

思源电气 (002028)

2022 年中报点评：业绩符合预期，营收环比改善

买入（维持）

2022 年 08 月 22 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书：S0600121060016

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	8,695	10,010	11,984	14,541
同比	18%	15%	20%	21%
归属母公司净利润（百万元）	1,198	1,371	1,692	2,072
同比	28%	14%	23%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.56	1.79	2.21	2.70
P/E（现价&最新股本摊薄）	29.07	25.40	20.57	16.80

股价走势



投资要点

- **2022H1 营收+13%、归母净利润-17%，符合市场预期。**公司发布 2022 年半年报,2022H1 实现营业收入 43.45 亿元,同比+13.17%;实现利润总额 5.57 亿元,同比-20.55%;实现归属母公司净利润 4.73 亿元,同比-16.94%。其中 2022Q2 实现营业收入 26.06 亿元,同比+28.52%,环比+49.82%;实现归属母公司净利润 3.21 亿元,同比+10.98%,环比+110.89%,中报符合前期业绩快报预期。疫情之下公司加快复工复产,同时依靠江苏工厂产能接棒,保障订单交付,2022Q2 业绩恢复较好。展望下半年,公司目前在手订单充裕、产能弹性大,2022H2 加快交付节奏,收入端有望实现年初设定的同比+15%目标。同时,随规模起量摊薄成本费用,利润率有望恢复至 15%左右水平。
- **2022Q2 毛利率同比下滑,但环比 Q1 有所恢复。**2022H1 毛利率为 25.60%,同比-5.54pct,2022Q2 毛利率 26.70%,同比-4.80pct,环比+2.74pct;2022H1 归母净利率为 10.89%,同比-3.95pct,2022Q2 归母净利率 12.31%,同比-1.95pct,环比+3.57pct。毛利率变动主要系:1)大宗材料价格上涨,价格传导相对有限;2)疫情期间带来成本费用增加(包括海运);3)产品结构影响,低毛利的产品收入占比阶段性提升(如 SVG)。公司 2022Q2 销售、管理费用控制较好,归母净利率下滑幅度不及毛利率。
- **结构上海外、发电侧弹性依旧大,网内下半年有望加速。**1)开关类发电侧、海外等 GIS 招标需求保持旺盛,江苏如高承接生产工作,且 GIS 长期仍有提升空间。2)线圈类 AIS 海外增长对冲国内影响,整体维持稳增;变压器收入增长较快,后续随常州工厂建成投产(进度为 95%),有望进一步提速;3)无功补偿类上半年增速、毛利率双下滑,我们预计主要是产品结构导致——电力电容制造端受疫情影响+同期特高压项目拉高了基数,故电容占比降低,而毛利率相对低的 SVG 业务占比提升。随上海工厂产能恢复,H2 毛利率有望趋于正常。4)智能设备类在发电侧的二次设备快速增长,电网侧 220kV 保护类设备取得突破。
- **盈利预测与投资评级:**我们维持 2022-2024 年归母净利润分别为 13.7 亿元/16.9 亿元/20.7 亿元,同比分别+14%/+23%/+22%,对应现价 PE 分别 25 倍、21 倍、17 倍。2022 年给予公司 30 倍 PE,目标价 53.7 元/股,维持“买入”评级。
- **风险提示:**电网投资不及预期,疫情影响超预期,竞争加剧等。

市场数据

收盘价(元)	45.45
一年最低/最高价	25.20/57.50
市净率(倍)	4.00
流通 A 股市值(百万元)	26,979.14
总市值(百万元)	34,816.64

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.35
资产负债率(% ,LF)	36.02
总股本(百万股)	766.04
流通 A 股(百万股)	593.60

相关研究

- 《思源电气(002028): 产能快速恢复、经营环比改善,中报预告超市场预期》
2022-07-14
- 《思源电气(002028): 网内新常态、网外再扩张,平台生态助长跑》
2022-05-12
- 《思源电气(002028): 2021 年年报点评: 业绩符合预期,稳电网基本盘+发力网外铸未来》
2022-04-17

