

电气设备

**森源电气 (002358.SZ) / 50.38 元**

## 静待有源滤波器市场启动

### 事项

12月16日，我们调研了森源电气，并参观了其设备展厅。

### 主要观点

**一、电能质量管理需求促进有源滤波行业启动：**有源滤波器可以有效的消除电网中产生的谐波污染，提高电能质量，符合我国节能减排的发展目标，在配电网、轨道交通、电动汽车充电站等领域有着良好的前景。目前，有源滤波器行业在国内正处于行业的起步期，国外公司仍占据着比较大的市场份额，在高压端即 400A 以上的市场几乎被国外公司所垄断，进口替代前景广阔。森源电气目前该项业务增长迅速，2009 年实现销售收入 1800 万元，而 2010 年中报显示公司有源滤波器销售收入已达到 1476 万元，预计全年滤波器业绩增长有望超过 100%。同时，公司有源滤波器产品毛利率高达 60%，对于公司未来业绩想象空间巨大。

**二、IGBT封装业务有望有效降低滤波器开发成本：**公司于2007 年12月与西安电力电子研究所签署了共同研发大容量 IGBT 模块的技术协议以实现元件的国产化。公司目前IGBT自主封装业务试生产已经完成，大规模量产还在拓展中，预计如果开始量产将有效降低有源滤波器的生产成本20%-30%左右，对于进一步提升公司 APF业务毛利率意义显著。但公司未来IGBT自主封装模块将主要用于自用，对外销售可能性不大。

**三、下游客户丰富，保证传统业务稳定增速：**公司主要传统业务为开关、断路器等设备，今年国家电网采取了低价中标的策略，对于电气设备厂商冲击较大，但是公司电网业务只占到公司业务的 30%左右，主要客户集中在煤炭、电力、冶金、钢铁等行业，电网招标下降的不利影响对于公司业绩冲击较小，预计今年传统业务收入增长仍能达到 20%-30%左右，好于其他同类一次设备生产企业，业绩能够得到保证。

**四、高铁、轨道交通隔离开关挂网试运行接近尾声，有望明年获得订单：**公司生产的高铁和轨道交通专用 27.5KV 开关柜挂网试运行已经接近尾声，如果验收合格，有望参与到高铁和轨道交通的集中招标中。公司在开关业务具有一定的技术优势，因此，未来公司在高铁和轨道交通进一步拓展的机会很大，预计在 2011 年将为公司贡献收入。

**五、风险提示：**有源滤波器的市场推广低于预期；公司高铁、轨道交通专用开关未能如约获得订单。

**六、盈利预测与投资建议：**我们预计 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 1.07、1.50、2.03 元，对应 PE 为 47 倍、34 倍、25 倍，给予“推荐”评级。

证券分析师：高利  
执业编号：S0360209120018

联系人：李大军 张弢  
Tel: 010-59370837  
Email: zhtao@hczq.com

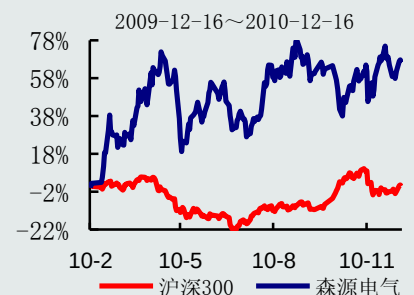
### 投资评级

投资评级：推荐  
评级变动：首次评级

### 公司基本数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 总股本(万股)        | 8600        |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 2200/0      |
| 资产负债率(%)       | 47.99       |
| 每股净资产(元)       | 3.85        |
| 市盈率(倍)         | 71.83       |
| 市净率(倍)         | 13.09       |
| 12 个月内最高/最低价   | 54.85/28.11 |

