

森源电气(002358)

网内网外齐增长，业绩估值双提升

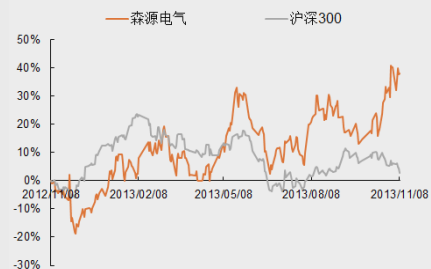
强烈推荐 (上调)

现价: 17.27 元

主要数据

行业	电力设备与新能源
公司网址	www.hnsyec.com
大股东/持股	河南森源集团/24.92%
实际控制人/持股	楚金甫/57.63%
总股本(百万股)	398
流通 A 股(百万股)	148
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值 (亿元)	68.70
流通 A 股市值(亿元)	25.57
每股净资产(元)	4.94
资产负债率(%)	26.88

行情走势图



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

平安观点

■ 预计今后业绩仍将保持快速增长

公司主要从事高低压配电成套装置、高压电器元件、电能质量治理系列产品的开发、生产和销售,2007~2012 年收入和净利润的复合增速分别达到 28%和 42%。今后,随着新产品种类及产能的增加、尤其是 TWLB 的推广,国网中标份额可能提升以及华中区域外市场的快速拓展,将使公司有望保持过往业绩的快速增长。此外,较高考核要求的管理层激励计划、与西门子的合作、以及强大集团的背景,都将为公司未来持续增长提供有力支撑。

■ 预计今后的利润率仍能保持较高水平

与同行业部分公司相比,公司的销售毛利率和净利率均较高,我们认为这主要是与公司坚持直销模式、元器件产品较高的自配率和智能化生产程度较高的制造模式有关,未来这种优势仍可能会存在。

■ 未来估值水平有望提升

我们认为,公司未来的估值水平仍有提升空间,主要逻辑有以下几点:1)配网将是未来电网投资的重点,目前市场虽有预期,但是在估值方面并未明显体现,我们认为当配网投资规划更加明确的时候,对整个板块的估值都将有拉动作用;2)随着公司管理层考核激励方案的推出,以及三季报披露的订单数据,公司的高成长性将不断获得认可,后期更可能会通过持续的业绩确认形成市场共识,在此过程中公司的估值有望得到提升;3)我们预计公司的电能质量治理及其它业务收入占公司整体收入的比例可能越来越高,这部分业务可能可以享受更高的估值。

■ 盈利预测与评级

我们预测 2013~2015 年公司的净利润增速分别为 31.6%、41.8%和 30.1%,EPS 分别为 0.64、0.90 和 1.17 元,对应 11 月 8 日收盘价 PE 分别为 27.2、19.2 和 14.7 倍。我们认为可以给予公司 2014 年 25 倍的目标市盈率,对应未来 12 个月内目标价为 22.5 元,将公司评级自“推荐”上调至“强烈推荐”。

■ 风险提示

1、产业政策风险;2、募投项目不达预期的风险。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	710	991	1,225	1,589	2,027
YoY(%)	45.2	39.5	23.7	29.8	27.5
净利润(百万元)	131	192	253	359	467
YoY(%)	84.7	47.2	31.6	41.8	30.1
毛利率(%)	33.1	36.1	36.9	36.8	36.9
净利率(%)	18.4	19.4	20.7	22.6	23.0
ROE(%)	13.4	16.9	12.4	14.9	16.3
EPS(摊薄/元)	0.33	0.48	0.64	0.90	1.17
P/E(倍)	52.6	35.8	27.2	19.2	14.7
P/B(倍)	7.0	6.1	3.4	2.9	2.4

核心观点：

- 1、过往业绩的快速增长在今后仍可能延续：**公司主要从事高低压配电成套装置、高压电器元件、电能质量治理系列产品的开发、生产和销售，2007~2012 年收入和净利润的复合增速分别达到 28%和 42%。我们认为今后这种高增长的趋势仍可延续，主要原因如下：
 - 1) 产品种类及产能的扩大：**自 2010 年初上市以来，公司通过募集资金陆续增加产品种类及产能，新增产品包括 SAPF、27.5KV 轨道交通专用电气设备、C-GIS、126KV~252KV 高压开关、TWLB 等，这些产品的投放将促进销售收入的快速增长，尤其是 TWLB 的推广前景值得期待；
 - 2) 网标中标占比及华中地区以外销售占比有望提升：**自 2011 年国网将 10KV~35KV 开关柜纳入集中招标体系后，原有地区龙头企业有望借此平台实现市场份额的提升；公司贯彻执行“加强省内市场销售工作，紧抓国网公司推动智能电网的市场销售，大力拓展省外成套市场”的销售策略，在保证原有优势市场华中区域销售的同时，大力拓展西北、华北、华东和西南市场；
 - 3) 管理层考核激励计划显示增长信心：**公司制定了较高考核要求的管理层现金激励计划，在给公司中层以上管理人员更强动力的同时，也给予了市场对公司快速增长的信心；
 - 4) 集团背景提供支持：**公司的大股东是森源集团，目前集电气制造、车辆制造、新能源、投资物贸等四大业务板块，拥有森源电气、森源重工、奔马股份、森源鸿马电动汽车、森源新能源科技等 13 家子公司。2012 年森源集团实现销售收入 106 亿元，同比增长 56%。强大的集团背景将在资源获取和品牌营销等方面对上市公司形成支持；
 - 5) 与西门子的合作前景值得期待：**2013 年 4 月，公司与西门子签订的《由河南森源电气股份有限公司与西门子电力自动化有限公司签订的 OEM 协议》，通过双方合作，可提升公司在继电保护产品的技术竞争力，推动公司相关产品及业务的发展；
 - 6) 外部扩展值得期待：**在近两年众多上市公司由于资金实力及融资优势，较多的进行了同行业或是跨行业资产并购的背景下，目前公司定增之后资金充足，未来外部扩张值得期待。
- 2、过往较高的利润率在今后仍可能延续：**与同行业部分公司相比，公司的销售毛利率和净利率均较高，我们认为这主要是与公司坚持直销模式、元器件产品较高的自配率和智能化生产程度较高的制造模式有关，未来这种优势仍可能会存在。
- 3、未来估值水平有望提升：**我们认为，公司未来的估值水平仍有提升空间，主要逻辑有以下几点：
 - 1) 配网将是未来电网投资的重点，**目前市场虽有预期，但是在估值方面并未明显体现，我们认为当配网投资规划更加明确的时候，对整个板块的估值都将有拉动作用；
 - 2) 随着公司管理层考核激励方案的推出，以及三季报披露的订单数据，**公司的高成长性将不断获得认可，而后更可能会通过持续的业绩确认形成市场共识，在此过程中公司的估值有望得到提升；
 - 3) 我们预计公司的电能质量治理及其它业务收入占公司整体收入的比例可能越来越高，**这部分业务可能可以享受更高的估值。
- 4、我们预测 2013~2015 年公司的净利润增速分别为 31.6%、41.8%和 30.1%，EPS 分别为 0.64、0.90 和 1.17 元，**我们认为可以给予公司 2014 年 25 倍的目标市盈率，对应未来 12 个月内目标价为 22.5 元。
- 5、风险主要来自于产业政策的变化以及募投资项目低于预期的可能。**

正文目录

一、公司基本情况介绍	5
1.1 公司历史沿革及股权结构	5
1.2 历史经营业绩	5
二、行业情况介绍	6
2.1 高低压成套设备及高压元件业务主要受益于电力建设需求	6
2.1.1 开关成套设备行业发展的趋动因素	7
2.1.2 成套开关设备市场规模及竞争格局	9
2.2 电能质量管理设备行业分析	11
2.2.1 滤波行业的发展趋动因素	11
2.2.2 滤波行业的市场潜力巨大	12
三、公司优势及未来看点	13
3.1 产品、市场两极扩张，保持超越行业的收入增速	13
3.2 直销+智能化生产+自配率高形成高于行业的利润率	15
3.3 管理层考核激励计划显示增长信心	17
3.4 集团背景提供支持	17
3.5 与西门子的合作前景值得期待	17
3.6 外部扩展值得期待	17
四、盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测	18
4.2 估值讨论	18
五、风险提示	19
5.1 产业政策风险	19
5.2 募投项目不达预期的风险	19

