

23 October 2012 | 6 pages

森源电气 (002358)

产品市场创新 高速增长如故

——公司 2012 年三季度报点评

研究员：史海昇 执业证书编号：S1230511010006
86-21-64718888-1737
Shihaisheng@stocke.com.cn

本报告导读：

- 预计2012年全年公司净利润增长接近60%
- 综合毛利率继续保持35%以上的较高水平
- 有源滤波装置仍是公司业绩增长的主要动力之一

投资要点：

■ **2012年1-9月公司业绩“如约”实现大幅增长**

2012年前三季度，公司实现了营业总收入6.78亿元，同比增长41.68%；实现利润总额1.63亿元，同比增长61.08%；实现归属于母公司的净利润1.38亿元，同比增长59.16%；每股收益0.40元，与我们之前预期基本一致。

■ **产品综合毛利率明显提升**

2012年1-9月，国内铜材、铸件、电子元器件、绝缘材料等原材料价格与2011年同期相比均有不同程度回落，从而在一定程度上减轻了公司的成本压力，森源1-9月的毛利率为35.52%，处于行业较高水平，高于2011年同期2.35个百分点之多。此外，毛利率接近50%的有源滤波装置在公司总收入中的比重持续提高，二次设备的引入大幅优化了产品结构，大幅提升了公司整体盈利能力。

■ **华中以外市场拓展顺利**

报告期内，公司坚持“走出去”创新战略成效突现。为消化不断增加的产能，公司坚持创新营销手段，拓展销售网络，执行了“稳固华中，积极拓展西北、华北、华东”的销售策略，成效显著。报告期内，公司华北、华东、西南、东北市场销售收入基本都实现翻番式增长，华中区以外销售收入占比已超过50%，这标志着公司已经逐步从一家河南的“地方性”一次配电设备供应商转变为“全国性”一、二次综合设备制造企业。

■ **有源滤波装置延续高增长**

公司2011年初涉足有源滤波领域，但当年便实现了1.32亿元的规模化销售。1-9月，公司继续大力拓展有源滤波市场，销售收入同比实现30%以上的较快增长，由于有源滤波产品的毛利率接近50%——在整个电力设备领域内属于高端产品，在很大程度上增强了公司综合盈利能力，提升了公司的整体业绩。

评级：

买入

上次评级：

买入

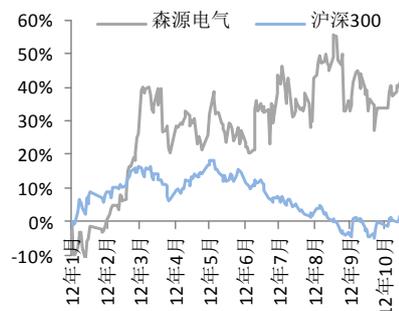
当前价：

14.16元

股本数据

A股总股本	34400 万股
流通A股	10211 万股

2012年初至今股价走势（复权）



公司简介

公司是一家从事高低压开关成套设备、高压元器件的国家重点高新技术企业，主要产品包括40.5kV和12kV高压成套开关设备、40.5kV和12kV高压真空断路器、12kV高压隔离开关、0.4kV低压成套设备等，广泛应用于电力、煤炭、冶金、石化、建材、市政等。公司生产的12kV隔离开关产品销量曾连续7年排名同行业第一，2011年以来公司新业务有源滤波装置（APF）销售呈现高速增长态势。





■ 估值与投资评级

“有源滤波器的旺销”以及“华中以外地区市场份额的快速提升”是构成公司高增长的两大支撑力量。我们预计，2012年公司每股收益为0.58元，目前股价对应公司2012年动态市盈率约25倍。考虑到公司较高的成长性，我们仍然维持森源电气（002358）“买入”的投资评级。