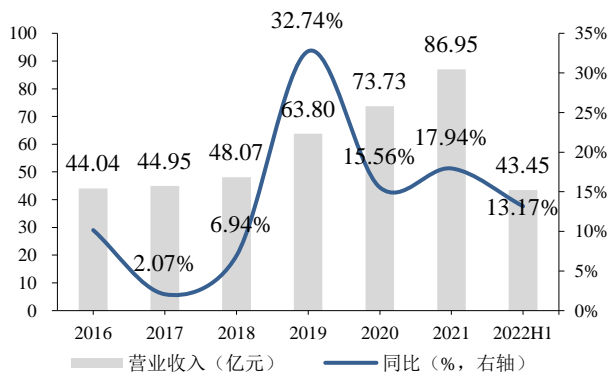
2022H1 营收+13%、归母净利润-17%，符合市场预期。公司发布 2022 年半年报,2022H1 实现营业收入 43.45 亿元，同比增长 13.17%；实现利润总额 5.57 亿元，同比下降 20.55%；实现归属母公司净利润 4.73 亿元，同比下降 16.94%。其中 2022Q2 实现营业收入 26.06 亿元，同比增长 28.52%，环比增长 49.82%；实现归属母公司净利润 3.21 亿元，同比增长 10.98%，环比增长 110.89%，中报符合前期业绩快报预期。疫情之下公司加快复工复产，同时依靠江苏工厂产能接棒，保障订单交付，2022Q2 业绩恢复较好。展望下半年，公司目前在手订单充裕、产能弹性大，2022H2 加快交付节奏，收入端有望实现年初目标。随规模起量摊薄成本费用，利润率有望恢复至 15%左右水平。

表1: 思源电气 2022H1 核心财务数据

	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	43.45	38.40	13.2%	26.06	20.28	28.5%	17.39	49.8%
毛利率	25.6%	31.1%	-5.5%	26.7%	31.5%	-4.8%	24.0%	2.7%
营业利润	5.60	6.99	-20.0%	3.77	3.48	8.4%	1.83	106.5%
利润总额	5.57	7.00	-20.5%	3.73	3.53	5.6%	1.83	103.3%
归属母公司净利润	4.73	5.70	-16.9%	3.21	2.89	11.0%	1.52	110.9%
扣非归母净利润	4.64	5.43	-14.5%	3.22	2.65	21.7%	1.42	126.3%
归母净利率	10.9%	14.8%	-3.9%	12.3%	14.3%	-1.9%	8.7%	3.6%
股本	7.66	7.63	-	7.66	7.63	-	7.66	-
EPS	0.62	0.75	-17.2%	0.42	0.38	10.6%	0.20	110.9%

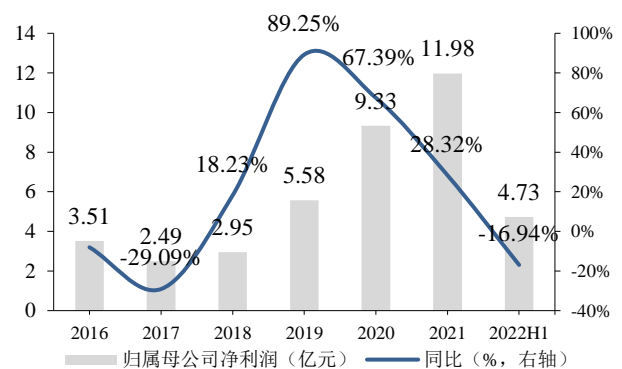
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022H1 收入 43.45 亿元, 同比+13.17%



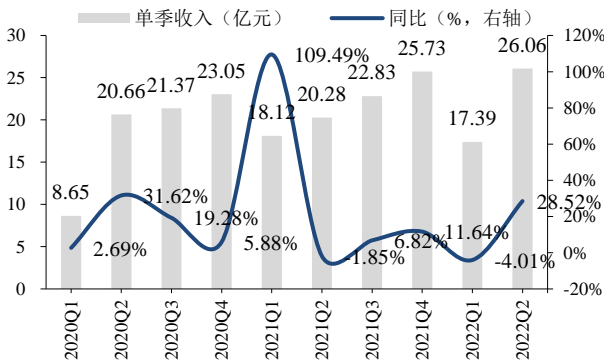
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022H1 归母净利润 4.73 亿元, 同比-16.94%



