

森源电气(002358)

报告日期: 2013年08月29日

点评报告

行业公司研究
——
电力设备
新能源行业

证券研究报告

区外市场表现喜人

——森源电气 2013 年半年报点评报告

✍ : 史海昇 执业证书编号: S1230511010006
☎ : 021-64718888-1737
✉ : Shihaiheng@stocke.com.cn

报告导读

- 2013年半年度公司净利润同比增长超37.92%
- 产品综合毛利率维持37%左右的较高水平

投资要点

□ 2013 年半年度业绩大幅增长

报告期内, 公司实现营业总收入 51,820 万元, 较上年同期增长 27.85%; 实现归属于上市公司股东的净利润 11,008.98 万元, 较上年同期增长 37.92%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 10,955.59 万元, 较上年同期增长 39.14%, 每股收益 0.32 元, 保持了公司业务持续快速的增长。

□ 公司盈利能力保持行业较高水平

数据显示, 森源 2013 年半年报产品综合毛利率为 37.88%, 同比提升 1.08 个百分点, 处于行业较高水平, 其中, 高压成套设备、低压成套设备的盈利能力均有不同程度的提升, 预计全年综合毛利率水平在 38-39% 左右。下半年公司坚持产品定位高端市场的销售策略, 继续进行产品升级改造和技术创新, 高附加值产品的销售比重有望不断提高。

□ 华中地区以外市场增长仍旧强劲

2013 年以来, 公司继续贯彻执行巩固华中市场, 大力拓展区外市场的销售策略, 并取得了显著成效, 全系列产品在“外部市场”的销售增速明显高于区内市场, 其中东北、华东、华南地区收入分别大幅增长 223.26%、94.62%、681% 之多, 进一步向全国性大型电力设备供应商行列迈进。

□ 盈利预测及估值

考虑到产品结构和区域结构的不断调整优化, 预计 2013 年公司每股收益 0.78 元, 同比增长约 40%。目前股价对应动态 PE 为 20 倍, 维持公司“买入”的投资评级。

财务摘要:

(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入	990.49	1209.57	1686.96	2210.09
(+/-)	39.47%	22.12%	39.47%	31.01%
净利润	192.17	267.43	355.24	429.58
(+/-)	47.19%	39.17%	32.83%	20.93%
每股收益(元)	0.56	0.78	1.03	1.25
P/E	41.78	20.40	15.36	12.70

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 15.86

单季度业绩

元/股

1Q/2013

0.12

2Q/2013

0.20

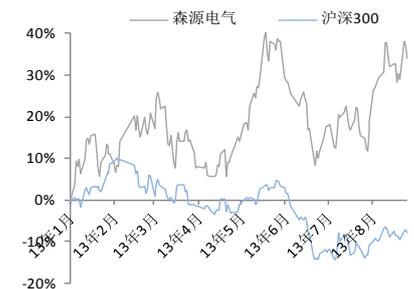
3Q/2012

0.17

4Q/2012

0.16

2013 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, 产品包括 40.5kV 和 12kV 高压成套开关设备、真空断路器、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、市政等领域。2011 年以来有源滤波装置 (APF) 销售高速增长。

相关报告

《产品市场创新 高速增长如故——森源电气 (002358) 2012 年三季度报点评》
《森源电气 (002358) 2012 年跟踪报告》

报告撰写人: 史海昇

数据支持人: 史海昇



我们预计，2013 年全年华中区以外市场销售收入占公司总营收的比例将在 65%左右，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。

□ 风险因素

原材料价格大幅波动；

国内配电网建设投资额下降；

技术更新导致公司现有产品落后与竞争对手；

地铁等市场的 APF 销售增速放缓。





附录:

表: 2013年1-6月主营产品构成情况

	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	517,141,573.52	321,272,695.46	37.88%	27.62%	25.45%	1.08%
分产品						
高压成套设备	326,275,385.83	199,951,066.56	38.72%	26.74%	20.65%	3.09%
低压成套设备	67,651,902.81	44,614,012.84	34.05%	145.89%	124.23%	6.37%
高压元件	34,462,875.43	25,058,642.17	27.29%	-45.55%	-38.76%	-8.06%
电能质量治理装置及其它	88,751,409.45	51,648,973.89	41.8%	55.8%	74.8%	-6.32%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表: 2013年1-6月主营产品销售分布情况

