

审慎推荐-A (维持)

思源电气 002028.SZ

目标估值: 14-15.5 元

当前股价: 11.27 元

2019 年 10 月 27 日

经营创新高, 三大业务推动未来增长

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	76021
已上市流通股(万股)	58723
总市值(亿元)	86
流通市值(亿元)	66
每股净资产(MRQ)	6.5
ROE(TTM)	9.5
资产负债率	37.4%
主要股东	董增平
主要股东持股比例	17.29%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《思源电气(002028)——半年报业绩快速增长, 再获国网大单》2019-08-12
- 2、《思源电气(002028)——交付进度影响收入表现, 三季度或迎来业绩拐点》2018-08-22
- 3、《思源电气(002028)——参股设立上海集岑, 聚焦投资集成电路与专用芯片设计》2018-06-25

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

研究助理

普绍增

pushaozeng@cmschina.com.cn

公司发布 2019 年三季报: 前三季度收入、归上利润、扣非后净利润分别为 42、4.1、3.7 亿元, 分别同比增长 37.3%、71%、103%。其中, Q3 收入、归上利润、扣非利润分别同比增 37%、108%、140%, 前三季度利均创历史新高。公司开关、互感器、电抗器等业务已有领先竞争力, 目前重点产品方向可能是变压器、电力保护自动化系统; 同时, 随着公司产品面更宽, 加上在海外布局与积累, 海外 EPC 业务竞争力更强并已初见成效。短期看, 公司在手订单充裕, 毛利率与盈利能力有望继续, 中期看, 变压器、电力软件、海外 EPC 有望推动未来增长, 公司资产负债表也比较健康, 维持“审慎推荐”评级, 调整目标价为 14-15.5 元。

- **经营创历史新高, 盈利质量高。**公司前三季度收入、扣非利润分别为 42、3.7 亿元, 分别同比增 37.3%、103%。Q3 收入、扣非利润分别为 17.9、1.9 亿元, 分别同比增长 37%、140%, 前三季度收入、利润均创历史新高, 显著超市场预期。前三季度综合毛利率 29.8%, 较上年同期降 1.3 个百分点, 与去年较低价的项目交付有关, Q3 毛利率 30.43%, 同环比均已在提升, 后续有望继续恢复。公司前三季度销售、管理费用总规模保持稳定, 收入增长带来费用率摊薄较显著。公司销售商品获取现金与收入始终维持在 90% 以上, 前三季度赊销比下降近 20 个百分点, Q3 经营净现金大幅回升, 三季度预收款达 7 亿元, 同比增长近 40%, 采购支出增长超 30%, 经营态势好。
- **分项业务分析与展望。**公司 EPC、电力线圈产品、开关增长较明显。国内输配电投资 2013 年之后总量持平, 公司的增长主要依靠市占率提升; 同时, 近几年公司海外贡献在加大。公司开关、互感器、电抗器已挺进业内前三, 产品端的投入与机会主要是变压器、保护自动化, 变压器是电力装备中产值最大的子领域, 公司 2018 年并购常州东芝加速该业务发展; 公司保护自动化软件近几年稳定在 4 亿多收入规模, 未来有望中速以上增长。公司较早布局海外 EPC 业务, 欧洲、非洲市场储备较久, 2018 年通过英国电网资质审查, 公司海外订单占比超 20%, 随着公司自身产品门类拓宽, 公司解决方案能力在提升, 在 EPC 业务上的竞争力会继续增强。
- **投资建议:** 公司订单充裕, 未来几个季度毛利率将继续提升; 中期看, 有望通过变压器、电力软件、海外 EPC 发展而上新的台阶。公司资产负债表健康, 综合竞争力较强, 维持“审慎推荐-A”投资评级, 调整目标价为 14-15.5 元。
- **风险提示:** 订单交付不及预期, 变压器等新业务发展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	4495	4807	6651	8618	11013
同比增长	2%	7%	38%	30%	28%
营业利润(百万元)	276	275	623	863	1179
同比增长	-35%	-0%	126%	39%	37%
净利润(百万元)	249	295	588	799	1074
同比增长	-29%	18%	99%	36%	34%
每股收益(元)	0.33	0.39	0.77	1.05	1.41
PE	34.4	29.1	14.6	10.7	8.0
PB	2.0	1.9	1.7	1.5	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1. 三季度简析.....	3
2. 未来有望通过变压器、电力软件、海外 EPC 上新台阶.....	5
3. 积极培育新业务、新产业.....	5
4. 结论与建议.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图 1: 思源电气历史 PE Band.....	6
图 2: 思源电气历史 PB Band.....	6
表 1: 公司业绩摘要 (单位, 百万元).....	3
表 2: 公司分项业务情况 (单位, 百万元/%).....	4
表 3: 公司收入质量分析.....	4
表 5: 公司经营性指标分析.....	4
表 6: 海外业务分析.....	5
表 7: 公司部分海外业务.....	5
表 8: 思源电气历史收购、设立公司梳理.....	6
附: 财务预测表.....	7