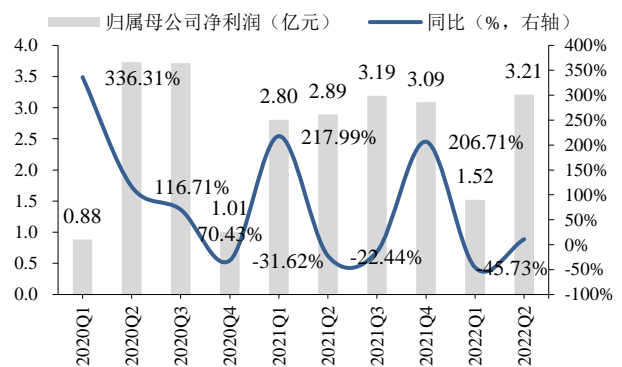
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q2 收入 26.06 亿元, 同比+28.52%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

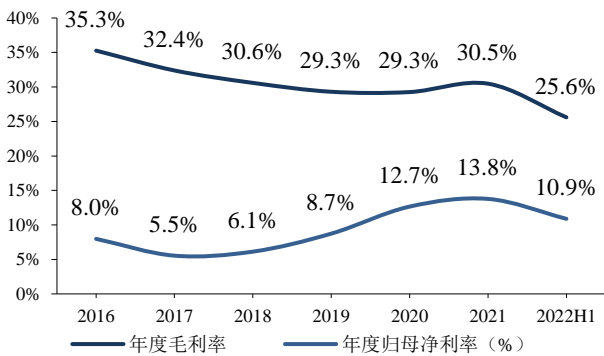
图4: 2022Q2 归母净利润 3.21 亿元, 同比+10.98%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

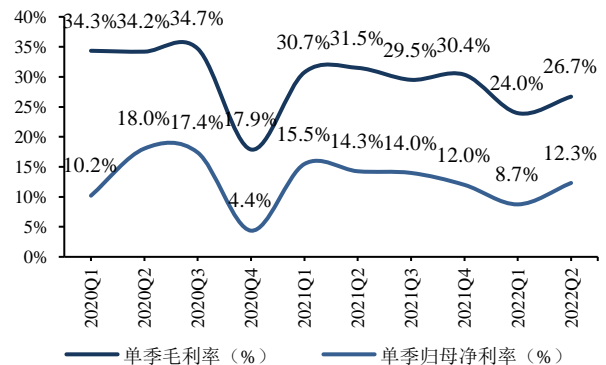
2022Q2 毛利率同比下滑, 但环比 Q1 有所恢复。2022H1 毛利率为 25.60%, 同比下降 5.54pct, 2022Q2 毛利率 26.70%, 同比下降 4.80pct, 环比增长 2.74pct; 2022H1 归母净利率为 10.89%, 同比下降 3.95pct, 2022Q2 归母净利率 12.31%, 同比下降 1.95pct, 环比增长 3.57pct。毛利率变动主要系: 1) 大宗材料价格上涨, 价格传导相对有限; 2) 疫情期间带来成本费用增加 (包括海运); 3) 产品结构影响, 低毛利的产品收入占比阶段性提升 (如 SVG)。公司 Q2 销售、管理费用控制较好, 归母净利率下滑幅度不及毛利率。

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比-5.54、-3.95pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

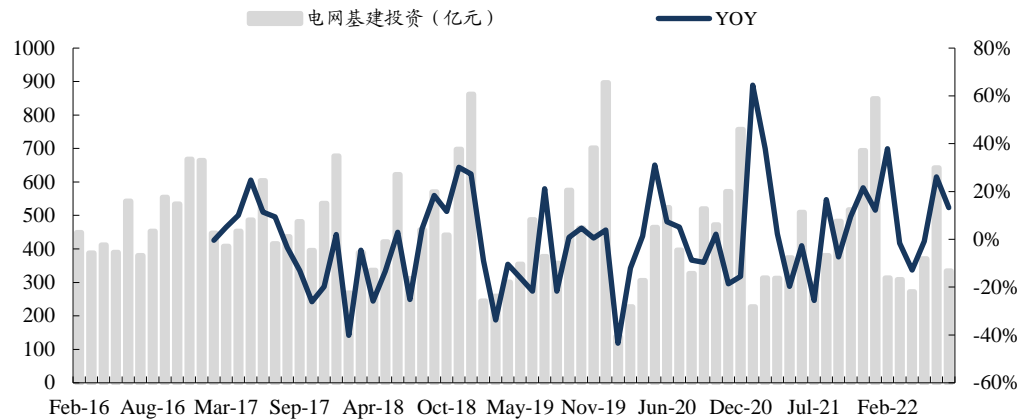
图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比-4.8、-1.95pct



