思源电气（002028）

Q3 延续高增、毛利率继续改善

买入（维持）

2020 年 10 月 18 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,380	7,988	9,310	10,768
同比（%）	32.7%	25.2%	16.6%	15.7%
归母净利润（百万元）	558	1,160	1,420	1,727
同比（%）	89.2%	108.0%	22.4%	21.6%
每股收益（元/股）	0.73	1.53	1.87	2.27
P/E（倍）	32.15	15.45	12.62	10.38

投资要点

- **三季报收入同比+20.6%、利润大幅增长 102.9%，略超预期。**公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营业收入 50.68 亿元，同比增长 20.57%；实现归属母公司净利润 8.33 亿元，同比增长 102.93%，此前预告利润 7-9 亿，实际利润靠近上限。其中 2020Q3，实现营业收入 21.37 亿元，同比增长 19.28%；实现归属母公司净利润 3.72 亿元，同比增长 70.43%。公司预计 2020 年全年利润 9-12 亿，同比+61.4%~115.2%。

- **20 年电网投资上调，订单稳健，收入稳步增长。**在国内疫情后基建拉动的大背景下，20 年国网投资从 4080 亿（同比-9%）上调至 4500 亿（同比持平），我们预计实际投资规模不低于 4500 亿；1-8 月电网建设投资完成额 2379 亿元，同比+0.4%，Q3 以来，7-8 月投资分别 396 亿/326 亿，同比+5.0%/-8.7%。公司 Q1 受疫情影响，Q2 以来订单逐月改善、Q3 延续稳健趋势；此前在手订单充沛（19 年底在手订单同比 20%+、20H 国内新签订单同比+8%），收入端增长稳健，开关类、线圈类和无功补偿类收入均有增长。

- **电力设备产品招标价格改善，毛利率提升超预期。**19 年起国网招标从“最低价中标”模式向更重视质量的方向调整，思源核心产品 GIS 等招标价格快速提升。Q1-3 毛利率为 34.44%，同比上升 4.66pct，Q3 毛利率 34.70%，同比上升 4.28pct，环比上升 0.50pct。其中，开关类产品（包括 GIS、隔离开关、断路器等）毛利率上升幅度最大。

- **海外业务是未来增长重心，待海外疫情恢复后有望重回高增长。**受疫情影响，上半年公司海外 EPC 建设、拿单进度均有放缓，菲律宾、赞比亚、博兹瓦纳和尼日利亚出现疫情管制出现阶段性停工。上半年总包 EPC 收入 1.8 亿，同比-29.5%，目前所有海外 EPC 项目均已恢复生产。海外设备销售市场空间大、毛利率高于国内，是公司未来发展的战略重点，今年即使受到疫情影响，上半年签单量同比仍未出现下滑，疫情影响趋缓后有望重回快速增长。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-22 年归母净利润分别至 11.6 亿、14.2 亿、17.3 亿，同比+108.0%、+22.4%、+21.4%，对应现价 PE 分别 15 倍、13 倍、10 倍，给予目标价 33.7 元，对应 2021 年 18 倍 PE，“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.58
一年最低/最高价	10.99/30.66
市净率(倍)	3.08
流通 A 股市值(百万元)	13913.39

基础数据

每股净资产(元)	7.65
资产负债率(%)	38.71
总股本(百万股)	762.99
流通 A 股(百万股)	590.05

相关研究

1、《思源电气（002028）中报点评：盈利大幅改善、外延继续开拓》2020-07-28

2、《思源电气（002028）：盈利拐点、费用下降，中报大超预期》2020-07-10

3、《思源电气（002028）：H1 预增超预期，毛利率改善趋势明确》2020-04-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

