

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

电气设备

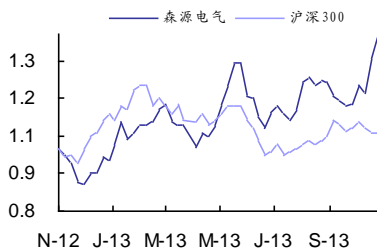
森源电气 (002358)

推荐

合理估值: 28.8 元 昨收盘: 17.23 元 (维持评级)

2013年11月08日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	398/148
总市值/流通(百万元)	6,854/2,551
上证综指/深圳成指	2,129/8,240
12个月最高/最低(元)	18.20/9.58

相关研究报告:

《森源电气-002358-2012年半年报点评: 中报业绩靓丽》——2012-08-10
 《森源电气-002358-业绩符合预期》——2011-08-07

证券分析师: 杨敬梅

电话: 021-60933160

E-MAIL: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

继续高增长不是梦

● 连续多年高增长, 继续高增长仍可期

公司上市以来, 已保持了多年的高增长, 而管理层激励指标却在 13/14/15 年仍有 37%/44%/38% 的高增长, 通过分析高增长仍可期

● 开关业务收入增长有望保持 20% 甚至更高

根据历史经验, 开关的行业增速略快于 GDP 的增长, 而公司借助于先进的生产设备 (国内领先于同行)、优异的管理水平、强大的资金实力获得了超行业增长的速度, 尤其是近两年来随着资金面的紧张, 公司的资金优势更加明显体现 (对于开关设备这种需要大量垫资的企业来说, 资金短缺会是致命的)。

● 电能质量产品 100 亿可及市场任驰骋

通过我们简单测试, 预计公司电能质量产品的可及市场有望达到 100 亿元, 而公司是这一领域龙头企业, 12 年收入仅有 1.5 亿。遥不可及的天花板及公司强大的技术优势保证这块产品的高增长可持续性更强。

● 风险提示

宏观经济出现下滑导致需求下滑的风险。

● 给予“推荐”评级

我们认为, 目前市场上普遍对公司未来高增长持怀疑态度, 导致股价低估, 通过仔细研究, 我们对公司高增长抱有强大信心, 未来股价会有一个明显的修复过程。

预计公司 2013/2014/2015 年净利润同比增长分别为 36.6%/44.8%/42.9%, EPS 分别为 0.66/0.96/1.37, 考虑到连续几年的高增长, 我们给予 2014 年 EPS 的 30 倍 PE, 目标价 28.8 元, 给予“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	710	990	1,233	1,722	2,417
(+/-%)	45.2%	39.5%	24.5%	39.7%	40.3%
净利润(百万元)	131	192	263	380	543
(+/-%)	84.7%	47.2%	36.6%	44.8%	42.9%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.48	0.66	0.96	1.37
EBIT Margin	23.5%	25.1%	26.9%	27.3%	27.9%
净资产收益率(ROE)	13.4%	16.9%	12.9%	16.6%	20.3%
市盈率(PE)	52.5	35.7	26.5	18.3	12.8
EV/EBITDA	41.2	27.4	19.1	13.9	10.7
市净率(PB)	7.0	6.0	3.4	3.0	2.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

激励机制独具一格，彰显企业信心

高增长的激励机制独具一格

2013年10月23日，公司公布中层以上管理人员激励方案，激励方式是日常月度工资核算和发放方式不变，年底另外增加绩效考核奖金，绩效考核奖金的基数为各人年标准收入；绩效考核指标包括年度销售收入、销售回款、毛利润、净利润，其中销售内务管理人员适用以上四项指标，生产、技术、采购、财务、行管等部门的干部适用销售收入、净利润；公司前三年销售收入、销售回款、毛利润、净利润指标的年度复合增长率为当年指标的计划增长率，当年四项经济指标的实际完成比率加权后低于计划增长率80%时无绩效奖金，只有高于计划增长率80%才可享受奖金。

表 1: 公司管理人员激励考核指标

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入	40642.80	48892.44	71015.85	99048.69	133715.7315	187202.0241	258338.7933
增长率					35%	40%	38%
归属于母公司所有者的净利润	6032.11	7068.04	13055.90	19216.65	26711.1435	41402.27243	60861.34046
增长率					37%	44%	38%

