

电力设备及新能源

森源电气 (002358)

首次

报告原因：

配网业务有望持续加力，有源滤波进入市场启动期

增持

2012年3月28日

公司研究/一般报告

市场数据：2012年3月28日

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本/流通股本(亿股) | 1.72/0.49 |
| 收盘价(元) | 23.2 |
| 流通市值(亿元) | 11.37 |

基础数据：2011年12月31日

| | |
|------------|--------|
| 资产负债率 | 33.54% |
| 毛利率 | 33.15% |
| 净资产收益率(摊薄) | 13.38% |

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

请务必阅读正文之后的特别声明部分

投资要点：

● **业绩超出市场预期，一季度延续了高增长。**2011年实现营业收入7.1亿元，同比增长45%；归属于母公司的净利润1.3亿元，同比增长84.72%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.16亿元，同比增长71.74%。公司利润增速高于收入增速，主要由于毛利率提升和管理费用率降低。同时公司公告1季度预期净利润，预计同比增长50%-70%，延续了高增长。

● **配网业务有望持续加力。**公司主要生产中、低压开关成套设备，断路器元件及其配件，中压户内隔离开关，属于配电网领域，配电网业务占公司收入比例81.37%，同比增长33.87%。公司配网产品超过50%来自于工矿企业，电网不到50%。公司配网业务高增长的主要原因：一方面由于农配网改造高增长；另一方面公司加大其他区域的营销力度，包括西北、华东、东北等地区的力度，扩大的销售区域。此外，公司收购了华盛隆源56.67%股权，完善了公司产品并拓展了南方电网的销售渠道，这也成为未来业绩增长的动力。公司业务受益于农网改造，在农网改造方面，国家电网2011年将接受中央120亿元财政拨款，同时配套480亿元资金，全年共计向农网改造投入600亿元，实际投资可能还高于这个数据。国家电网公司农电部日前表示，“十二五”期间，公司计划投资4600多亿元，据此测算年均900多亿元集中解决农村电网薄弱问题，按照2011年仅投资600亿的话，未来的投资力度会进一步加大，简单测算还有50%的上升空间，我们认为配网2012年仍维持30%以上的高增长。我们认为，在农网及配网投资力度加大及公司不断扩大销售区域的双重作用下公司配网业务仍有望高增长。

● **有源滤波进入市场启动期，有望高增长。**公司新开拓的业务是有源滤波业务，2011年实现收入1.32亿元，同比增长135.71%。我们分析了有源滤波的下游应用领域，主要有变频设备的应用场合、电气化铁路、电动汽车充电站、不稳定负荷的应用场合、钢铁厂、有色冶金、港口机械、高精度自动化生产线、办公大楼、大型商业区等节能灯和空调集中场所，详细见1。目前看有源滤波下游市场均逐步启动，节能减排的推广变频器在国内大规模应用；国网调高电动汽车充电站“十二五”期间的规划，国家电网公司在未来五年新建电动汽车充换电站2900多座和充电桩54万个；我国总里程及人均里程远低于发达国家水平，短期受到一定的负面影响，中长期电气化铁路投资规划不变；随着对电能质量的要求提高，其他领域有源滤波的应用规模也逐步增大。公司有源滤波市场目前还主要来自于工矿企业，但其他领域也有涉及，公司推出了电能综合治理装置，为工矿企业提供综合的电能质量管理，增加了产品附加值，提升了销售单价。我们认为公司新产品有源滤波进入市场启动期，增长迅速，预计有望维持50%左右的增速。而有源滤波产品毛利率水平较高，对利润增速的贡献更加可观。

● **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 1.07、1.49 对应市盈率分别为 22 倍、16 倍。公司配网业务受益于农配网改造以及业务区域的拓展仍有望保持高增长，新业务有源滤波市场逐步启动，公司是国内行业的龙头有望充分受益，综合考虑给予“增持”的投资评级。