1. 三季度简析

公司业绩创历史新高。公司前三季度收入、归上净利润、扣非利润分别为 42、4.1、3.7 亿元，分别同比增 37.3%、71%、103%。Q3 公司收入、归上利润、扣非利润分别为 17.9、2.2、1.9 亿元，分别同比增长 37%、108%、140%。今年前三季度、单 Q3，公司的收入、利润均创历史新高，超预期。

盈利情况分析。公司前三季度综合毛利率 29.8%，较上年同期降 1.3 个百分点，与去年较低价的项目交付有关，后续将会回升（公司单 Q3 毛利率 30.43%，同、环比均已经开始提升）。

公司销售、管理费用规模保持稳定，收入增长带来费用率摊薄较显著；此外，估算前三季度公司薪酬总额增长 7%（此外公司今年 Q2 刚完成股权期权激励）。

公司销售商品获取现金与收入比一直在 90% 上水平，前三季度赊销比下降近 20 个百分点，Q3 经营净现金大幅回升，三季度预收款达 7 亿元，同比增长近 40%，采购支出增长超 30%，经营态势好。

表 1：公司业绩摘要（单位，百万元）

	2018Q1-3	2019Q1-3	同比 (%)	2018Q3	2019Q3	同比 (%)
营业收入	3,061.3	4,203.3	37.3	1569.49	1791.49	36.76
销售税金	(17.1)	(20.7)	20.4	(7.93)	(8.15)	26.09
营业成本	(2,110.3)	(2,951.8)	39.9	(1111.26)	(1246.39)	36.43
毛利润	933.9	1,230.8	31.8	450.30	536.94	37.70
销售费用	(371.5)	(449.4)	21.0	(127.54)	(192.38)	20.29
管理费用	(153.0)	(127.7)	(16.6)	(37.88)	(49.32)	(37.60)
研发费用	(216.0)	(235.5)	9.0	(81.35)	(83.33)	10.48
经营利润	409.4	653.7	59.7	284.88	295.24	95.56
资产减值损	(39.9)	(11.5)	(71.1)	(44.21)	(2.38)	(86.77)
公允价值变	0.0	(0.0)		(0.02)	(0.01)	
财务费用	34.9	3.3	(90.5)	6.28	6.32	(76.35)
投资收益	18.8	(0.8)		(1.94)	0.68	(93.09)
营业外收入	40.7	26.8	(34.3)	10.46	14.63	(26.58)
营业外支出	(3.1)	(2.9)	(7.4)	(0.87)	(0.95)	946.96
利润总额	267.1	481.6	80.3	194.39	256.33	118.79
所得税	(24.4)	(60.1)	146.6	(19.66)	(30.92)	114.31
税后净利润	242.8	421.5	73.6	174.73	225.41	119.42
少数股东权	(3.1)	(11.2)	264.9	(2.69)	(7.35)	(416.23)
归上净利润	239.7	410.3	71.2	172.04	218.07	107.58
扣非净利润	183.3	372.5	103.3	163.45	191.03	140.36
主要比率 (%)			百分点变动			百分点变动
毛利率	31.1	29.8	(1.3)	29.20	30.43	0.17
销售费用率	12.1	10.7	(1.4)	8.13	10.74	(1.47)
管理费用率	5.0	3.0	(2.0)	2.41	2.75	(3.28)
研发费用率	7.1	5.6	(1.5)	5.18	4.65	(1.11)
财务费用率	(1.1)	(0.1)	1.1	(0.40)	(0.35)	1.69
经营利润率	13.4	15.6	2.2	18.15	16.48	4.96
税后净利率	7.9	10.0	2.1	11.13	12.58	4.74
所得税率	9.1	12.5	3.4	10.11	12.06	(0.25)

