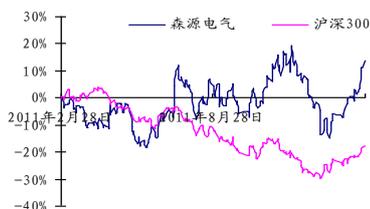


投资品 - 电气设备

2012 年 2 月 28 日

市场数据	2012 年 2 月 27 日
当前价格 (元)	23.34
52 周价格区间 (元)	17.45-41.36
总市值 (百万)	4014.48
流通市值 (百万)	1133.90
总股本 (百万股)	172.00
流通股 (百万股)	48.58
日均成交额 (百万)	19.81
近一月换手 (%)	33.44%
Beta (2 年)	
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	20.62%	1.66%	14.19%
沪深 300	5.75%	2.28%	-17.01%

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。

APF 成业绩高增长的主动力

—森源电气 (002358) 2011 年年报深度点评

评级: 买入 (维持)

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	710.16	932.30	1194.97	1529.07
收入同比 (%)	45.25%	31.28%	28.17%	27.96%
归属母公司净利润	130.56	183.15	251.69	336.50
净利润同比 (%)	84.72%	40.28%	37.42%	33.70%
每股收益 (元)	0.76	1.06	1.46	1.96
P/E	30.75	21.92	15.95	11.93
P/B	4.11	3.46	2.85	2.30

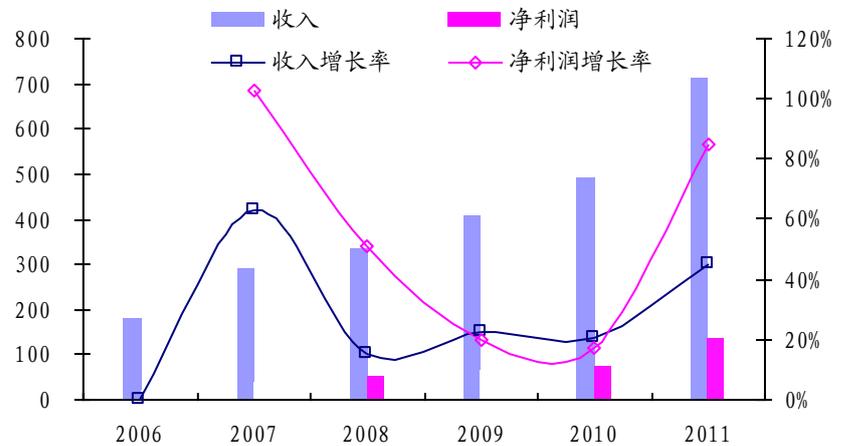
- **业绩增长超预期。** 2011 年实现营业收入 7.1 亿元, 同比增长 45.25%; 实现净利润 1.31 亿元, 同比增长 84.72%; 实现 EPS0.76 元。收入大幅增长的原因募投产产能投产, 同时市场销售进一步扩大; 净利润增幅大于销售收入增幅是因为毛利较高的新产品 (APF) 收入占比提高, 同时期间费用率下降。
- **APF 爆发式增长。** 2011 年电能质量治理及其他业务实现收入 1.32 亿元, 同比增长 135.36%, 占收入比重达到 18.66% (2010 年为 11.50%)。随着智能电网、城市轨道交通以及电动汽车的发展, 电能质量治理产品的客户认知度将不断提升, 下游需求将进入高景气周期。未来 APF 将继续放量, 盈利贡献不断提升, 逐步成为业绩贡献的主要来源。我们预计 2012 年 APF 业务仍能保持 80% 以上。
- **传统产品产能扩张, 继续受益农网投资。** “十二五” 期间, 国家电网计划投资 4600 亿元加快农网改造升级; 2011 年国网共完成农网建设与改造投资 750 亿元, 2012 年仍将加快农网改造进程。随着农网投资的落实、以及产品产能的扩张, 公司传统产品 (高低压开关成套、断路器) 继续保持快速增长的趋势。我们预计公司传统业务收入 2012 年增速仍能保持 20% 的水平。
- **毛利率保持稳定。** 电能质量及其他业务毛利率大幅降低的主要原因是: 其他业务收入 2000 多万, 而其毛利率相对较低, 两者合并收入后, 整体毛利率被拉低; APF 的毛利率仍在 50% 以上。随着高附加值的新产品不断推广, 对盈利贡献将不断提升, 公司综合毛利率将保持稳中有升的趋势。
- **盈利预测:** 2012-2014 年 EPS 分别为 1.06/1.46/1.96 元, 对应动态 PE 分别为 22/16/12。考虑到传统产品仍受益于农网改造的高景气需求、新产品大力市场拓展后的放量, 维持 “买入” 评级。
- **风险提示:** 新产品市场推广低于预期; 农网投资增速低于预期。

业绩增长超预期

2011年实现营业收入7.1亿元,同比增长45.25%;实现净利润1.31亿元,同比增长84.72%(其中2011年Q4实现净利润4379万元,同比增长129.52%);实现EPS0.76元,业绩增长超我们预期。利润分配预案为:每10股送红股2股派现金股利2元,每10股转增8股。

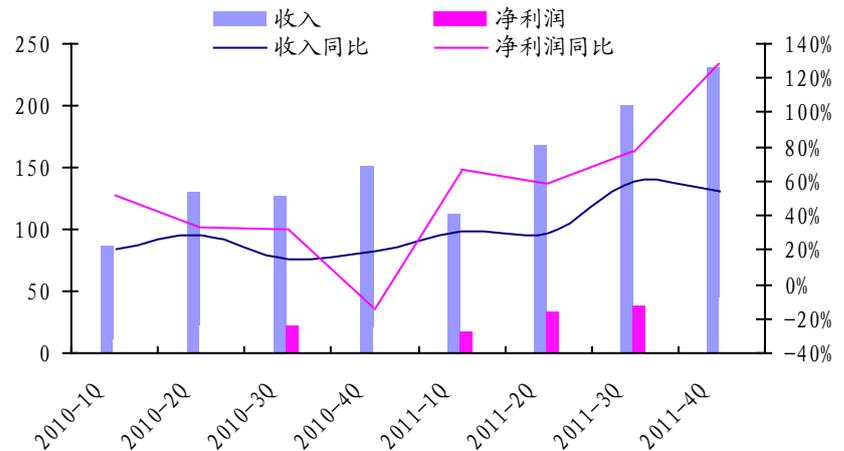
收入大幅增长的主要原因是随着公司募投项目的逐步实施,产能逐步扩大,公司进一步加大产品销售市场;净利润增幅大于销售收入增幅是因为公司本期内毛利较高的新产品(APF)收入占比提高,同时期间费用率下降。

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 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

APF 爆发式增长

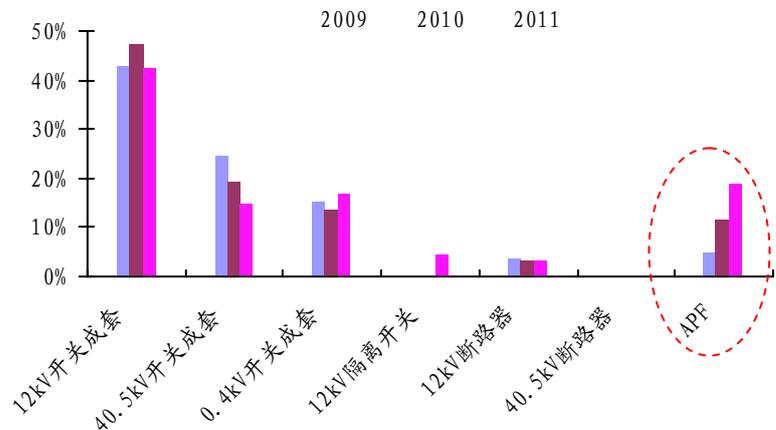
2011 年电能质量治理及其他业务实现收入 1.32 亿元，同比增长 135.36%，占收入比重达到 18.66%（2010 年为 11.50%），好于我们之前预期的 120%。其中，APF 业务收入约为 1.1 亿元，其他业务收入 2000 多万元。

