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)

——进入二次设备领域，维持“审慎推荐”

事件： 2012 年 11 月 28 日，公司与西门子电力自动化有限公司签订了《关于西门子授权森源生产及销售保护产品合作意向》，此举意味着公司借助西门子进入电力保护产品领域。

要点：

1、借助强大的西门子进入二次设备领域

按照协议，交易对象为西门子电力自动化有限公司（SPA），是西门子城市与基础设施集团（IC）旗下能源自动化部门的全资公司，也是西门子能源自动化部门在德国外主要的区域性总部。**不难看出，本次合作的西门子是具备强大实力的子公司。**

西门子电力自动化有限公司（SPA）作为西门子旗下的企业，一直在能源自动化领域的继电保护、电站自动化、电能质量控制以及发电和输配电中的能源管理及信息系统方面引领技术潮流，提供创新解决方案，其强大的背景和实力为公司进入二次设备领域创造了条件。

2、中期成为新的期待增长点

从公司第三季度的财务数据看，Q3实现收入27295万元，同比增长36.3%，略低于上半年。近年来，公司依托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。**但该领域的竞争较为激烈，也具备一定的规模瓶颈。**

公司本次依托西门子进入二次设备，可以说是公司战略的转折点。不管具体的结果怎样，我们都对公司主动创新的策略给予积极关注，也期待成为中期的业绩增长点。

我们同时有两个疑问：**一方面，公司能否顺利进入竞争较为激烈的二次设备领域。**二次设备作为相对小规模但又区域性广阔的市场，南瑞集团、许继集团、四方股份等已经形成了较为稳定的市场竞争格局，公司能否顺利进行市场拓展值得期待。**另一方面，公司是否具备承接二次设备技术的深厚基础。**公司之前的业务主要集中在一次设备，虽然有源滤波（APF）业务与二次设备具备一定的相似性，但还是有显著差异。**西门子作为全球性的电力设备龙头，对与公司合作的定位以及技术的配合度等都存在一定的不确定性。**

3、盈利预测及投资建议

我们维持2012年、2013年和2014年每股收益分别为0.57元、0.74元、1.00元的盈利预测，目前的10.71元对应的PE分别为18.9倍、14.6倍和10.7倍。**如果考虑增发后的20%左右的摊薄，则有所低估，但幅度不大，我们维持“审慎推荐”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