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

经测算，我们得出，公司未来3年的净利润增长需要达到37%、44%、和38%，管理人员方能拿到绩效奖金。

过去几年已连续实现高增长，未来高增长仍可期待

公司上市以来，已连续实现多年高增长，市场可能会对公司未来几年能否继续实现高增长存有疑虑，通过后几节的分析，我们认为公司的高增长是可以期待的。

表 2: 公司过去几年连续实现高增长

	2009 年报	2010 年报	2011 年报	2012 年报
营业收入同比增长率(%)	22.27	20.30	45.25	39.47
营业利润(%)	32.31	15.30	70.59	59.36
利润总额(%)	16.91	16.16	83.60	48.96
归属母公司股东的净利润(%)	20.19	17.17	84.72	47.19

资料来源：WIND 国信证券经济研究所整理

开关业务将获得远超行业增长速度

行业增速会略快于 GDP

开关设备可广泛应用于电力、冶金、轨道交通、石化、挖掘等所有需要电能的行业，个别行业的兴衰不会对其需求造成太大影响，相反，其需求受宏观经济整体变化的影响相对较大。

从过去多年的历史来看，开关行业的需求增速高于宏观经济的增长速度。

先进生产线和优秀生产管理经验使得公司越战越勇

公司拥有自我设计和集成、国外进口的自动化生产线，该生产线在国内领先，并且是2013年开关设备行业唯一一个入选“智能制造装备项目拟支持单位名单”的企业。

表 3: 2013 年智能制造装备项目拟支持单位名单 (部分)

项目承担单位	项目名称
河南森源电气股份有限公司	开关设备制造企业柔性智能数字化车间
昊华骏化集团有限公司	国产化智能控制系统和安全仪表系统一体化集成技术在传统产业升级改造和大型煤化工生产中的产业化应用
软控股份有限公司	高性能子午胎成形数字化车间的建设及应用
风神轮胎股份有限公司	高性能子午胎成形数字化车间的建设及应用
沈机集团昆明机床股份有限公司	高档数控车床制造数字化车间的研制与应用示范项目
云南 CY 集团有限公司	高档数控车床制造数字化车间的研制与应用示范项目
华西能源工业股份有限公司 (四川)	清洁高效锅炉智能制造数字化车间

资料来源: 财政部 国信证券经济研究所整理

先进的生产设备是公司产品质量的物质保障, 自动化生产线大大减少人工比例, 使其产品单位成本降低, 保证公司可以比竞争对手提供更加质优价廉的产品。

图 1: 公司部分先进生产设备**萨瓦尼尼P4X多边折弯中心****数字立体仓库**

资料来源: 公司网站 国信证券经济研究所整理

宏观环境造成的小企业困境是扩大市场份额的绝佳时机

目前, 在银行信贷进展的大环境下, 小企业生存状况恶劣, 很多企业因资金链断裂而举步维艰。

相应得, 开关设备行业又是一个对资金占用非常严重的行业, 因供应商和客户占用大量资金使得行业里小企业的经营状况更加恶劣, 而森源电气则借助于其上市公司的资金优势顺势而为, 大量抢占小企业的市场份额从而实现市场占有率的迅速提升。

公司在国网招投标市场中市场份额迅速上升便是一个明显的例子。

电能质量产品强大的市场空间支撑相关业务高增长

公司的电能质量产品可及市场容量或会达到 100 亿

公司电能质量产品包括 APF（有源滤波装置）和 TWLB（快速有载调压无功补偿滤波装置），其产品广泛应用于铁路、轨道交通、电动汽车充电、新能源接入、冶金、石化、电力等行业。且随着各行业电力电子装置应用比例的提高，其需求量有迅速增加的趋势。

国家电网公司在《“十二五”智能化规划》中曾经提到，“到 2015 年，在公司经营区域内建成 1000 座电动汽车充换电站和 24 万个充电桩”，虽然到目前为时的进度来看，很难完成当初的规划目标，但这至少说明国内可建的充电桩数量至少有 24 万个。按照每 3 个充电桩一台 APF，每台 18 万元计算，则共需要 APF 144 亿元，按五年完成来测算，平均每年市场容量近 30 亿元，这是最保守的算法。

