

电力设备及新能源

报告原因：调研简报

2012年3月26日

市场数据：2012年3月26日

总股本/流通股本(亿股)	1.72/0.49
收盘价(元)	24.9
流通市值(亿元)	12.08

基础数据：2011年12月31日

资产负债率	33.54%
毛利率	33.15%
净资产收益率(摊薄)	13.38%

相关研究

《森源电气(002358)跟踪报告 - 配网业务有望持续加力,有源滤波进入市场启动期_增持》-2012年2月28日

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

森源电气 (002358)

维持

配网增长有望持续,有源滤波进入市场启动期

增持

公司研究/调研简报

投资要点:

☞ **配网业务有望持续加力。**公司主要生产中、低压开关成套设备,断路器元件及其配件,中压户内隔离开关,属于配电网领域。公司配网产品主要来自于工矿企业,电网比例在1/3左右。公司配网业务高速增长的主要原因:一方面由于农配网改造高增长;另一方面公司加大其他区域的营销力度,包括西北、华东、东北等地区的力度,扩大的销售区域。目前市场担心配网类公司增长的持续性,我们人农网改造仍在升级、相关公司跨区域扩张仍在起步中、行业集中度仍较低有望进一步提升,基于以上几个原因,我们认为配网公司的增长仍有望持续。

✓ **农网改造仍有望升级,招标规则改变利好公司。**公司业务受益于农网改造,在农网改造方面,国家电网2011年将接受中央120亿元财政拨款,同时配套480亿元资金,全年共计向农网改造投入600亿元,实际投资可能还高于这个数据。国家电网公司农电部日前表示,“十二五”期间,公司计划投资4600多亿元,据此测算年均900多亿元集中解决农村电网薄弱问题,按照2011年仅投资600亿的话,未来的投资力度会进一步加大,简单测算还有50%的上升空间。此外,目前国家电网逐步把配网业务纳入统一招标的范围中来,有利于配网类公司跨区域扩张以及降低中间销售费用。

✓ **区域扩张初期,空间仍较大。**公司目前主要产品区域在华中地区,主要为河南地区,2011年该地区业务也维持了接近40%的高增速,体现了公司配网业务自身业务的高增长。而公司区域扩张在2011年取得了很好的进展,西南、华东、华北保持了高增长,详细见图2。公司今年继续贯彻执行巩固华中市场,大力拓展西北、华北、华东市场的销售策略,销售人员激励政策有所倾斜,公司华中地区业务占比仍在50%以上,未来区域扩张空间仍巨大。

☞ **收购华盛隆源,进入配网自动化业务,正逢其时。**公司收购了华盛隆源56.67%股权,该公司的主要业务是配网自动化终端,主要销售区域在南方电网。南方电网在配网自动化领域要先于国家电网。国家电网配网自动化目前正在试点阶段,主站市场份额较为集中,主要垄断在南瑞股份、许继电气、积成电子等公司的手中,但终端技术含量相对较低,市场竞争充分。配网自动化终端的铺设是随着主站的投运后陆续进行,预计启动的时间要较主站滞后一定的时间。随着国家电网配网自动化试点的深化,该部分市场有望大规模启动,公司技术较为成熟,有望进入国家电网受益于配网自动化的推进。此外,公司在南方电网较为薄弱,公司收购华盛隆源有利于公司配网产品成功进入南方电网,扩大销售区域。

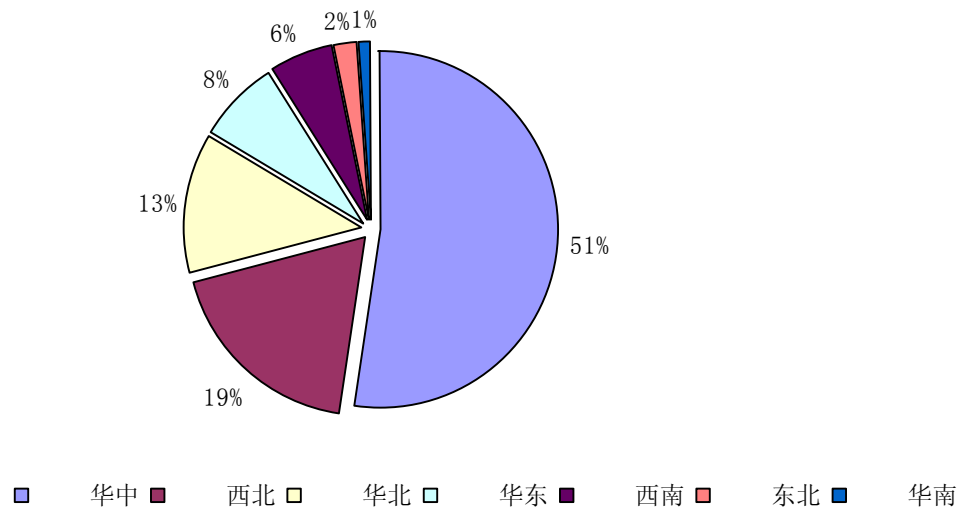
④ **有源滤波进入市场启动期，有望高增长。**我们分析了有源滤波的下游应用领域，主要有变频设备的应用场合、电气化铁路、电动汽车充电站、不稳定负荷的应用场合、钢铁厂、有色冶金、港口机械、高精度自动化生产线、办公大楼、大型商业区等节能灯和空调集中场所，详细见 1。随着滤波量的累积，有源滤波下游市场均逐步启动。我们简单测算了核心领域有源滤波的市场容量，详细见下文。公司有源滤波市场目前还主要来自于工矿企业，电动汽车充电站及地铁领域也有涉及。公司推出了电能综合治理装置，为工矿企业提供综合的电能质量管理，增加了产品附加值，单台销售价格大幅增加。我们认为公司新产品有源滤波进入市场启动期，增长迅速，预计有望维持 50%左右的增速。而有源滤波产品毛利率水平较高，对利润增速的贡献更加可观。

- ✓ **地铁市场容量。**有源滤波为地铁的标配产品，一条地铁线的容量在 800-1000 万左右，主要又地铁站数量决定。我国已有 36 个城市制订了城市轨道交通规划，其中 29 个城市已获得国务院的审批，预计“十二五”期间新建的地铁线路数量在 90 条左右，简单测算“十二五”期间地铁领域的有源滤波市场容量接近 10 亿。
- ✓ **电动汽车充电站容量。**有源滤波为电动汽车充电站标配产品。国家电网公司规划在未来五年新建电动汽车充换电站 2900 多座和充电桩 54 万个。按照一个智能充电站投资 200 万元计算，“十二五”期间电动汽车充电站的市场容量 58 亿左右。我们认为随着新能源汽车技术日趋成熟，电动汽车充电站的需求更大，“十三五”电动汽车充电站的规模可能巨大，电动汽车充电站板块支持公司长期增长。
- ✓ **工矿企业市场容量。**随着逆变器、整流器、变频器、开关电源、电子振荡器等等的推广，存在大量的非线性负荷，产生了大量的谐波。国家电网对电能质量要求越来越高，本着“谁污染谁治理”的原则，工矿企业治理滤波的需求越来越大。通过对一些用电负荷的测试表明，冶金行业的谐波含量约为 30%~35%，化工、制药、建材行业谐波含量约为 30%左右，民用及办公负荷的谐波含量不低于 10%。由此估计全部电力负荷中谐波含量应不低于 15%。按 2011 年全国用电总量 46928 亿千瓦时，计算有 7000 万 kVA 以上的谐波功率。这些谐波绝大部分没有得到有效的治理。同时，随着我国电力负荷每年以近 10%的速度增加，估计每年将新增近 700 万 kVA 的谐波源。保守假设每年有 500 万 kVA 的谐波采用有源滤波器进行治理，以 1000 元/kVA 的价格计算，则该类产品的市场将达到 50 亿元/年。

④ **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 1.07、1.49 对应市盈率分别为 22 倍、16 倍。公司配网业务受益于农配网改造以及业务区域的拓展仍有望保持高增长，新业务有源滤波市场逐步启动，公司是国内行业的龙头有望充分受益，综合考虑给予“增持”的投资评级。

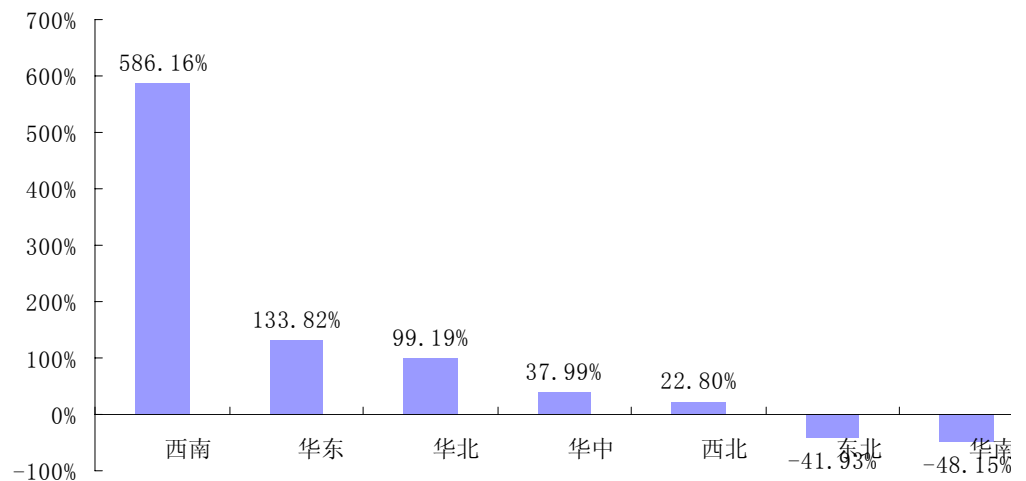
④ **投资风险。**配网领域行业竞争激烈毛利率下滑；有源滤波市场低于预期；公司主要业务来自于工矿企业，宏观经济下滑造成的工矿企业投资下降将影响公司业务增速。