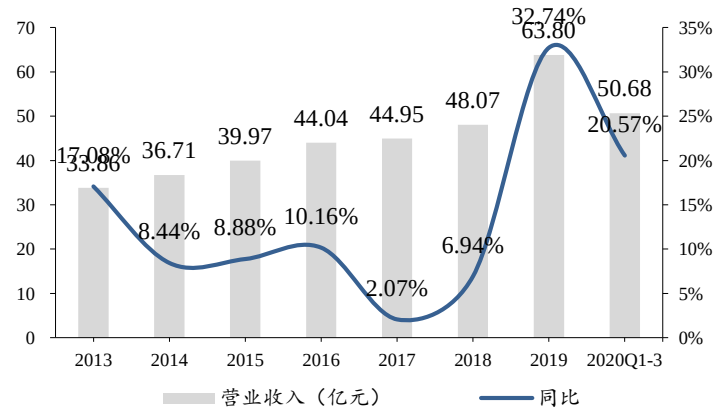
三季报收入同比+20.6%、利润大幅增长 102.9%，略超预期。公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营业收入 50.68 亿元，同比增长 20.57%；实现归属母公司净利润 8.33 亿元，同比增长 102.93%，此前预告利润 7-9 亿，实际利润靠近上限。其中 2020Q3，实现营业收入 21.37 亿元，同比增长 19.28%；实现归属母公司净利润 3.72 亿元，同比增长 70.43%。公司预计 2020 年全年利润 9-12 亿，同比+61.4%~115.2%。

表 1：思源电气 Q1-3 核心财务数据

思源电气	2020Q1-3	2019Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入（亿元）	50.68	42.03	20.6%	21.37	17.91	19.3%	20.66	3.4%
毛利率	34.4%	29.8%	4.7%	34.7%	30.4%	4.3%	34.2%	0.5%
营业利润（亿元）	9.95	4.58	117.3%	4.42	2.43	82.0%	4.54	-2.7%
利润总额（亿元）	9.96	4.82	106.8%	4.42	2.56	72.4%	4.55	-2.8%
归属母公司净利润(亿元)	8.33	4.10	102.9%	3.72	2.18	70.4%	3.73	-0.3%
扣非归母净利润（亿元）	7.79	3.72	109.0%	3.53	1.91	84.9%	3.54	-0.3%
归母净利率	0.16	0.10	6.67%	17.4%	12.2%	5.2%	18.0%	-0.7%
股本（亿股）	7.61	7.60	-	7.63	7.60	-	7.61	-
EPS（元）	1.09	0.54	102.7%	0.49	0.29	69.8%	0.49	-0.6%

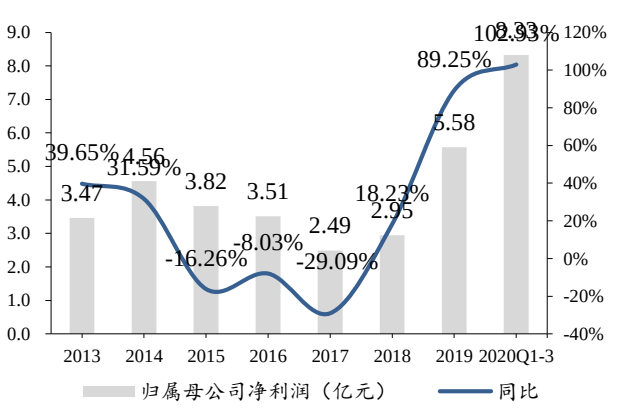
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：思源电气 Q1-3 营收同比+20.6%、利润+102.9%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

