

思源电气 (002028)

23 年业绩预告点评: 双轮驱动稳增长, 业绩基本符合预期

买入 (维持)

2024 年 01 月 22 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

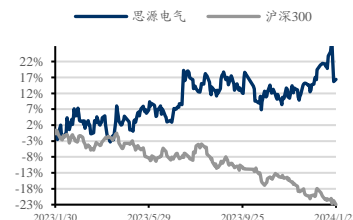
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	10,537	12,451	15,666	19,439
同比	21%	18%	26%	24%
归属母公司净利润 (百万元)	1,220	1,545	2,021	2,527
同比	2%	27%	31%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.58	2.00	2.61	3.27
P/E (现价&最新股本摊薄)	32.14	25.38	19.41	15.52

关键词: #业绩符合预期 #出口导向 #市占率上升

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩预告, 预计实现营收 124.51 亿元, 同比+18%, 实现归母净利润 15.45 亿元, 同比+27%, 实现扣非归母净利润 13.64 亿元, 同比+17%, 归母净利率 12.41%, 同比+0.83pct。其中 Q4 营业收入 38.7 亿元, 同比+9%, 归母净利润 3.97 亿元, 同比-9%, 扣非归母净利润 2.53 亿元, 同比-30%, 归母净利率 10.26%, 同比-2.05pct, 环比-3.41pct, 业绩基本符合市场预期。
- **收入端受短期扰动因素影响略低公司收入目标。** 由于 23Q4 国内工业企业及部分新能源项目延期交付, 我们预计公司国内业务确收节奏有所滞后, 由于公司设备出海以海运为主, 红海局势对公司出海业务略有影响, 主要反映在海外订单运输周期变长, 部分订单暂无法签收确认收入。但我们认为上述影响均为短期扰动, 不改出海及国内需求共振的大逻辑。
- **股权激励费用+商誉减值, 表观利润略承压。** 公司归母净利润略有所承压, 我们认为主要系: 1) 烯晶碳能减值可能会对利润有较大影响, 2) 公司 23 年股权激励费用约 6400+万, 3) 23Q4 计提较多奖金费用。综上因素影响, 23 年我们估计可能会带来近 1 亿以上的负贡献, 则 23 年公司经营性利润则应该会在 17 亿+, 符合市场预期。
- **国内+海外需求共振, 订单利润有望持续稳健增长。** 1) **国内网内,** 国网 24 年持续加大电网投入力度, 我们预计电网投资额+8%, 特高压+主网仍是投资的重点, 思源作为头部一次设备供应商, 网内订单预计将延续 23 年的高增趋势。2) **国内网外,** 新能源大基地建设如火如荼, 截至 23 年底大基地并网约 45GW, 还有约 150GW+缺口, 因此升压站等需求仍然存在, 我们预计国内网外业务也能有稳健增长。3) **海外,** 全球电网建设需求迸发, 我们估计 23 年公司海外新签订单增速超过 50%, 欧洲、中东等区域需求持续性强, 展望 24 年我们预计公司海外订单有望保持高速增长。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到后期股权激励费用和烯晶碳能商誉减值等情况, 我们下调公司 23/24/25 年归母净利润分别为 15.45/20.21 (-1.12)/25.27 (-0.89) 亿元, 同比+27%/31%/25%, 现价对应 PE 分别为 25x、19x、15x。公司是国内民营电力设备龙头, 输变电装备出海马太效应凸显, 给予目标价 73.2 元/股, 对应 24 年 PE 为 28x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期, 海外市场拓展不及预期, 原材料价格大幅上涨, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.72
一年最低/最高价	41.79/56.78
市净率(倍)	3.88
流通 A 股市值(百万元)	30,483.89
总市值(百万元)	39,219.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.06
资产负债率(% ,LF)	39.39
总股本(百万股)	773.25
流通 A 股(百万股)	601.02

相关研究

《思源电气(002028): 季报点评: 业绩略超市场预期, 看好全年高质量增长》

2023-10-23

《思源电气(002028): 2023 年半年报点评: 国内+海外齐头并进, 盈利能力显著修复》

2023-08-20

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,074	13,485	16,814	21,081	营业总收入	10,537	12,451	15,666	19,439
货币资金及交易性金融资产	3,617	2,547	3,117	4,170	营业成本(含金融类)	7,763	9,009	11,295	14,084
经营性应收款项	4,905	5,729	7,454	9,374	税金及附加	72	83	101	126
存货	2,459	3,916	4,630	5,544	销售费用	465	560	674	797
合同资产	827	977	1,229	1,525	管理费用	215	250	298	350
其他流动资产	266	316	384	468	研发费用	673	791	971	1,186
非流动资产	3,637	4,752	5,047	5,304	财务费用	(10)	10	31	40
长期股权投资	2	2	2	3	加:其他收益	115	121	119	132
固定资产及使用权资产	1,246	1,652	1,991	2,278	投资净收益	6	12	16	19
在建工程	151	113	73	47	公允价值变动	(38)	8	(12)	(19)
无形资产	394	395	396	402	减值损失	(101)	(156)	(169)	(182)
商誉	51	697	597	497	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	20	20	20	20	营业利润	1,342	1,733	2,250	2,806
其他非流动资产	1,773	1,873	1,968	2,058	营业外净收支	(11)	(2)	3	3
资产总计	15,711	18,237	21,861	26,384	利润总额	1,331	1,731	2,253	2,810
流动负债	6,016	7,052	8,713	10,780	减:所得税	44	92	113	135
短期借款及一年内到期的非流动负债	123	55	54	49	净利润	1,287	1,639	2,140	2,675
经营性应付款项	4,055	4,628	5,743	7,089	减:少数股东损益	67	94	120	147
合同负债	775	1,081	1,355	1,690	归属母公司净利润	1,220	1,545	2,021	2,527
其他流动负债	1,064	1,288	1,561	1,952	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.58	2.00	2.61	3.27
非流动负债	258	263	265	267	EBIT	1,365	1,758	2,327	2,896
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,504	1,914	2,502	3,090
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.33	27.65	27.90	27.55
租赁负债	14	18	21	22	归母净利率(%)	11.58	12.41	12.90	13.00
其他非流动负债	244	244	244	244	收入增长率(%)	21.18	18.17	25.82	24.08
负债合计	6,275	7,315	8,978	11,047	归母净利润增长率(%)	1.90	26.64	30.74	25.08
归属母公司股东权益	9,171	10,564	12,404	14,712					
少数股东权益	265	359	479	626					
所有者权益合计	9,436	10,923	12,883	15,338					
负债和股东权益	15,711	18,237	21,861	26,384					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,055	502	1,314	1,826	每股净资产(元)	11.91	13.72	16.11	19.11
投资活动现金流	(450)	(1,396)	(572)	(548)	最新发行在外股份(百万股)	773	773	773	773
筹资活动现金流	(88)	(219)	(181)	(226)	ROIC(%)	14.47	16.19	18.46	19.44
现金净增加额	546	(1,112)	561	1,052	ROE-摊薄(%)	13.31	14.63	16.29	17.18
折旧和摊销	139	156	175	194	资产负债率(%)	39.94	40.11	41.07	41.87
资本开支	(443)	(1,273)	(472)	(457)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.14	25.38	19.41	15.52
营运资本变动	(434)	(1,609)	(1,370)	(1,531)	P/B(现价)	4.26	3.70	3.15	2.65

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>