图表目录

图表 1 公司是民营企业，实际控制人为楚金甫先生	5
图表 2 2007~2012 年公司营收复合增速为 28%	5
图表 3 2007~2012 年公司净利润复合增速为 42%	5
图表 4 2012 年公司业务收入结构	6
图表 5 2013 年上半年公司业务收入结构	6

图表 6	开关成套设备图	6
图表 7	开关成套设备行业的竞争格局与电压等级有关	7
图表 8	用电量仍将保持增长	7
图表 9	电网整体投资可能将保持稳定增长	8
图表 10	近几年国网公司 220KV 以下投资占比提升	8
图表 11	近几年南网公司 220KV 以下投资占比提升	8
图表 12	部分行业的新增固定资产投资增速下滑但规模巨大	9
图表 13	2001~2012 年我国高压开关板产量的复合增速为 28%	9
图表 14	预计 2015 年 40.5KV 和 12KV 金属封闭开关设备的市场容量约可达 680 亿元	10
图表 15	2011 年 40.5KV 和 12KV 金属封闭开关设备产量前 5 名企业及其占有率	10
图表 16	2011 年国网 10~35KV 开关柜中标份额	10
图表 17	2012 年国网 10~35KV 开关柜中标份额	10
图表 18	谐波治理可有效提升企业效益	11
图表 19	2010 年我国谐波治理主要应用领域需求分析	12
图表 20	过去几年公司收入增速快于部分同行企业	13
图表 21	公司销售人员人均创收较高 单位: 万元	13
图表 22	近几年公司新增产品及产能步阀较快	13
图表 23	公司在国网中标份额有提升空间	15
图表 24	华中以外区域收入占比迅速提升	15
图表 25	2012 年以来东北、华东、华南翻番增长	15
图表 26	公司销售毛利率处于公司同行较高水平	16
图表 27	公司净利率处于公司同行较高水平	16
图表 28	公司的人均产值较高	16
图表 29	公司各项业务预测明细	18
图表 30	可比公司估值水平参考	19

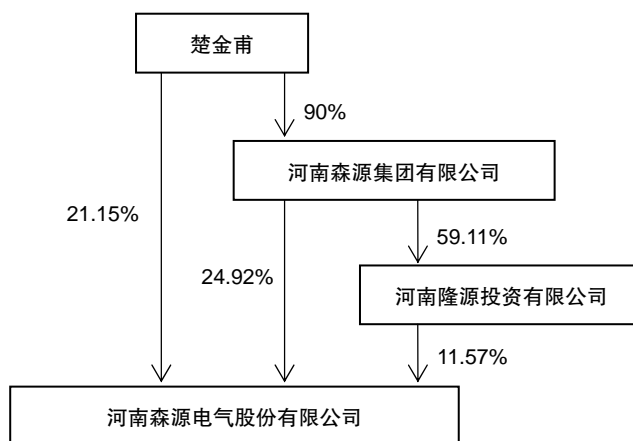
一、公司基本情况介绍

1.1 公司历史沿革及股权结构

公司主要从事高低压配电成套装置、高压电器元件、电能质量治理系列产品的开发、生产和销售，是中国电器工业协会高压开关分会常务理事单位，中国电器工业协会电力电子分会副理事长单位。

森源电气股份有限公司的前身是长葛市开关厂，而后在 2000 年由楚金甫、周保臣、杨合岭、隆源投资和隆昌物资共同发起设立股份有限公司。公司的实际控制人为楚金甫先生，截至 2013 年 9 月 30 日，公司的总股本为 3.98 亿股，其中楚金甫先生直接和间接持有上市公司的股份比例为 57.63%。

图表 1 公司是民营企业，实际控制人为楚金甫先生



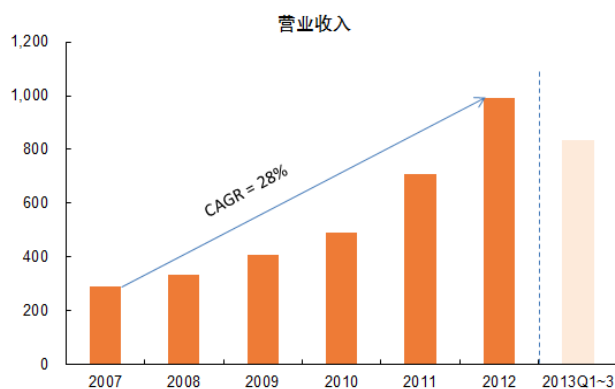
资料来源：WIND、平安证券研究所

1.2 历史经营业绩

公司生产的产品种类较多，包括：110~220KV 断路器和隔离开关、40.5KV 及以下成套开关设备和电流互感器、预装式箱变和成套开关站、户内外真空断路器与隔离开关、铁路电气化专用设备、有源滤波成套装置等，产品广泛应用于电力、煤炭、冶金、石化、建材、市政等各领域。

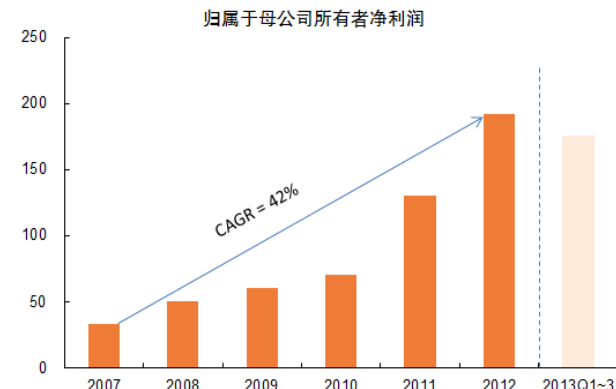
2007 年公司收入和净利润为 2.88 亿元和 3324 万元，到了 2012 年实现收入和净利润为 9.90 亿元和 1.92 亿元，其复合增速分别达到 28%和 42%。

图表 2 2007~2012年公司营收复合增速为28%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 2007~2012年公司净利润复合增速为42%

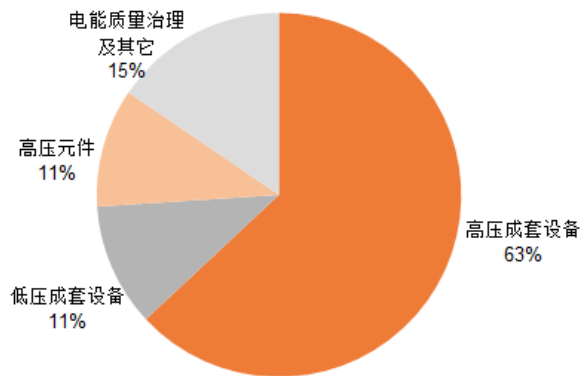


资料来源：公司公告、平安证券研究所

2013 年前三季度公司营业收入为 8.35 亿元,同比增长 23.12%;归属上市公司股东的净利润为 1.76 亿元,同比增长 27.25%。

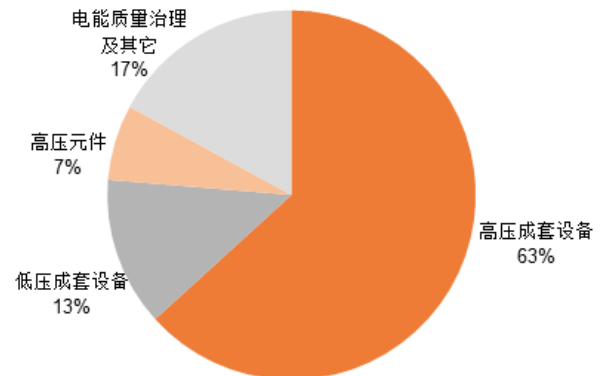
目前,公司仍以高低压成套业务为主,电能质量治理业务增速较快,营业收入占比在逐渐提高。

图表 4 2012 年公司业务收入结构



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表 5 2013 年上半年公司业务收入结构



资料来源:公司公告、平安证券研究所

二、行业情况介绍

2.1 高低压成套设备及高压元件业务主要受益于电力建设需求

开关设备是指用于发电、输电、配电和电能转换有关的开关电器以及这些开关电器相关联的控制、检测、保护及调节设备的组合统称。成套开关设备是指由一个或多个开关设备和与之相关的控制、测量、信号、保护、调节和补偿等设备,由制造厂家负责完成所有内部的电气和机械连接,用结构件完整地组装在一起的一种组合件。