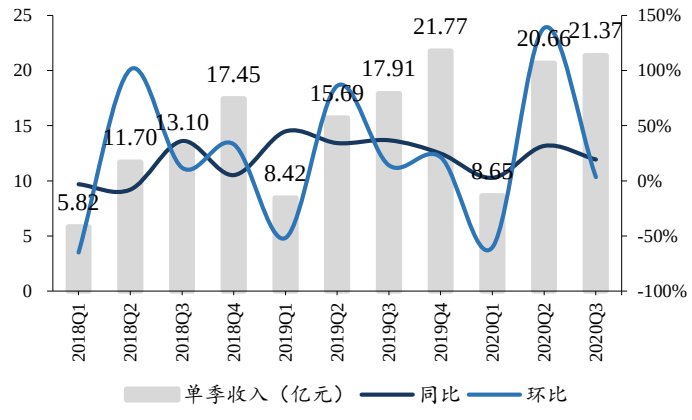
图 2：思源电气 Q1-3 利润+102.9%



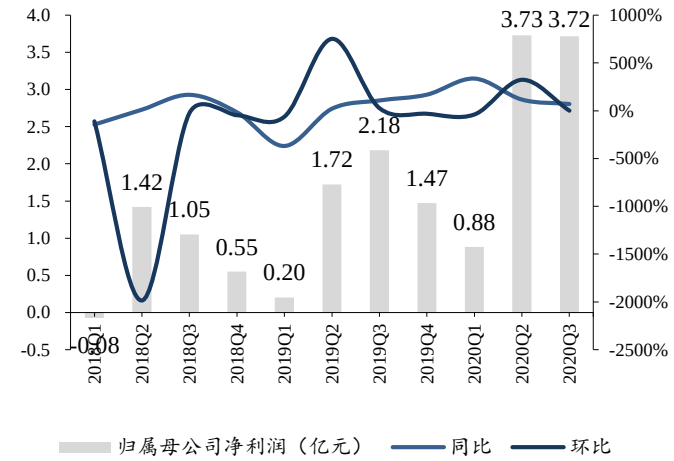
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：思源电气 Q3 营收同比+19.3%

图 4：思源电气 Q3 利润+70.4%



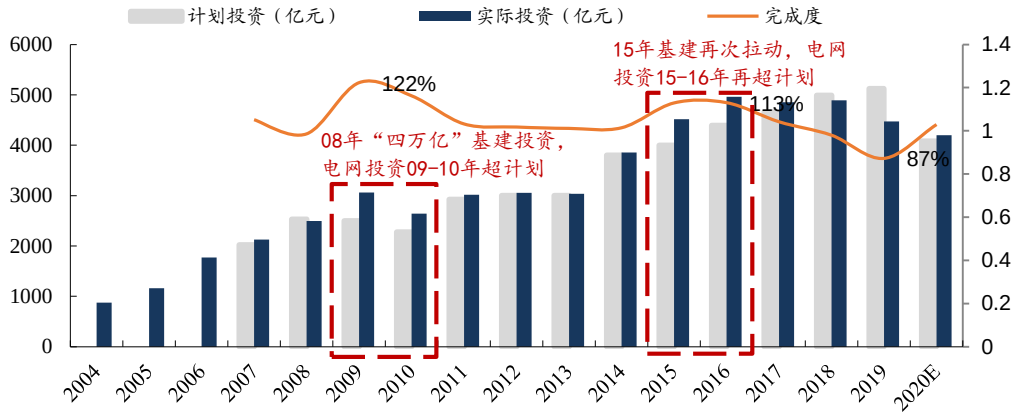
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

20 年电网投资上调，订单稳健，收入稳步增长。在国内疫情后基建拉动的大背景下，20 年国网投资从 4080 亿（同比-9%）上调至 4500 亿（同比持平），我们预计实际投资规模不低于 4500 亿；1-8 月电网建设投资完成额 2379 亿元，同比+0.4%，Q3 以来，7-8 月投资分别 396 亿/326 亿，同比+5.0%/-8.7%。公司 Q1 受疫情影响，Q2 以来订单逐月改善、Q3 延续稳健趋势；此前在手订单充沛（19 年底在手订单同比 20%+、20H 国内新签订单同比+8%），收入端增长稳健，开关类、线圈类和无功补偿类收入均有增长。