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。2022 年国网计划投资 5012 亿元 (全口径), 同比增长约 6%, 在历史基建拉动年份, 实际投资额往往是年初计划值的 110-130%, 我们认为全年国网实际投资额可达 5600 亿元+。跟踪来看, 2022 年 1-7 月电网基建投资完成额 2239 亿, 同比+10.4%。新能源装机快速增长, 带来配套升压站中变压器、GIS、二次设备等需求; 同时, 新能源大比例接入电网背景下, 电网投资会向特高压、配网智能化、调度、储能等方向倾斜。

图7：月度电网基本建设投资额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022H1 受疫情影响，订单增速稳健，下半年为电网&新能源招标高峰期，全年订单目标有望达成。结构上，我们预计订单&收入增速海外>发电侧>电网侧。

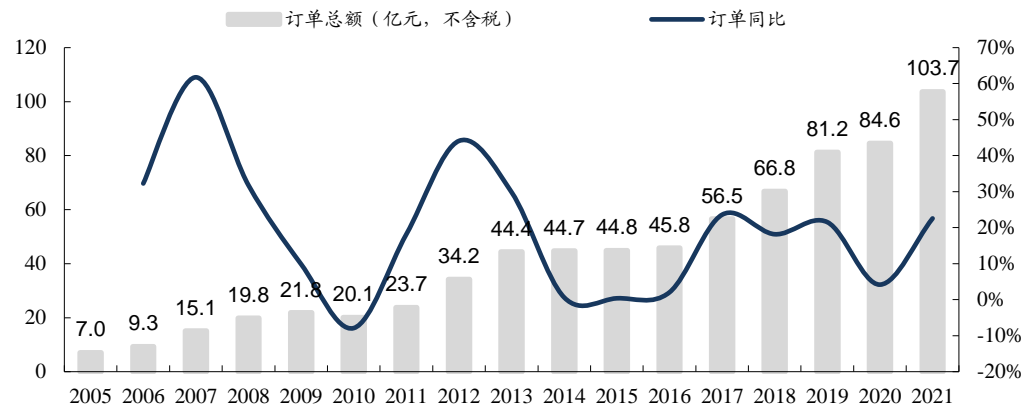
1) **从总量来看：**公司 2021 年新增订单 103.69 亿元（不含税），历史订单确认收入节奏往往在 1 年，随产能恢复、全年收入有望超 100 亿元。上半年订单我们预计在 10-20%，同时下半年电网、新能源建设处于全年的旺季，2022 年同比+15%的订单目标有望超额完成。

2) **从结构来看：**

- **开关类产品** 2022H1 实现收入 24.1 亿元，同比+31.0%，毛利率为 25.7%，同比-6.4pct；发电侧、海外等 GIS 招标需求保持旺盛，江苏如高承接上海思源 GIS 生产工作、上海疫情之下仍实现不错增长，且 GIS 长期仍有提升空间（网内高电压等级份额提升，发电侧及海外份额仍较低）。此外，断路器、隔离开关保持稳健增长。
- **线圈类产品** 2022H1 实现收入 8.7 亿元，同比+6.0%，毛利率为 29.8%，同比-2.9pct；AIS 方面海外增长对冲了国内影响，整体维持稳增；变压器收入增长较快，后续随常州工厂建成投产（进度为 95%），有望进一步提速。
- **无功补偿类** 2022H1 实现收入 4.3 亿元，同比-10.9%，毛利率为 20.7%，同比-10.7pct；毛利率下滑较多，我们预计主要是产品结构导致——电力电容制造端受疫情影响+同期特高压项目拉高了基数，故电容占比降低，而毛利率相对低的 SVG 业务占比提升。随上海工厂产能恢复，H2 毛利率有望趋于正常。
- **智能设备类** 2022H1 实现收入 3.5 亿元同比+11.3%，毛利率为 29.2%，同比-10.3pct。发电侧的二次设备快速增长，电网侧 220kV 保护类设备取得突破。
- **EPC 业务** 2022H1 实现收入 2.1 亿元，同比-29.1%，毛利率为 11.1%，同比-3.6pct。海外业务收入确认节奏跟着项目走，上半年确认同比去年相对减少。但