● **投资风险。**配网领域行业竞争激烈毛利率下滑；有源滤波市场低于预期。

表：有源滤波应用场合

| 应用场合 | 备注 |
|-----------------------|---|
| 变频设备的应用场合 | 随着技术的进步，变频设备大量应用于各类场合，变频设备会产生大量的谐波，因此，这类场合是有源滤波器主要的目标市场之一 |
| 电气化铁路 | 电气化铁路一般使用直流电机拖动，因此是一个市政方面的主要谐波源。根据现有上海、北京等地电气化铁路的运行情况，大多数系统都安装了滤波器。预计本产品可以达到电气铁路滤波器国产化的作用。 |
| 电动汽车充电站 | 给电动汽车充电装置（大型的整流装置）… 谐波危害：谐干扰了充电设备的正常工作、严重污染了供电系统和网络… 谐波治理后的益处：保证了充电设备的正常工作、净化了供电系统和网络、提高了电能质量、并带来了很好的社会效益… |
| 不稳定负荷的应用场合 | 不稳定负荷不是有源滤波器的主要市场，但它是电力系统一个极其重要的方面，因为不稳定的负荷虽然所占比例不大，但是它们对电力系统产生的影响却远远大于其它负荷所造成的影响，因此对于该类应用场合也应作为有源滤波器的主要市场方向之一。 |
| 钢铁厂 | 钢铁厂的电弧炉、轧钢机等是主要的谐波发生设备，且主要是冲击性负荷，对钢铁厂附近的其它负荷有很大影响。同时，谐波问题对钢铁厂无功补偿的影响很大，所以应以无功补偿和谐波治理同时处理作为目标。 |
| 有色冶金 | 有色冶金的负荷除电弧炉性质的负荷外，还由于采用直流湿法冶金而产生大量的直流成分。 |
| 港口机械 | 港机是大型的提升设备，一般都采用很大的变频器，因此是港口机械主要的谐波发生源，因此对于该类应用场合也应作为有源滤波器的市场方向之一。 |
| 高精度自动化生产线 | 高精度自动化生产线本身不产生谐波，但是对于电能质量有很高的要求，因此需要在高精度自动化生产线的供电侧安装有源滤波器，以降低谐波对生产线的影响 |
| 办公大楼、大型商业区等节能灯和空调集中场所 | 办公大楼、大型商业区等节能灯和空调集中场所的谐波情况也非常严重，治理方法宜采用集中治理方法，以节省成本。 |

资料来源：山西证券

表 1：盈利预测假设

| | 2010 年报 | 2011 年报 | 2011E | 2012E |
|--|---------|---------|-------|-------|
|--|---------|---------|-------|-------|



| | | | | |
|---------------|-----------|-----------|----------|----------|
| | | | | |
| 营业收入 | | | | |
| 配网类产品 | 43,192.37 | 57,715.14 | 75029.68 | 90035.62 |
| 电能质量产品及其他 | 5,623.67 | 13,236.14 | 23825.05 | 38120.08 |
| 营业收入增速 | | | | |
| 配网类产品 | 6.71% | 33.62% | 30% | 20% |
| 电能质量产品及其他 | - | 135.36% | 80% | 60% |
| 毛利率 | | | | |
| 配网类(%) | 30.35% | 30.93% | 31% | 31% |
| 电能质量产品及其他(%) | 50.32% | 42.61% | 42% | 42% |

资料来源：山西证券

表2：盈利预测

| | 2010 年报 | 2011 年报 | 2011E | 2012E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 48,892.44 | 71,015.85 | 98854.73 | 128155.7 |
| 增速 | 20.30% | 45.25% | 39.20% | 29.64% |
| 营业成本 | 32,897.91 | 47,483.10 | 65589.01 | 84234.22 |
| 毛利率 | 32.71% | 33.14% | 33.65% | 34.27% |
| 营业税金及附加 | 279.39 | 323.31 | 450.0506 | 583.4475 |
| 销售费用 | 1,898.93 | 3,914.04 | 5448.381 | 7063.304 |
| 管理费用 | 3,757.81 | 3,649.83 | 4014.813 | 4416.294 |
| 财务费用 | 1,649.56 | 1,409.82 | 1550.802 | 1705.882 |
| 资产减值损失 | 438.31 | 639.01 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 7,970.54 | 13,596.73 | 21801.68 | 30152.55 |
| 营业外收入 | 360.68 | 1,694.99 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 7.54 | 9.38 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 8,323.68 | 15,282.34 | 21801.68 | 30152.55 |
| 所得税 | 1,255.64 | 2,222.67 | 3270.252 | 4522.882 |
| 净利润 | 7,068.04 | 13,059.67 | 18531.43 | 25629.67 |
| 少数股东损益 | | 3.77 | 60 | 78 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 7,068.04 | 13,055.90 | 18471.43 | 25551.67 |
| 每股收益 | 0.41 | 0.76 | 1.07 | 1.49 |
| 增速 | 17.17% | 84.72% | 41.48% | 38.33% |

资料来源：山西证券

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

特别申明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。