资料来源：公司数据，招商证券

表 2: 公司分项业务情况 (单位, 百万元/%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1	同比 (%)
主营业务	3,671	3,997	4,404	4,495	4,807	1,751	2,412	37.7
高压开关	1,549	1,910	2,191	2,145	2,084	846	993	17.4
线圈类产品	841	762	740	821	966	314	543	73.3
无功补偿类	851	845	850	732	828	292	277	(5.2)
工程总包					289	49	259	425.5
其他主营业务	407	459	574	796	591	300	340	13.3
其他业务	24	22	49		49			
								百分点变动
产品综合毛利率(%)	37.3	33.7	35.3	32.4	30.6	31.7	29.3	(2.4)
高压开关	33.8	31.4	33.9	32.1	30.0	27.6	29.3	1.7
线圈类产品	53.0	47.1	35.0	34.5	35.0	34.1	32.1	(2.1)
无功补偿类	37.6	33.7	37.7	33.6	24.8	23.7	19.4	(4.3)
工程总包					23.7		12.7	
其他主营业务	49.9	43.2	36.0	30.0	37.3	48.4	45.6	(2.8)
其他业务	16.3	12.6	51.7		25.6			

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 3: 公司收入质量分析

	2015	2016	2017	2018	2018Q1-3	2019Q1-3
赊销比 (%)	53.8	57.2	57.2	61.1	92.1	72.6
存货营收占比 (%)	22.9	18.8	17.8	22.1	38.9	36.6
商品劳务获现金营收比例 (%)	105.6	96.0	112.0	99.3	100.5	100.5
经营现金流税后净利润比 (%)	124.8	42.3	175.1	59.3	(144)	(2.4)

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 5: 公司经营指标分析

	2015	2016	2017	2018	2018Q1-3	2019Q1-3	同比 (%)
预付款 (百万)	31.6	46.7	64.8	90.9	154.2	160.9	4.4
预收款 (百万)	349.7	332.7	383.1	528.0	523.1	703.7	34.5
存货 (百万)	917.2	826.1	800.1	1,060.8	1,191.1	1,537.4	29.1
购买商品支付现金 (百万)	1,779.2	1,872.9	2,294.5	2,588.5	2,151	2,738	27
调整后的购买支出 (百万)	1,852.2	2,089.5	2,623.2	2,481.7	2,234	2,926	31
人均薪酬 (万元/人)	12.5	13.0	14.1	15.0	9.28	9.43	1.5
企业所得税 (百万元)	56.3	72.8	21.5	23.4	24.37	60.1	147

资料来源: 公司数据, 招商证券

2. 未来有望通过变压器、电力软件、海外 EPC 上新台阶

公司过去的增长主要是市占率的提升。2013 年之后，国内电力输配电行业的总投资基本，公司的增长主要是产品市占率不断提升形成，特别是开关类产品、线圈类产品，市占率不断提升，目前，公司开关、互感器、电抗器已挺进业内前三。

2019 年前三季度，公司 EPC、电力线圈产品增长较明显，开关业务也有所增长。同时，公司海外贡献在加大。

未来产品的突破可能是变压器、电力软件。电力变压器是电力装备中单一产值最大的子领域，公司 2018 年并购常州东芝，东芝变压器有较好的市场认可度特别在海外市场，并购常州东芝后，预计公司将加速该业务发展。