海外马太效应显现，呈现“根基市场+多点开花”的格局，公司海外在手订单仍维持较快增长（含EPC&设备）。

图8: 2005-2021年公司订单情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2: 2019-2022H1公司半年度业绩拆分

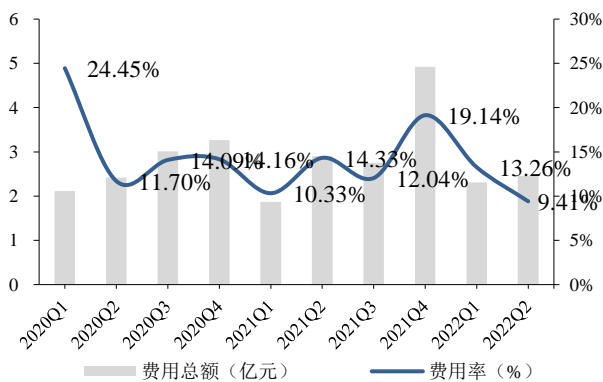
	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1
开关类产品（GIS、隔离开关、断路器等等）							
收入	9.93	17.34	13.87	19.91	18.37	21.80	24.07
YOY	17.4%	40.1%	39.7%	14.8%	32.4%	9.5%	31.0%
毛利	2.90	5.53	5.00	5.27	5.89	6.77	6.19
毛利率 (%)	29.2%	31.9%	36.0%	26.5%	32.1%	31.1%	25.7%
线圈类产品（消弧线圈、高压互感器、电抗器、变压器等等）							
收入	5.43	8.28	6.43	8.07	8.19	9.50	8.68
YOY	72.9%	27.0%	18.4%	-2.5%	27.4%	17.7%	6.0%
毛利	1.74	3.03	2.40	2.25	2.68	2.60	2.59
毛利率 (%)	32.0%	36.6%	37.3%	27.9%	32.7%	27.4%	29.8%
无功补偿类（电力电容、SVG、整流器、充电桩等等）							
收入	2.77	6.36	3.87	7.02	4.77	6.65	4.25
YOY	-5.1%	18.7%	39.7%	10.4%	23.3%	-5.3%	-10.9%
毛利	0.54	1.80	1.26	1.56	1.50	1.96	0.88
毛利率 (%)	19.5%	28.3%	32.6%	22.2%	31.4%	29.5%	20.7%
智能设备类							
收入	2.55	2.84	2.84	5.09	3.11	5.74	3.46
YOY	74.7%	-9.3%	11.4%	79.2%	9.5%	12.8%	11.3%
毛利	1.11	1.09	1.15	1.95	1.23	2.03	1.01
毛利率 (%)	43.5%	38.4%	40.5%	38.3%	39.5%	35.4%	29.2%
总包 EPC							
收入	2.59	5.06	1.83	3.63	2.92	3.83	2.07
YOY		75.1%	-29.3%	-28.3%	59.6%	5.5%	-29.1%
毛利	0.33	0.46	0.24	0.24	0.43	0.85	0.23

毛利率 (%)	12.7%	9.1%	13.1%	6.6%	14.7%	22.2%	11.1%
---------	-------	------	-------	------	-------	-------	-------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