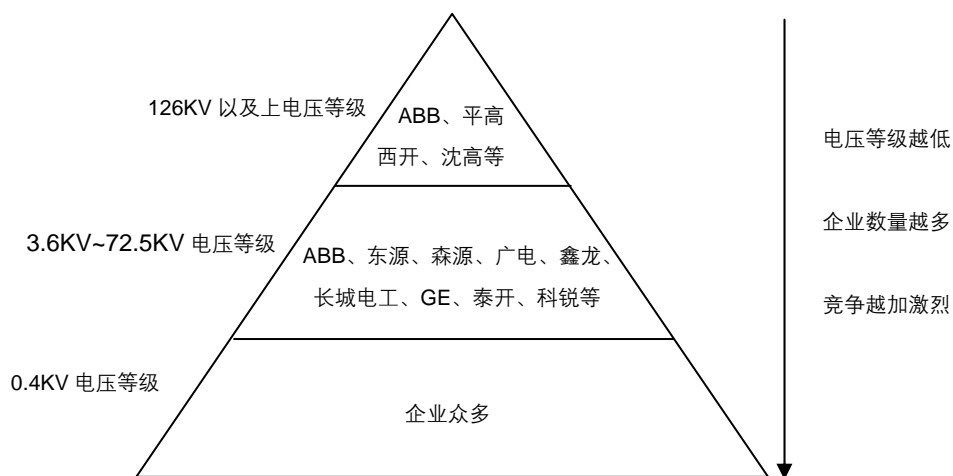
图表 6 开关成套设备图



资料来源:公司网站、平安证券研究所

按电压等级,开关设备可分为三类:126KV 及以上、3.6KV~72.5KV、0.4KV。电压等级越高的产品,企业数量越少,市场集中度越高,竞争越缓和;电压等级越低,企业数量越多,竞争越激烈;相同电压等级的情况下,高端市场竞争相对平缓,低端市场竞争较为激烈。

图表 7 开关成套设备行业的竞争格局与电压等级有关



资料来源：平安证券研究所

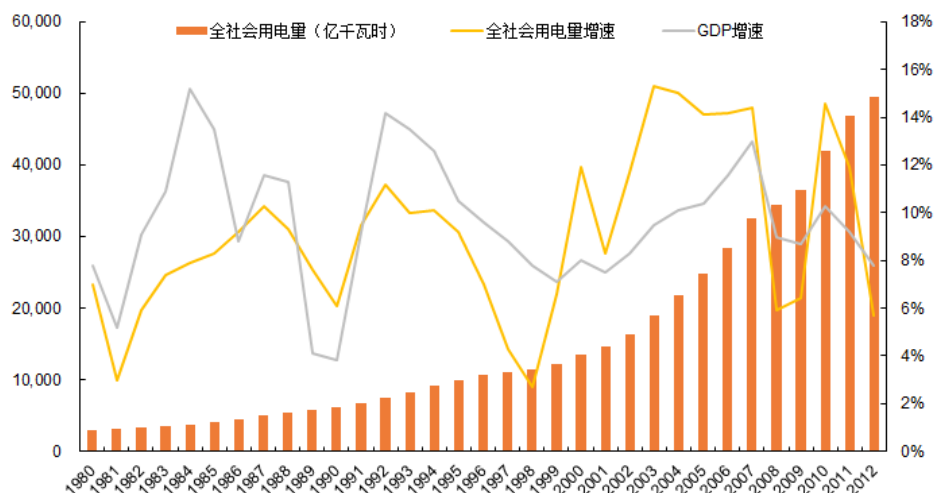
2.1.1 开关成套设备行业发展的趋动因素

■ 用电量增长将带动电力设备需求

作为一种电力设备，成套开关设备行业的发展与用电量增速息息相关。回顾过去 30 多年我国全社会用电量增速与 GDP 增速的关系，可以看出两者在有较强相关性的同时体现出阶段性差异，1980~1999 年，用电量年均增速低于 GDP 增速，2000~2010 年，重工业发展迅速，电力弹性系数上升，用电量年均增速快于 GDP 增速，到了 2010~2012 年，由于经济结构调整力度加大，节电降耗作用等因素综合影响，电力弹性系数下降。2013 年 1~9 月份，全社会用电量同比增长 7.2%，体现了整体经济的回暖。

我们认为，虽然未来几年 GDP 可能保持较低增速，经济结构调整仍将继续，但电力在能源使用形式的占比将趋势性提升，因此今后用电量仍有可能保持 10% 以内的增长。

图表 8 用电量仍将保持增长



资料来源：WIND、平安证券研究所

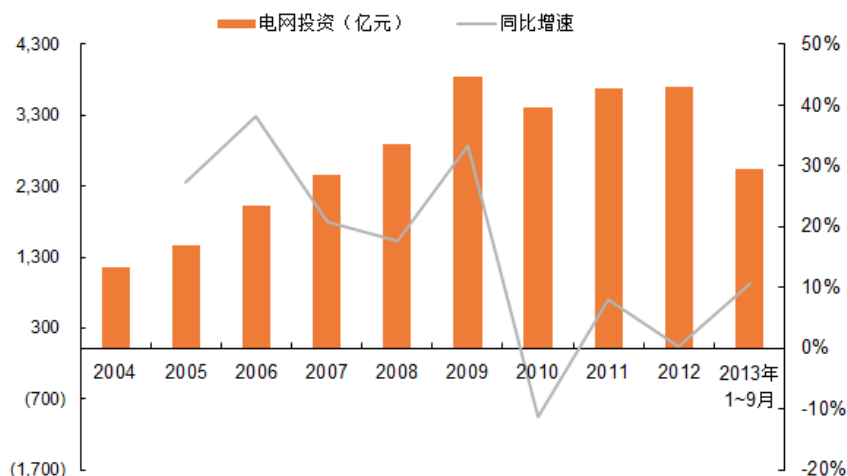
■ 电网和基建投资将带动成套开关设备的需求

成套开关设备广泛应用于输配电和用电领域，其下游行业可简单的分为网内（电网公司）和网外（其它行业如发电厂、石油石化、冶金等行业）。

配网将是电网投资增速较快的部分，3.6KV~72.5KV 电压等级的成套开关设备将受益

2005~2012 年，我国电网建设投资的平均增速为 17%，2010~2012 年间投资增速明显下降，然而我们认为在现有电力体制下，电网公司的盈利能力较强，未来电网投资仍可保持稳定增长。2013 年 1~9 月份，电网完成投资 2545 亿元，同比增长 10.75%。

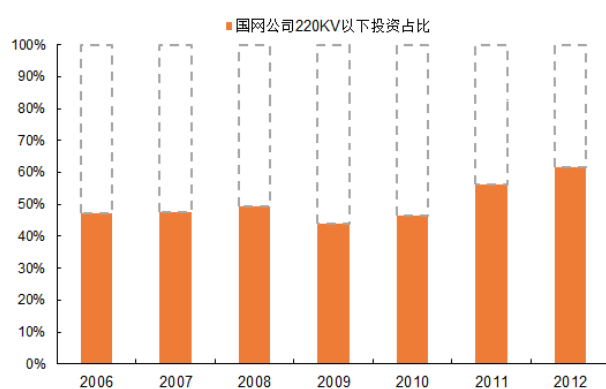
图表 9 电网整体投资可能将保持稳定增长



资料来源：中电联、平安证券研究所

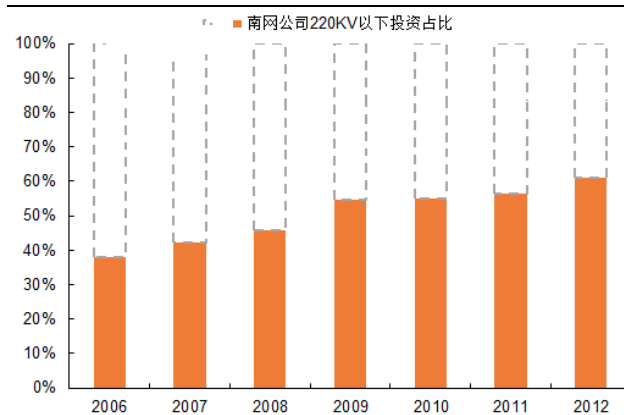
历史上，我国电力建设有着“重发、轻输配、不管用”的特点，近年来虽然高压输电环节建设提速，但中低压配电网建设滞后问题仍然严重。此外，由于城镇化、分布式能源和新能源汽车等领域的快速进展，对配网提出了更高要求。近期，国网公司发布了《配电规划设计技术导则》，其中提出在 2015 年全面解决无电地区用电问题，基本解决县域电网与主网联系薄弱问题，建成现代配电网。据中国证券网报道，国家电网公司总经理助理陈峰在 8 月 8 日出席 2013 年中国分布式能源国际研讨会时透露，国网的配电规划将覆盖县级电网，而记者随后从业内了解到，正在编制的配网专项规划计划到 2015 年前仅配网自动化投资就达 400 亿元，五年配网总投资将超过 6000 亿元。