地铁方面，我国在“十二五”和“十三五”期间都将是地铁建设的高峰，按照目前不完全统计，在建和规划的地铁项目有 252 条，保守按照每条线 20 个站，每站 3 台，每台 18 万元计算，则市场容量为 27 亿元，五年完成的话平均每年 5.4 亿元。如果将铁路、新能源接入、冶金、石化、电力等领域的需求考虑在内，APF 需求或将远超 50 亿元。TWLB 的市场容量预计会和 APF 差不多。

表 4: 全国地铁项目

城市	已建成总数	在建总数	规划中
北京	17	2	11
天津	4	4	8
上海	12	2	7
广州	7	3	12
长春	2	2	4
大连	2	5	5
武汉	2	3	9
深圳	5	3	2
重庆	5	1	4
南京	2	6	16
沈阳	2	5	6
成都	2	3	9
佛山	1	0	7
西安	2	2	6
苏州	1	3	4
昆明	2	2	5
杭州	1	2	7
哈尔滨	1	2	7
长沙		2	4
东莞		1	3
鄂尔多斯		1	
福州		1	6
贵阳		2	2
合肥		2	6
南昌		2	5
宁波		2	4
南宁		2	4
青岛		2	8
无锡		2	1
温州		1	4
郑州		2	4
汇总	70	72	180

资料来源：政府网站 国信证券经济研究所

公司是该领域领军企业，收入远未到天花板

公司 2012 年电能质量产品销售收入为 1.5 亿元，距离 100 亿元的可及市场尚远，这块业务有很大的成长空间。

给予“推荐”评级

我们预计，未来两年随着宏观经济的发展及公司市场占有率提高，开关类设备的收入增长将保持稳定。

电能质量产品因天花板高，公司收入规模小，将继续保持高增长，且随着 TWLB 的投产，其增速会出现明显加快的趋势。

因内部零部件配套比例在逐步提高，公司产品的毛利率水平有逐步提升的趋势。

表 5: 盈利预测假设基础

	2011 年报	2012 年报	2013 E	2014 E	2015 E
高压成套设备					
收入	40,382.64	62,342.14	74810.57	93513.21	116891.51
增长率	25.10%	54.38%	20.00%	25.00%	25.00%
成本	27,411.40	39,835.85	46008.50	57510.62	71888.28
毛利	12,971.24	22,506.29	28802.07	36002.59	45003.23
毛利率(%)	32.12	36.10	38.50%	38.50%	38.50%
低压成套设备					
收入	11,931.96	10,822.04	21644.08	38959.34	50647.15
增长率	83.14%	-9.30%	100.00%	80.00%	30.00%
成本	8,590.99	7,561.35	14285.09	25323.57	32414.17
毛利	3,340.98	3,260.69	7358.99	13635.77	18232.97
毛利率(%)	28.00	30.13	34.00%	35.00%	36.00%
高压元件					
收入	5,400.54	10,440.86	5220.43	5220.43	5220.43
增长率	22.82%	93.33%	-50.00%	0.00%	0.00%
成本	3,861.25	6,998.17	3810.91	3810.91	3810.91
毛利	1,539.29	3,442.69	1409.52	1409.52	1409.52
毛利率(%)	28.50	32.97	27.00%	27.00%	27.00%
电能质量产品及其他					
收入	13,236.14	15,302.40	21423.36	34277.38	68554.75
增长率	135.36%	15.61%	40.00%	60.00%	100.00%
成本	7,596.34	8,858.27	12854.02	20223.65	40447.30
毛利	5,639.80	6,444.13	8569.34	14053.72	28107.45
毛利率(%)	42.61	42.11	40.00%	41.00%	41.00%
合计					
收入	70,951.28	98,907.44	123,098.44	171,970.36	241,313.84
增长率	45.34%	39.40%	24.46%	39.70%	40.32%
成本	47,459.98	63,253.64	76,958.52	106,868.76	148,560.67
毛利	23,491.31	35,653.80	46,139.92	65,101.60	92,753.17
毛利率(%)	33.11%	36.05%	37.48%	37.86%	38.44%

资料来源: WIND 国信证券经济研究所

我们预计公司 2013/2014/2015 年净利润同比增长分别为 36.6%/44.8%/42.9%，EPS 分别为 0.66/0.96/1.37，考虑到连续几年的高增长，我们给予 2014 年 EPS 的 30 倍 PE，目标价 28.8 元，给予“推荐”评级。

