首次覆盖报告

2013 年 7 月 5 日

证券研究报告

平安电力设备与新能源

推荐（首次）

证券分析师

周紫光

投资咨询资格编号 S1060511110003
010-59730723
zhouziguang157@pingan.com.cn

张海

投资咨询资格编号 S1060511100001
0755-22621123
zhanghai376@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

森源电气(002358)

开关柜业务受益配网建设，电能质量治理业务值得期待

平安观点:

■ 开关成套、元器件和电能质量治理是公司现阶段三大业务

公司是国内知名配电设备制造商，借助近年来我国基建的快速增长，过去五年公司收入和净利润的复合增速分别为 31%和 40%。目前，公司确立了高低压开关成套设备、高压电器元器件和电能质量治理产品三大业务方向，主要产品包括 40.5KV、12KV 和 0.4KV 开关成套设备，40.5KV 和 12KV 断路器，12KV 隔离开关和有源滤波装置(SAPF) 等，下游行业覆盖电网、轨道交通、冶金、化工等。

■ 受益于配网建设和国网集采，公司的开关成套业务快速增长

公司生产的开关框产品主要客户可分为网内（电网公司）和网外（除电网公司外）两部分，去年网内销售额占开关框业务收入的比例约为 30%，今年上半年预计有所上升。配网环节是近两年电网建设的重点，投资比重在不断加大，而且由于国网集采范围的扩大，原有实力较强的一些地方龙头也从中受益向全国范围扩张。根据对国网中标数据的统计，公司去年在国网开关柜产品的招标中累计中标份额为 3.4%，而今年上半年已达到了 6.5%，我们认为未来有希望继续提升至 8~10%。在网外部分，基建投资对配电设备的需求仍有增长，但今年受宏观经济影响，增速比前两年有所下降。

■ 较高的自配比例和流水线自动化生产是公司毛利率较高的原因

高压电器元件是开关成套设备的重要组成部分，公司是现阶段国内少数可以实现全部自给的企业；此外公司的新厂区引进了流水线工艺和较多国外先进设备，大幅提高了生产效率和产品质量。因此，公司的产品毛利率高于同行，但目前部分其它企业也在纷纷提高元件自给率和生产自动化率，我们认为未来公司在这方面的竞争优势可能会逐渐减弱。

■ 电能质量问题重视程度逐渐提高，看好公司在未来行业需求放量过程中的成长潜力

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	710	990	1,316	1,662	2,047
YoY(%)	45.2	39.5	32.9	26.3	23.1
净利润（百万元）	131	192	270	348	444
YoY(%)	84.7	47.2	40.4	28.9	27.7
毛利率(%)	33.1	36.1	36.7	36.9	37.2
净利率(%)	18.4	19.4	20.5	20.9	21.7
ROE(%)	13.4	16.9	19.8	20.3	20.6
EPS(摊薄/元)	0.38	0.56	0.78	1.01	1.29
P/E(倍)	36.7	24.9	17.8	13.8	10.8
P/B(倍)	4.9	4.2	3.5	2.8	2.2

随着电力电子产品应用的增加以及产业升级的需要，电能质量问题越来越重要，不仅在传统的冶金、化工等产业，如新能源汽车充电和轨道交通等较新的产业领域，滤波装置的需求逐渐增加。目前公司一方面通过设计院渠道进入项目市场，另一方面通过示范项目扩大下游领域，我们看好公司这项业务的发展前景，其较高的毛利率和收入增速将是公司今后业绩增长的重要保障。公司近期开发的新产品 TWLB（快速有载调压无功补偿滤波装置）是定增计划中的最重要部分，随着产能的释放，今后增长潜值得期待。

■ 估值及评级：

我们预计公司 2013~2015 年 EPS 分别为 0.78、1.01 和 1.29 元，对应 7 月 3 日收盘价 PE 分别为 17.8、13.8 和 10.8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ 风险提示：

1、 未来宏观经济持续恶化的风险；2、行业竞争更加激烈的风险；3、电能质量治理产品销售进度低于预期的风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1138	1642	1906	2345
现金	212	526	499	614
应收账款	506	673	850	1047
其他应收款	21	25	31	38
预付账款	92	125	157	193
存货	297	291	367	450
其他流动资产	10	1	2	2
非流动资产	603	613	621	589
长期投资	0	0	0	0
固定资产	559	557	558	531
无形资产	37	37	37	37
其他非流动资产	8	19	26	20
资产总计	1741	2255	2528	2933
流动负债	561	866	788	745
短期借款	338	620	480	372
应付账款	140	167	210	257
其他流动负债	83	79	97	115
非流动负债	32	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	32	10	10	10
负债合计	593	876	798	755
少数股东 权益	14	17	20	24
股本	344	344	344	344
资本公积	351	351	351	351
留存收益	438	667	1015	1459
归属母公司股东权益	1134	1362	1710	2154
负债和股东权益	1741	2255	2528	2933

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-81	134	172	235
净利润	194	272	351	448
折旧摊销	23	32	34	35
财务费用	21	20	21	12
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-336	-179	-245	-273
其他经营现金流	17	-11	12	13
投资活动现金流	-223	-40	-40	0
资本支出	319	40	40	0
长期投资	0	-0	0	0
其他投资现金流	96	-0	0	0
筹资活动现金流	-57	221	-160	-120
短期借款	4	282	-139	-108
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	172	0	0	0
资本公积增加	-138	0	0	0
其他筹资现金流	-95	-61	-21	-12
现金净增加额	-361	315	-28	115

利润表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	990	1316	1662	2047
营业成本	633	833	1049	1286
营业税金及附加	4	5	7	8
营业费用	48	63	80	98
管理费用	54	72	91	113
财务费用	21	20	21	12
资产减值损失	15	12	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	217	310	403	518
营业外收入	93	10	10	10
营业外支出	83	0	0	0
利润总额	228	320	413	528
所得税	34	48	62	79
净利润	194	272	351	448
少数股东损益	2	3	3	4
归属母公司净利润	192	270	348	444
EBITDA	261	362	457	564
摊薄后EPS（元）	0.56	0.78	1.01	1.29

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	39.5	32.9	26.3	23.1
营业利润	59.4	43.3	29.8	28.4
归属母公司股东净利润	47.2	40.4	28.9	27.7
获利能力				
毛利率	36.1	36.7	36.9	37.2
净利率	19.4	20.5	20.9	21.7
ROE	16.9	19.8	20.3	20.6
ROIC	15.6	19.0	21.0	23.3
偿债能力				
资产负债率	34.1	38.8	31.6	25.7
净负债比率	57.0	70. 8	60.2	4
流动比率	2.03	1.90	2.42	3.15
速动比率	1.50	1.56	1.95	2.54
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.66	0.70	0.75
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	5.77	5.43	5.57	5.51
每股指标（元）				
每股收益	0.56	0.78	1.01	1.29
每股经营现金流	-0.24	0.39	0.50	0.68
每股净资产	3.30	3.96	4.97	6.26
估值比率				
P/E	24.9	17.8	13.8	10.8
P/B	4.2	3.5	2.8	2.2
EV/EBITDA	19	14	11	9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257