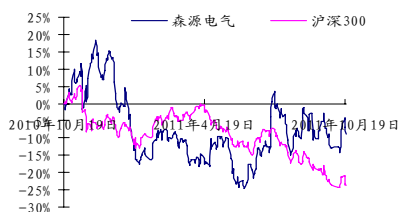


投资品 - 电气设备

2011 年 10 月 20 日

市场数据	2011 年 10 月 19 日
当前价格(元)	20.25
52 周价格区间(元)	17.45-53.00
总市值(百万)	3483.00
流通市值(百万)	983.78
总股本(百万股)	172.00
流通股(百万股)	48.58
日均成交额(百万)	23.20
近一月换手(%)	23.30%
第一大股东	河南森源集团有限公司
公司网址	http://www.hnsyec.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
森源电气	-3.57%	-11.96%	-2.44%
沪深 300	-3.59%	-16.54%	-23.48%

颜彪

执业证书号: S1030510120004

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

SAPF 继续放量, 市场拓展成效显著

—森源电气(002358)2011年3季报点评

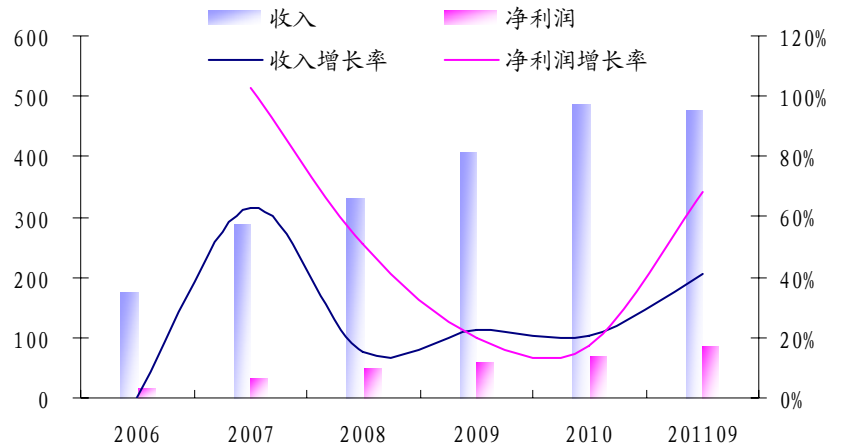
评级: 买入(上调)

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	488.92	684.86	916.84	1173.28
收入同比(%)	20.30%	40.08%	33.87%	27.97%
归属母公司净利润	70.68	119.44	176.18	233.39
净利润同比(%)	17.17%	68.99%	47.50%	32.48%
毛利率(%)	32.7%	33.6%	35.4%	35.9%
ROE(%)	8.1%	12.4%	15.4%	17.0%
每股收益(元)	0.41	0.69	1.02	1.36
P/E	49.28	29.16	19.77	14.92

资料来源: 世纪证券研究所

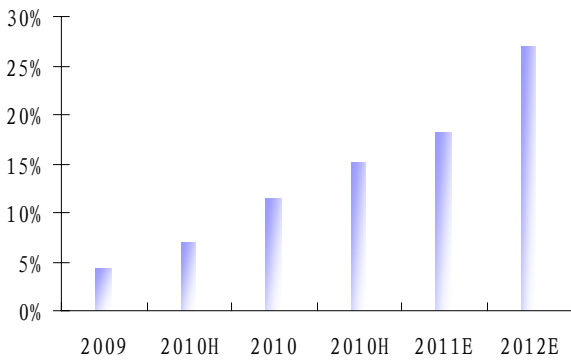
- **业绩增长超预期。**2011 年 1-9 月公司实现营收 4.79 亿元, 同比增长 41.23%; 实现净利润 8676.8 万元, 同比增长 68.15%, 实现 EPS0.50 元。其中第三季度继续延续上半年高增长的趋势, 实现营收 2 亿元, 同比增长 60.06%; 实现净利润 3705.7 万元, 同比增长 76.50%。业绩增长超市场预期。
- **SAPF 继续放量提升盈利能力。**以 SAPF 为主的电能质量产品占收入比重不断提升, 从去年中期的 8.41% 提升到 11 年中期的 15.06%。随着节能减排的推进, 公司凭借强大的技术实力和市场推广, SAPF 将继续发力, 将成为公司未来盈利的主要来源。我们预计 SAPF 全年收入可突破 1 亿元, 毛利率维持在 50% 以上, 募投项目达产后, 受益规模经济, 毛利率预期将继续提升。
- **市场拓展成效显著。**为了开拓有源滤波产品的应用, 公司在巩固华中市场的同时, 在华北、西北市场大力开拓, 在新能源汽车充电站、工矿企业等领域取得迅速发展。与此相对应, 公司销售费用率从 2009 年的 2.61% 提升到 2011 年 3 季度的 4.47%, 销售费用的增速远超收入的增速, 也带来有源滤波产品的爆发增长。
- **盈利能力提升仍有较大空间。**2011 年 3 季度净利率为 18.12%, 达到历史最高水平, 但我们认为还有进一步提升的空间。一是 SAPF 继续放量带来收入结构的改变和收入的持续高增长; 二是期间费用率的显著下降; 三是规模经济带来成本结构的显著优化。
- **盈利预测及评级:** 我们上调 2011-2013 年 EPS 分别为 0.69、1.02 和 1.36 元, 考虑到公司有源滤波的快速增长以及传统产品的稳定增长, 业绩超预期可能性较大, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 有源滤波拓展未达预期; 竞争加剧导致毛利率下降。

