

# 受益配网建设，凸显龙头优势

## 森源电气 2012 半年报点评

评级: **增持-A**

上次评级: 增持-A

目标价格: **15.50 元**

期限: 3 个月 上次预测: 13.50 元

现价(2012年08月10日): 14.35 元

报告日期: **2012-08-12**

### 报告关键点:

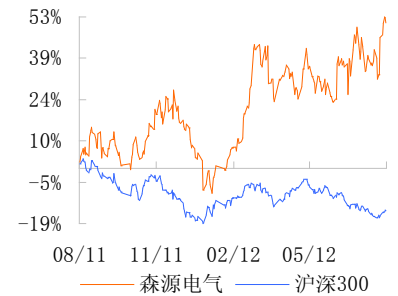
- 公司上半年净利润同比增长60.57%。公司二季度的毛利率同比和环比提升6个百分点。
- 上调盈利预测，预测2012-2014年EPS为0.62元、0.84元、1.12元。维持“增持-A”的评级，按2012年25倍市盈率，上调目标价至15.5元。

### 报告摘要:

- 公司上半年业绩继续维持高增长:** 公司在2012年上半年实现营业收入4.05亿元，同比增长45.52%，实现净利润7982万元，同比增长60.57%。公司在收入高增长的同时，很好的控制了期间费用，同时由于二季度公司的毛利率大幅提升，使得公司的净利润增速超过了收入的增速。不过从单季度的情况来看，二季度的净利润增速环比略微下降，而收入增速环比下降明显。
- 二季度公司毛利率超预期:** 公司上半年毛利率为36.8%，同比去年提高了3.59个百分点。其中二季度的单季度毛利率达到了40%，同比去年二季度和环比今年一季度提升了6个百分点，是上半年毛利率超预期的原因。我们判断，公司的毛利率提升主要是由于募投项目的达产带来的高效率产能和产品结构的调整所致。另外原材料价格的下降也是毛利率提升的主要原因。
- 公司的开关类产品继续受益于配网建设的高增长:** 从2011年开始，整个配网领域的投资在逐渐加快。虽然目前宏观经济不景气，但是国家电网公司对35kV开关柜进行集中招标、大力推进农网改造和全国的重工业向西部转移是公司开关类产品增长的主要动力。公司本身是国内顶尖的开关柜生产企业，近两年利用募投资金扩大产能后，较快的占领了新增市场，使公司的开关柜产品增速领先了行业的增速。
- APF产品市场拓展进度良好:** 目前APF的应用在下游客户逐渐得到认可，在工业、医疗、市政和轨道交通等领域增长较快，尤其是轨道交通领域，客户基本上认可了内资产品对国外进口产品的替代。公司的大容量APF具有较强的技术优势，加上目前APF市场竞争者较少，预计公司的APF今年仍然维持高增长。
- 盈利预测与公司评级:** 考虑到公司今年毛利率的提高，我们上调今年的盈利预测，预计公司2012-2014年的EPS为0.62元、0.84元和1.12元。维持“增持-A”的评级，目标价15.5元，对应2012年25倍市盈率。
- 风险提示:** 1. 工业电气市场受宏观经济不景气的影响; 2. APF市场拓展不达预期的风险。

总市值(百万元)	4,936.40
流通市值(百万元)	1,465.22
总股本(百万股)	344.00
流通股本(百万股)	102.11
12个月最低/最高	11.48/28.86 元
十大流通股股东(%)	40.79%
股东户数	10,855

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.32	20.99	66.03
绝对收益	9.03	11.30	51.00

黄守宏

010-66581627  
执业证书编号

首席行业分析师

huangsh@essence.com.cn  
S1450511020024

### 报告联系人

邢达

010-66581767  
xingda@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	488.9	710.2	997.1	1,304.7	1,687.1
Growth(%)	20.3%	45.2%	40.4%	30.9%	29.3%
净利润	70.7	130.6	213.3	288.4	385.1
Growth(%)	17.2%	84.7%	63.4%	35.2%	33.6%
毛利率(%)	32.7%	33.1%	38.3%	39.0%	39.4%
净利润率(%)	14.5%	18.4%	21.4%	22.1%	22.8%
每股收益(元)	0.21	0.38	0.62	0.84	1.12
每股净资产(元)	2.53	2.87	3.87	4.54	5.43
市盈率	70.7	38.3	23.4	17.3	13.0
市净率	5.7	5.1	3.8	3.2	2.7
净资产收益率(%)	8.1%	13.2%	16.0%	18.5%	20.6%
ROIC(%)	34.5%	34.3%	32.2%	26.7%	26.6%
EV/EBITDA	7.8	14.0	17.1	13.2	10.5
股息收益率	0.0%	0.5%	0.9%	1.2%	1.5%

### 前期研究成果

- 森源电气: 业绩高增长可保持至半年报  
2012-04-23
- 森源电气: 未来增速可期, APF 市场潜力巨大  
2012-02-28
- 森源电气: 受益农配网建设  
2011-12-22

