

试水外延式发展，拓宽业绩增长空间

森源电气 (002358) 动态点评报告

民生精品---点评报告/电气设备与新能源行业

2011 年 11 月 07 日

一、事件概述

公司发布收购公告：公司于 2011 年 11 月 3 日与自然人杨炳灿签定了《股权转让协议书》，收购杨炳灿持有的河南华盛隆源电气有限公司（华盛隆源）56.67% 股权，收购股权价款为 1611.94 万元；收购完成后，公司成为华盛隆源的控股股东，收购资金为公司自有资金。

二、分析与判断

➤ 收购华盛隆源，实现优势互补

华盛隆源主营产品为 10kV 智能型配电控制终端，公司主要产品为 40.5 kV、12kV 高压成套开关设备及 40.5 kV、12kV 高压真空断路器，两者产品有交叉，但更多是互补关系，因此将更加完善公司产品结构；华盛隆源产品主要销售给南方电网客户，主要销售区域覆盖广东、广西、四川、西藏等等区域，在这些区域具备一定的影响力，而公司产品主要销售区域包括华中、华北及西北等地区，在这些区域已经形成一定的品牌优势，同时公司也一直在开拓华南与西南等市场，但一直难以取得有效突破，收购华盛隆源之后，公司可以借助华盛隆源在这些区域的影响力，实现公司产品在华南与西南地区的销售取得突破，成功开拓新的市场，最终形成优势互补，提升公司在全国的影响力。

➤ 试水外延式发展，拓宽公司业绩增长空间

公司自设立以来，没有发生过重大的资产收购及重组等事件，因此缺乏相关实践操作经验，此次通过收购华盛隆源，有利于弥补公司在资产收购及整合方面的实践操作经验不足的弱点，为公司未来进一步做大作好铺垫。目前国内生产成套开关设备厂商有上千家，大多为收入规模在亿元以下的中小型企业，竞争较为激烈，而这些厂商基本上都是依靠企业内生式发展逐步成长，其发展过程较为缓慢，公司也是经过二十几年的发展，然后借助上市公司平台才一步一步做大，此番通过收购华盛隆源，积累资产并购及整合经验，有利于拓宽公司发展途径，外延式发展将成为公司未来发展的重要途径，拓宽公司业绩增长的空间。

➤ 有源滤波进入放量期，业绩保持快速增长

我们认为公司未来仍将保持较快的增长速度，主要是基于以下几点理由：（1）有源滤波产品进入快速放量期，业绩贡献大幅增加，将显著提升公司盈利能力；（2）开关成套设备受益城、农网升级改造需求，保持稳定增长，同时公司大力开拓省外市场，效果显著，确保未来增长具备持续性；（3）技术储备丰富，产业化在即，开启新的增长点，将接力公司未来发展；（4）试水外延式发展，拓宽公司业绩增长的空间。

➤ 维持公司“强烈推荐”评级，未来公司具备如下主要看点：

（1）有源滤波产品快速放量，将显著提升公司盈利能力

我们预计 2011 年公司有源滤波产品产品收入增速将超过 100%，超过 1 亿元，大幅提升公司业绩增速，未来公司业绩增速超预期可能性较大。我们认为公司有源滤波产品快速放量主要是基于以下原因：（1）根据国家电网对新能源汽车充电站的规划，预计对有源滤波产品的年需求量接近 10 亿元；而根据河南省电动汽车产业发展规划，预计到 2012 年河南省将建成各类电动汽车充(换)电站 60 座，充电桩 3,650 个；到 2015 年建成电动汽车充(换)电站 220 座，充电桩 7.78 万个；到 2020 年全省建成电动汽车充(换)电站 940 座，充电桩 85.84 万个，未来几年对有源滤波产品需求将大幅增加；（2）根据国家地铁建设规划，预计 2015 年将建成总长 2,500km 轨道交通线，按照每 1-2 公里建一个变电站，每个站需要 2-3 台 APF，预计未来几年地铁 APF 需

