2.29
每股净资产	6.63	8.55	9.90	11.64	13.77
每股销售收入	8.39	9.66	11.36	14.21	17.20

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	65	39	30	23	18
PB	7.1	5.5	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA	51.8	29.4	23.9	18.5	15.2
股息率	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE