中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业:电力设备

刘波
证券投资咨询业务证书编号：S1300512020001
(8621) 2032 8533
bo.liu@bocigroup.com

# 森源电气全年盈利增长85%，位居智能中低压电气行业之冠

**森源电气**(002358.SZ/人民币 23.34 元，未有评级)发布 2011 年业绩公告，实现营业收入 7.05 亿元，同比增长 44.19%，实现净利润 1.30 亿元，同比增长 85%，实现每股收益为 0.76 元，超出市场预期，公司全年净利润增幅位居智能中低压电气行业之冠。

公司是智能中低压行业中的龙头企业，主要从事农网、工业等领域的大/中型配电系统集成项目，核心产品有中低压开关成套和谐波治理装置，尤其在 35kV 断路器及其成套领域位居行业第一。

公司总体营收实现 7.05 亿，增长 44.19%，受益于市场开拓，尤其在城市轨道交通和工业电气领域增长较快。中低压开关柜（40.5kV、12kV 和 0.4kV）成套合计实现收入 5.23 亿元，同比增长 34.8%，受益于公司市场开拓，尤其在城市轨道交通领域（380V 开关成套营收同比增长 83.1%）和工业电气领域（12kV 开关成套营收同比增长 31.6%）增长较好；有源滤波装置实现收入 1.32 亿元，同比增长 76%，也是受益于城市轨道交通领域和工业电气领域；断路器实现收入 0.54 亿，同比增长 22.8%。

公司期内实现净利润 1.30 亿元，增长 85%，大幅高于营收增长，主要系费用率下降以及营业外收入大幅增长所致。公司费用率合计同比下降了 2.4 个百分点；SAPF 有源滤波成套设备等产业化项目获得政府有关部门验收，获得政府补助约 1,700 万元，致营业外收入同比增长 1,300 万元。

综合毛利率同比增长 0.5 个百分点，主要系高毛利率的有源滤波装置营收占比进一步提高所致。值得注意的是公司有源滤波装置毛利率同比下降了 7.7 个百分点（2011 年中报该产品毛利率为 58.45%），我们认为可能的原因与项目合同确认方式有关，例如有的合同中包含一部分开关成套，由于有源滤波装置占比更大，以有源滤波装置来确认整个合同，因此导致了有源滤波装置总体毛利率水平有所下降。

销售费用率上涨 1.6 个百分点，与公司加大市场开拓力度有关，管理费用率下降 2.6 个百分点，主要是营收增长较快所致，财务费用率下降 1.4 个百分点。从公司人员扩张节奏来看，2011 年公司员工扩张速度较快，主要系募投项目相继投产以及市场开拓较快所致。

**图表 1.公司员工情况**

| (人民币，百万) | 2010 | 2011 | 同比增长(%) |
|---|---|---|---|
| 工程技术 | 163 | 251 | 54 |
| 销售及管理 | 161 | 294 | 83 |
| 财务 | 21 | 25 | 19 |
| 生产人员 | 280 | 329 | 18 |
| 合计 | 625 | 899 | 44 |

*资料来源：公司数据及中银国际研究*

2011 年公司存货周转率 4.54 次，从开关成套角度来看，周转率位居同类企业之冠，同期应收账款 2.76 亿，占营业收入比例为 39%，说明公司回款能力较强，当然这可能与公司目前的客户结构有一定关系，公司前五大客户占全年扣除开关元件后营收的 33%。

我们预计公司 2012～2014 年实现每股收益为 1.02、1.41 和 1.90 元。

**图表 2.投资摘要**

| 年结日：12 月 31 日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|---|
| 销售收入(人民币 百万) | 489 | 710 | 979 | 1,326 | 1,782 |
| *增幅(%)* | *20.3* | *45.2* | *37.8* | *35.5* | *34.4* |
| 净利润(人民币 百万) | 71 | 131 | 175 | 242 | 327 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.41 | 0.76 | 1.02 | 1.41 | 1.90 |
| *增幅(%)* | 17.17 | 84.72 | 34.23 | 38.27 | 34.84 |
| 市盈率(倍) | 56.80 | 30.75 | 22.91 | 16.57 | 12.29 |
| 每股现金流量(人民币) | (0.47) | (0.88) | 0.78 | 0.07 | 0.12 |
| 价格/每股现金流量(倍) | (49.35) | (26.55) | 29.87 | 319.12 | 188.56 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 17.09 | 25.88 | 17.09 | 12.91 | 9.70 |
| 每股股息(人民币) | 0.00 | 0.23 | 0.10 | 0.14 | 0.19 |
| 股息率(%) | 0.0 | 1.0 | 0.4 | 0.6 | 0.8 |