图 5：国网计划投资与实际投资的关系



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

图 6：国网集中招标统计：组合电器、断路器等招标量增长

产品	14A	15A	16A	17A	18A	19A	19A YoY	20年1-3批	20（1-3）YoY
变压器（容量MVA）	265,201	295,155	242,747	175,866	244,991	**186,081**	-24.0%	**89,067**	-22.5%
电抗器	1,362	1,282	1,391	1,085	1,379	**1,374**	-0.4%	**396**	-42.4%
互感器	28,053	37,468	27,491	21,551	24,678	**9,903**	-59.9%	**4,468**	-18.1%
电容器	11,004	25,317	13,815	16,317	20,552	**6,607**	-67.9%	**1,701**	-70.4%
组合电器	8,428	8,187	7,393	7,534	7,461	**4,217**	-43.5%	**3,231**	36.9%
断路器	8,267	10,089	6,956	5,454	6,583	**1,695**	-74.3%	**1,019**	5.1%
隔离开关	24,600	28,948	17,453	13,681	17,446	**4,785**	-72.6%	**2,221**	-24.3%
消弧线圈	4,066	5,430	5,647	2,813	3,402	**604**	-82.2%	**230**	-42.4%
开关柜	45,759	57,796	38,468	40,060	38,359	**6,350**	-83.4%	**8,553**	150.1%
保护类设备	17,679	17,114	14,964	14,493	19,165	**25,141**	31.2%	**9,969**	-37.3%
变电监控设备	1,891	2,706	1,697	1,826	1,813	**1,721**	-5.1%	**406**	-60.7%

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

图 7：思源电气中标份额提升

	中标产品	容量/数量 20（3）	市场份额 20（3）	市场份额 20（2）	市场份额 20（1）	容量/数量（19年总）	市场份额（19年总）	容量/数量（18年总）	市场份额（18年总）
思源电气	电抗器	9	3.7%	0.0%	0.0%	113	8.2%	112	8.1%
	互感器	184	9.5%	14.5%	36.3%	2191	22.1%	4894	19.8%
	电容器	28	7.4%	34.5%	8.0%	1209	18.3%	1904	9.3%
	组合电器	147	19.0%	7.4%	11.4%	1190	12.3%	2147	20.7%
	断路器	127	32.3%	21.6%	31.5%	538	31.7%	365	5.5%
	隔离开关（如高）	285	34.8%	8.3%	21.0%	665	13.9%	1990	11.4%
	消弧线圈	26	22.6%	7.0%	0.0%	133	22.0%	1234	36.3%

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

电力设备产品招标价格改善，毛利率提升超预期。19 年起国网招标从“最低价中标”模式向更重视质量的方向调整，思源核心产品 GIS 等招标价格快速提升。Q1-3 毛利率为 34.44%，同比上升 4.66pct，Q3 毛利率 34.70%，同比上升 4.28pct，环比上升 0.50pct。其中，开关类产品（包括 GIS、隔离开关、断路器等）毛利率上升幅度最大。

图 8：思源电气 20Q3 毛利率继续提升

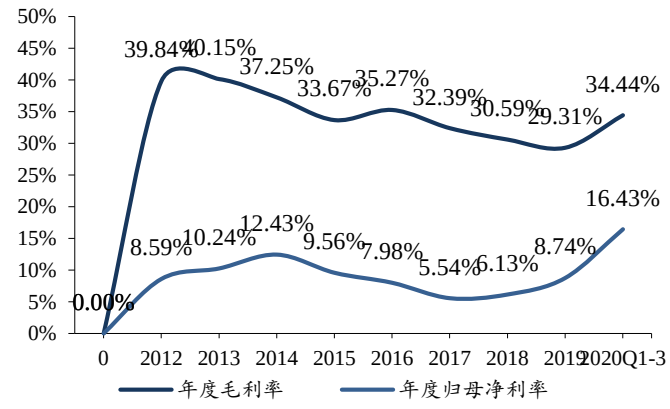
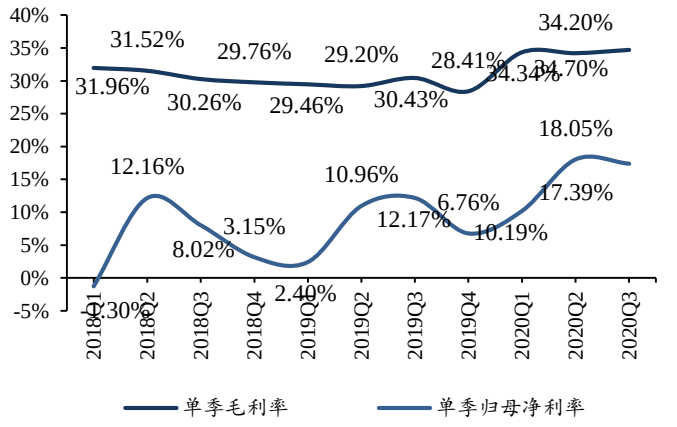


