


森源电气
 (002358.SZ)

新股定价
建议询价区间:
 23.75-28.5元

发行上市资料

发行价格(元)	
发行后总股本(万股)	8600
发行前财务数据	
每股净资产(元)	2.90
净资产收益率(%)	22.28
资产负债率(%)	51.33
网上发行日期	2010.2.1

 齐鲁证券有限公司
 研究所
 行业公司部

 分析师
 冯超

 Tel: (8621) 58306455
 Email: chao_txwd@yahoo.cn

森源电气：开关行业领军企业
投资要点:

- ◆ 公司的经营范围是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。从事货物及技术进出口业务(国家法律法规规定应经审批方可经营或禁止进出口的货物和技术除外)。目前公司实际所从事的业务包括高低压开关成套设备、高压元器件等产品的生产销售,公司主要产品包括 40.5 kV 和 12kV 高压成套开关设备、40.5 kV 和 12kV 高压真空断路器、12kV 高压隔离开关、0.4kV 低压成套设备等,其广泛应用于电力、煤炭、冶金、石化、建材、市政等各领域。
- ◆ 2009 年前 10 个月,国网和南网完成电网基本建设投资 2488 亿元,预计全年 2800 亿元,低于之前预期,主要原因在于过低的销售电价降低了电网公司的盈利能力,2009 年上半年国家电网公司亏损 170 亿元,南方电网亏损 8 亿元。而电价过低因素在 2010 年将不存在,发改委于 2009 年 11 月 20 日将全国销售电价平均提高了 2.8 分钱,预计能给电网公司增收 800 亿元,这将大大缓解电网公司的资金压力。
- ◆ 根据 2007 年《高压开关行业年鉴》统计,2007 年高压开关行业完成工业总产值 960.94 亿元,较上年增加 152.27 亿元,同比增长 18.83%;实现主营业务收入 884.88 亿元,较上年增长 169.99 亿元,增长率为 23.78%;完成工业增加值 234.39 亿元,较上年增长 39.73 亿元,同比增长 20.41%;实现利润总额 71.68 亿元,较上年增加 15.61%,增长率为 27.84%。
- ◆ 公司的 12kV GN 系列户内高压隔离开关,采用 45 项具有自主知识产权的专利,在其核心部件——异型铜触头的生产上具有独家生产工艺和核心竞争优势,多年来公司持续不断的进行技术、工艺改进,扩大规模,降低成本,形成价格优势,连续 7 年占据全国同行业排名第一的位置。
- ◆ 2006 年、2007 年和 2008 年,公司主营业务收入分别为 17,619.18 万元、28,762.10 万元和 33,084.68 万元,年复合增长率高达 37.03%。2009 年 1-6 月,公司产品综合毛利率为 31.20%,比 2008 年度低 0.73 个百分点,基本持平。
- ◆ 公司 2010 年预测 EPS 为 0.95 元,合理询价区间为 23.75-28.5 元。