随着智能电网、城市轨道交通以及电动汽车的发展，电能质量治理产品的客户认知度将不断提升，下游需求将进入高景气周期。公司凭借强大的技术实力以及较早的市场布局，已经成为国内 APF 的绝对龙头，未来 APF 将继续放量，盈利贡献将不断提升，逐步成为业绩贡献的主要来源。

同时，面对公司的竞争对手，公司研发出“有缘滤波+无功补偿”的新产品，实现技术上的领先。

我们预计 2012 年 APF 业务仍能保持 80% 以上的增速。

Figure 3 各产品收入占比



数据来源：wind、世纪证券研究所

传统产品产能扩张，继续受益农网投资

“十二五”期间，国家电网计划投资 4600 亿元加快农网改造升级；2011 年国网共完成农网建设与改造投资 750 亿元，2012 年仍将加快农网改造进程。

随着农网投资的落实、以及产品产能的扩张，公司传统产品（高低压开关成套、断路器）继续保持快速增长的趋势。

其中，12KV 成套开关收入 2.99 亿元（同比增长 30.17%）、0.4KV 开关成套收入 1.19 亿元（同比增长 83.14%）、40.5KV 开关成套收入 1.05 亿元（同比增长 12.58%）。

随着国网逐步将中低压设备纳入统一招标范围，市场将逐步向龙头企业倾斜，但同时也存在竞争加剧的风险。

我们预计公司传统业务收入 2012 年增速仍能保持 20%的水平。

市场拓展，从区域走向全国

公司继续“巩固华中市场”，大力拓展“西北、华北、华东市场”的销售策略。2011年，华中市场实现收入 3.71 亿元，同比增长 37.99%；华北市场实现收入 8941.6 万元，同比增长 99.19%；西北市场实现收入 1.32 亿元，同比增长 22.80%；华东市场实现收入 5337.8 万元，同比增长 133.82%；西南市场实现收入 4278.2 万元，同比增长 586.17%。

公司于 2011 年 11 月收购了华盛隆源 56.67% 股权，完善营销网络特别是南方电网营销网络布局，为公司增加了新的利润增长点。

大力拓展省外市场，从区域走向全国，有利于公司避免增长的“天花板”，同时有利于新产品（APF）的市场推广。截止到 2011 年 12 月底，公司营销人员 190 人，占总人数的 21.13%；同时对新产品的推广采用积极的销售激励措施（新产品销售提成点翻番）。

毛利率保持稳定

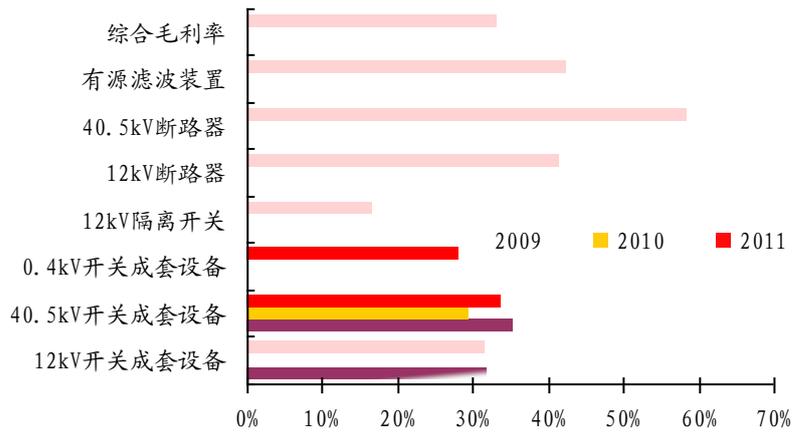
2011 年电能质量及其他业务毛利率为 42.61%，同比降低 7.71 个百分点；40.5KV 开关成套毛利率 33.63%，同比增长 4.22 个百分点；0.4KV 开关成套毛利率 28%，同比增长 2.12 个百分点；12KV 开关成套毛利率为 31.59%，下降 0.14 个百分点；综合毛利率为 33.11%，同比增长 0.46 个百分点。

电能质量及其他业务毛利率大幅降低的主要原因是：其他业务收入 2000 多万，而其毛利率相对较低，两者合并收入后，整体毛利率被拉低；APF 的毛利率仍在 50% 以上。

