

电力设备

报告原因：事件点评

2013年1月28日

市场数据：2013年1月28日

总股本/流通股本(亿股)	3.44/1.02
收盘价(元)	12.88
流通市值(亿元)	13.14

基础数据：2012年9月30日

资产负债率	40.80%
毛利率	35.52%
净资产收益率(摊薄)	12.79%

相关研究

森源电气(002358)调研简报-配网增长有望持续,有源滤波进入市场启动期_增持 2012年3月26日

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel：010-82190396

E-mail：liangyumei@sxzq.com

MSN：meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

森源电气 (002088)

维持

受益于宏观经济复苏, 2013年高增长值得期待

增持

公司研究/点评报告

投资要点：

事件：公司公告2012年业绩预增公告。

点评：

2012年公司利润大幅增长。2012年实现销售收入99070.00万元,较上年同期增长39.50%,实现归属于上市公司股东的净利润19952.71万元,较上年同期增长51.18%。主要是公司积极拓展产品销售市场(特别是新产品销售市场),实现了营业收入的稳步增长所致。营业利润增加57.39%,净利润增加51.18%,基本每股收益比上年增加50.00%,净利润增幅大于销售收入的增幅的主要原因为公司本期内毛利率较高的新产品销售收入占公司总销售收入比重提高所致。

订单增长超过营业收入增速, 2013年业绩值得期待。2012年公司新增订单12.55亿元,与上年同期相比增长43%,超过了2012年公司的营业收入增速。公司产品订单结算周期为一个季度,有部分订单放在2013年结算,有利的支持了公司2013年的高增长。

核心部件断路器质量好, 竞争优势明显, 进口替代空间较大。公司核心零部件断路器基本自产,且开始大规模外销,断路器为中低压配网设备的核心零部件,技术难度较大,外资份额较高。目前公司核心部件断路器开断有些在3万次以上,竞争优势明显,有望逐步实现进口替代,市场份额逐步提升。

受益于宏观经济复苏。公司主要生产中、低压开关成套设备,断路器元件及其配件,中压户内隔离开关,属于配电网领域。公司配网产品主要来自于工矿企业,电网比例在1/3左右,工矿企业占比在2/3左右,公司对工矿企业复苏敏感性较高,目前从数据上看宏观经济正在逐步复苏,相关工矿企业的产量也在逐步复苏。

行业集中度有望进一步提高。目前国家电网有计划进一步集中招标权,这可能利好像公司这类竞争实力较强的公司。此外,目前国网正在清理三产企业,三产企业退出为具备竞争力的公司腾出一步市场空间,包括通过三产企业做销售渠道外资企业的市场空间,即三产企业的清理有利于扩大内资企业的市场份额。我们认为配网领域目前竞争格局还未稳定,而格局的变化中有利于具备竞争优势的内资公司。

④ **有源滤波进入市场启动期，有望高增长。**我们分析了有源滤波的下游应用领域，主要有变频设备的应用场合、电气化铁路、电动汽车充电站、不稳定负荷的应用场合、钢铁厂、有色冶金、港口机械、高精度自动化生产线、办公大楼、大型商业区等节能灯和空调集中场所。随着滤波量的累积，有源滤波下游市场均逐步启动。公司有源滤波市场目前还主要来自于工矿企业，电动汽车充电站及地铁领域也有涉及。公司推出了电能综合治理装置，为工矿企业提供综合的电能质量管理，增加了产品附加值，单台销售价格大幅增加。我们认为公司新产品有源滤波进入市场启动期，增长迅速，预计有望维持 50%左右的增速。而有源滤波产品毛利率水平较高，对利润增速的贡献更加可观。

④ **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.54、0.77 对应市盈率分别为 24 倍、17 倍。公司主要产品来自于工矿企业，受益于宏观经济的回暖，公司在 2012 年经济增速相对较低的情况下业绩及订单仍保持高增长，随着经济增速的回暖对公司业绩及订单的增长有正的推动力，我们看好公司 2013 年业绩及订单表现，维持“增持”的投资评级。

④ **投资风险。**宏观经济大幅恶化影响行业的增长；竞争加剧行业毛利率大幅下降。

表 1: 盈利预测假设

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
配网类产品	43,192.37	57,715.14	75029.68	93787.1
电能质量产品及其他(万元 人民币)	5,623.67	13,236.14	23825.05	38120.08
营业收入增速				
配网类产品	6.71%	33.62%	30%	25%
电能质量产品及其他(万元 人民币)	-	135.36%	80%	60%
毛利率				
配网类(%)	30.35%	30.93%	31%	31%
电能质量产品及其他(%)	50.32%	42.61%	42%	42%

资料来源：山西证券

表 2: 盈利预测

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入	48,892.44	71,015.85	98854.73	131907.2
增速	20.30%	45.25%	39.20%	33.44%
营业成本	32,897.91	47,483.10	65589.01	86822.75



毛利率	32.71%	33.14%	33.65%	34.18%
营业税金及附加	279.39	323.31	450.0506	600.5267
销售费用	1,898.93	3,914.04	5448.381	7270.067
管理费用	3,757.81	3,649.83	4014.813	4416.294
财务费用	1,649.56	1,409.82	1550.802	1705.882
资产减值损失	438.31	639.01	0	0
营业利润	7,970.54	13,596.73	21801.68	31091.67
营业外收入	360.68	1,694.99	0	0
营业外支出	7.54	9.38	0	0
利润总额	8,323.68	15,282.34	21801.68	31091.67
所得税	1,255.64	2,222.67	3270.252	4663.75
净利润	7,068.04	13,059.67	18531.43	26427.92
少数股东损益		3.77	60	78
归属于母公司所有者的净利润	7,068.04	13,055.90	18471.43	26349.92
每股收益	0.21	0.38	0.54	0.77
增速	17.17%	84.72%	41.48%	42.65%

资料来源：山西证券

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

特别申明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。