2020 年 07 月 28 日
公司研究●证券研究报告

思源电气（002028.SZ）

公司快报

上半年盈利大幅改善，Q3 业绩预告高增

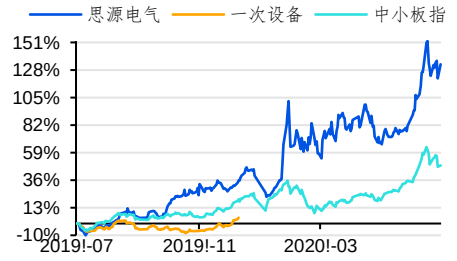
电力设备 | 一次设备 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-07-27)	24.55 元

交易数据

总市值（百万元）	18,663.14
流通市值（百万元）	14,416.59
总股本（百万股）	760.21
流通股本（百万股）	587.23
12 个月价格区间	9.25/26.96 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.69	0.77	80.79
绝对收益	28.2	27.51	129.42

分析师 肖索
SAC 执业证书编号：S0910518007000 4
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

报告联系人 宇文甸
yuwendian@huajinsc.cn

相关报告

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

投资要点

- **事件：**7 月 28 日，公司发布 2020 年中报，报告期内实现营业收入 29.3 亿元，同比增长 21.5%，较业绩快报减少 0.4 亿元；实现归母净利润 4.6 亿元，同比增长 139.8%，与业绩快报一致；毛利率 34%，同比提升 5.0pct；净利率 16.6%，同比提升 8.5pct。根据公告，预计 2020 年 Q1~Q3 净利润 7~9 亿元，同比增长 70.6%~119.3%，Q3 净利润 2.1~4.1 亿元，同比增长 38%~167.6%。
- **国内订单稳步增长，盈利同比大幅提升：**受益于国网投资加速，公司 2020 年上半年国内新增订单 30.48 亿元（不含税），同比增长 8.0%。公司 2020 年上半年开关类、线圈类、无功补偿类、智能设备类、工程总包分别实现营收 13.9 亿元、6.4 亿元、3.9 亿元、2.8 亿元、1.8 亿元，同比分别+39.63%、+18.42%、+39.73%、+11.50%、-29.37%，毛利率分别为 36.04%、37.36%、32.60%、40.49%、12.95%，同比分别+6.79pct、+5.29pct、+13.18pct、-2.99pct、+0.27pct。除了智能设备业务毛利率略降外，电力设备业务整体盈利能力大幅提升。
- **费用管控加强，ROE 高达 8.8%：**公司上半年销售费用、管理费用、研发投入、财务费用分别为 2.5 亿元、0.6 亿元、1.5 亿元、-0.1 亿元，同比分别-4.09%、-18.89%、+1.34%、-475.12%；销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 8.41%、2.17%、5.26%、-0.38%，同比分别下降 2.2pct、1.1pct、1pct、0.5pct。公司进一步加强费用管控，上半年 ROE 高达 8.8%，同比增长 4.7pct。
- **在产品大幅增加，应收控制良好：**截至 6 月底，公司存货 18.5 亿元，较年初增加 16.8%；其中在产品 3.0 亿元，较年初增加 47.2%，主要为下半年待交付产品。公司应收票据及应收账款 34.7 亿元，同比增长 20.6%，略低于营收增速。
- **扩大投资版图，进军配网业务：**根据公告，公司拟分别投资 5000 万元、1.1 亿元设立思合弘配网、如高配网输配电，进军配网自动化和开关设备业务。同时公司拟以自有资金 6000 万元投资芯云科技，完成后预计将持有芯云 10.16%左右的股权。芯云科技由海归集成电路专家汤颢创办，研发团队拥有大数据处理、有线通信、无线通信、多媒体等高端芯片和解决方案成功量产的经验，产品广泛应用于工控、继保、储能、新能源等领域。
- **投资建议：**考虑到公司上半年毛利率提升超预期，上调公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.3 亿元、14.3 亿元、17.4 亿元，对应 PE 分别为 13 倍、11 倍、9 倍，维持“买入-A”投资评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期；海外工程进度不及预期；新业务拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,807	6,380	8,318	10,128	12,103
YoY(%)	6.9	32.7	30.4	21.8	19.5
净利润(百万元)	295	558	1,132	1,425	1,744
YoY(%)	18.2	89.2	103.1	25.8	22.4
毛利率(%)	30.6	29.3	34.5	35.2	35.7
EPS(摊薄/元)	0.39	0.73	1.49	1.87	2.29
ROE(%)	6.2	11.1	19.1	19.3	19.1
P/E(倍)	51.5	27.2	13.4	10.6	8.7
P/B(倍)	3.3	3.0	2.5	2.0	1.7
净利率(%)	6.1	8.7	13.6	14.1	14.4