40.5KV 和 0.4KV 开关成套毛利率提升的原因是：扩大了国网销售比例，高附加值产品占比提升。

随着高附加值的新产品的不断推广，对盈利贡献将不断提升，公司综合毛利率将保持稳中有升的趋势。

Figure 4 各业务毛利率变化



数据来源: wind、世纪证券研究所

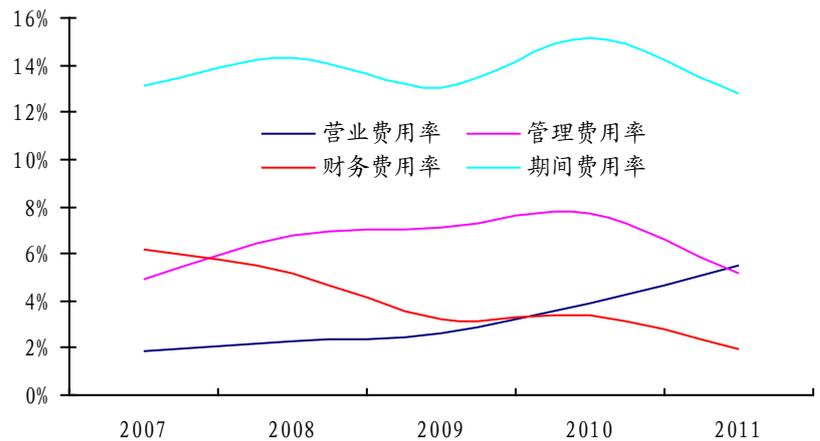
期间费用率下降

2011年期间费用率为12.79%，同比下降2.32个百分点。其中管理费用率下降2.55个百分点、财务费用率下降1.39个百分点，而销售费用率上升了1.63个百分点。

销售费用率上升的主要原因是公司传统产品以及新产品的市场大力拓展导致，销售费用中2011年业务费为2053.9万元（主要为销售人员的提成），而2010年仅为376.7万元。

管理费用率的下降主要原因是规模扩大带来的规模效应。

Figure 5 期间费用率



数据来源: wind、世纪证券研究所

盈利预测

我们预测 2012-2014 年收入增速分别达到 31.4%、28.17%和 27.96%，综合毛利率分别为 34.6%、35.4%和 36.4%，实现净利润增速分别为 40.28%、37.42%和 33.70%。

2012-2014 年 EPS 分别为 1.06/1.46 和 1.96 元，对应动态 PE 分别为 22/16/12。考虑到传统产品仍受益于农网改造的高景气需求、新产品大力市场拓展后的放量，维持“买入”评级。

Figure 6 各业务收入及增速预测 (单位: 百万元)

营业收入	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
12kV 开关成套设备(百万元)	173.55	229.74	299.05	358.86	430.64	516.76
增长率	23.52%	32.38%	30.17%	20.00%	20.00%	20.00%
40.5kV 开关成套设备(百万元)	98.53	93.06	104.77	115.24	121.01	127.06
增长率	26.55%	-5.55%	12.58%	10.00%	5.00%	5.00%
0.4kV 开关成套设备(百万元)	60.94	65.15	119.32	155.11	186.13	223.36
增长率	59.65%	6.91%	83.14%	30.00%	20.00%	20.00%
12kV 隔离开关(百万元)	39.31	28.33	30.14	33.15	34.81	36.55
增长率	-17.33%	-27.93%	6.38%	10.00%	5.00%	5.00%
12kV 断路器(百万元)	13.31	14.20	20.51	26.67	34.67	45.06
增长率	51.94%	6.69%	44.45%	30.00%	30.00%	30.00%
40.5kV 断路器(百万元)	1.45	1.43	3.34	5.01	6.51	8.46
增长率	-50.00%	-1.38%	133.35%	50.00%	30.00%	30.00%
有源滤波装置(百万元)	17.69	56.24	132.37	238.26	381.22	571.82
增长率		217.92%	135.36%	80.00%	60.00%	50.00%
其他	0.71	0.66				
合计	406.43	488.92	709.49	932.30	1194.97	1529.07
增长率	26.06%	20.30%	45.11%	31.40%	28.17%	27.96%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 7 各业务毛利率预测

