

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

买入 (维持)

2022年07月14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

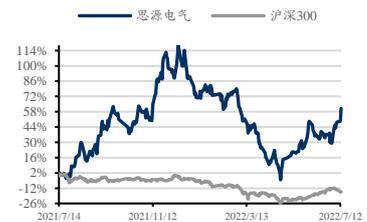
执业证书: S0600121060016
xiezd@dwzq.com.cn

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)	26.93	23.53	19.06	15.57

投资要点

- **2022 Q2 业绩超市场预期，H1 营收同比+13%、归母净利润同比-17%。**思源电气发布 2022 年半年度业绩快报，2022H1 实现营收为 43.45 亿元，同比+13.17%；实现归母净利润 4.73 亿元，同比-16.94%；扣非归母净利润 4.64 亿元，同比-14.51%；2022Q2 营收为 26.06 亿元，同比+28.52%；实现归母净利润 3.21 亿元，同比+10.98%；扣非归母净利润为 3.22 亿元，同比+21.66%。尽管 Q2 公司面临上海疫情导致的生产制造、原材料供应、开票确认收入等方面的困难，5-6 月仍然有序推进复工复产、同时依靠江苏工厂产能接棒，全力保障订单的交付，归母净利润实现超 20% 同比增速，超市场预期。随电网投资稳步增长，我们预计下半年招标好于上半年；公司在手订单充裕，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。利润率水平随规模起量摊薄成本费用、疫情之下电网支持合理范围调价，再叠加公司研发、采购、销售等平台化程度高，利润端有望跟随收入增长。
- **结构上海外 EPC、发电侧弹性依旧大，网内 2022 年电网侧设备投资增长“大年”。**1) 开关类 GIS 设备招标结构性高增，公司份额仍有提升空间，未来向高电压等级及海外迈进，断路器、隔离开关招标同样保持稳健增长；2) 线圈类 AIS 类稳增，变压器方面随常州工厂产能释放，有望增长更快；3) 无功补偿类新能源装机高增&SVG 配比提升+加码工业企业市场，带动无功补偿装置快速增长；4) 智能设备类在发电侧的二次设备快速增长，电网侧继续推动 220kV 二次产品在国网招标的准入工作。
- **海外拓展稳步推进，逐步形成马太效应；疫情管控放开有望带动海外业务释放弹性。**公司在海外本土化布局 10 年+，已经形成“根基市场+多点开花”的格局，我们预计电力设备出海将成为公司未来业绩核心看点之一：1) 海外管控放开有望加快 EPC 进度，2022 年订单仍持续突破、我们预计同比+40% 以上锁定高成长。2) 公司充分发挥齐全的一次设备产品矩阵优势、自主配套率高，且项目管理上更为优秀，有望实现海外销售市占率稳步提升，我们预计 2022-2024 年海外营收 CAGR=30%+。
- **盈利预测与投资评级：**因公司生产经营恢复超市场预期，我们略上调公司 2022-24 年归母净利润分别 13.7 亿元 (+0.4 亿元)、16.9 亿元 (+0.3 亿元)、20.7 亿元 (+0.3 亿元)，同比分别+14%、+23%、+22%，对应现价 (7 月 13 日) PE 分别 24 倍、19 倍、16 倍。2023 年给予公司 23 倍 PE，目标价 50.83 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，原材料涨价超市场预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.10
一年最低/最高价	25.20/57.50
市净率(倍)	3.79
流通 A 股市值(百万元)	24,974.80
总市值(百万元)	32,250.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.11
资产负债率(% ,LF)	35.43
总股本(百万股)	766.04
流通 A 股(百万股)	593.23

相关研究

- 《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
- 《思源电气(002028): 业绩快报符合预期，电力设备民营龙头经营 α 突出》
2022-01-16

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)	26.93	23.53	19.06	15.57
营运资本变动	-1,042	-937	-891	-1,087	P/B(现价)	3.85	3.36	2.91	2.49

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>