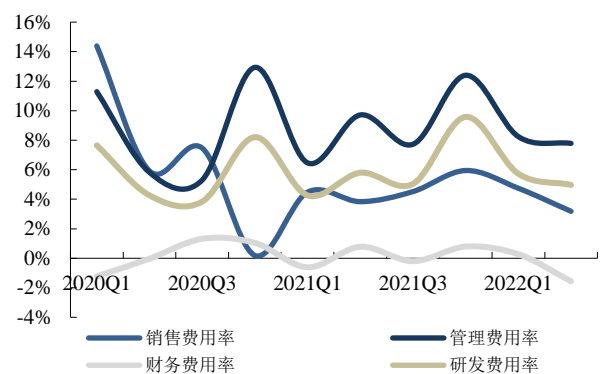
研发费用仍保持一定投入，其余费用整体有所控制。公司 2022H1 期间费用同比下降 0.35%至 4.76 亿元，期间费用率下降 1.49 个百分点至 10.95%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 4.09%、上升 10.27%、上升 17.69%、下降 863.77%至 1.65 亿元、3.46 亿元、2.29 亿元、-0.36 亿元；费用率分别下降 0.33、下降 0.21、上升 0.2、下降 0.94 个百分点至 3.81%、7.97%、5.27%、-0.82%。2022Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+6.60%/+3.03%/+10.20%/-356.84%，费用率分别为 3.18%/7.78%/4.97%/-1.56%。

图9：2022Q2 期间费用 4.76 亿元，同比-0.35%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

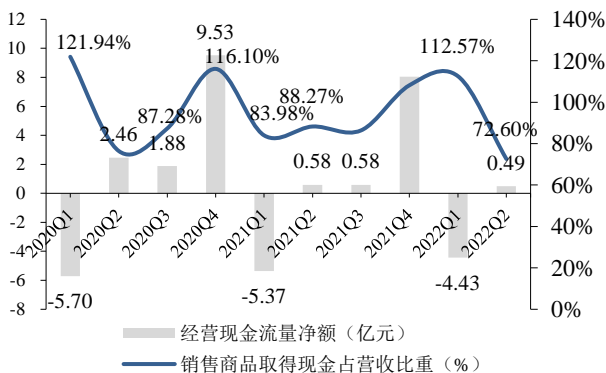
图10：2022Q2 期间费用率 9.41%，同比-4.92pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

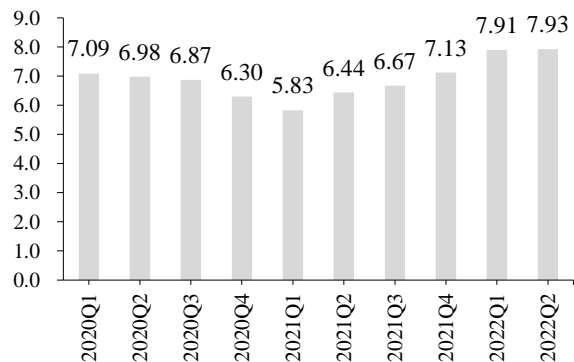
现金流、合同负债、存货稳健，应收账款略有增长。2022H1 经营活动现金流量净流出 3.94 亿元，同比增长 17.81%。销售商品取得现金 38.5 亿元，同比增长 16.25%。期末合同负债 7.93 亿元，比年初增长 11.26%。期末应收账款 33.81 亿元，较年初增长 7.22 亿元，应收账款周转天数上升 26.21 天至 125.11 天。期末存货 25.37 亿元，较年初下降 0.69 亿元；存货周转天数上升 8.71 天至 143.22 天。

图11：2022Q2 现金净流入 0.49 亿元，同比-14.83%



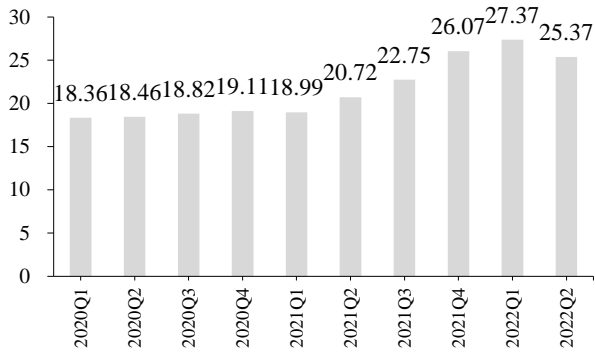
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2022Q2 期末合同负债 7.93 亿元，比年初+11.26%