■ 风险因素

- 原材料价格大幅波动；
- 国内配电网建设投资下降；
- 技术更新风险；
- 地铁等市场的APF销售增速放慢。

附录：

表：公司2012年三季度末主要股东情况（股）

报告期末股东总数（户）	9,959		
前十名无限售条件流通股股东持股情况			
股东名称	期末持有无限售条件股份的数量	股份种类及数量	
		种类	数量
中国建设银行—泰达宏利效率优选混合型证券投资基金	16,536,879	人民币普通股	16,536,879
交通银行股份有限公司—天治核心成长股票型证券投资基金	5,085,030	人民币普通股	5,085,030
中国建设银行—华宝兴业新兴产业股票型证券投资基金	4,849,886	人民币普通股	4,849,886
杨合岭	4,220,512	人民币普通股	4,220,512
彭晓华	3,735,147	人民币普通股	3,735,147
中国平安人寿保险股份有限公司—万能—一个险万能	1,599,770	人民币普通股	1,599,770
尤凤娥	1,431,000	人民币普通股	1,431,000
中国建设银行—宝康灵活配置证券投资基金	1,206,802	人民币普通股	1,206,802
上海万融投资发展有限公司	958,467	人民币普通股	958,467
王洪洋	837,320	人民币普通股	837,320
股东情况的说明	杨合岭为公司董事，未知以上无限售条件股东之间是否存在关联关系，也未知以上无限售条件股东是否属于《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》中规定的一致行动人。		

资料来源：公司公开资料、浙商证券研究所





表：公司对 2012 年度经营业绩的预计

2012 年度归属于上市公司股东的净利润变动幅度	50%	至	70%
2012 年度归属于上市公司股东的净利润变动区间（万元）	19,583.86	至	22,195.04
2011 年度归属于上市公司股东的净利润（元）	130,559,047.85		
业绩变动的原因说明	公司本期将加大市场（特别是新产品市场）拓展力度，促进公司主营业务收入持续增长。		

资料来源：公司公开资料、浙商证券研究所

上半年公司聘任曹宏先生为总经理

由于公司生产经营需要，公司原总经理楚金甫先生决定辞去总经理职务，继续担任公司董事长职务。聘任曹宏先生担任公司总经理，任期与本届董事会相同。

曹宏先生简历——曹宏先生，男，中国国籍，1968 年出生，无境外永久居留权，江苏省宜兴人，研究生学历，硕士学位，毕业于洛阳工学院（现河南科技大学），西安交通大学高级管理工商管理硕士（EMBA），高级工程师，中国高压开关设备标准化技术委员会委员。先后在信阳高压开关总厂、浙江华仪电气集团公司、西安森源电气集团公司，长开森源电工有限公司工作，历任车间主任、技术部经理、总工程师、总经理等职务，现任公司总经理。

表：公司 2012 年上半年外地市场拓展顺利（元）

地区	营业收入	营业收入比上年同期增减(%)
东北	5,277,976.87	194.07%
华北	123,439,736.48	209.64%
华东	54,011,058.34	536.9%
华南	3,063,365.39	38.91%
华中	157,719,788.16	2.51%
西北	48,500,714.55	-31.15%
西南	13,193,125.58	609.08%

资料来源：公司公开资料、浙商证券研究所





表：公司 2012 年上半年主营业务结构持续优化（元）

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
分行业						
工业	405,205,765.37	256,096,357.23	36.8%	45.5%	37.67%	3.59%
分产品						
40.5kV 开关成套设备	73,753,910.88	46,578,144.21	36.85%	60.43%	53.12%	3.02%
12kV 开关成套设备	183,680,945.57	119,151,592.59	35.13%	86.97%	77.15%	3.6%
0.4kV 开关成套设备	27,512,861.03	19,896,601.58	27.68%	-61.88%	-64.46%	5.25%
40.5kV 断路器	5,536,900	3,720,509.23	32.81%	605.89%	1,761.66%	-41.72%
12kV 断路器	33,578,442.83	20,799,893.16	38.06%	430.29%	392.82%	4.71%
12kV 隔离开关	24,179,270.86	16,401,603.77	32.17%	85.37%	56.16%	12.69%
电能质量治理装置及其它	56,963,434.2	29,548,012.69	48.13%	35.77%	69.5%	-10.32%

资料来源：公司公开资料、浙商证券研究所





主要财务数据:

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	1217.11	1240.99	2331.40	2038.12	营业收入	710.16	1076.87	1523.43	1995.86
现金	601.13	577.66	668.93	871.99	营业成本	474.83	687.37	974.69	1273.16
应收账款	276.26	446.70	561.80	751.93	营业税金及附加	3.23	6.08	8.08	10.31
其它应收款	15.16	25.68	33.02	42.42	营业费用	39.14	56.32	60.63	70.85
预付账款	202.75	77.82	400.31	217.22	管理费用	36.50	64.72	97.35	123.94
存货	121.53	107.62	665.17	147.82	财务费用	14.10	29.00	52.34	74.74
其他	0.29	3.71	3.97	4.94	资产减值损失	6.39	9.66	13.68	17.92
非流动资产	269.71	349.22	449.87	562.18	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	174.03	242.06	321.83	407.98	营业利润	135.97	223.72	316.66	424.93
无形资产	27.78	44.14	62.22	80.40	营业外收入	16.95	10.13	11.32	11.86
其他	67.89	63.02	65.81	73.79	营业外支出	0.09	0.12	0.10	0.10
资产总计	1486.82	1590.21	2781.27	2600.29	利润总额	152.82	233.73	327.88	436.69
流动负债	498.55	425.90	1379.03	907.71	所得税	22.23	35.41	48.94	64.95
短期借款	334.12	242.83	1143.39	581.53	净利润	130.60	198.32	278.94	371.74
应付账款	78.93	152.39	147.81	237.11	少数股东损益	0.04	0.02	0.04	0.06
其他	85.49	28.86	89.64	87.25	归属母公司净利润	130.56	198.30	278.91	371.67
非流动负债	0.11	12.23	12.76	9.28	EBITDA	166.28	251.48	376.25	498.96
长期借款	0.00	5.15	7.07	4.98	EPS (摊薄)	0.76	0.58	0.81	1.08
其他	0.11	7.08	5.69	4.29					
负债合计	498.66	438.13	1391.79	916.98	主要财务比率				
少数股东权益	12.17	12.19	12.22	12.29	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	976.00	1139.90	1377.26	1671.03	成长能力				
负债和股东权益	1486.82	1590.21	2781.27	2600.29	营业收入增长率	45.25%	51.64%	41.47%	31.01%
					营业利润增长率	70.59%	64.54%	41.54%	34.19%
					归属于母公司净利润增长率	84.72%	51.89%	40.65%	33.26%
现金流量表					获利能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	毛利率	33.14%	36.17%	36.02%	36.21%
经营活动现金流	33.91	216.19	-591.04	1066.67	净利率	18.39%	18.42%	18.31%	18.63%
净利润	130.60	198.32	278.94	371.74	ROE	13.22%	17.21%	20.08%	22.08%
折旧摊销	11.44	18.04	25.28	33.44	ROIC	10.10%	14.19%	11.78%	17.50%
财务费用	14.10	29.00	52.34	74.74	偿债能力				
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	33.54%	27.55%	50.04%	35.26%
营运资金变动	-121.28	-29.99	-947.37	586.88	净负债比率	33.81%	21.64%	82.95%	34.97%
其它	-0.95	0.82	-0.23	-0.12	流动比率	2.44	2.91	1.69	2.25
投资活动现金流	-178.89	-98.45	-125.69	-145.61	速动比率	2.20	2.66	1.21	2.08
资本支出	177.21	73.44	101.80	113.56	营运能力				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.53	0.70	0.70	0.74
其他	-1.68	-25.01	-23.89	-32.05	应收账款周转率	3.12	2.98	3.02	3.04
筹资活动现金流	31.26	-141.21	-58.71	-148.28	应付账款周转率	7.41	5.94	6.49	6.62
短期借款	81.03	-91.29	33.85	7.86	每股指标 (元)				
长期借款	0.00	5.15	1.93	-2.09	每股收益(最新摊薄)	0.76	0.58	0.81	1.08
其他	-49.77	-55.07	-94.49	-154.05	每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.63	-1.72	3.10
现金净增加额	-113.72	-23.47	-775.44	772.78	每股净资产(最新摊薄)	5.75	3.35	4.04	4.89
					估值比率				
重要财务指标					P/E	38.28	23.04	16.38	12.29
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	P/B	5.12	4.01	3.32	2.73
营业收入	710.16	1076.87	1523.43	1995.86	EV/EBITDA	28.53	16.94	13.47	8.62
同比(%)	45.25%	51.64%	41.47%	31.01%					
归属母公司净利润	130.56	198.30	278.91	371.67	永续增长率	3.00%		WACC	9.45%
同比(%)	84.72%	51.89%	40.65%	33.26%	终值	4500.17		Ke	10.60%
毛利率(%)	33.14%	36.17%	36.02%	36.21%	企业价值	6555.86		Kd	5.12%
ROE(%)	13.22%	17.21%	20.08%	22.08%	非核心资产价值	577.66		t	15.15%
每股收益(元)	0.76	0.58	0.81	1.08	债务价值	256.31		Rf	4.00%
P/E	38.28	23.04	16.38	12.29	股权价值	6865.02		Rm	10.00%
P/B	5.12	4.01	3.32	2.73	股本	344.00		Rm-Rf	6.00%
EV/EBITDA	28.53	16.94	13.47	8.62	每股价值	19.96		Beta	1.10

资料来源: 浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