*资料来源：公司数据及中银国际研究预测*

**图表 3.盈利预测及假设**

| (人民币，百万) | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 开关成套 | 营业收入 | 333.0 | 388.0 | 523.1 | 685.7 | 888.8 | 1157.4 |
| | 同比增长(%) | 29.8 | 16.5 | 34.8 | 31.1 | 29.6 | 30.2 |
| | 营业成本 | 226.4 | 270.8 | 360.0 | 473.1 | 614.3 | 801.3 |
| | 毛利率(%) | 32.0 | 30.2 | 31.2 | 31.0 | 30.9 | 30.8 |
| 开关元件 | 营业收入 | 54.1 | 44.0 | 54.0 | 73.6 | 118.3 | 202.7 |
| | 同比增长(%) | (8.7) | (18.7) | 22.8 | 36.4 | 60.7 | 71.3 |
| | 营业成本 | 39.2 | 30.0 | 38.6 | 51.1 | 77.9 | 127.3 |
| | 毛利率(%) | 27.5 | 31.7 | 28.5 | 30.7 | 34.1 | 37.2 |
| 轨道交通专用设备 | 营业收入 | | | | 20.0 | 40.0 | 60.0 |
| | 同比增长(%) | | | | | 100.0 | 50.0 |
| | 营业成本 | | | | 13.0 | 22.0 | 32.4 |
| | 毛利率(%) | | | | 35.0 | 45.0 | 46.0 |
| 电能质量治理 | 营业收入 | 17.7 | 56.2 | 132.4 | 198.5 | 278.0 | 361.4 |
| | 同比增长(%) | 893.9 | 217.9 | 150.0 | 80.0 | 100.0 | 101.0 |
| | 营业成本 | 13.1 | 27.9 | 76.0 | 109.2 | 152.9 | 198.7 |
| | 毛利率(%) | 25.7 | 50.3 | 42.6 | 45.0 | 45.0 | 45.0 |
| **合计** | **营业收入** | 406.4 | 488.9 | 710.3 | 978.7 | 1,325.9 | 1,782.2 |
| | 同比增长(%) | 22.3 | 20.3 | 45.3 | 37.8 | 35.5 | 34.4 |
| | 营业成本 | 278.4 | 329.0 | 474.4 | 646.2 | 867.0 | 1,159.6 |
| **综合毛利率** | (%) | 31.5 | 32.7 | 33.2 | 34.0 | 34.6 | 34.9 |
| 销售费用率 | (%) | 2.6 | 3.9 | 5.5 | 5.7 | 6.1 | 6.5 |
| 管理费用率 | (%) | 7.1 | 7.7 | 5.1 | 4.9 | 4.9 | 4.9 |
| 财务费用率 | (%) | 3.3 | 3.4 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.8 |
| 实际所得税率 | (%) | 15.8 | 15.1 | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 14.5 |
| 净利润率 | (%) | 14.8 | 14.5 | 18.4 | 17.9 | 18.3 | 18.3 |
| 少数股东损益率 | (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

*资料来源：公司数据及中银国际研究*

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守準则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请, 亦并未考慮到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取决于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表; 在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之强制規定作出任何推薦須有合理基礎; (2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

**中银国际证券有限责任公司**
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

**相关关联机构：**

**中银国际研究有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

**中银国际证券有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

**中银国际控股有限公司北京代表处**
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

**中银国际(英国)有限公司**
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

**中银国际(美国)有限公司**
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

**中银国际(新加坡)有限公司**
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371