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-08-10		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
营业收入	488.9	710.2	997.1	1,304.7	1,687.1	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	329.0	474.8	615.1	796.3	1,022.7	营业收入增长率	20.3%	45.2%	40.4%	30.9%	29.3%
营业税费	2.8	3.2	5.0	6.5	8.4	营业利润增长率	15.3%	70.6%	81.2%	35.8%	34.0%
销售费用	19.0	39.1	50.9	66.5	86.0	净利润增长率	17.2%	84.7%	63.4%	35.2%	33.6%
管理费用	37.6	36.5	49.9	65.2	84.4	EBITDA 增长率	16.4%	57.1%	75.9%	33.3%	30.4%
财务费用	16.5	14.1	22.0	26.8	27.3	EBIT 增长率	16.8%	56.0%	78.8%	34.7%	31.6%
资产减值损失	4.4	6.4	7.8	8.6	9.9	NOPLAT 增长率	18.5%	66.0%	60.4%	34.1%	31.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	66.9%	71.0%	61.8%	31.6%	32.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	253.9%	13.4%	34.7%	17.3%	19.7%
<b>营业利润</b>	<b>79.7</b>	<b>136.0</b>	<b>246.4</b>	<b>334.6</b>	<b>448.5</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	3.5	16.9	3.9	3.9	3.9	毛利率	32.7%	33.1%	38.3%	39.0%	39.4%
<b>利润总额</b>	<b>83.2</b>	<b>152.8</b>	<b>250.3</b>	<b>338.5</b>	<b>452.4</b>	营业利润率	16.3%	19.1%	24.7%	25.6%	26.6%
减: 所得税	12.6	22.2	36.9	50.2	67.3	净利润率	14.5%	18.4%	21.4%	22.1%	22.8%
<b>净利润</b>	<b>70.7</b>	<b>130.6</b>	<b>213.3</b>	<b>288.4</b>	<b>385.1</b>	EBITDA/营业收入	20.9%	22.6%	28.4%	28.9%	29.1%
<b>资产负债表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
货币资金	702.7	601.1	743.7	630.4	468.0	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	53	63	69	59	46
应收账款	190.8	291.4	400.2	518.4	663.6	流动营业资本周转天数	183	198	246	305	332
应收票据	3.2	0.3	-	-	-	流动资产周转天数	547	590	527	510	463
预付帐款	126.5	202.7	387.3	626.2	933.0	应收帐款周转天数	121	116	119	122	122
存货	87.5	121.5	168.5	218.2	280.2	存货周转天数	54	53	52	53	53
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	620	684	622	580	516
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	248	290	341	373	381
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	0.3	0.3	0.3	ROE	8.1%	13.2%	16.0%	18.5%	20.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.8%	8.8%	10.9%	12.8%	14.9%
固定资产	74.4	174.0	209.4	216.5	210.5	ROIC	34.5%	34.3%	32.2%	26.7%	26.6%
在建工程	0.3	63.5	20.5	7.7	7.6	<b>费用率</b>					
无形资产	23.3	27.8	25.9	24.2	22.7	销售费用率	3.9%	5.5%	5.1%	5.1%	5.1%
其他非流动资产	3.1	4.4	3.0	3.0	3.0	管理费用率	7.7%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>资产总额</b>	<b>1,211.8</b>	<b>1,486.8</b>	<b>1,959.0</b>	<b>2,244.9</b>	<b>2,588.8</b>	财务费用率	3.4%	2.0%	2.2%	2.1%	1.6%
短期债务	253.1	334.1	500.0	500.0	500.0	三费/营业收入	14.9%	12.6%	12.3%	12.2%	11.7%
应付帐款	50.8	81.6	104.5	135.3	173.7	<b>偿债能力</b>					
应付票据	9.3	62.6	16.9	21.8	28.0	资产负债率	28.1%	33.5%	32.1%	30.4%	27.8%
其他流动负债	17.1	19.1	9.9	23.8	8.0	负债权益比	39.1%	50.5%	47.2%	43.8%	38.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.36	2.44	2.73	2.97	3.35
其他非流动负债	9.9	0.1	5.7	11.9	19.5	速动比率	3.09	2.20	2.46	2.64	2.95
<b>负债总额</b>	<b>340.6</b>	<b>498.7</b>	<b>628.2</b>	<b>683.4</b>	<b>719.2</b>	利息保障倍数	5.83	10.64	12.19	13.46	17.46
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>12.2</b>	<b>12.2</b>	<b>12.2</b>	<b>12.2</b>	<b>分红指标</b>					
股本	86.0	172.0	344.0	344.0	344.0	DPS(元)	-	0.08	0.12	0.17	0.22
留存收益	785.2	804.0	974.7	1,205.4	1,513.5	分红比率	0.0%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>871.2</b>	<b>988.2</b>	<b>1,330.8</b>	<b>1,561.5</b>	<b>1,869.6</b>	股息收益率	0.0%	0.5%	0.9%	1.2%	1.5%
<b>现金流量表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
净利润	70.7	130.6	213.3	288.4	385.1	<b>业绩和估值指标</b>					
加: 折旧和摊销	6.8	11.4	14.3	15.4	15.7	EPS(元)	0.21	0.38	0.62	0.84	1.12
资产减值准备	4.4	6.4	7.8	8.6	9.9	BVPS(元)	2.53	2.87	3.87	4.54	5.43
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	70.7	38.3	23.4	17.3	13.0
财务费用	11.4	17.1	21.9	22.0	26.8	PB(X)	5.7	5.1	3.8	3.2	2.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/FCF	369.4	-56.8	-75.2	-62.3	-43.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	10.2	7.0	5.0	3.8	3.0
营运资金的变动	-70.6	-117.6	-368.1	-357.1	-487.0	EV/EBITDA	7.8	14.0	17.1	13.2	10.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>29.6</b>	<b>61.9</b>	<b>-110.6</b>	<b>-17.9</b>	<b>-49.1</b>	CAGR(%)	59.8%	43.4%	-202.6%	-100.0%	-100.0%
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-107.3</b>	<b>-237.5</b>	<b>-8.0</b>	<b>-8.0</b>	<b>-8.0</b>	PEG	1.2	0.9	-0.1	-0.2	-0.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>645.7</b>	<b>27.1</b>	<b>273.2</b>	<b>-84.5</b>	<b>-104.3</b>	ROIC/WACC	3.6	3.6	3.4	2.8	2.8
						REP	0.5	0.9	1.2	1.2	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

## 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034