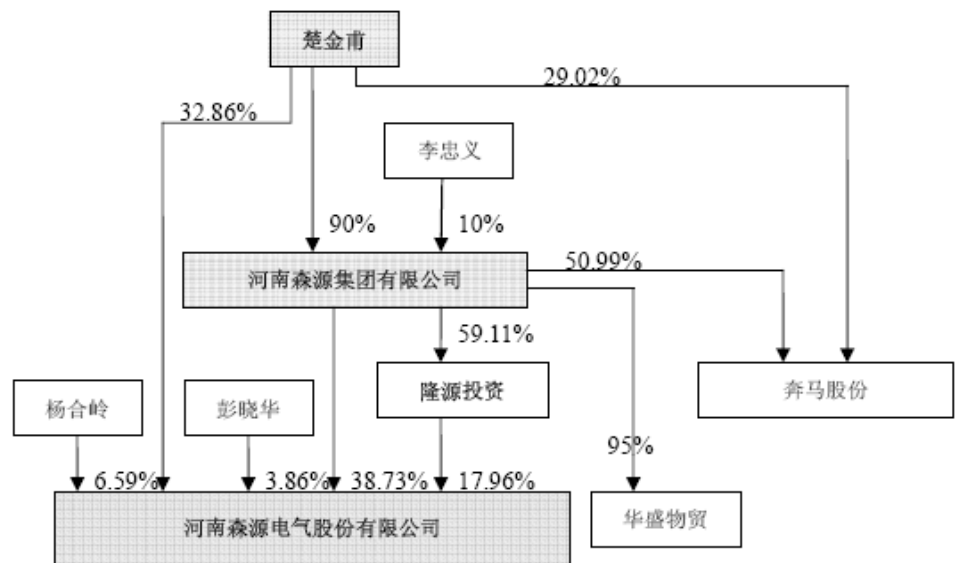
一、公司简介

1、公司主营业务简介

公司的经营范围是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。从事货物及技术进出口业务（国家法律法规规定应经审批方可经营或禁止进出口的货物和技术除外）。目前公司实际所从事的业务包括高低压开关成套设备、高压元器件等产品的生产销售，公司主要产品包括 40.5 kV 和 12kV 高压成套开关设备、40.5 kV 和 12kV 高压真空断路器、12kV 高压隔离开关、0.4kV 低压成套设备等，其广泛应用于电力、煤炭、冶金、石化、建材、市政等各领域。

2、公司股权结构

图1：公司股权结构示意图



（资料来源：公司资料，齐鲁证券研究所）

二、电网投资增加将加大输变电设备需求

2009 年前 10 个月，国网和南网完成电网基本建设投资 2488 亿元，预计全年 2800 亿元，低于之前预期，主要原因在于过低的销售电价降低了电网公司的盈利能力，2009 年上半年国家电网公司亏损 170 亿元，南方电网亏损 8 亿元。而电价过低因素在 2010 年将不存在，发改委于 2009 年 11 月 20 日将全国销售电价平均提高了 2.8 分钱，预计能给电网公司增收 800 亿元，这将大大缓解电网公司的资金压力。



从需求角度看，全球电力需求稳定增长带动输配电设备需求增长。国际能源署在《世界能源展望 2006》中预测，到 2030 年全球电力消费量将达到 3,000 万兆瓦时，比 2003 年翻了一番。强劲的电力需求将拉动全球电力投资，国际能源署预测在 2005 年~2030 年期间全球累计电力投资超过 11.3 万亿美元，其中输配电占 54%，累计投资额达 6.1 万亿美元。

分区域看，新兴市场的电力投资主要是 GDP 增长带来的新增性需求，其中，中国、印度和中东地区是最主要的增长地区。国际能源署预测，中国在 2006 年~2010 年在发电领域投资约 1,250 亿美元，在输配电领域投资 2,000 亿美元；印度计划在 2007 年~2012 年电力投资 2,000 亿美元。

电网建设的蓬勃发展也为国内输配电设备制造企业迅速发展提供了良好的市场机遇。根据《国家电网“十一五”电网规划及 2020 年展望》，“十一五”是国家电网发展的重要机遇期，将进一步加大电网投入，基本消除电网瓶颈，提升技术装备水平，提高资源配置能力，强化市场载体功能。根据 2008 年 1 月发布的《国家电网公司关于转变电网发展方式、加快电网建设的意见》，国家电网进一步确定了“转变电网发展方式、加快电网建设”的战略，即加快建设以特高压电网为骨干网架、各级电网协调发展的坚强国家电网，全面推进“一特三大”战略：“十一五”期间，全面建成特高压交流试验示范和特高压直流示范工程，初步形成华北—华中—华东特高压同步电网，基本建成西北 750kV 主网架，经营区域实现全部联网，跨国电力合作取得重大突破。“十一五”期间，国家电网的电网投资将累计达到 12,150 亿元，到 2010 年，国家电网 220kV 及以上交直流线路达到 38.9 万公里，变电容量达到 164,000 万 kVA，跨区、跨国输电容量达到 8,500 万千瓦，交换电量达到 3,800 亿千瓦时。国家电网计划，在“十二五”、“十三五”期间，全面发展特高压电网，形成以华北、华中、华东为核心，联结各大区电网、大煤电基地、大水电基地和主要负荷中心的坚强网架。到 2020 年，国家电网计划建成特高压交流变电站 53 座，变电容量 33,600 万 kVA，线路长度 4.45 万公里；建成直流输电工程 38 项，输电容量 1.91 亿千瓦，线路长度 5.23 万公里；特高压及跨区、跨国电网输送容量达到 3.73 亿千瓦。