图 9：思源电气 20Q3 毛利率继续提升



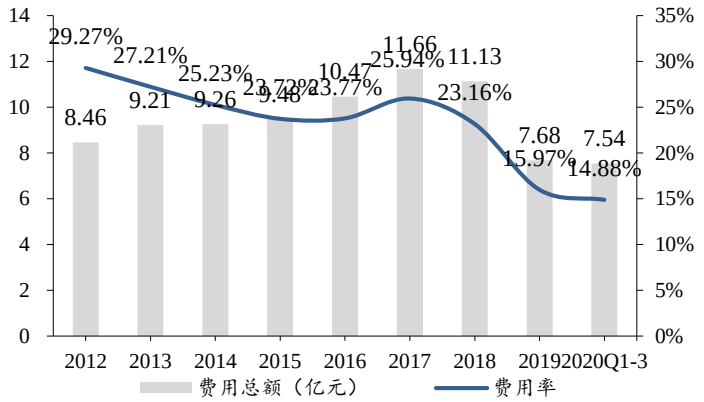
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

海外业务是未来增长重心，待海外疫情恢复后有望重回高增长。受疫情影响，上半年公司海外 EPC 建设、拿单进度均有放缓，菲律宾、赞比亚、博兹瓦纳和尼日利亚出现疫情管制出现阶段性停工。上半年总包 EPC 收入 1.8 亿，同比-29.5%，目前所有海外 EPC 项目均已恢复生产。海外设备销售市场空间大、毛利率高于国内，是公司未来发展的战略重点，今年即使受到疫情影响，上半年签单量同比仍未出现下滑，疫情影响趋缓后有望重回快速增长。

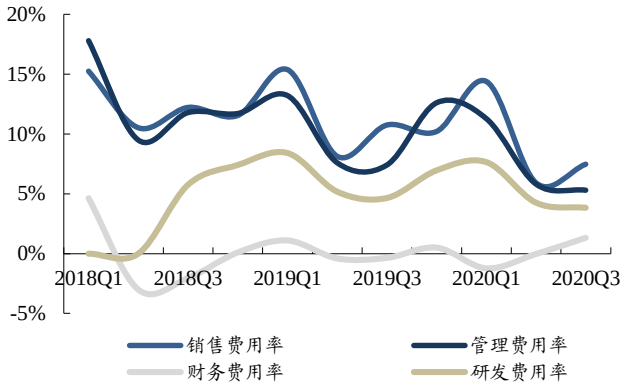
费用控制下期间费用、费用率均下降。公司 2020Q1-3 费用同比下降 6.82%至 7.54 亿元，期间费用率下降 4.37 个百分点至 14.88%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 9.65%、下降 25.70%、上升 0.27%、下降 611.02%至 4.06 亿元、3.31 亿元、2.36 亿元、0.17 亿元；费用率分别下降 2.68、下降 2.11、下降 0.94、上升 0.41 个百分点至 8.01%、6.53%、4.66%、0.34%。Q3 销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-17.07%/-36.52%/-1.67%/-546.71%，费用率分别为 7.47%/5.30%/3.83%/1.32%。