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 376  | 472   | 320   | 332   |
| 现金             | 135  | 256   | 92    | 103   |
| 应收账款           | 150  | 124   | 136   | 137   |
| 其它应收款          | 9    | 7     | 7     | 8     |
| 预付账款           | 22   | 27    | 22    | 24    |
| 存货             | 60   | 58    | 61    | 60    |
| 其他             | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>非流动资产</b>   | 97   | 582   | 939   | 1314  |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 70   | 450   | 751   | 1097  |
| 无形资产           | 24   | 29    | 35    | 39    |
| 其他             | 3    | 104   | 153   | 178   |
| <b>资产总计</b>    | 473  | 1055  | 1258  | 1645  |
| <b>流动负债</b>    | 216  | 164   | 228   | 430   |
| 短期借款           | 141  | 94    | 151   | 356   |
| 应付账款           | 58   | 58    | 62    | 59    |
| 其他             | 16   | 12    | 14    | 14    |
| <b>非流动负债</b>   | 11   | 9     | 20    | 30    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 10    | 20    |
| 其他             | 11   | 9     | 10    | 10    |
| <b>负债合计</b>    | 227  | 173   | 247   | 460   |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 64   | 86    | 86    | 86    |
| 资本公积金          | 17   | 538   | 538   | 538   |
| 留存收益           | 165  | 258   | 387   | 561   |
| 归属母公司股东权益      | 246  | 882   | 1011  | 1186  |
| <b>负债和股东权益</b> | 473  | 1055  | 1258  | 1645  |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 57   | 134   | 180   | 263   |
| 净利润            | 60   | 92    | 129   | 174   |
| 折旧摊销           | 6    | 21    | 50    | 79    |
| 财务费用           | 13   | 3     | 4     | 13    |
| 投资损失           | 0    | -0    | -0    | -0    |
| 营运资金变动         | -24  | 21    | -5    | -4    |
| 其它             | 1    | -3    | 1     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -9   | -507  | -406  | -454  |
| 资本支出           | 9    | 500   | 400   | 450   |
| 长期投资           | 0    | 1     | -1    | 0     |
| 其他             | 0    | -5    | -7    | -4    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 29   | 494   | 63    | 203   |
| 短期借款           | 68   | -47   | 56    | 206   |
| 长期借款           | -28  | 0     | 10    | 10    |
| 普通股增加          | 0    | 22    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0    | 521   | 0     | 0     |
| 其他             | -11  | -3    | -4    | -13   |
| <b>现金净增加额</b>  | 77   | 121   | -164  | 11    |

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

| 单位：百万元          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 406  | 503   | 691   | 961   |
| 营业成本            | 278  | 339   | 467   | 643   |
| 营业税金及附加         | 3    | 4     | 5     | 7     |
| 营业费用            | 11   | 11    | 16    | 23    |
| 管理费用            | 29   | 31    | 43    | 63    |
| 财务费用            | 13   | 3     | 4     | 13    |
| 资产减值损失          | 4    | 3     | 4     | 4     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 69   | 112   | 153   | 210   |
| 营业外收入           | 3    | 6     | 6     | 5     |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 72   | 118   | 159   | 215   |
| 所得税             | 11   | 26    | 29    | 40    |
| <b>净利润</b>      | 60   | 92    | 129   | 174   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 60   | 92    | 129   | 174   |
| EBITDA          | 89   | 136   | 207   | 302   |
| EPS（元）          | 0.94 | 1.07  | 1.50  | 2.03  |

主要财务比率

|                | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 22.3%  | 23.8%  | 37.3%  | 39.1%  |
| 营业利润           | 32.3%  | 62.0%  | 36.6%  | 37.2%  |
| 归属母公司净利润       | 20.2%  | 52.9%  | 40.2%  | 35.0%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 31.5%  | 32.6%  | 32.4%  | 33.2%  |
| 净利率            | 14.8%  | 18.3%  | 18.7%  | 18.2%  |
| ROE            | 24.5%  | 10.5%  | 12.8%  | 14.7%  |
| ROIC           | 26.5%  | 12.4%  | 11.7%  | 12.4%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 48.0%  | 16.4%  | 19.6%  | 27.9%  |
| 净负债比率          | 62.20% | 54.55% | 65.02% | 81.91% |
| 流动比率           | 1.74   | 2.87   | 1.40   | 0.77   |
| 速动比率           | 1.47   | 2.52   | 1.13   | 0.63   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.95   | 0.66   | 0.60   | 0.66   |
| 应收帐款周转率        | 3      | 4      | 5      | 7      |
| 应付帐款周转率        | 4.29   | 5.86   | 7.78   | 10.55  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.70   | 1.07   | 1.50   | 2.03   |
| 每股经营现金         | 0.66   | 1.56   | 2.09   | 3.06   |
| 每股净资产          | 2.86   | 10.25  | 11.76  | 13.79  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 53.45  | 46.98  | 33.51  | 24.83  |
| P/B            | 13.10  | 4.91   | 4.29   | 3.65   |
| EV/EBITDA      | 49     | 32     | 21     | 14     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 利益冲突披露事项

## 华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801