图表 10 近几年国网公司220KV以下投资占比提升



资料来源：国家电网公司、平安证券研究所

图表 11 近几年南网公司220KV以下投资占比提升

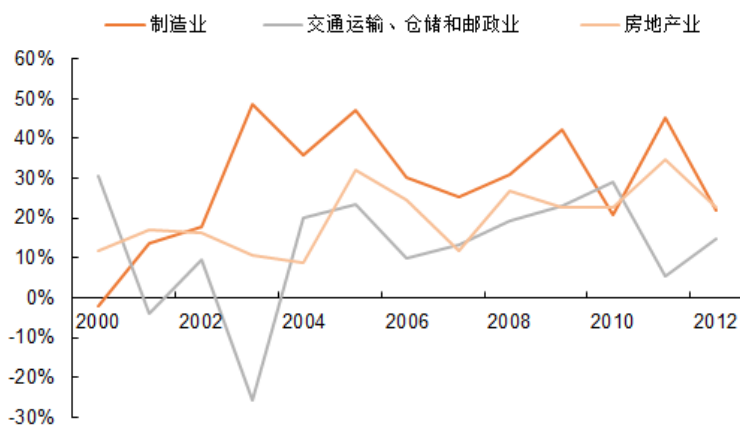


资料来源：南方电网公司、平安证券研究所

电网公司加大对配网建设的投资将有效拉动 3.6KV~72.5KV 电压等级成套开关设备的需求，其中尤其以 12KV 和 40.5KV 设备居多。

基建投资将拉动中低压开关设备需求

除了网内（电网公司）直接投资的拉动，网外（如发电厂、石油石化、冶金等行业）建设也需要采购开关设备。近两年，虽然较多行业整体的固定资产投资增速下滑，但投资规模保持了庞大体量，因此中低压开关设备在网外的需求仍然很大。

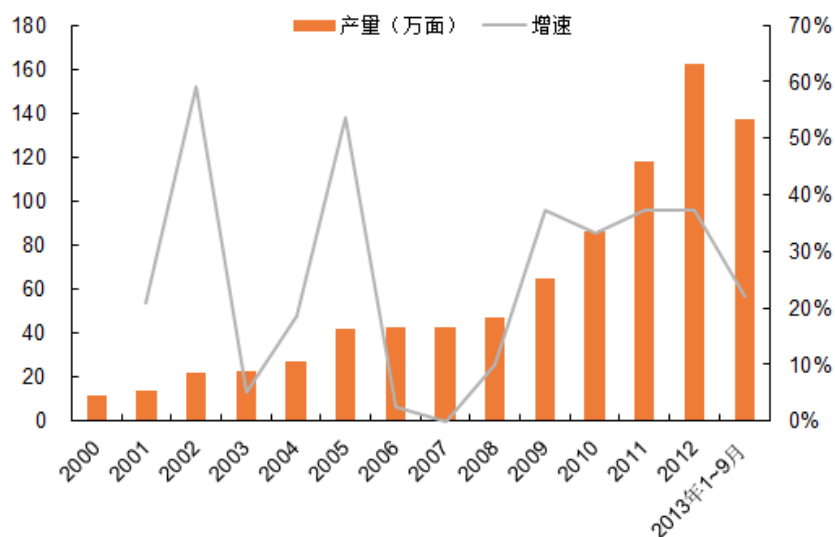
图表 12 部分行业的新增固定资产投资增速下滑但规模巨大

资料来源：WIND、平安证券研究所

2.1.2 成套开关设备市场规模及竞争格局

■ 成套开关设备市场规模巨大

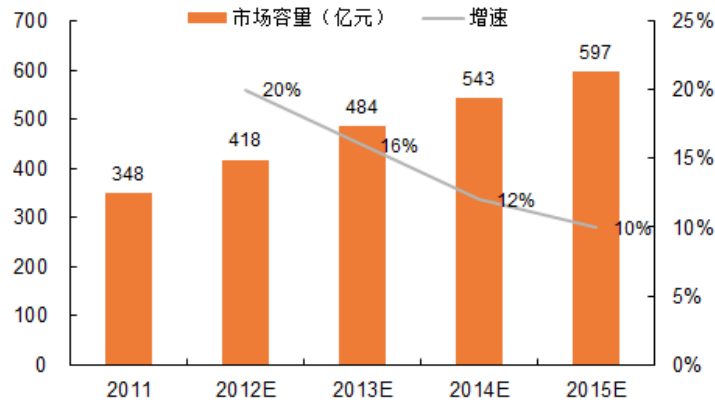
根据《中国电器工业年鉴》统计，2011 年高压开关产值 897.47 亿元，较 2010 年增长 3.05%。2011 年高压开关板产量为 118 万面，同比增长 37%；2012 年产量为 162 万面，同比增长 37%，2013 年 1~9 月产量为 137 万面，同比增长 22%。

图表 13 2001~2012年我国高压开关板产量的复合增速为28%

资料来源：WIND、平安证券研究所

根据《中国电器工业年鉴》统计，2011 年 40.5KV 和 12KV 金属封闭开关设备的产量分别为 57,657 面和 369,906 面，据我们了解目前 40.5KV 产品平均单价约为 15.5 万元/面，12KV 产品平均单价约为 7 万元/面，因此计算得 2011 年其市场容量合计约为 348 亿元，预计 2015 年市场容量可达 680 亿元左右。

图表 14 预计2015年40.5KV和12KV金属封闭开关设备的市场容量约可达680亿元



资料来源：平安证券研究所

■ 成套开关设备行业市场集中度并不太高

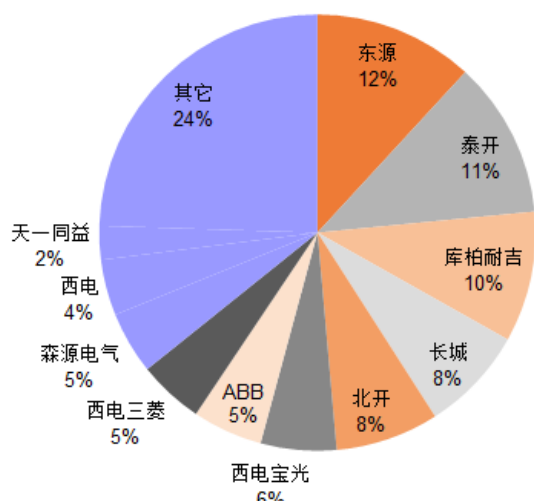
如前所述，电压等级越高的开关成套设备生产厂家越少，竞争激烈程度较低，3.6KV~72.5KV 电压等级则处于中间情况。根据《中国电器工业年鉴》统计数据，2011年在40.5KV等级产量前五名占有率合计约为40%，第一名略超过10%；而在10KV等级产量前五名占有率合计约为22%，第一名仅为5%。

图表 15 2011年40.5KV和12KV金属封闭开关设备产量前5名企业及其占有率

公司名称	40.5KV 产量 (面)	40.5KV 占有率	公司名称	12KV 产量 (面)	12KV 占有率
河南森源电气股份有限公司	5,980	10.37%	河南森源电气股份有限公司	19,430	5.25%
安徽鑫龙电器股份有限公司	5,509	9.55%	安徽鑫龙电器股份有限公司	17,937	4.85%
泰开电气集团有限公司	4,850	8.41%	泰开电气集团有限公司	15,830	4.28%
江苏东源电器股份有限公司	3,808	6.60%	厦门ABB开关有限公司	14,066	3.80%
华仪电器集团有限公司	2,644	4.59%	杭州浙宝电气集团有限公司	13,494	3.65%

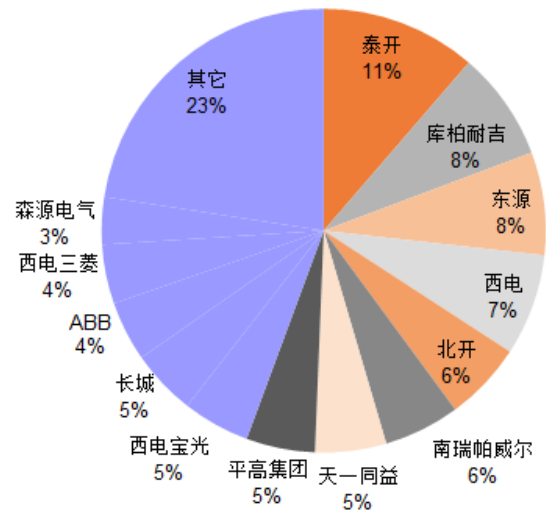
资料来源：《中国电器工业年鉴》、平安证券研究所

图表 16 2011年国网10~35KV开关柜中标份额



资料来源：国家电网公司、平安证券研究所

图表 17 2012年国网10~35KV开关柜中标份额



资料来源：国家电网公司、平安证券研究所

根据国网公司“三集五大”的战略思路,自 2011 年起 10KV~35KV 开关柜进入集中招标体系,通过对 2011 和 2012 年中标结果的统计数据可以看出,前 13 家企业的市场占比接近 77%,但前几名集中度并不高,第一位占有率也只是略超 10%。

2.2 电能质量管理设备行业分析

2.2.1 滤波行业的发展趋动因素

■ 滤波装置的主要作用是消除谐波污染,提高用电安全

由于电力系统越加复杂,电能质量面临越来越大的挑战,谐波危害就是其中重要的一项。电力谐波是指供电系统中在正常电压和电流基础上,由旋转电机、交直流变换设备等产生的电流和电压畸变。随着电力电子技术的广泛应用,如今各种负载大部分是非线性负载,如在化工、冶金、钢铁、煤矿和交通等部门大量使用各种整流设备、变频器、电弧炉等,以及照明电器、娱乐设施、UPS、电梯、空调等,这些非线性负载会产生大量谐波电流并注入到电网中,使电网电压产生畸变,这种“谐波污染”使电网损耗增加,威胁电网安全,占用系统容量,降低电网效率,导致继电保护设备拒动或者误动,干扰工业生产设备的正常运行,严重时会导致大面积停电。

■ 政策趋动及产业升级要求推动滤波装置需求

国家相关产业政策要求,我国必须加强谐波治理工作,以加强电网安全,提高供电用电质量,降低谐波环境污染,节约电网及相关设备的能耗。

1993 年国家就发布了谐波治理的国家标准 GB/T14549-1993《电能质量公用电网谐波》,规定了各级电网电压谐波总畸变率和用户注入电网的谐波电流容许值,用以限制供电系统及用电设备谐波污染。1998 年 12 月 14 日又发布了国家标准 GB17625.1-1998《低压电气及电子设备发出的谐波电流限值》,规定了准备接入公用低压配电系统中的电气、电子设备(每相输入电流 $\leq 16A$)可能产生的谐波的限值。

除了政策要求之外,由于电能质量关乎生产运行安全,尤其是先进精密设备应用越来越多,近年来企业单位装配滤波装置的主动性也在不断提高。

■ 进行谐波治理可明显提升企业效益

案例:

根据浙江省丽水市电力行业协会的公示,云和县东泰阀门有限公司于 2007 年 9 月谐波治理设备正式投运以来,治理效果明显,企业自身效益显著。主要体现如下:

图表 18 谐波治理可有效提升企业效益

治理效果	治理前	治理后
1、力调电费情况	该公司2007年1~9月平均力调电费为2815.58元	2007年10月~2008年3月平均月力调电费为620.4元,月平均降幅为78%
2、功率因数	0.84	0.96
3、电气设备运行状况改善	企业用电设备故障率高,厂区内的电视机等视频设备在企业生产期间无法使用	故障率大为减少,既减少了维修资金又赢得了生产时间,同时也改善了厂区职工的生活条件,厂区内的电视机等视频设备治理后一切恢复正常
4、产品电耗降低	产品单耗为1300KWh/吨	治理后,因功率因数提高,电压波形恢复正常,线路和设备的损耗也降低,产品单耗为1235KWh/吨,降幅为5%。设年产量为1620吨,一年将节电10.53万KWh

资料来源:丽水电力行业协会、平安证券研究所

■ 有源滤波装置的应用占比有望持续提升

谐波治理设备可分为无源滤波器和有源滤波器。在应用的行业领域中无源滤波器此前仍占主导地位，但随着功率电子元件成本的下降和技术进步，有源滤波装置的性能优势将越来越明显。

有源滤波器（APF）是有效治理谐波污染的装置，其原理是从被补偿对象中检测出谐波电流，然后由补偿装置产生一个与该谐波电流大小相等但极性相反的补偿电流（并联型）或对应的谐波电压（串联型），从而消除电网中的谐波电流，使电网电流只含有基波分量。

与传统的有源滤波器相比，APF 有如下优点：

- 1) 实现了动态补偿，可对频率和幅值都变化的谐波以及变化的无功功率进行迅速的动态跟踪补偿；
- 2) 滤波器特性不受系统阻抗的影响，可消除与系统阻抗发生谐振的风险；
- 3) 补偿无功功率时不需要储能元件，补偿谐波时所需储能元件容量不大；
- 4) 可同时谐波和无功进行补偿，且补偿无功的大小可做到连续调节，既可对一个谐波单独补偿，也可以对多个无功的谐波集中补偿，性价比合理。

2.2.2 滤波行业的市场潜力巨大

电力网络中使用大量非线性负载（如逆变器、整流器、变频器、开关电源、电子整流器等），产生了大量的谐波。根据中国电器工业协会电力电子分会的资料显示，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不低于 15%。根据南方电网和国家电网公布的数据，我们预计 2013 年我国用电负荷在 7.5 亿千瓦以上，按国家标准 GB/T14549-1993《电能质量公用电网谐波》的谐波含量要求，假设总计有 10%的谐波含量需要处理，则预计 2013 年全国用电总量中计算约有 7500 万 KVA 以上的谐波功率需要加装滤波装置。考虑到用电负荷以每年 10~15%速度增长，谐波治理需求量也在增加。

据统计，2006~2009 年我国谐波治理设备的市场规模从 10.61 亿元上升到 29.96 亿元，增长近 2 倍。假设未来全部采用动态滤波器，以 1000 元/KVA 的价格计算，则总计市场容量可达 750 亿元以上，假设十年完成治理目标，则年均市场规模至少为 75 亿元。根据中国电器工业协会电力电子分会的统计计算，2010 年有源滤波市场规模为 2.69 亿元，由此可见其市场潜力巨大。随着高铁、地铁及电动汽车充电站等建设规模的增大，有源滤波的市场规模也有望快速增长。

图表 19 2010年我国谐波治理主要应用领域需求分析

行业类型	谐波治理 (KA)	谐波治理市场规模 (亿元)	有源滤波 (含混合滤波) 应用比例	有源滤波市场规模 (亿元)	增长趋势
地铁	92	1.56	70%	1.09	目前是地铁建造高峰期，需求旺盛
汽车制造	190	2.18	15%	0.48	未来随着电动汽车制造产业的需求增长将较快
医院	80	0.91	15%	0.20	应用比例将不断增长，市场快速增长
石油开采	330	3.51	2%	0.11	应用比例将不断增长，市场快速增长
纺织	300	3.17	1%	0.05	行业趋于稳定，谐波治理应用比例将逐渐提高
烟草	43	0.49	15%	0.11	行业趋于稳定，谐波治理应用比例将逐渐提高
公共建筑	50	0.56	10%	0.09	增长很快，应用比例不断提高
总市场规模		48.53	5.5%	2.69	

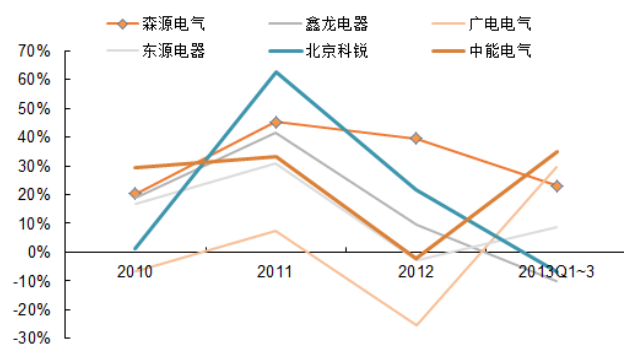
资料来源：中国电器工业协会电力电子分会、平安证券研究所

三、公司优势及未来看点

3.1 产品、市场两极扩张，保持超越行业的收入增速

与同行业部分其它公司相比，公司在过往几年的收入增速方面表现突出，虽然公司销售人员数量较多，但人均创收处于同行较高水平。我们认为产品和市场的两极扩张，是公司实现超越行业收入增速的主要原因。