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)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5601	6831	8247	10440	12297
现金	1298	1669	2327	3503	4822
应收票据及应收账款	2939	3051	3604	4040	4307
预付账款	91	117	155	177	220
存货	1061	1542	1601	2188	2301
其他流动资产	213	453	560	533	647
非流动资产	1978	2014	2122	2186	2252
长期投资	10	4	-4	-11	-18
固定资产	528	513	631	704	777
无形资产	172	249	248	249	250
其他非流动资产	1269	1247	1246	1244	1244
资产总计	7579	8845	10369	12626	14549
流动负债	2842	3596	3998	4827	5020
短期借款	105	25	65	45	55
应付票据及应付账款	1802	2386	2565	3145	3338
其他流动负债	934	1185	1367	1637	1627
非流动负债	**30**	**51**	**39**	**45**	**42**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	51	39	45	42
负债合计	2872	3647	4037	4872	5062
少数股东权益	137	156	234	307	371
股本	760	760	760	760	760
资本公积	62	70	70	70	70
留存收益	3746	4247	5180	6331	7753
归属母公司股东权益	4570	5042	6099	7448	9116
负债和股东权益	7579	8845	10369	12626	14549

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	174	831	879	1406	1536
净利润	294	576	1210	1498	1808
折旧摊销	87	86	84	105	126
财务费用	-33	8	6	-6	-23
投资损失	-30	-5	-24	-21	-20
营运资金变动	-285	174	-395	-169	-355
其他经营现金流	142	-7	-1	-1	-1
投资活动现金流	-379	-382	-167	-147	-171
筹资活动现金流	-57	-169	-53	-84	-46

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	0.39	0.73	1.49	1.87	2.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	1.09	1.16	1.85	2.02
每股净资产(最新摊薄)	6.01	6.63	8.02	9.80	11.99

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4807	6380	8318	10128	12103
营业成本	3336	4510	5447	6567	7780
营业税金及附加	34	35	50	56	67
营业费用	573	671	749	962	1186
管理费用	228	251	283	354	436
研发费用	345	387	499	608	726
财务费用	-33	8	6	-6	-23
资产减值损失	132	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	4	1	1	1
投资净收益	30	5	24	21	20
营业利润	275	628	1311	1609	1953
营业外收入	47	9	36	30	31
营业外支出	5	5	7	5	6
利润总额	317	632	1340	1633	1978
所得税	23	56	130	135	169
税后利润	294	576	1210	1498	1808
少数股东损益	-1	18	78	73	64
归属母公司净利润	295	558	1132	1425	1744
EBITDA	371	669	1366	1654	1982

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	6.9	32.7	30.4	21.8	19.5
营业利润(%)	-0.2	128.0	108.8	22.7	21.4
归属于母公司净利润(%)	18.2	89.2	103.1	25.8	22.4
获利能力					
毛利率(%)	30.6	29.3	34.5	35.2	35.7
净利率(%)	6.1	8.7	13.6	14.1	14.4
ROE(%)	6.2	11.1	19.1	19.3	19.1
ROIC(%)	5.6	10.4	18.7	18.9	18.5
偿债能力					
资产负债率(%)	37.9	41.2	38.9	38.6	34.8
流动比率	2.0	1.9	2.1	2.2	2.4
速动比率	1.5	1.4	1.6	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	1.7	2.1	2.5	2.7	2.9
应付账款周转率	2.0	2.2	2.2	2.3	2.4
估值比率					
P/E	51.5	27.2	13.4	10.6	8.7
P/B	3.3	3.0	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	38.0	20.1	9.4	7.1	5.3

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.huajinsc.cn