根据《南方电网“十一五”电力工业发展规划》，“十一五”期间，南网公司规划建设投产 220kV 及以上输电线路 42,442 公里，其中 500kV 交流线路 15,651 公里；投产 220kV 及以上降压变压器总容量 16,745 万 kVA，其中 500 千伏变电容量 6,175 万 kVA；建成投产 500kV 直流线路 1,225 公里，500kV 直流输电规模 300 万千瓦；建成投产 800kV 直流线路 1,438 公里，800kV 直流输电规模 500 万千瓦。“十一五”期间电网工程建设投资 2,341 亿元，其中西电东送及跨省联网工程项目投资 299 亿元，各省（区）500kV 输配电工程项目投资 387 亿元，220kV 输配电工程项目投资 531 亿元，110kV 及以下电网工程项目投资 1,124 亿元（“十一五”开工规模及总投资规模未包括“十一五”开工结转“十二五”投产的项目）。

三、行业竞争格局

根据 2007 年《高压开关行业年鉴》统计，2007 年高压开关行业完成工业总产值 960.94 亿元，较上年增加 152.27 亿元，同比增长 18.83%；实现主营业务收



入 884.88 亿元,较上年增长 169.99 亿元,增长率为 23.78%;完成工业增加值 234.39 亿元,较上年增长 39.73 亿元,同比增长 20.41%;实现利润总额 71.68 亿元,较上年增加 15.61%,增长率为 27.84%。

按照产品电压等级分类,该行业的制造企业分为三大阵营,其市场竞争基本表现为电压等级越高,竞争越相对平缓,电压等级越低,竞争越相对激烈;相同电压等级的情况下,越高端的市场竞争越相对平缓,越低端的市场竞争越激烈。

(1) 126kV 及以上电压等级

126kV 及以上电压等级,包括额定电压在 126kV、252kV、363kV、550kV、800kV 等电压等级。此领域的代表企业为平高集团有限公司、西安西开高压电气股份有限公司、新东北电气(沈阳)高压开关有限公司等。这些企业基本是国家投资建设,主要承担输配电设备初期的研发和制造,在计划经济时期,我国输配电设备基本由上述企业垄断,由于他们成立时间较早,发展历程较长,技术和资金积累丰厚,产品技术优势明显,这些企业目前仍然占有很大的市场份额。近年来,我国加大了超高压电网的建设,市场需求不断增加,且此电压等级参与厂商少、进入有一定壁垒等原因,目前该领域市场竞争较为平缓。

(2) 3.6kV~72.5kV 电压等级

3.6kV~72.5kV 电压等级,主要包括额定电压在 3.6kV、7.2kV、12kV、24kV、40.5 kV、72.5kV 电压等级。在该电压等级领域中,主导产品为 12kV 和 40.5kV 电压等级的开关设备和控制设备,包括金属封闭开关设备、断路器、隔离开关等,广泛应用在城乡电网、终端用户等各个领域,该电压等级产品一直是我国开关行业中“量大面广”的产品,在行业中占有重要地位。

(3) 0.4kV 电压等级

在 0.4kV 电压等级领域中,主导产品为 0.4kV 电压等级的开关设备,由于国内低压成套设备和控制设备企业众多,目前无法准确统计行业真实情况。按照行业惯例,该电压等级产品与高压成套设备类产品配比关系大约为 6:1,用途十分广泛,市场容量非常巨大。在该领域中,整体竞争相对较为激烈,尤其在低端市场处于激烈竞争状态。


表1: 12KV隔离开关主要竞争对手情况表

区域	公司名称	2007 年产量	行业地位
华东区	江苏仪征市电瓷电器有限责任公司	26686 台	行业排名第3
	华仪电器集团有限公司	10001 台	行业排名第5
	浙江纪元电器集团有限公司	7651 台	行业排名第6
	上海电瓷厂	5877 台	行业排名第7
	慈溪市台联电器成套厂	5550 台	行业排名第8
	宁波天安(集团)股份有限公司	3932 台	行业排名第10
	乐清市三高电气有限公司	3641 台	行业排名第11
河南省	江苏东源电器集团股份有限公司	2424 台	行业排名第16
	长葛市亚丰电瓷电器有限公司	11560 台	行业排名第4
	河南易和电器有限公司	1650 台	行业排名第18
华南区	长沙电器开关有限公司	5306 台	行业排名第9
	佛山市顺德区陈村镇光明高压电器厂	28905 台	行业排名第2