图 10：费用控制下期间费用率大幅下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

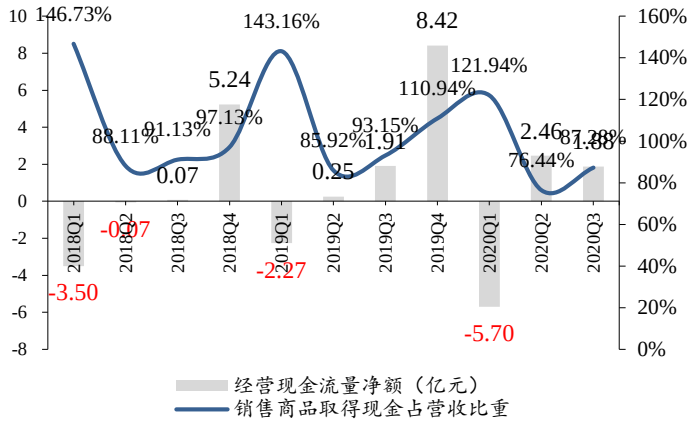
图 11：费用控制下期间费用率大幅下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

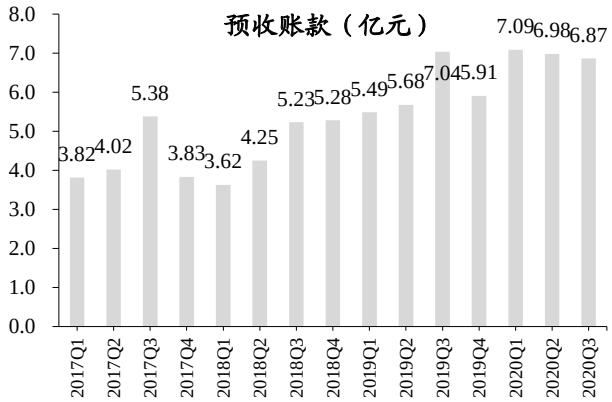
现金流稳健，存货、应收款小幅提升。Q1-3 经营活动现金流量净流出 1.36 亿元，上年同期小幅净流出 0.11 亿。期末预收款项 6.87 亿元，较期初增长 0.96 亿。期末应收账款 32.06 亿元，较期初增长 5.87 亿元，应收账款周转天数下降 32.2 天至 152.37 天。期末存货 18.82 亿元，较期初上升 8.21 亿元；存货周转天数上升 38.68 天至 139.09 天。Q3 经营活动现金流量净额 1.88 亿元，有所强化；存货上升 0.36 亿元至 18.82 亿元；应收账款增加 2.09 亿元至 32.06 亿元。

图 12：现金净流出略有扩大



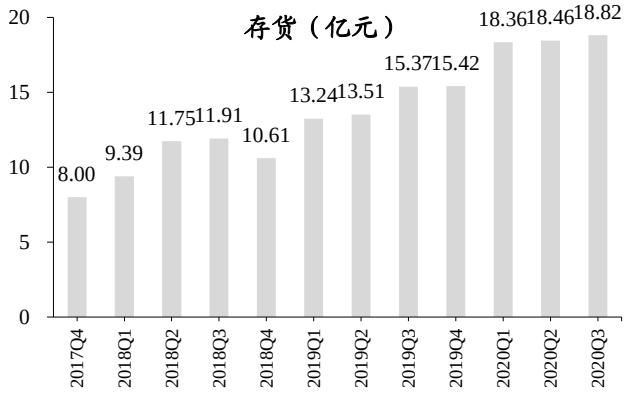
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：现金净流出略有扩大



