

开关稳步增长，电能质量治理业务 突飞猛进

2011年12月29日

推荐/首次

森源电气

调研快报

——森源电气（002358）调研快报

| | | |
|-----|-----------------------|-------------------|
| 王明德 | 执业证书编号 S1480511100001 | |
| 联系人 | 侯建峰 | 010-66554043 |
| | | Houjf@dxzq.net.cn |

事件：

我们于近日对森源电气进行了实地调研，详细了解了公司的生产经营情况以及后续的产能释放和新产品研发推进情况。对公司主要有如下观点。

主要观点：

1、12KV、40.5KV 开关成套设备明年产能释放，进一步打开成长空间。

公司是中压产品的主要供应商，12KV 和 40.5KV 开关成套设备是公司的主营产品。产品下游需求旺盛，随着明年 2 月份募投项目的投产，将持续打开这些产品的成长空间。我们预计公司在开关产品的销售收入增长能保持 30% 以上的增长速度。

2、有源滤波持续放量，成为重要的利润增长点。

公司是国内最早做有源滤波的企业，公司借助于清华大学的科研优势，利用产学研纵向协调积极进行新的有源滤波产品的开发，公司已开发出 0.4kv-27.5kv 的多个系列产品，其中与清华大学合作开发的 27.5KV 的 PUPQ 系列产品获得了国家项目的资金扶持。

电能质量治理产品下游需求旺盛。随着现在非线性用电设备的逐步增多，伴生的谐波大量产生，谐波治理将越来越受到社会各个层面的重视。特别是冶金、化工建材、电动汽车充电站等产生谐波比较多的产业以及医院、银行、机场、轻轨、数据备份机构等对谐波危害比较重视的机构都对电能质量治理设备有强烈的需求。

预计公司今年电能质量设备能贡献 1 个亿左右的销售额，毛利在 50% 以上，随着后续市场规模的逐步扩大，将成为公司重要的利润增长点。

3、公司积极开拓省外市场，摆脱区域供应商烙印。

公司以前的业务主要集中于河南省，河南省占公司收入占比在 60% 以上。目前公司积极开拓省外市场，取得明显的效果，预计今年公司省外的销售额将超过省内，占比大约在 55% 以上。为公司逐步成为全国性的企业奠定基础。

4、技术、销售、标准三位立体驱动公司持续增长。

公司积极进行新产品的技术开发，同时借助于产学研综合开发投入少、风险低等特点进行新的增长点的储备。公司与西安电力电子研究所合作生产 IGBT、与清华大学合作生产电能质量设备，并已见成效。

销售对于公司这种中小型规模且以前立足于地方的企业非常重要。目前公司积极布局全国市场销售，以销售来带动公司产能的释放和新产品研发。目前公司建立一个 180 多人的销售队伍，销售人员占比在 25% 左右，全国除了台湾省的地方都有专人负责。积极的销售布局，为公司产能释放后销售收入的放量奠定了基础。

公司目前积极参与有源滤波和电能质量治理的行业标准，是重要的参与者和起草人。标准的制定有利于催生行业的有序发展，同时也给为公司构建了较厚的护城河。

投资建议：

我们认为公司明年收入的增长依然能保持在 30%-50%，同时随着产能的释放、全国性布局开始逐步获得成效以及电能质量治理市场的逐步开启，收入增长有超预期的可能。给予公司 2011-2013 年的 EPS 0.71、1.10、1.48，对应的 PE 为 27.9、19.7、14.9，给予公司“推荐”评级。

风险提示：

经济形势进一步下滑；中压开关产品竞争加剧的风险；省外市场开拓低于预期的风险。

表 1：盈利预测及估值

| 指标 | 10A | 11E | 12E | 13E |
|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 488.92 | 694.76 | 967.10 | 1306.55 |
| 增长率(%) | 20.30% | 42.10% | 39.20% | 35.10% |
| 净利润(百万元) | 70.68 | 122.28 | 173.11 | 228.65 |
| 增长率(%) | 17.17% | 73.00% | 41.57% | 32.08% |
| 每股收益(元) | 0.82 | 0.71 | 1.01 | 1.33 |
| 净资产收益率(%) | 8.11% | 12.53% | 14.96% | 16.85% |
| PE | 54.54 | 27.9 | 19.7 | 14.9 |
| PB | 4.4 | 3.5 | 2.9 | 2.5 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学学士。9年工作经验，其中近2年投资研究经验。2011年加盟东兴证券研究所，从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

新兴产业小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发7年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学学士。9年工作经验，其中近2年投资研究经验。2011年加盟东兴证券研究所，从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。