(资料来源: 齐鲁证券研究所)

公司的 12kV GN 系列户内高压隔离开关, 采用 45 项具有自主知识产权的专利, 在其核心部件——异型铜触头的生产上具有独家生产工艺和核心竞争优势, 多年来公司持续不断的进行技术、工艺改进, 扩大规模, 降低成本, 形成价格优势, 连续 7 年占据全国同行业排名第一的位置。

公司 40.5 kV 和 12kV 高压开关成套设备主要销售区域集中在华中、华北两个区域。公司始终坚持产品技术领先、质量可靠的理念, 产品定位于中高端市场, 采用替代进口的竞争策略, 与国内同行业企业的竞争中处于技术领先地位, 尤其与华中区的其他几家高压开关成套设备公司相比, 公司在技术和规模方面都处于龙头地位, 产品在河南省电力系统、河南省煤炭、钢铁、有色、水泥、化工等行业大型工矿企业中的市场占有率居于前列。

四、资产管理能力分析

公司应收账款周转率明显提高, 主要是公司坚持技术创新和进口替代战略, 抓住行业高速发展、市场需求旺盛的机遇, 针对性调整产品结构, 将资源向竞争缓和的 KYN80-40.5 和 KYN28-12 系列开关成套设备等自己的优势产品倾斜, 该产品在区域市场竞争中脱颖而出, 推动业务收入快速增长。同时, 公司加强了对应收账款的管理, 通过每年 12 月的集中清收, 使应收账款年末余额增长幅度得以控制。2008 年, 应收账款周转速度有所放缓, 主要是受上半年紧缩银根及下半年经济危机加剧等造成。公司应收账款周转率高于同行业平均水平, 主要是公司主导产品在区域市场竞争力强, 公司在与一般客户业务往来中具有一定的谈判能力, 合同签订环节对支付方式的安排有利于公司; 公司采用直销模式, 权责明确, 在回款额成为销售人员核心考核指标的背景下, 每年底集中清收均取得了理想的效果。

2007 年以来随着公司 ERP 管理系统投入使用, 公司重新梳理、改进各项业务流程, 采购、生产和销售周期大大缩短, 同时供产销各环节之间衔接也更流畅,





存货周转速度明显加快。报告期内，公司存货周转率从低于同行业平均水平到高于同行业平均水平，主要是在行业定制化生产的大背景下，公司强化产品的通用化和标准化，公司主导产品 KYN80-40.5 和 KYN28-12 系列成套设备采用标准柜体、工装，同型号的开关设备手车互换性好，缩短了生产周期。同时，近年来公司为避免产成品大量挤占生产空间影响后续生产，针对行业普遍存在的因受土建工程及其他配套设施影响导致的交货滞后现象，要求项目经理在合同签订前对项目基建进展要有调查，并与客户充分沟通在合同条款中合理确定交货期间，合同执行中基本都按照约定日期发货至客户，产成品在公司停留时间较短。

表2：公司资产周转能力分析表

主要财务指标	2008年	2007年	2006年
应收账款周转率（次）	2.98	3.50	2.76
存货周转率（次）	3.91	3.94	2.45

（资料来源：公司资料，齐鲁证券研究所）

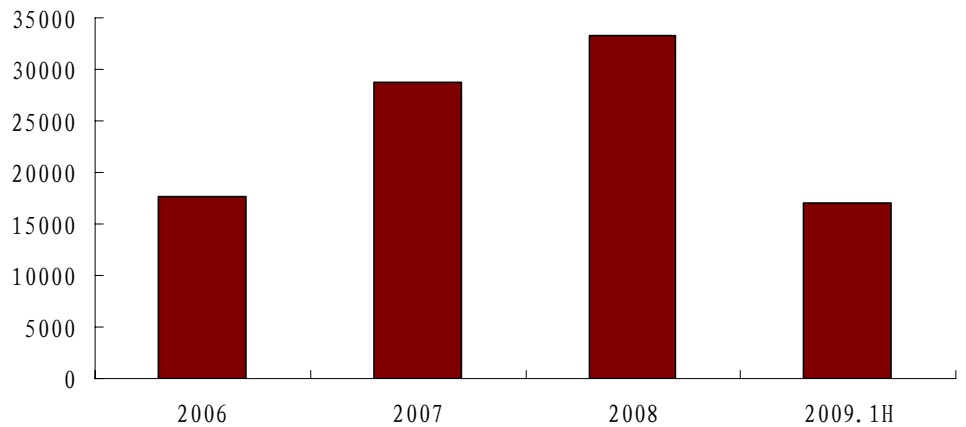
六、盈利能力分析

2006 年、2007 年和 2008 年，公司主营业务收入分别为 17,619.18 万元、28,762.10 万元和 33,084.68 万元，年复合增长率高达 37.03%。