表 6: 盈利预测简要结果

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	990	1,232.74	1,722.16	2,416.58
(+/-%)	39.5%	24.5%	39.7%	40.3%
净利润(百万元)	192	262.54	380.23	543.38
(+/-%)	47.2%	36.6%	44.8%	42.9%
每股收益(元)	0.56	0.66	0.96	1.37
EBIT Margin	25.5%	26.9%	27.3%	27.9%
净资产收益率(ROE)	16.9%	12.9%	16.6%	20.3%
市盈率(PE)	31.3	26.52	18.31	12.81
EV/EBITDA	24.0	19.08	13.94	10.70
市净率(PB)	5.31	3.43	3.03	2.61

资料来源: 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	212	671	517	725	营业收入	990	1233	1722	2417
应收款项	537	642	896	1258	营业成本	633	771	1070	1488
存货净额	297	373	522	734	营业税金及附加	4	5	7	10
其他流动资产	92	115	160	225	销售费用	48	59	82	116
流动资产合计	1138	1800	2095	2942	管理费用	54	66	92	128
固定资产	559	796	901	991	财务费用	21	15	15	26
无形资产及其他	37	36	35	34	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	(15)	(15)	(15)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1741	2639	3039	3975	营业利润	217	301	441	634
短期借款及交易性金融负债	338	300	329	737	营业外净收支	11	11	11	11
应付款项	168	195	273	384	利润总额	228	312	452	645
其他流动负债	55	65	90	127	所得税费用	34	47	68	97
流动负债合计	561	560	692	1248	少数股东损益	2	3	4	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	192	263	380	543
其他长期负债	32	32	32	32					
长期负债合计	32	32	32	32	现金流量表 (百万元)				
负债合计	593	592	724	1280	净利润	192	263	380	543
少数股东权益	14	16	19	22	资产减值准备	9	(15)	0	0
股东权益	1134	2031	2295	2672	折旧摊销	23	64	81	95
负债和股东权益总计	1741	2639	3039	3975	公允价值变动损失	15	15	15	15
					财务费用	21	15	15	26
					营运资本变动	(214)	(181)	(345)	(491)
					其它	(7)	17	3	3
					经营活动现金流	17	162	133	167
					资本开支	(337)	(300)	(200)	(200)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(337)	(300)	(200)	(200)
					权益性融资	0	716	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(61)	(80)	(116)	(166)
					其它融资现金流	52	(38)	29	408
					融资活动现金流	(70)	597	(87)	242
					现金净变动	(390)	459	(154)	208
					货币资金的期初余额	601	212	671	517
					货币资金的期末余额	212	671	517	725
					企业自由现金流	(277)	(135)	(65)	(21)
					权益自由现金流	(225)	(186)	(48)	365

关键财务与估值指标				
	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.56	0.66	0.96	1.37
每股红利	0.18	0.20	0.29	0.42
每股净资产	3.30	5.11	5.77	6.72
ROIC	15%	16%	17%	19%
ROE	17%	13%	17%	20%
毛利率	36%	37%	-21468 26265 00%	38%
EBIT Margin	26%	27%	27%	28%
EBITDA Margin	28%	32%	32%	32%
收入增长	39%	24%	40%	40%
净利润增长率	47%	37%	45%	43%
资产负债率	35%	23%	24%	33%
息率	1%	1%	2%	3%
P/E	31.3	26.5	18.3	12.8
P/B	5.3	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	24.0	19.1	13.9	10.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生		黄学军	021-60933142		
		马韬	021-60933157		
固定收益		交通运输		机械	
董德志	021-60933158	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
赵婧	021-60875174	岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
				朱海涛	
基础化工及石化		医药		电子	
朱振坤	010-88005317	贺平鸽	0755-82133396	刘翔	021-60875160
		丁丹	0755-82139908	陈平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘勍	0755-82133400		
计算机		传媒		零售、纺织服装及快销品	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162
		刘明	010-88005319		
轻工		建筑工程及建材		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
金融工程		基金评价与研究			
林晓明	021-60875168	李腾	010-88005310		
陈志岗	0755-82136165	钱晶	021-60875163		
吴子昱	0755-22940607	潘小果	0755-82130843		
周琦	0755-82133568				
电力及公共事业				银行	
陈青青	0755-22940855			王婧	

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				