

评级：审慎推荐（维持）

电力设备

公司季报点评

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电话：0755-25832648

邮件：hebenhu@fcsc.cn

森源电气(002358)**——增长仍然稳健，维持“审慎推荐”**

事件：10月23日，公司公布2012三季度业绩，实现收入67828万元，同比增长41.7%，实现净利润13810万元，同比增长59.2%，对应的EPS为0.40元。另外，公司预计全年净利润增长**50~70%**。

要点：**1、第三季度增长有所下降，但幅度不大**

公司前三季度实现收入67828万元，增速为41.7%。其中，Q3实现收入**27295万元**，同比增长**36.3%**，略低于上半年，但总体仍稳健。

毛利率水平看，Q1-3的毛利率为35.5%，较上年同期提高2.3个百分点，对应的净利润为1300万，相对于2011同期净利润的弹性为15%。Q3的毛利率为**33.6%**，环比Q2的**39.9%**下降**6.3**个百分点。由于公司产品毛利率的**差异性**，我们尚难以此做毛利率下降的判断，但应引起关注。

公司作为以用户端为主要客户的企业，总体环境并不优越。近年来逐步从河南的区域市场向全国拓展，产能的扩张和营销力度加大促成了公司连续两年的高增长。由于没有明细数据，如果依照半年报数据推断，快速增长仍来自于12KV和40.5KV的断路器。但该领域的竞争较为激烈，也具备一定的规模瓶颈，对数据需要适时跟踪。

2、Q3的销售费用率和营业外收支有积极影响

从期间费用看，公司的销售费用率显著下降是重要特征。Q3的销售费用增幅为8.3%，显著低于收入增长的36.3%。如果按照同比比例测算，差异为297万元。另外，Q3的营业外收支为679万元，主要是公司搬迁的政府补贴和资产处置损失。

两项财务数据的合计规模为**976万元**，如果考虑税收影响，对应的净利润影响为**820万元**，相当于2011 Q1-3净利润的**22%**。

3、盈利预测及投资建议

我们预计2012年、2013年和2014年每股收益分别为0.57元、0.74元、1.00元，目前的14.16元对应的PE分别为23.8倍、18.4倍和13.5倍，有所低估。如果考虑增发后的**20%左右的摊薄**，则低估不明显，我们维持“审



“谨慎推荐”投资评级。

4、风险因素：（1）毛利率波动；（2）行业波动。

图表 1 公司主营收入和毛利率预测一览表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、40.5KV 成套				
收入(万元)	10476	12047	13493	15112
增长率	12.8%	15.0%	12.0%	12.0%
毛利(万元)	3520	4096	4534	5078
毛利率	33.6%	34.0%	33.6%	33.6%
二、12KV 成套				
收入(万元)	29906	38878	48597	60747
增长率	30.2%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利(万元)	9450	12441	15065	18831
毛利率	31.6%	32.0%	31.0%	31.0%
三、0.4KV 成套				
收入(万元)	11932	17898	25057	35080
增长率	83.1%	50.0%	40.0%	40.0%
毛利(万元)	3341	5190	7016	9822
毛利率	28.0%	29.0%	28.0%	28.0%
四、有源滤波				
收入(万元)	13236	21178	29649	41508
增长率	135.4%	60.0%	40.0%	40.0%
毛利(万元)	5639	8895	11859	16603
毛利率	42.6%	42.0%	40.0%	40.0%
五、其他				
收入(万元)	5466	6286	7229	8313
增长率	12.8%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利(万元)	1525	1697	1807	2078
毛利率	27.9%	27.0%	25.0%	25.0%
六、合计				
收入(万元)	71016	96287	124025	160760
增长率	45.2%	35.6%	28.8%	29.6%
毛利(万元)	23475	32319	40281	52413
毛利率	33.1%	33.6%	32.5%	32.6%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



图表 2 盈利预测表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、营业利润				
营业收入	71016	96287	124025	160760
减：营业成本	47483	63967	83743	108347
减：营业税金及附加	323	438	565	732
减：营业费用	3914	4776	5537	6459
减：管理费用	3650	4015	4416	4858
减：财务费用	1410	1551	1706	1876
减：资产减值损失	639	767	920	1104
加：投资收益	0	0	0	0
营业利润	13597	20772	27138	37383
二、利润总额				
加：营业外收支	1686	2191	2630	3155
利润总额	15282	22964	29767	40539
三、净利润				
减：所得税	2223	3445	4465	6081
净利润	13060	19519	25302	34458
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	4	5	5	7
归属母公司净利润	13056	19515	25297	34452
总股本（万）				34400
EPS(元)	0.38	0.57	0.74	1.00

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135