图 1：公司业务分地区占比（2011 年）



资料来源：山西证券研究所，Wind

图 2：公司分区域业务增速情况（2011 年）



资料来源：山西证券研究所，Wind

表 1：有源滤波应用场合

应用场合	备注
变频设备的应用场合	随着技术的进步，变频设备大量应用于各类场合，变频设备会产生大量的谐波，因此，这类场合是有源滤波器主要的目标市场之一
电气化铁路	电气化铁路一般使用直流电机拖动，因此是一个市政方面的主要谐波源。根据现有上海、北京等地电气化铁路的运行情况，大多数系统都安装了滤波器。预计本产品可以达到电气铁路滤波器国产化的作用。
电动汽车充电站	给电动汽车充电装置（大型的整流装置）… 谐波危害：谐干扰了充电设备的正常工作、严重污染了供电系统和网络… 谐波治理后的益处：保证了充电设备的正常工作、净化了供电系统和网络、提高了电能质量、并



	带来了很好的社会效益…
不稳定负荷的应用场合	不稳定负荷不是有源滤波器的主要市场，但它是电力系统一个极其重要的方面，因为不稳定的负荷虽然所占比例不大，但是它们对电力系统产生的影响却远远大于其它负荷所造成的影响，因此对于该类应用场合也应作为有源滤波器的主要市场方向之一。
钢铁厂	钢铁厂的电弧炉、轧钢机等是主要的谐波发生设备，且主要是冲击性负荷，对钢铁厂附近的其它负荷有很大影响。同时，谐波问题对钢铁厂无功补偿的影响很大，所以应以无功补偿和谐波治理同时处理作为目标。
有色冶金	有色冶金的负荷除电弧炉性质的负荷外，还由于采用直流湿法冶金而产生大量的直流成分。
港口机械	港机是大型的提升设备，一般都采用很大的变频器，因此是港口机械主要的谐波发生源，因此对于该类应用场合也应作为有源滤波器的市场方向之一。
高精度自动化生产线	高精度自动化生产线本身不产生谐波，但是对于电能质量有很高的要求，因此需要在高精度自动化生产线的供电侧安装有源滤波器，以降低谐波对生产线的影响
办公大楼、大型商业区等节能灯和空调集中场所	办公大楼、大型商业区等节能灯和空调集中场所的谐波情况也非常严重，治理方法宜采用集中治理方法，以节省成本。

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测假设

	2010 年报	2011 年报	2011E	2012E
营业收入				
配网类产品	43,192.37	57,715.14	75029.68	90035.62
电能质量产品及其他	5,623.67	13,236.14	23825.05	38120.08
营业收入增速				
配网类产品	6.71%	33.62%	30%	20%
电能质量产品及其他	-	135.36%	80%	60%
毛利率				
配网类(%)	30.35%	30.93%	31%	31%
电能质量产品及其他(%)	50.32%	42.61%	42%	42%

资料来源：山西证券

表3：盈利预测

	2010 年报	2011 年报	2011E	2012E
营业收入	48,892.44	71,015.85	98854.73	128155.7
增速	20.30%	45.25%	39.20%	29.64%
营业成本	32,897.91	47,483.10	65589.01	84234.22



<i>毛利率</i>	<i>32.71%</i>	<i>33.14%</i>	<i>33.65%</i>	<i>34.27%</i>
营业税金及附加	279.39	323.31	450.0506	583.4475
销售费用	1,898.93	3,914.04	5448.381	7063.304
管理费用	3,757.81	3,649.83	4014.813	4416.294
财务费用	1,649.56	1,409.82	1550.802	1705.882
资产减值损失	438.31	639.01	0	0
营业利润	7,970.54	13,596.73	21801.68	30152.55
营业外收入	360.68	1,694.99	0	0
营业外支出	7.54	9.38	0	0
利润总额	8,323.68	15,282.34	21801.68	30152.55
所得税	1,255.64	2,222.67	3270.252	4522.882
净利润	7,068.04	13,059.67	18531.43	25629.67
少数股东损益		3.77	60	78
归属于母公司所有者的净利润	7,068.04	13,055.90	18471.43	25551.67
每股收益	0.41	0.76	1.07	1.49
<i>增速</i>	<i>17.17%</i>	<i>84.72%</i>	<i>41.48%</i>	<i>38.33%</i>

资料来源：山西证券

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

特别申明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。市场有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。