强烈推荐

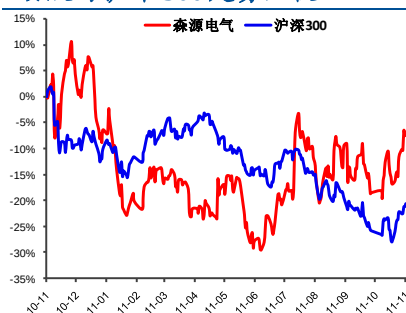
维持评级

合理估值： 30 元

交易数据 (2011-11-04)

收盘价 (元)	22.00
近 12 个月最高/最低	26.54/16.49
总股本 (百万股)	172.00
流通股本 (百万股)	48.58
流通股比例%	28.25%
总市值 (亿元)	37.84
流通市值 (亿元)	10.69

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：陈龙

执业证书编号：S0100511080002

电话：(021) 68885796

Email: chenlong@mszq.com

地址：上海浦东新区浦东南路 588

号浦发银行大厦 31 楼 200120

相关研究

- 1、《森源电气：SAPF 即将放量，启动新一轮增长》2011.3.14
- 2、《森源电气：一季报业绩超预期，APF 放量或将提前上演》2011.4.27
- 3、《森源电气：中报业绩超预期，重申“强烈推荐”-2011.7.14
- 4、《森源电气：有源滤波开始放量，未来业绩超预期可能性大》-2011.8.8
- 5、《森源电气：新产品市场开拓顺利，业绩增长预期提升》-2011.10.17
- 6、《森源电气 (002358) 三季报点评：APF 开始放量，业绩超预期》-2011.10.20

求量在 8 亿以上；(3) 工矿企业：变频器等整流设备应用越来越广泛，谐波污染也相应大幅增加，谐波治理需求越来越迫切，工矿企业已经开始从“被动”应用有源滤波产品专“主动”要求使用有源滤波产品，对有源滤波产品需求将产生大幅需求；(4) 通信、烟草、机场、医院等领域，对有源滤波产品的需求也将大幅增加；综合以上几方面因素，我们认为，有源滤波产品已经进入快速放量期，公司作为有源滤波产品龙头企业，将充分受益有源滤波行业景气上行周期，也将迎来快速增长，预计 2011 年有源滤波产品对公司业绩贡献将大幅提升至 30% 以上，显著提升公司盈利能力。

(2) 省外市场开拓成果显著，未来增长具备可持续性

公司省外市场开拓效果显著，这主要得益于公司连续几年大幅增加的投入，我们从公司收入年复合增速与销售费用年复合增速可以窥见一斑：2006 年至 2010 年，公司营业收入年复合增速为 15.41%，而销售费用的年复合增速则达到 36.03%，远超过收入的年复合增速，2010 年公司销售费用增速甚至达到 79.24%，表明公司在逐年加大产品市场开拓力度，公司多年的投入，目前已经开始进入收获季。2011 年上半年，公司继续加大省外市场开拓力度，业绩也实现了大幅增长，省外市场对公司业绩贡献也在逐步提升，我们认为公司未来业绩增长将不仅仅受限于省内市场，省外市场已经开始成为公司业绩增长重要的来源，公司将享受省外市场开拓成果，未来增长具备可持续性。

(3) 技术储备丰富，产业化在即，开启新的增长点，接力公司未来发展

公司目前手上储备了较多的新产品，诸如电能综合治理装置、铁路快速无功补偿装置、27.5kV 铁路真空断路器及充气柜等产品。其中电能综合治理装置目前样机已经研制成功，公司是国内唯一具备该产品的研发和制造能力厂商，未来该领域的制造标准有望从公司标准上升到行业标准，未来铁路如果大规模应用该产品，前景广阔；27.5kV 铁路专用开关目前已可以小批量接订单，未来挂网运行结束，公司将具备参与招标资格，目前公司铁路专用开关产能逐步投产，在具备招标资格之后，凭借公司强大的销售渠道，铁路专用开关有望成为公司新的利润增长点。我们认为公司技术储备丰富，未来随着公司众多新产品逐步实现产业化，将接力公司未来发展，公司快速发展具备长期可持续性，长时间的快速增长值得期待。