图表 20 过去几年公司收入增速快于部分同行企业



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表 21 公司销售人员人均创收较高 单位：万元

2012年	销售人员数量	销售人员人均产值	销售人员人均费用
森源电气	210	471.66	22.68
鑫龙电器	390	242.06	22.33
广电电气	129	708.93	93.23
东源电器	132	449.53	40.64
北京科锐	126	892.16	103.29
中能电气	116	271.53	27.23

资料来源：WIND、平安证券研究所

■ 收入增速较快得益于产品种类及产能的增加

在 2009 年之前，公司生产和销售产品集中在 40.5KV、12KV 和 0.4KV 开关成套设备，以及 12KV 隔离开关、12KV 和 40.5KV 断路器。其中 40.5KV 和 12KV 开关成套设备是公司前几年主推的产品，定位于中高端市场，在电力系统、煤炭、钢铁、水泥、化工等行业销量均较大；0.4KV 开关成套设备的竞争激烈，因此公司不主动针对其开拓市场，一般主要是为了满足招标合同中客户低压成套设备的配套需要。40.5KV 和 12KV 断路器的生产主要用于自配套，只有少部分对外销售；12KV 高压隔离开关主要对外销售。

自 2010 年初上市以来，公司通过募集资金陆续增加产品种类及产能，新增产品包括 SAPF、27.5KV 轨道交通专用电气设备、C-GIS、126KV~252KV 高压开关、TWLB 等，促进了销售收入的快速增长。

图表 22 近几年公司新增产品及产能步调较快

时间	建设内容	计划投产时间	计划效益
2010年	投资9600万元建设年产720套SAPF有源滤波成套装置项目	2012年	达产后实现收入3.96亿元/年，净利润5707万元/年
2010年	投资7100万元建设年产5000套KYN系列金属铠装高压开关成套设备项目	2012年	达产后实现收入3.50亿元/年，净利润5874万元/年
2010年	投资4300万元建设年产6万组GN系列隔离开关项目	2012年	达产后实现收入1.20亿元/年，净利润2432万元/年
2010年	投资8000万元建设年产3000台27.5KV轨道交通专用电气设备，27.5kV、40.5kV气体绝缘金属封闭开关设备（C-GIS）200间隔项目	2012年	达产后实现收入1.73亿元/年，净利润2978万元/年

2010年	投资1.26亿元建设年产126~252kV气体绝缘金属封闭开关设备(GIS)100间隔、126~252kV自能式SF6断路器500台、126~252kV隔离开关2000组	2012年	达产后实现收入2.65亿元/年,净利润4843万元/年
2013年	投资3.19亿元建设年产240套TWLB(快速有载调压无功补偿滤波装置)项目	2015年	达产后实现收入9.13亿元/年,净利润1.58亿元/年
2013年	投资2.30亿元建设年产1万套12kV、40.5kV高压开关成套设备项目	2015年	达产后实现收入5.63亿元/年,净利润0.82亿元/年
2013年	投资1.17亿元建设年产1万台智能型固封式断路器项目	2014年	内部配套使用

资料来源：公司公告、平安证券研究所

电能质量管理业务及新产品 TWLB 的发展前景值得期待

如前所述，电能质量管理业务在我国的发展前景广阔，滤波装置的市场空间潜力巨大。为此公司在 2004 年与上海交通大学、上海利思电气有限公司开始联合研制治理电力系统谐波、改善电能质量的新一代快速响应有源滤波成套设备。当年 12 月完成首台 10kVA/220V 的有源滤波器样机制作，并通过了相关试验。2005 年 1 月该产品通过了上海市科委组织的成果鉴定，各项指标均达国际先进水平。经过鉴定后，决定由上海利思电气有限公司进行有源滤波成套装置的示范应用。经过两年的示范应用后，其节能减排效果十分显著，鉴于上海利思电气在大规模生产和销售方面不具备优势，公司决定对其进行大规模产业化制造应用。2007 年公司分别与上海交通大学和上海利思电气有限公司签订技术开发与转让合同，约定该项技术使用权归公司所有，并与上海交通大学在节能与谐波治理技术领域展开进一步研发，生产 SAPF 系列产品。

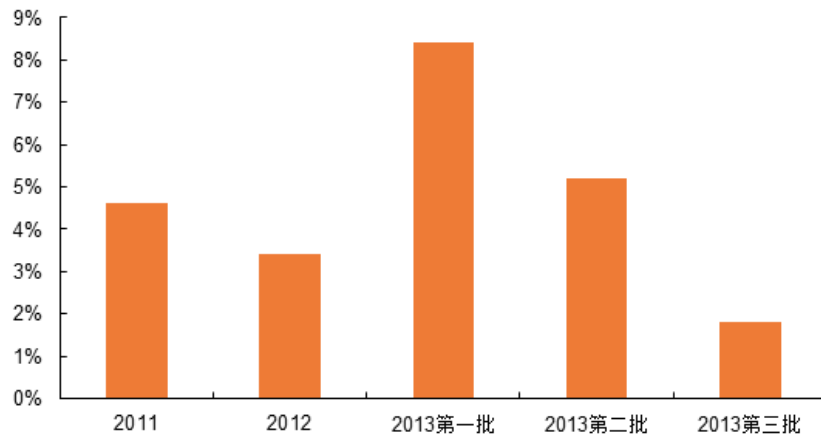
由于 SAPF 产品的生产流程与公司原有产品存在大量相同之处，公司可利用原有设备和技术人员对 SAPF 产品进行加工生产。此外，SAPF 产品与公司原业务面对的是同一客户群体，因此具有很好的协同销售作用。2008 年公司电能质量治理业务收入仅为 839 万元，2012 年达到 1.53 亿元，复合增速为 107%；2013 年上半年业务收入为 8875 万元，同比增长 56%。近日，河南省工业和信息化厅、省科学技术厅、省财政厅公布了河南省第一批工业节能产品推广目录，公司生产的 SAPF 有源滤波成套装置入选第一批工业节能产品。

TWLB（智能有载快速调压无功补偿滤波装置）是公司经过多年努力研究开发而自主研发的新产品，该产品运用了临点检测技术和数字化比较算法技术对电网中出现的无功功率进行快速检测和测算，最终实现电子控制的快速反应；公司同时开发出一种快速调压开关，具有速度快、寿命长的特点，保证了产品的快速、稳定与长寿命，解决了市场中该类产品调压开关响应时间长、无功过补等技术难点。2013 年 8 月公司公告，公司的 TWLB 经过层层筛选和专家评审，被科技部等四部委认定为“2013 年度国家重点新产品”荣誉称号，并被列入“国家重点新产品计划项目”。同时，公司申报的“河南森源电气股份有限公司智能型轨道交通供电系统专用快速调压无功补偿滤波装置（TWLB）项目”也被国家发改委列入战略性新兴产业项目，并收到国家补助资金 2,850 万元。目前，该产品正处于推广初期，未来市场前景值得期待。

■ 收入增速较快得益于综合开拓的销售策略

国网中标份额有提升空间：自 2011 年国网将 10KV~35KV 开关柜纳入集中招标体系后，公司凭借产品质量和多年积累的品牌，在第一次参加 2011 年第四批招标的中标份额达到了 7.2%；2012 年全年中标份额为 3.4%；2013 年在适应熟悉了国网招标规则变化以及新厂房搬迁之后，公司整体形象和竞争力进一步提升，2013 年国网第一次招标开关柜中标份额为 8.4%，达到历史最好，第二批和第三批分别为 5.23%和 1.80%。

