

森源电气002358上市定价报告

摘要:

一、上市公司基本资料

- (一) 公司介绍
- (二) 近三年财务数据
- (三) 董事会经营分析

二、数据统计

- (一) 所属板块及整个市场估值
- (二) 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

三、首日估值预测及分析

四、风险因素分析

- (一) 产业政策风险
- (二) 电力设备市场竞争不规范风险
- (三) 募集资金投资项目组织实施风险
- (四) 产品质量风险
- (五) 管理团队、营销团队和核心技术人员流失的风险
- (六) 应收账款余额较大引致的风险
- (七) 市场变化导致主要资产减值准备计提不足的风险
- (八) 内部控制有效性不足导致的风险
- (九) 公司规模扩大引致的管理风险
- (十) 产品和技术更新风险

大通上市首日定价区间：
28.6—31.2 (元)

上市新股发行要素

股票名称	森源电气
股票代码	002358
发行价格	26 元
发行数量	2200 万股
网上发行	1760 万股
发行前总股本	0.64 亿股
发行后总股本	0.86 亿股
申购上限	1.7 万股
发行 PE	54.17 (摊薄)
中签率	0.28%
上市地	长葛市
上市日期	2010-02-10
所属行业	电器机械及器材制造业
主承销商	华泰证券股份有限公司

研究员：吴奕

电 话：0411-39673206

近期相关报告

浩宁达 002356 上市定价报告

兴民钢圈 002355 上市定价报告

科冕木业 002354 上市定价报告

一、上市公司基本资料

（一）公司介绍

公司是一家从事高低压开关成套设备、高压元器件的国家重点高新技术企业。主要产品包括40.5kV和12kV高压成套开关设备、40.5kV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，广泛应用于电力、煤炭、冶金、石化、建材、市政等。公司生产的12kV隔离开关产品连续7年排名同行业第一的位置，柜宽1.68米的40.5kVKYN系列高压开关成套设备产品为填补国内空白，国内市场唯一满足《国家电网公司十八项电网重大反事故措施》要求的最新产品。GZS1中置柜、VSV户内高压真空断路器、MNSS低压柜是河南省名牌产品，GN系列隔离开关、KYNS-40.5开关柜被评为河南省优质产品。

（二）近3年财务数据

	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
每股收益	0.7842	0.5194	0.2559
每股收益(扣除)	0.6469	0.4549	0.2569
每股净资产	2.90	2.12	1.59
净资产收益率	27.01%	24.51%	16.06%
主营收入	3.32 亿	2.88 亿	1.76 亿
每股现金流	0.08	0.23	0.31
每股经营性现金流	0.65	0.99	0.16

（三）董事会经营分析

近三年及一期主营业务产品实现的收入分别占营业收入的 99.98%、99.99%、99.53%和 99.19%，为营业收入的主要来源。2008 年与 2009 年 1-6 月其他业务收入主要系河南奔马股份有限公司未按合同约定从转让房产中搬迁而向其收取的使用费 115.21 万元、134.41 万元，除此之外，其他业务收入均为加工费。

公司主要产品为 40.5kV 断路器和开关成套设备、12kV 断路器和开关成套设备和 12kV 隔离开关，其中 40.5kV 开关成套设备均为

KYN80-40.5 金属铠装中置移出式开关设备，12kV 开关成套设备包括 KYN28-12 金属铠装中置移出式开关设备和固定式开关设备。

报告期内，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。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。

公司地处河南，自成立以来，主营业务收入主要来源于河南市场。近年来公司更是加强了对该市场的渗透，成效显著。近三年及一期河南地区实现的收入迅猛增长，分别为 10,945.74 万元、18,435.79 万元、19,959.93 万元和 9,591.85 万元，分别占主营业务收入总额的 62.12%、64.10%、60.33% 和 56.54%。公司在优先挖掘河南市场潜力的同时，也积极开拓华北和西北等其他市场，并取得一定的成果。近年来省外实现收入快速增长，其中河北、山西等周边市场收入增长明显，占主营业务收入总额比例也稳步提高。公司现已初步建成覆盖全国的营销网络，未来将加大国内其他市场的开拓力度，为公司持续快速发展奠定基础。