Figure 1 收入、净利润及其增速 (单位: 百万元)



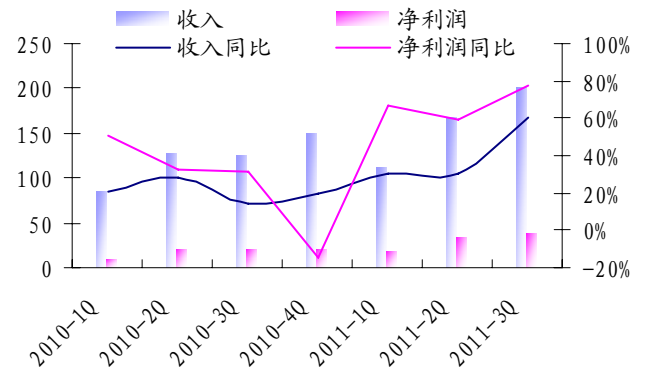
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 电能质量治理装置收入占比预测 (单位: 百万元)



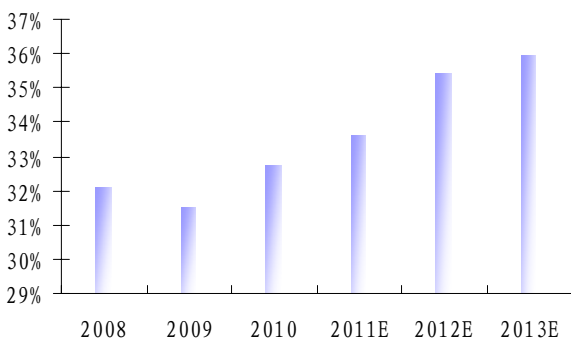
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 分季度收入、净利润及其增速 (单位: 百万元)



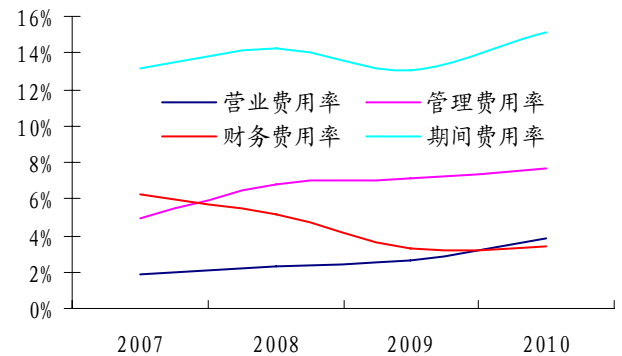
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 4 毛利率趋势及预测



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 5 期间费用变化趋势



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 6 三大报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1111	1314	1377	1563	<b>营业收入</b>	489	685	917	1173
现金	703	778	700	700	营业成本	329	455	592	752
应收账款	180	260	348	446	营业税金及附加	3	4	5	6
其他应收款	11	16	21	27	营业费用	19	26	32	41
预付账款	126	136	148	188	管理费用	38	48	64	82
存货	87	120	157	199	财务费用	16	11	15	16
其他流动资产	3	3	3	4	资产减值损失	4	5	5	5
<b>非流动资产</b>	101	166	355	436	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	74	129	298	395	<b>营业利润</b>	80	137	203	271
无形资产	23	23	23	23	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	3	13	33	18	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1212	1480	1732	1999	<b>利润总额</b>	83	141	207	275
<b>流动负债</b>	331	505	581	615	所得税	13	21	31	41
短期借款	253	403	450	452	<b>净利润</b>	71	119	176	233
应付账款	49	68	89	113	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	28	34	42	51	<b>归属母公司净利润</b>	71	119	176	233
<b>非流动负债</b>	10	10	10	10	EBITDA	103	153	230	306
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.82	0.69	1.02	1.36
其他非流动负债	10	10	10	10					
<b>负债合计</b>	341	515	591	625	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	86	172	172	172	<b>成长能力</b>				
资本公积	549	489	489	489	营业收入	20.3%	40.1%	33.9%	28.0%
留存收益	236	304	480	714	营业利润	15.3%	71.5%	48.8%	33.1%
归属母公司股东权益	871	965	1141	1374	归属于母公司净利润	17.2%	69.0%	47.5%	32.5%
<b>负债和股东权益</b>	1212	1480	1732	1999	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	32.7%	33.6%	35.4%	35.9%
					净利率(%)	14.5%	17.4%	19.2%	19.9%
					ROE(%)	8.1%	12.4%	15.4%	17.0%
					ROIC(%)	19.1%	21.1%	20.7%	21.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	28.1%	34.8%	34.1%	31.3%
					净负债比率(%)	74.31%	78.14%	76.17%	72.26%
					流动比率	3.36	2.60	2.37	2.54
					速动比率	3.09	2.36	2.10	2.22
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.58	0.51	0.57	0.63
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	6.13	7.74	7.54	7.46
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.69	1.02	1.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.19	0.52	0.67
					每股净资产(最新摊薄)	5.07	5.61	6.63	7.99
					<b>估值比率</b>				
					P/E	49.28	29.16	19.77	14.92
					P/B	4.00	3.61	3.05	2.53
					EV/EBITDA	29	20	13	10

数据来源：世纪证券研究所

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。我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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.