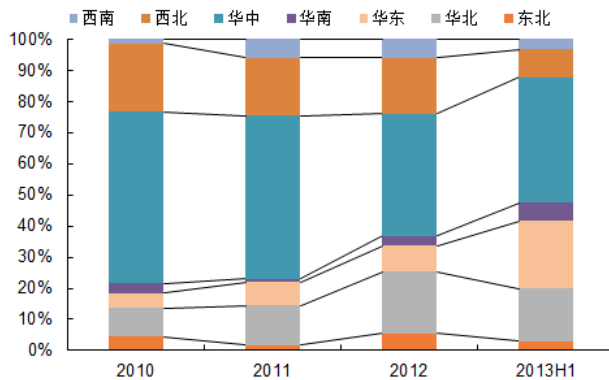
图表 23 公司在国网中标份额有提升空间



资料来源：国家电网、平安证券研究所

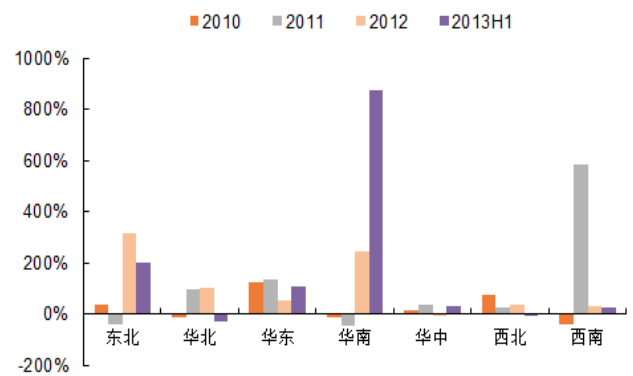
华中以外区域销售收入增速加快：公司立足河南，在当地中高开关行业的竞争优势明显，在 2008 年之前华中地区销售收入占公司总收入的 60%以上。为满足公司产品种类以及产能不断增加的需求，公司不断拓展营销网络，贯彻执行“加强省内市场销售工作，紧抓国网公司推动智能电网的市场销售，大力拓展省外成套市场”的销售策略。2012 年东北、华北和华南区域收入增速分别为 317%、105%和 246%；2013 年上半年东北、华东和华南区域收入增速分别达到 199%、108%和 875%，华中地区销售收入占比已降至 40%。

图表 24 华中以外区域收入占比迅速提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 25 2012年以来东北、华东、华南翻番增长

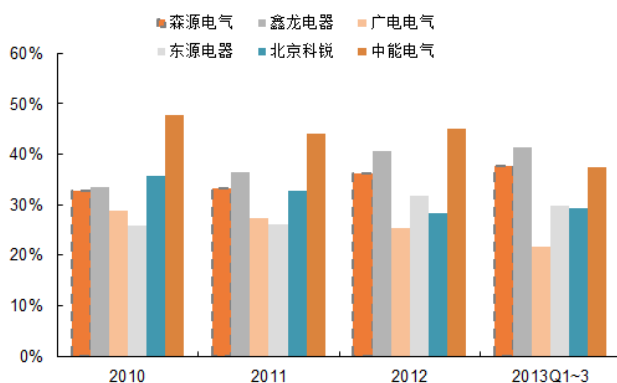


资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 直销+智能化生产+自配率高形成高于行业的利润率

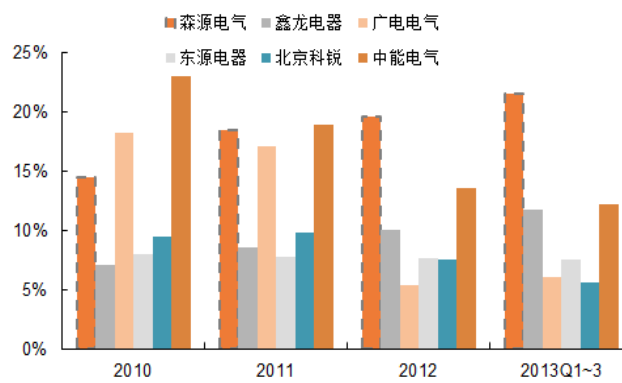
与同行业部分公司相比，公司的销售毛利率和净利率均较高，我们认为这主要是与公司坚持直销模式、元器件产品较高的自配率和智能化生产程度较高的制造模式有关。

图表 26 公司销售毛利率处于公司同行较高水平



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表 27 公司净利率处于公司同行较高水平



资料来源: WIND、平安证券研究所

■ 直销模式

公司的销售模式是以直接销售（即公司授权业务员作为项目经理投标、合同中标、安排生产、产品销售、货款结算）为主，从行业经验来看，与分销模式相比，直销模式的毛利率会高几个百分点。因此，与大多数同行以分销兼直销的模式相比，公司的毛利率相对较高。

■ 自配率高

与多数只是做成套组装的企业不同，公司为 40.5kV 和 12kV 高压开关成套设备配套生产的核心元件——高压真空断路器，这不仅从设计和生产角度有益于设备整体技术质量，而且也有益于综合成本的降低。除了核心元件之外，公司也自己生产其它较多成套设备所需配件，较高的自配率是公司综合毛利率高于同行的原因之一。

■ 智能化生产

完成了新厂区的建设和整体搬迁后，公司实现了生产装备升级，建设了具有国内领先水平的成套设备及断路器智能装配线和世界一流的钣金柔性加工生产线，实现了物资采购、生产、技术、管理等企业资源的有效整合，大幅提高了公司的生产效率与质量控制，降低了综合制造成本，因此智能化生产也是公司利润率较高的原因。通过与部分同行公司比较，可以发现公司无论是在生产员工人均产值还是在全体员工人均产值方面，均处于较高水平。

图表 28 公司的人均产值较高

	2012年总员工数量	2012年全体员工人均产值(万元)	2012年生产员工数量	2012年生产员工人均产值(万元)
森源电气	986	100	366	271
鑫龙电器	1699	56	844	112
广电电气	897	102	488	187
东源电器	1346	44	641	93
北京科锐	1331	84	474	237
中能电气	750	42	446	71

资料来源: WIND、平安证券研究所

3.3 管理层考核激励计划显示增长信心

2013年10月，公司公布了《管理人员绩效考核激励方案（试行）》，该方案针对公司中层以上管理人员，以年底绩效考核资金的方式进行激励。绩效考核指标包括：年度销售收入、销售回款、毛利润、净利润。其中销售内务管理人员适用以上四项指标，生产、技术、采购、财务、行管等部门的干部适用销售收入、净利润。公司前三年销售收入、销售回款、毛利润、净利润指标的年度复合增长率为当年指标的计划增长率，当年四项经济指标的实际完成比率加权后低于计划增长率80%时无绩效奖金，只有高于计划增长率80%才可享受奖金。

若简单以净利润指标为例，2010、2011、2012年公司净利润同比增速分别为17.17%、84.72%、47.19%，平均增速为49.69%，若要完成80%，则2013、2014和2015年净利润增速需分别达到39.75%、45.78%、35.39%。考虑到实际考核的是多项经济指标的权重结果，因此净利润指标实际需要完成额可能会比上述值略低也可。

3.4 集团背景提供支持

森源电气股份有限公司的控股股东单位森源集团，集团创建于1992年，目前集电气制造、车辆制造、新能源、投资物贸等四大业务板块，拥有森源电气、森源重工、奔马股份、森源鸿马电动汽车、森源新能源科技等13家子公司。除了森源电气之外，奔马公司已由农用运输车制造企业转型升级为我国专用、特种车辆制造的骨干企业，并取得5大类国家专用汽车生产资质；以离网型风光互补发电系统为代表的新能源产业具有国内领先水平。根据集团董事长在2013年6月的发言，2012年森源集团公司生产经营逆势而上，全年申报专利136项，全年实现销售收入106亿元，同比增长56%。“十二五”期间，集团将继续以市场为引导、以创新为动力，在智能化电力装备、新能源和专用特种车辆三个方面实施三元并举的发展战略，2015年争取实现集团年销售收入300亿元。

森源电气拥有实力强大的集团背景，无论是在各方面资源获取，还是在品牌营销方面，均可以获得较好的支持。

3.5 与西门子的合作前景值得期待

2013年4月，公司与西门子签订品牌合作协议。西门子电力自动化有限公司（SPA），是西门子城市与基础设施集团（IC）旗下能源自动化部门的全资公司，也是西门子能源自动化部门在德国外主要的区域性总部。一直在能源自动化领域的继电保护，电站自动化，电能质量控制，以及发电和输配电中的能源管理及信息系统方面引领技术潮流，提供创新解决方案。根据公司与西门子签订的《由河南森源电气股份有限公司与西门子电力自动化有限公司签订的OEM协议》，西门子电力自动化公司将使用其独立拥有的继电保护产品技术，为森源电气生产并供应SY680系列继电保护产品，并在产品正面显著位置同时使用“SY”品牌标识、以及“With Siemens Technology and Licence”标记。“SY”品牌标识为森源电气所独立拥有，被授权给西门子使用且只能使用在为公司生产并供应本协议所列产品。本协议有效期限为2013年4月11日至2014年9月30日，预计对公司短期业绩不会产生重大影响，但通过双方合作，可提升公司在继电保护产品技术竞争力，推动公司相关产品及业务的发展。