三、盈利预测与投资建议

我们暂维持公司盈利预测，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.70 元、1.06 元和 1.46 元，以 2011 年 11 月 4 日收盘价 22.00 元计算，对应的市盈率分别为 31 倍、21 倍和 15 倍。我们认为 2010 年是公司夯实基础的一年，2011 年是公司快速发展的一年，2012 年是公司再上台阶的一年，公司传统开关业务受益于农网改造升级提速，保持稳定增长；有源滤波产品受益谐波治理需求增强，将成为公司新的利润增长点；铁路专用开关业务将受益电气化铁路大发展，将开启新的增长点；外延式发展助力公司市场开拓，拓宽公司业绩增长空间，公司业绩增长确定性较强，维持公司“强烈推荐”的投资评级，目标价 30 元。

四、风险提示：

省外市场及新产品市场开拓进展低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	489	634	935	1,281
增长率(%)	20.30%	29.60%	47.57%	37.00%
归属母公司股东净利润(百万元)	71	121	182	250
增长率(%)	17.18%	70.74%	50.75%	37.67%
每股收益(元)	0.41	0.70	1.06	1.46
毛利率(%)	32.7%	34.6%	36.3%	36.5%
净资产收益率 ROE(%)	12.7%	12.4%	15.6%	18.1%
每股净资产(元)	5.07	6.27	7.32	8.78
PE	53.54	31.36	20.80	15.11
PB	4.34	3.51	3.00	2.51

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	489	634	935	1,281
减：营业成本	329	414	595	814
营业税金及附加	3	3	5	7
销售费用	19	25	36	46
管理费用	38	48	71	92
财务费用	16	(1)	11	26
资产减值损失	4	5	5	5
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	80	139	211	292
加：营业外收支净额	4	3	3	3
三、利润总额	83	142	214	295
减：所得税费用	13	21	32	44
四、净利润	71	121	182	250
归属于母公司的利润	71	121	182	250
五、基本每股收益 (元)	0.41	0.70	1.06	1.46

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	31.34	20.71	13.24	9.32
成长能力:				
营业收入同比	20.30%	29.60%	47.57%	37.00%
营业利润同比	15.3%	74.6%	51.8%	38.2%
净利润同比	17.18%	70.74%	50.8%	37.7%
营运能力:				
应收账款周转率	2.97	5.41	13.97	13.80
存货周转率	6.63	5.21	4.94	4.87
总资产周转率	0.58	0.48	0.58	0.64
盈利能力与收益质量:				
毛利率	32.7%	34.6%	36.3%	36.5%
净利率	14.5%	19.0%	19.5%	19.6%
总资产净利率 ROA	8.4%	9.1%	11.3%	12.5%
净资产收益率 ROE	12.7%	12.4%	15.6%	18.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.36	3.91	3.34	3.05
资产负债率	28.1%	25.1%	29.4%	32.2%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.41	0.70	1.06	1.46
每股经营现金流量	0.17	2.76	0.98	1.49
每股净资产	5.07	6.27	7.32	8.78

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	703	897	1,021	1,220
应收票据	3	189	275	373
应收账款	180	55	79	106
预付账款	126	12	16	21
其他应收款	11	2	3	4
存货	87	156	223	303
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,111	1,311	1,618	2,027
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	74	100	129	157
在建工程	0	9	21	29
无形资产	23	19	17	14
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	101	128	167	201
资产总计	1,212	1,439	1,785	2,228
短期借款	253	0	0	0
应付票据	9	120	177	247
应付账款	49	66	134	215
预收账款	7	64	89	117
其他应付款	2	46	47	48
应交税费	3	39	38	37
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	331	335	485	664
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	26	40	54
非流动负债合计	10	26	40	54
负债合计	341	361	525	718
股本	86	172	172	172
资本公积	549	549	549	549
留存收益	236	357	539	789
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	871	1,078	1,260	1,510
负债和股东权益合计	1,212	1,439	1,785	2,228

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	30	475	169	256
投资活动现金流量	(107)	(44)	(48)	(45)
筹资活动现金流量	646	(236)	3	(12)
现金及等价物净增加	568	195	123	200

分析师与联系人简介

陈龙，华中科技大学工学与管理学双学士，经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，从事电站设备技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖电气设备、新能源等行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。