公司保护自动化软件业务主要在思源弘瑞子公司，近几年弘瑞收入稳定在 4 亿多规模，未来有望中速以上增长。

海外 EPC 业务有望延续快速增长。公司较早布局海外市场，欧洲、非洲市场投入较久，2018 年，公司已通过英国电网资质审查。

目前，公司海外订单占比超 20%，随着公司开关、变压器、线圈等主要门类产品自供能力的实现，公司一体化解决方案能力会显著增强。

表 6：海外业务分析

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业总收入（百万元）	3,671	3,997	4,404	4,495	4,807	2,412
海外营业收入（百万元）	136	262	413	617	840	472
海外收入占比（%）	3.70	6.55	9.37	13.73	17.47	19.57
海外业务毛利率（%）	19.43	30.37	44.86	38.76	34.10	16.39

资料来源：公司数据，招商证券

表 7：公司部分海外业务

年份	地区	业务
2014	巴西世界杯	贝拉里奥体育场变电站建设
2014	俄罗斯	圣彼得堡亚尼诺 2 号变电站、亚罗斯拉夫市燃气电站
2015	巴基斯坦机场	变电站（国外首个总包工程）
2016	墨西哥	墨西哥 CFE-1701 CHIMALPA 420kV GIS 项目
2016	肯尼亚	肯尼亚东西输电项目
2018	加纳	加纳 330kV 变电站项目
2018	英国电网	54 台油浸倒立式电流互感器（LVB）

资料来源：公司资料、招商证券

3. 积极培育新业务、新产业

加快培育新业务。公司资产负债表较强，负债率 37.4%，带息负债几千万元，预计年底在手净现金将超过 15 亿元（不考虑可供出售金融资产），近几年，公司也在围绕主业加强新业务培育。

目前超级电容器在乘用车上的应用方面取得了一定进展，公司在瑞士设立的全资子公司 SECH SA 已获取国际知名汽车电子零部件公司的超级电容供应商定点通知。控股子公司梯米公司开发完成的刹车能量回收超容模组控制器已实现规模出货；为乘用车客户开

发的超级电容启停模组正在进行供应商准入及开发验证，预计 2019 年下半年正式进入车厂要求的产品验证阶段。

此外，公司以自有资金 10 亿元间接投资 ISSI 存储器公司，目前该部分股权将注入北京君正，未来可能带来较大的投资收益。

表 8：思源电气历史收购、设立公司梳理

公司名称	时间	形式	金额 (万元)	思源持股 (%)	产品
驹电电气	2016.1.2	合资设	4000	60	电力设备检测产品及
常州高压	2017.8.2	独资设	25000	100	封闭组合开关产品
烯晶碳能	2017.12.	增资	3000	10	超级电容器
稗米汽车科技	2018.1.2	合资设	1650	55	汽车电子
常州东芝	2018.3.2	收购	18834.75	90	电力变压器
上海整流器厂	2018.4.2	收购	6612	100	整流器
上海集岑	2018.6.2	合资设	100000	75.64	集成电路及专用芯片

资料来源：公司公告、招商证券

4、结论与建议

投资建议：公司订单充裕，且未来几个季度毛利率会不断提升；

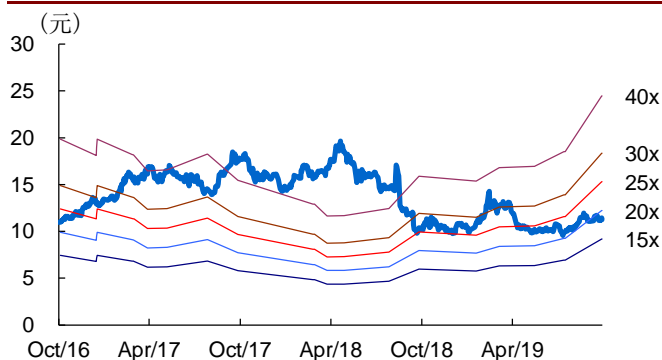
中期看，公司有望显著提升变压器、电力软件、海外 EPC 的市占率。

公司资产负债表健康，综合竞争力较强，维持“审慎推荐-A”投资评级，调整目标价为 14-15.5 元。

风险提示

- 1、**订单交付不及预期风险：**公司新签在手订单多，但有交付不及预期风险。
- 2、**变压器等新业务不及预期：**公司通过并购常州东芝发展变压器等业务，目前主要面向海外市场，可能有不及预期风险。
- 3、

