



资本货物/工业

森源电气 (002358)

业绩增长喜人，产品调整继续

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

编号 S0880511010009

本报告导读:

公司发布半年报业绩预增公告，收入和净利润同比增长 30% 和 62%，受益高毛利的滤波产品占比提升。传统业务享受配网建设启动，新业务发展初期高速增长可期。

事件:

- 发布半年报业绩预增公告，预计 2011 年 1-6 月实现收入 2.78 亿元，实现归属上市公司股东的净利润 4971 万元，分别同比增加 30.22% 和 61.59%。
- 净利润增幅大于销售收入，一方面由于本期内新产品占比提高，使得公司盈利能力增强，一方面期间费用未同比增长，规模效益进一步显现。
- 近期临近中报披露，对于业绩稳定或超预期增长的标的，市场将给予更多关注。我们认为公司年内将继续大力发展电能质量综合治理类产品，目前排产较满，全年有望维持净利润大幅超越收入的增长。
- 上调对于公司的业绩预测和投资评级。预计 11 年和 12 年 EPS 分别为 0.64 元、0.87 元，给予“增持”评级，目标价 25 元。

评论:

- 半年净利润增速继续领先收入，反映新产品开拓顺利。公司一季度收入和净利润分别增长 30.28% 和 66.88%；根据半年报业绩预增公告，1-6 月收入 and 净利润分别增长 30.22% 和 61.59%，其中二季度增速分别为 30.18% 和 60.25%。

公司 SAPF 有源滤波产品针对广泛存在工业用电领域的谐波，若考虑每年 800-1000 万 kVA 的治理规模，年均市场容量达到 100 亿元。10 年该业务贡献收入约 5000 万元，其中上半年约 1500 万元，综合毛利率高达 50.32%。我们预计 2011 年全年有望实现收入 1.2 亿元，同比增长 140%，收入规模扩大的同时盈利能力也得到进一步提升。

有源滤波产品下游应用广泛，未来发展受行业政策导向和用电侧电能质量需求影响较大，目前仍处于发

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 25.00

上次预测: 23.60

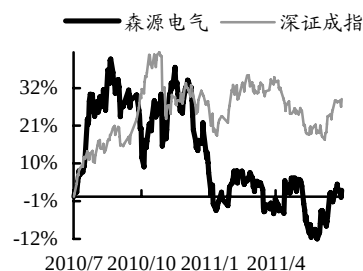
当前价格: 19.45

2011.07.14

交易数据

52 周内股价区间 (元)	17.18-54.85
总市值 (百万元)	3,345
总股本/流通 A 股 (百万股)	172/49
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	28%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	18

52 周内股价走势图



相关报告

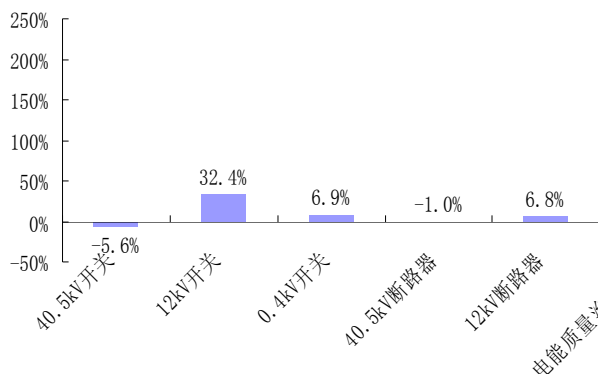
《产品线持续扩张的中低压开关领导者》	2011.05.10
《一季报开局良好 全年高速增长可期》	2010.04.21
《业绩符合预期 新产品进展顺利》	2010.04.07
《成长取决于 SAPF 产业化进程》	2010.03.16
《华中地区高压开关进口替代主力军》	2010.01.27

展初期,公司进入时间早、研发和技术领先都将形成日后竞争的先发优势。公司产品定位高端,单台售价明显高出传统的电容滤波器,我们认为目标市场定位在用电侧对电能质量需求高的场合,这样的采购方价格敏感性低、要求定制化设计,有利于维持稳定的高毛利并通过成套解决方案设计和后续服务树立良好的品牌——精准的市场定位为蓬勃发展创造可能性,企业有望实现从资本密集型向技术密集型转变。

- **传统业务借助地缘优势,享受农配网建设和区域城网的升级改造。**公司地处河南,辐射华中、西北和华北,“十二五”农网改造和升级将重点集中在农村面积大、农网普及程度低的经济欠发达地区,公司技术实力突出,地缘优势有助领先行业发展。同时考虑西部城市化进程加速,城市配网扩建和升级也将拉动中低压成套开关销售。

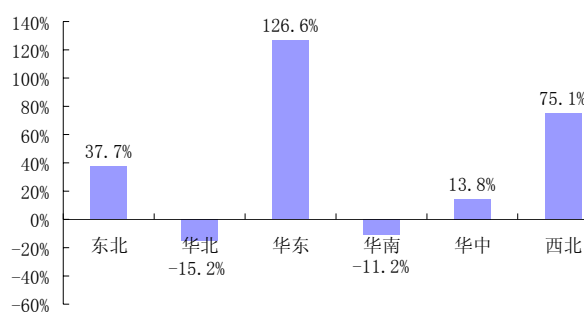
综上,农配网建设和城市化进程将拉动下游需求,行业有望维持 15%以上增长。公司地缘优势利于占得先机,10 年年报披露华中、西北和华东地区的销售收入同比增加 13.8%、75.1%和 126.6%。“十二五”配网建设将成为电网发展主题,受益行业投资增加,我们预计公司作为区域龙头也将维持 30%左右增长。

图 1: 2010 年分产品收入增长



数据来源: 国泰君安证券研究

图 2: 2010 年分地域收入增长



数据来源: 国泰君安证券研究

- **未来发展,除了电能质量治理系统,轨道交通将成为拓展重点。**

超募资金投入 8000 万建设轨道交通专用电气设备制造,包括 27.5kV 成套开关设备、27.5kV 断路器。除此之外,公司提供城市轨道交通 24kV 开关成套,产品已中标郑州市地铁项目。我国铁路用开关成套设备多以进口为主,尤其是高速铁路领域,产品性能和稳定运行经验要求高使得公司未来参与还需要通过相关试验和审核。

按照管理层规划,奉行“研发一代、储备一代、使用一代”的产品策略,我们认为轨道交通应属于从储备到使用的过程,11 年业绩难有贡献。同时有源滤波技术还可应用在轨道交通领域,随着电气化改造深入,来自铁路的谐波治理需求必将引爆新市场。

- **盈利预测和投资评级。上调对于公司的业绩预测和投资评级。预计 11 年和 13 年 EPS 分别为 0.64 元、0.87 元,给予“增持”评级,目标价 25 元。**

从基本面看,公司年内将实现产品结构转型,盈利能力提升使得净利润增速有望大幅超越收入。同时传统业务受益农网建设和城网改造,公司地理位置辐射华中、西北和华北,在行业区域性特征明显的前提下将领先发展。

临近中报披露高峰,对于超预期或稳定增长企业将得到市场更多关注,公司半年报 62%的增速高于一季报预计的 30%-50%,标的特征符合近期投资偏好。

作者简介:**刘骁 (贡献作者):**

执业资格证书编号: S0880110110167

电话: 010-59312823

邮箱: liuxiao009336@gtjas.com

电力设备行业研究员, 清华大学电机系高电压工程硕士、电气工程及其自动化专业学士, 2010 年 10 月加入国泰君安证券。曾任职于新时代证券投资部和毕马威华振会计师事务所。

康凯:

执业资格证书编号: S0880511010009

电话: 0755-23976023

邮箱: kangkai@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		