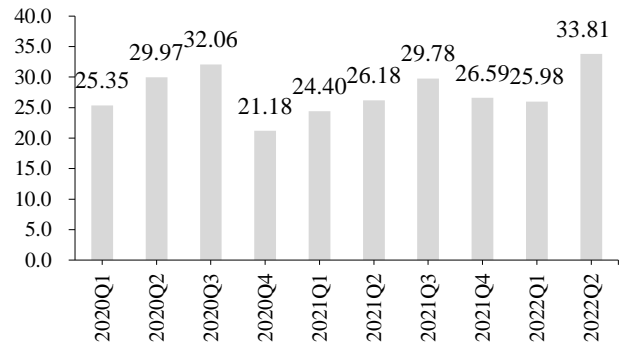
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13: 2022Q2 期末存货 25.37 亿元, 较年初-0.69 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2022Q2 期末应收账款 33.81 亿元, 较年初+7.22 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与估值: 我们维持 2022-2024 年归母净利润分别为 13.7 亿元/16.9 亿元/20.7 亿元, 同比分别+14%/+23%/+22%, 对应现价 PE 分别 25 倍、21 倍、17 倍。2022 年给予公司 30 倍 PE, 目标价 53.7 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 电网投资不及预期, 疫情影响超预期, 竞争加剧等。

思源电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,499	10,581	12,443	15,204	营业总收入	8,695	10,010	11,984	14,541
货币资金及交易性金融资产	2,039	1,799	1,945	2,556	营业成本(含金融类)	6,045	7,019	8,388	10,147
经营性应收款项	3,860	4,595	5,702	7,016	税金及附加	55	66	77	94
存货	2,607	3,047	3,437	3,992	销售费用	415	440	515	611
合同资产	756	870	1,042	1,264	管理费用	253	270	324	393
其他流动资产	238	269	319	376	研发费用	556	611	743	916
非流动资产	4,415	5,241	5,987	6,536	财务费用	21	60	21	38
长期股权投资	4	4	4	4	加:其他收益	99	100	108	116
固定资产及使用权资产	773	1,136	1,427	1,592	投资净收益	11	10	12	15
在建工程	309	247	201	104	公允价值变动	10	0	0	0
无形资产	289	296	302	314	减值损失	-63	-53	-46	-49
商誉	51	51	51	51	资产处置收益	-1	0	0	0
长期待摊费用	11	11	11	11	营业利润	1,407	1,600	1,989	2,425
其他非流动资产	2,978	3,497	3,991	4,459	营业外净收支	-3	-2	3	3
资产总计	13,914	15,822	18,430	21,740	利润总额	1,404	1,598	1,992	2,428
流动负债	5,010	5,622	6,613	7,949	减:所得税	131	155	199	235
短期借款及一年内到期的非流动负债	55	54	53	48	净利润	1,272	1,444	1,794	2,193
经营性应付款项	3,329	3,606	4,264	5,107	减:少数股东损益	75	73	102	121
合同负债	713	842	1,007	1,218	归属母公司净利润	1,198	1,371	1,692	2,072
其他流动负债	913	1,120	1,289	1,576	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.56	1.79	2.21	2.70
非流动负债	307	311	313	315	EBIT	1,371	1,604	1,937	2,380
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,472	1,725	2,073	2,523
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.48	29.89	30.01	30.22
租赁负债	16	20	22	24	归母净利率(%)	13.77	13.69	14.12	14.25
其他非流动负债	291	291	291	291	收入增长率(%)	17.94	15.12	19.71	21.34
负债合计	5,316	5,933	6,927	8,264	归母净利润增长率(%)	28.32	14.45	23.45	22.43
归属母公司股东权益	8,370	9,589	11,101	12,953					
少数股东权益	228	300	402	523					
所有者权益合计	8,598	9,889	11,503	13,476					
负债和股东权益	13,914	15,822	18,430	21,740					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	383	851	1,192	1,511	每股净资产(元)	10.93	12.52	14.49	16.91
投资活动现金流	-553	-974	-886	-694	最新发行在外股份(百万股)	766	766	766	766
筹资活动现金流	-171	-152	-181	-226	ROIC(%)	16.10	15.55	16.19	17.11
现金净增加额	-347	-275	126	591	ROE-摊薄(%)	14.31	14.30	15.24	16.00
折旧和摊销	102	121	136	143	资产负债率(%)	38.21	37.50	37.59	38.01
资本开支	-529	-429	-384	-220	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.07	25.40	20.57	16.80
营运资本变动	-1,042	-937	-891	-1,087	P/B(现价)	4.16	3.63	3.14	2.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