毛利率	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
12kV 开关成套设备	31.85%	31.73%	31.59%	31.00%	31.00%	31.00%
40.5kV 开关成套设备	35.22%	29.40%	33.63%	32.00%	30.00%	30.00%
0.4kV 开关成套设备	29.00%	25.88%	28.00%	27.00%	26.00%	25.00%
12kV 隔离开关	24.99%	23.39%	16.46%	16.00%	15.00%	15.00%
12kV 断路器	34.16%	45.25%	41.32%	40.00%	40.00%	40.00%
40.5kV 断路器	34.76%	62.34%	58.38%	45.00%	45.00%	45.00%
有源滤波装置	25.71%	50.32%	42.61%	48.00%	48.00%	48.00%
综合毛利率	31.51%	32.71%	33.14%	34.60%	35.41%	36.36%

数据来源: wind、世纪证券研究所

风险提示: 新产品市场推广低于预期; 农网投资增速低于预期。

Figure 8 盈利预测 (单位: 百万元)

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	710	932	1195	1529	
营业成本	475	610	772	973	
营业税金及附加	3	4	5	7	
营业费用	39	47	54	69	
管理费用	36	42	48	61	
财务费用	14	20	24	26	
资产减值损失	6	7	8	9	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	136	202	284	384	
营业外收入	17	12	10	10	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	153	214	294	394	
所得税	22	31	43	57	
净利润	131	183	252	337	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	131	183	252	337	
EBITDA	150	234	323	427	
EPS (元)	0.76	1.06	1.46	1.96	

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 9 三大报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1217	1419	1719	2152	营业收入	710	932	1195	1529
现金	601	679	814	1004	营业成本	475	610	772	973
应收账款	276	324	415	532	营业税金及附加	3	4	5	7
其他应收款	15	19	24	30	营业费用	39	47	54	69
预付账款	203	244	270	341	管理费用	36	42	48	61
存货	122	152	193	243	财务费用	14	20	24	26
其他流动资产	0	1	2	3	资产减值损失	6	7	8	9
非流动资产	270	329	361	364	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	174	255	298	316	营业利润	136	202	284	384
无形资产	28	28	28	28	营业外收入	17	12	10	10
其他非流动资产	68	47	34	21	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1487	1748	2079	2517	利润总额	153	214	294	394
流动负债	499	577	656	757	所得税	22	31	43	57
短期借款	334	400	450	500	净利润	131	183	252	337
应付账款	79	91	116	146	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	85	85	90	111	归属母公司净利润	131	183	252	337
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	150	234	323	427
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.76	1.06	1.46	1.96
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	499	577	656	757	主要财务比率				
少数股东权益	12	12	12	12	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	172	172	172	172	成长能力				
资本公积	489	489	489	489	营业收入	45.2%	31.3%	28.2%	28.0%
留存收益	315	498	750	1086	营业利润	70.6%	48.8%	40.6%	34.9%
归属母公司股东权益	976	1159	1411	1747	归属于母公司净利润	84.7%	40.3%	37.4%	33.7%
负债和股东权益	1487	1748	2079	2517	获利能力				
					毛利率(%)	33.1%	34.6%	35.4%	36.4%
					净利率(%)	18.4%	19.6%	21.1%	22.0%
					ROE(%)	13.4%	15.8%	17.8%	19.3%
					ROIC(%)	17.9%	21.5%	25.0%	28.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	33.5%	33.0%	31.5%	30.1%
					净负债比率(%)	67.00%	69.33%	68.60%	66.03%
					流动比率	2.44	2.46	2.62	2.84
					速动比率	2.20	2.20	2.33	2.52
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.58	0.62	0.67
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	7.41	7.16	7.45	7.44
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.76	1.06	1.46	1.96
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.60	0.89	1.08
					每股净资产(最新摊薄)	5.67	6.74	8.20	10.16
					估值比率				
					P/E	30.75	21.92	15.95	11.93
					P/B	4.11	3.46	2.85	2.30
					EV/EBITDA	25	16	12	9

数据来源: wind、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.