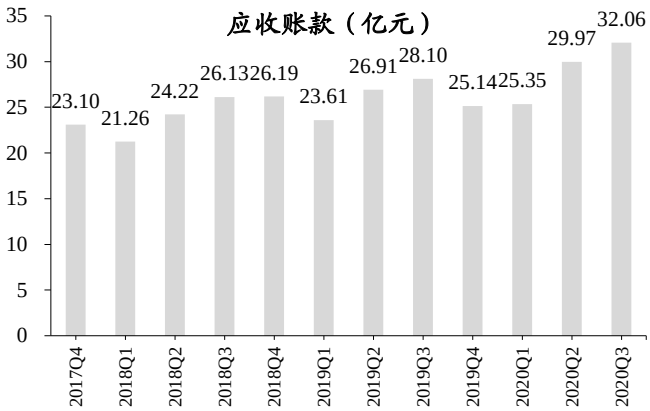
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：存货小幅提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：应收账款小幅提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计公司 2020-22 年归母净利润分别至 11.6 亿、14.2 亿、17.3 亿，同比+108.0%、+22.4%、+21.6%，对应现价 PE 分别 15 倍、13 倍、10 倍，给予目标价 33.7 元，对应 2021 年 18 倍 PE，“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

思源电气三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**6,831**	**10,123**	**10,184**	**13,150**
现金	1,669	2,712	3,161	3,656
应收账款	2,514	4,748	3,716	6,073
存货	1,542	1,531	1,979	2,045
其他流动资产	1,107	1,132	1,328	1,376
非流动资产	**2,014**	**2,133**	**2,190**	**2,243**
长期股权投资	4	2	1	2
固定资产	513	636	696	748
在建工程	20	18	17	15
无形资产	249	248	249	250
其他非流动资产	1,227	1,228	1,228	1,228
资产总计	**8,845**	**12,256**	**12,374**	**15,393**
流动负债	**3,596**	**5,811**	**4,515**	**5,796**
短期借款	25	1,927	51	864
应付账款	1,889	2,031	2,448	2,687
其他流动负债	1,682	1,853	2,016	2,245
非流动负债	**51**	**51**	**51**	**51**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	51	51	51	51
负债合计	**3,647**	**5,862**	**4,565**	**5,847**
少数股东权益	156	192	243	306
归属母公司股东权益	5,042	6,202	7,566	9,240
负债和股东权益	**8,845**	**12,256**	**12,374**	**15,393**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	831	-741	2,474	-206
投资活动现金流	-382	-135	-130	-139
筹资活动现金流	-169	1,919	-1,895	840
现金净增加额	278	1,043	449	495
折旧和摊销	86	84	105	124
资本开支	147	120	59	52
营运资本变动	174	-1,936	968	-2,003

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**6,380**	**7,988**	**9,310**	**10,768**
减:营业成本	4,510	5,325	6,084	6,975
营业税金及附加	35	59	67	73
营业费用	671	751	866	980
管理费用	251	679	773	872
财务费用	8	-17	-39	-79
资产减值损失	-11	0	0	0
加:投资净收益	5	18	19	20
其他收益	4	50	13	17
营业利润	**628**	**1,259**	**1,592**	**1,984**
加:营业外净收支	4	34	26	26
利润总额	**632**	**1,293**	**1,617**	**2,011**
减:所得税费用	56	97	146	221
少数股东损益	18	36	52	63
归属母公司净利润	**558**	**1,160**	**1,420**	**1,727**
EBIT	583	1,276	1,579	1,931
EBITDA	669	1,360	1,684	2,055

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.73	1.53	1.87	2.27
每股净资产(元)	6.63	8.16	9.95	12.15
发行在外股份(百万股)	760	763	763	763
ROIC(%)	10.4%	14.5%	18.8%	17.0%
ROE(%)	11.1%	18.7%	18.8%	18.7%
毛利率(%)	29.3%	33.3%	34.7%	35.2%
销售净利率(%)	8.7%	14.5%	15.3%	16.0%
资产负债率(%)	41.2%	47.8%	36.9%	38.0%
收入增长率(%)	32.7%	25.2%	16.6%	15.7%
净利润增长率(%)	89.2%	108.0%	22.4%	21.6%
P/E	32.15	15.45	12.62	10.38
P/B	3.56	2.89	2.37	1.94
EV/EBITDA	24.20	12.55	8.79	7.39

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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