图 1：思源电气历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：思源电气历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5734	5601	7388	9549	12162
现金	1448	1298	1509	1944	2463
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	261	320	443	574	734
应收款项	2310	2619	3527	4571	5841
其它应收款	131	151	210	272	347
存货	800	1061	1487	1915	2429
其他	784	152	212	274	348
非流动资产	1056	1978	2002	1983	1956
长期股权投资	31	10	61	61	61
固定资产	541	528	547	533	517
无形资产	189	172	155	139	125
其他	296	1269	1239	1251	1253
资产总计	6790	7579	9390	11532	14117
流动负债	2241	2842	4056	5419	6975
短期借款	0	105	398	824	1242
应付账款	1163	1431	2008	2585	3279
预收账款	383	528	741	954	1210
其他	695	778	910	1056	1244
长期负债	38	30	72	111	141
长期借款	0	0	42	80	111
其他	38	30	30	30	30
负债合计	2280	2872	4128	5529	7116
股本	760	760	760	760	760
资本公积金	76	63	63	63	63
留存收益	3528	3746	4309	5057	6063
少数股东权益	146	137	129	122	115
归属于母公司所有者权益	4364	4570	5132	5881	6886
负债及权益合计	6790	7579	9390	11532	14117

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	486	174	4	63	178
净利润	249	295	588	799	1074
折旧摊销	86	87	92	87	84
财务费用	35	(28)	(14)	(12)	(3)
投资收益	(24)	(30)	(7)	(20)	(19)
营运资金变动	138	(235)	(680)	(818)	(990)
其它	1	86	24	27	32
投资活动现金流	(341)	(379)	(122)	(74)	(60)
资本支出	(52)	(59)	(65)	(68)	(56)
其他投资	(289)	(320)	(57)	(5)	(4)
筹资活动现金流	(98)	(57)	329	446	402
借款变动	(49)	(78)	334	464	448
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	(7)	(13)	0	0	0
股利分配	(30)	(21)	(25)	(51)	(69)
其他	(13)	55	20	32	22
现金净增加额	46	(263)	211	435	519

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4495	4807	6651	8618	11013
营业成本	3039	3336	4680	6027	7644
营业税金及附加	39	34	48	62	79
营业费用	580	573	722	931	1156
管理费用	553	228	226	293	374
研发费用	0	345	338	435	552
财务费用	33	(33)	(14)	(12)	(3)
资产减值损失	53	132	35	40	50
公允价值变动	(0)	0	0	0	0
投资收益	24	30	7	20	19
营业利润	276	275	623	863	1179
营业外收入	26	47	48	46	42
营业外支出	3	5	5	5	5
利润总额	299	317	665	903	1215
所得税	21	23	79	106	144
净利润	277	294	586	797	1072
少数股东损益	28	(1)	(1)	(2)	(2)
归属于母公司净	249	295	588	799	1074

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	2%	7%	38%	30%	28%
营业利润	-35%	-0%	126%	39%	37%
净利润	-29%	18%	99%	36%	34%
获利能力					
毛利率	32.4%	30.6%	29.6%	30.1%	30.6%
净利率	5.5%	6.1%	8.8%	9.3%	9.8%
ROE	5.7%	6.4%	11.5%	13.6%	15.6%
ROIC	6.3%	4.6%	9.4%	10.8%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	33.6%	37.9%	44.0%	47.9%	50.4%
净负债比率	0.0%	1.4%	4.7%	7.8%	9.6%
流动比率	2.6	2.0	1.8	1.8	1.7
速动比率	2.2	1.6	1.5	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.7	3.6	3.7	3.5	3.5
应收帐款周转率	2.0	2.0	2.2	2.1	2.1
应付帐款周转率	2.8	2.6	2.7	2.6	2.6
每股资料 (元)					
EPS	0.33	0.39	0.77	1.05	1.41
每股经营现金	0.64	0.23	0.00	0.08	0.23
每股净资产	5.74	6.01	6.75	7.74	9.06
每股股利	0.03	0.03	0.07	0.09	0.12
估值比率					
PE	34.4	29.1	14.6	10.7	8.0
PB	2.0	1.9	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	21.5	25.9	11.7	8.8	6.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。