40.5kV 断路器、12kV 断路器和铜件、瓷件、散件等其他产品占主营业务收入比重一直较低，0.4kV 开关成套设备占比呈减少趋势，12kV 隔离开关和 12kV 成套设备占比相对稳定，而 40.5kV 成套设备在公司销售收入中份额则呈现增长趋势。40.5kV 断路器和 12kV 断路器主要用于自配套生产成套设备，外销较小。0.4kV 开关成套设备市场竞争激烈，公司主动获取的 0.4kV 开关成套设备订单逐渐减少，现该类产品业务多为满足 40.5kV 和 12kV 开关成套设备客户的配套需要而开展。KYN80-40.5 和 KYN28-12 开关成套设备技术参数高，质量稳定，是公司核心竞争力的集中体现。。KYN80-40.5 和 KYN28-12 开关成套设备技术参数高，质量稳定，是公司核心竞争力的集中体现。经过近几年的市场培育和开发，KYN80-40.5 金属铠装中置移出式开关设备和 KYN28A-12 铠装移开式交流金属封装开关设备销售收入均呈现强劲上升势头。公司 40.5kV 开关成套设备和 12kV 开关成套设备 2007 年同比分别增长 306.50%（扣除对许昌蓝星 6911 工厂销售后 128.84%）和 93.42%，2008 年同比分别增长 65.32%和 10.24%，2009 年 1-6 月同比分别增长 13.72%和 23.69%，推动了营业收入的快速增长，并增强了公司的盈利能力和抗风险能力。



图2: 公司营业收入增长图



(资料来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所)

2009年1-6月, 公司产品综合毛利率为31.20%, 比2008年度低0.73个百分点, 基本持平。

第一、40.5kV断路器毛利率36.58%, 远低于2008年71.06%的水平, 主要是因为2009年销售的以户外ZW7型为主, 该产品因量小公司没有自己生产, 而是以外购散件组装为主。2008年40.5kV断路器的销售以ZN72系列户内大电流断路器为主, 该产品以内部配套为主, 销量很小且售价较高。第二、12kV隔离开关毛利率从2008年28.80%下降至25.31%, 主要是公司通过给予客户一定的商业折扣以加速资金周转。第三、其他产品毛利率30.93%, 远高于2008年6.09%的水平, 主要是其中铜件系列产品导致。2008年下半年以来, 电解铜价格大幅下挫, 而公司铜件系列产品销价仍执行原协议价格, 致使本期该产品毛利率高达39.08%。

七、募集资金用途

本次发行A股募集资金计划拟投资以下项目: SAPF有源滤波成套设备产业化项目, KYN系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造项目, GN系列隔离开关产能扩大项目。



六、盈利预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	176.23	287.64	332.41	382.27	477.84	597.30
减: 营业成本	116.70	205.62	225.67	275.24	334.49	418.11
营业税金及附加	1.36	2.25	2.31	2.65	3.32	4.14
营业费用	4.29	5.47	7.51	8.64	10.80	13.50
管理费用	11.37	14.24	22.42	25.78	32.23	40.29
财务费用	15.71	17.81	17.15	2.51	0.43	-0.81
资产减值损失	1.82	0.03	5.24	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	24.97	42.23	52.25	67.45	96.58	122.07
加: 其他非经营损益	-0.10	6.16	9.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	24.87	48.39	61.29	67.45	96.58	122.07
减: 所得税	8.50	15.15	11.11	10.12	14.49	18.31
净利润	16.38	33.24	50.19	57.33	82.09	103.76
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	16.38	33.24	50.19	57.33	82.09	103.76
每股收益	0.19	0.39	0.58	0.67	0.95	1.21

给予公司2010年25-30倍市盈率，对应的合理价格区间为23.75-28.5元。


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层
 邮编：200122
 电话：(8621) 5820-8334
 传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F
 邮编：250061
 电话：(86531) 8128-3789
 传真：(86531) 8128-3791