

2014年01月01日

森源电气 (002358.SZ)

## 制造业向系统集成的华丽转型

公司公告中标信阳高铁前广场人防工程供配电合同，总金额 1.64 亿元，本次中标的内容包括中低压配电设备，电能质量管理设备 (APF 和 TWLB)，以及新能源分布式发电系统。本次订单规模占公司 2012 年营业收入的 16.6%。

■ **中标高铁系统集成项目标志着公司从传统制造业的转型:** 公司过去以生产中压一次开关柜为主，涉足中低压配电系统中一个很小的细分市场，主要解决工业客户的供电问题。随着公司的不断发展，其电能质量管理产品已经初步呈现一定的规模，另外新能源公司的收购，也使公司具备了新能源分布式发电系统总包的能力。本次中标信阳高铁项目，全面供应公司所有的产品和系统解决方案，是公司从单一制造企业向电气系统集成供应商迈进的里程碑式的意义。公司从制造业转型为系统集成供应商，将极大的提升公司的 ROE，也有利于公司发挥自身的渠道资源，提高资产周转效率。

■ **进军高铁市场标志着对高端进口产品的替代:** 高铁市场是电力设备供应商最高端的客户群体，过去一直掌握在西门子、ABB 和阿海珐等外资供应商手中。本次中标高铁项目，体现了公司的产品竞争力的进一步增强，符合我们之前对公司挺进高端市场和进口替代的判断。

■ **投资建议:** 我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.66 元、1.06 元和 1.50 元，维持“买入-A”的投资评级，维持 32 元的目标价。对应 2014 年 30 倍的估值。我们认为公司后续的高 ROE 电气化系统集成项目和新能源分布式项目的不断兑现，是公司估值体系提升的最核心因素。

■ **风险提示:** 大型系统集成项目收入确认进度不达预期的风险。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	710.2	990.5	1,277.0	2,004.4	2,724.9
净利润	130.6	192.2	262.8	422.2	597.3
每股收益(元)	0.33	0.48	0.66	1.06	1.50
每股净资产(元)	2.48	2.89	3.55	4.40	5.60
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	65.5	44.5	32.6	20.3	14.3
市净率(倍)	8.7	7.5	6.1	4.9	3.8
净利润率	18.4%	19.4%	20.6%	21.1%	21.9%
净资产收益率	13.2%	16.9%	18.6%	24.1%	26.8%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.6%	1.0%	1.4%
ROIC	34.3%	29.8%	21.9%	26.2%	28.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

## 公司快报

证券研究报告

二次设备

投资评级

**买入-A**

维持评级

6 个月目标价

**32.00 元**

股价 (2013-12-31)

**21.50 元**

交易数据

总市值 (百万元)	8,552.65
流通市值 (百万元)	3,183.52
总股本 (百万股)	397.80
流通股本 (百万股)	148.07
12 个月价格区间	11.83/21.50 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	15.93	53.42	84.75
绝对收益	11.46	50.14	77.10

**邢达**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513070001  
xingda@essence.com.cn  
010-66581767

**黄守宏**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
010-66581627

相关报告

- 三足格局形成，打造全面配网能源解决方案供应商 2013-12-11
- 森源电气：受益配网建设，全年业绩高增长：2012 三季报点评 2012-10-23
- 森源电气：受益配网建设，凸显龙头优势：森源电气 2012 半年报点评 2012-08-12



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

邢达、黄守宏分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