东北	15,755,038.03	9,981,180.57	36.65%	198.51%	223.26%	-4.85%
华北	87,486,830.03	53,991,323.85	38.29%	-29.13%	-25.59%	-2.93%
华东	112,282,381.22	67,167,811.45	40.18%	107.89%	94.62%	4.08%
华南	29,862,033.30	19,083,306.29	36.1%	874.81%	681%	15.86%
华中	208,456,150.46	130,049,577.76	37.61%	32.17%	22%	5.2%
西北	46,932,122.06	29,880,164.20	36.33%	-3.23%	-3.74%	0.34%
西南	16,367,018.42	11,119,331.34	32.06%	24.06%	90.01%	-23.58%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所





主要财务数据:

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1138.00	1372.34	2916.74	2635.78	营业收入	990.49	1209.57	1686.96	2210.09
现金	211.59	630.53	921.91	1279.62	营业成本	632.74	749.08	1038.83	1365.62
应收账款	505.94	381.24	886.18	760.93	营业税金及附加	3.77	5.68	7.34	9.47
其它应收款	21.25	24.86	38.03	44.58	营业费用	47.62	60.39	80.13	110.28
预付账款	92.05	318.38	252.88	479.21	管理费用	53.60	70.28	92.78	132.83
存货	297.32	17.33	806.32	65.72	财务费用	21.05	35.73	69.98	83.85
其他	9.85	0.00	11.42	5.73	资产减值损失	15.02	13.89	19.33	25.88
非流动资产	603.33	654.16	829.95	1028.84	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	558.80	598.91	742.94	917.35	营业利润	216.68	274.51	378.56	482.16
无形资产	36.68	44.40	61.22	79.24	营业外收入	93.48	67.97	76.47	73.64
其他	7.85	10.85	25.79	32.25	营业外支出	82.51	27.56	36.72	48.93
资产总计	1741.33	2026.50	3746.69	3664.62	利润总额	227.65	314.92	418.32	506.87
流动负债	561.47	634.17	2066.54	1639.39	所得税	33.55	46.57	61.45	74.70
短期借款	338.12	497.98	1693.57	1339.96	净利润	194.11	268.35	356.87	432.17
应付账款	140.43	92.36	225.44	211.74	少数股东损益	1.94	0.92	1.63	2.59
其他	82.91	43.83	147.53	87.68	归属母公司净利润	192.17	267.43	355.24	429.58
非流动负债	32.00	17.39	23.52	26.35	EBITDA	264.42	360.26	503.56	619.58
长期借款	0.00	3.39	8.15	5.90	EPS (摊薄)	0.56	0.78	1.03	1.25
其他	32.00	13.99	15.37	20.45					
负债合计	593.46	651.55	2090.06	1665.74	主要财务比率				
少数股东权益	14.11	15.03	16.66	19.25	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	1133.76	1359.92	1639.98	1979.63	成长能力				
负债和股东权益	1741.33	2026.50	3746.69	3664.62	营业收入增长率	39.47%	22.12%	39.47%	31.01%
					营业利润增长率	59.36%	26.69%	37.90%	27.37%
					归属于母公司净利润增长率	47.19%	39.17%	32.83%	20.93%
					获利能力				
					毛利率	36.12%	38.07%	38.42%	38.21%
					净利率	19.60%	22.19%	21.15%	19.55%
					ROE	16.91%	19.52%	21.54%	21.62%
					ROIC	13.70%	14.87%	11.71%	14.39%
					偿债能力				
					资产负债率	34.08%	32.15%	55.78%	45.45%
					净负债比率	29.46%	36.53%	102.86%	67.44%
					流动比率	2.03	2.16	1.41	1.61
					速动比率	1.50	2.14	1.02	1.57
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.64	0.58	0.60
					应收账款周转率	2.53	2.73	2.66	2.68
					应付账款周转率	5.77	6.44	6.54	6.25
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.56	0.78	1.03	1.25
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.05	1.27	-1.60	3.30
					每股净资产 (最新摊薄)	3.34	4.00	4.82	5.81
					估值比率				
					P/E	41.78	20.40	15.36	12.70
					P/B	7.08	4.01	3.33	2.76
					EV/EBITDA	31.02	14.87	12.45	8.98
					永续增长率		3.00%		WACC 8.89%
					终值		4488.86		Ke 10.60%
					企业价值		6577.23		Kd 5.13%
					非核心资产价值		630.53		t 14.79%
					债务价值		516.14		Rf 4.00%
					股权价值		6676.60		Rm 10.00%
					股本		344.00		Rm-Rf 6.00%
					每股价值		19.41		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

本报告由浙商证券股份有限公司（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>