3.6 外部扩展值得期待

截至2013年9月30日，公司帐面货币资金总额为8.16亿元，扣除定向增发募投项目建设所需的6.65亿元，仍有1.5亿元剩余。此外，公司决议部分使用银行承兑汇票支付募投项目应付工程款、设备购置款及材料采购款，将有利于改善现金流，提高募集资金的使用效率。因此，在近两年上市公司由于资金实力及融资优势，较多的进行了同行业或是跨行业资产并购的背景下，未来公司的外部扩张同样值得期待。

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们基于以下假设对公司业绩进行预测：

- 1) 公司在西北等非传统区域市场的拓展将顺利进行，传统产品开关柜和断路器仍会借此保持较快增长；
- 2) 126~252KV等级产品及轨道交通专用电气产品将实现较快增长；
- 3) 以保守原则出发，假设开关及成套类产品毛利率逐年小幅下滑；
- 4) 随着TWLB推广进度加快，电能质量治理业务保持快速增长，整体毛利率保持较高水平；
- 5) 期间费用率逐年小幅下降。

图表 29 公司各项业务预测明细

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
高压成套设备						
收入（百万元）	322.80	403.83	623.42	773.04	966.30	1159.56
同比增速	18.64%	25.10%	54.38%	24.00%	25.00%	20.00%
毛利率	31.04%	32.12%	36.10%	37.00%	36.50%	36.00%
低压成套设备						
收入（百万元）	65.15	119.32	108.22	119.04	142.85	171.42
同比增速	6.91%	83.15%	-9.30%	10.00%	20.00%	20.00%
毛利率	25.88%	28.00%	30.13%	33.00%	32.50%	32.00%
高压元件						
收入（百万元）	43.96	54.01	104.41	93.97	122.16	158.81
同比增速	-18.70%	22.86%	93.32%	-10.00%	30.00%	30.00%
毛利率	30.64%	28.51%	32.97%	28.00%	28.00%	28.00%
电能质量治理及其它						
收入（百万元）	56.24	132.36	153.02	238.71	358.07	537.10
同比增速	217.92%	135.35%	15.61%	56.00%	50.00%	50.00%
毛利率	50.32%	42.61%	42.11%	42.00%	42.50%	43.00%

资料来源：WIND、平安证券研究所

根据上述假设，我们预测2013~2015年公司的净利润增速分别为31.6%、41.8%和30.1%，EPS分别为0.64、0.90和1.17元。

4.2 估值讨论

按11月8日股价，以WIND盈利预测的平均值，目前可比同行业上市公司2013~2015年平均市盈率分别为24.5、18.4和14.6倍；按我们对森源电气所做的盈利预测，目前公司2013~2015年PE分别为27.2、19.2和14.7倍。

图表 30 可比公司估值水平参考

	股价 2013/11/8	EPS				净利润增速			PE			
		2012	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E
鑫龙电器	6.81	0.23	0.32	0.45	0.63	38.3%	42.4%	39.6%	29.6	21.4	15.0	10.8
北京科锐	10.48	0.37	0.39	0.54	0.70	6.2%	37.2%	29.5%	28.3	26.7	19.5	15.0
中能电气	7.90	0.27	0.31	0.38	0.44	14.8%	22.6%	15.8%	29.3	25.5	20.8	18.0
平均						19.7%	34.0%	28.3%	29.1	24.5	18.4	14.6

资料来源：WIND、平安证券研究所

注：EPS预测值均取自WIND，其中因广电电气和东源电器近期无覆盖报告对2013-2015年进行业绩预测，故不做统计

我们认为，公司未来的估值水平仍有提升空间，主要逻辑有以下几点：

- 1) 如前所述，配网将是未来电网投资的重点，目前市场虽有预期，但是在估值方面并未明显体现，我们认为当配网投资规划更加明确的时候，对整个板块的估值都将有拉动作用；
- 2) 随着公司管理层考核激励方案的推出，以及三季报披露的订单数据，公司的高成长性将不断获得认可，后期更可能会通过持续的业绩确认形成市场共识，在此过程中公司的估值有望得到提升；
- 3) 我们预计公司的电能质量治理及其它业务收入占公司整体收入的比例可能越来越高，这部分业务可以享受更高的估值。

因此，我们认为可以给予公司2014年 25倍的目标市盈率，对应今后12个月内目标价为22.5元。

五、风险提示

5.1 产业政策风险

公司主要从事高低压配电成套装置、高压电器元器件系列产品开发、生产和销售，产品和技术均属于国家产业政策鼓励发展的方向。近年来，国家改造、建设电网的投资力度不断加大，行业总体需求递增。公司产品所在的成套设备和控制设备子行业预计也将保持较长时间的高速增长。尽管如此，若国家支持电力行业发展特别是电网建设和改造的产业政策发生变化，或是电力体制改革进度发生变化，将会影响公司阶段性发展，进而影响当期的经济效益。

5.2 募投资项目不达预期的风险

公司募集资金建设是对现有产品结构的升级和补充，按规划预期将会为公司未来几年的发展贡献明显效益。但如果项目建设进度迟缓或是项目建设完成后市场环境发生变化，将可能会导致募投资项目预期的效益贡献不达预期。

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1138	1629	1823	2324
现金	212	592	477	608
应收账款	506	626	813	1037
其他应收款	21	23	30	38
预付账款	92	116	151	192
存货	297	271	351	448
其他流动资产	10	1	2	2
非流动资产	603	672	1127	1070
长期投资	0	0	0	0
固定资产	559	601	967	963
无形资产	37	37	37	37
其他非流动资产	8	34	123	69
资产总计	1741	2301	2950	3394
流动负债	561	230	516	489
短期借款	338	0	222	119
应付账款	140	155	201	256
其他流动负债	83	75	94	114
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	240	526	499
少数股东 权益	14	17	20	24
股本	344	398	398	398
资本公积	351	997	997	997
留存收益	438	650	1009	1476
归属母公司股东权益	1134	2045	2404	2871
负债和股东权益	1741	2301	2950	3394

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-81	183	156	231
净利润	194	255	362	471
折旧摊销	23	33	47	60
财务费用	21	22	-7	-3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-336	-113	-258	-312
其他经营现金流	17	-15	13	15
投资活动现金流	-223	-100	-500	0
资本支出	319	100	500	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	298	228	-100
短期借款	4	-338	222	-103
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	172	54	0	0
资本公积增加	-138	646	0	0
其他筹资现金流	-95	-63	7	3
现金净增加额	-361	381	-116	131

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	990	1225	1589	2027
营业成本	633	773	1004	1279
营业税金及附加	4	5	6	8
营业费用	48	59	76	91
管理费用	54	67	87	107
财务费用	21	22	-7	-3
资产减值损失	15	8	8	6
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	290	414	538
营业外收入	93	10	12	15
营业外支出	83	0	0	0
利润总额	228	300	426	553
所得税	34	45	64	82
净利润	194	255	362	471
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司净利润	192	253	359	467
EBITDA	261	346	454	594
EPS (元)	0.48	0.64	0.90	1.17

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	39.5	23.7	29.8	27.5
营业利润(%)	59.4	34.0	42.6	30.0
归属于母公司净利润(%)	47.2	31.6	41.8	30.1
获利能力				
毛利率(%)	36.1	36.9	36.8	36.9
净利率(%)	19.4	20.7	22.6	23.0
ROE(%)	16.9	12.4	14.9	16.3
ROIC(%)	15.6	18.1	16.0	19.0
偿债能力				
资产负债率(%)	34.1	10.4	17.8	14.7
净负债比率(%)	56.97	0.00	42.10	23.80
流动比率	2.03	7.10	3.53	4.75
速动比率	1.50	5.92	2.85	3.84
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.61	0.61	0.64
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	5.77	5.24	5.65	5.60
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.64	0.90	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.20	0.46	0.39	0.58
每股净资产(最新摊薄)	2.85	5.14	6.04	7.22
估值比率				
P/E	35.75	27.16	19.15	14.72
P/B	6.06	3.36	2.86	2.39
EV/EBITDA	27	20	15	12

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 $\pm 10\%$ 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（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：

此报告旨在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 PINGAN

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