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%。

公司近三年主营业务收入总体增长较快的原因有：

(1) 行业发展速度快，市场需求量大近年来为保障国民经济的持续快速增长，电力投资力度加大，投资规模维持在高位。同时，鉴于电网建设、配电能力大幅滞后于电力供应的现状，国家调整了电力工业的投资结构，加大对输变电设备的投入量，给输配电设备行业提供了广阔的市场，整个行业得到迅速发展。公司抓住发展机遇，紧紧围绕主营业务，调整产品结构，突出优势产品，同时通过扩大销售、强化研发、提高产品性能与质量等方式提升了综合竞争能力，从而促进了公司营业收入的增长。

(2) 加强主要市场的精细化营销公司多年来从事输配电成套设备和控制设备的生产销售，培育了一批与企业共同成长、对企业高度忠诚、爱岗敬业的技术型营销人才队伍，能够深刻理解行业市场运作规律，准确把握市场特征，并采取灵活措施及时应对市场变化。公司近年来充分挖掘河南市场潜力，营销由地区向县级深入，进一步提高了在该核心市场的覆盖度，巩固了在该市场的优势地位。同时，积极培育、开拓省外市场，尤其是河北等周边地区市场。

(3) 生产工艺流程先进，产品优势明显公司自成立以来一直专注于输配电成套设备和控制设备的生产、销售。作为国家高新技术产业，公司技术创新能力较强，产品优势明显。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为国内最为先进的VS++、VSV系列产品，机械寿命长、质量稳定、安全可靠、外形美观；在智能化、小型化方面也与国外进口产品相一致。12kV GN系列户内高压隔离开关，采用多项具有自主知识产权的专利，在其核心部件——触头的生产上具有独家生产工艺和核心竞争优势。

公司工程设计部门使用国际先进的 Pro/E 三维设计软件系统，根据客户要求，进行工程设计和结构设计并直接向生产线上的数控加工设备下发生产用图。在生产计划实施过程中，生产部门按照生产工艺流程操作，将质量控制贯穿于每一道生产过程中，质量管理部门通过物资进厂检验、生产转工序检验及成套组装调试检验等严把质量关。公司的核心生产环节实现数字化、模块化，并采用多重折弯新工艺和先进的表面处理工艺。先进的工艺流程和周密的生产组织保证了产品的技术含量，使公司的主要产品具有较强的竞争优势。在产品交付用户现场后，公司还提供产品现场安装指导、调试、维护等专业服务。高性能的产品与良好的服务，有效促进了营业收入的增长。

2008年和2009年上半年主营业务收入增速分别放缓至15.03%、15.48%，主要是受制于产能瓶颈。

二、数据统计

(一) 所属板块及整个市场估值

板块名称	市盈率 (TTM, 整体法)	预测市盈率 (整体法) 2010	预测市盈率 (整体法) 2011	市净率 (整体法)
全部 A 股	24.23	17.4	14.4	3.25
上证综合指数成份	21.87	16.22	13.55	2.99
沪深 300 成份	21.31	15.68	13.24	2.99
电器机械及器材制造业	33.39	23.22	18.76	5.19

数据来源：大通研发中心、wind

(二) 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发价格 元	首发数量 万股	首发 PE	现金申购中签率	首日平均涨幅
002354	科冕木业	2010-02-09	12.33	2350	56.05	0.25%	41.12%
002355	兴民钢圈	2010-02-09	14.5	5260	58	0.36%	0.48%

002356	浩宁达	2010-02-09	36.5	2000	63.81	0.44%	-2.27%
		平均值	21.11	3203.3	59.2867	0.35%	13.11%
002358	森源电气	2010-2-10	26	2200	54.17	0.28%	/

数据来源：大通研发中心、wind

三、首日估值预测及分析

（一）与股本大小相似公司首日相比较

从近期上市的股票首日涨幅来看，平均值在 13%。根据森源电气发行价、发行 PE 等发行因素分析，以及对近期股本大小相似股票上市首日对比分析，我们给予森源电气首日涨幅 10-20%，相对应股价为 28.6-31.2 元。

（二）PE 估值

从发行 54 倍 PE 来看，显然高出市场 22 倍 PE。因此从整个市场角度看属于偏高估。从其所属的电器机械及器材制造业板块 33 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 70 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 30%，相对应股价为 33.7 元。

综合来看我们给予森源电气首日涨幅区间 10-20%，相对应波动价格区间为 28.6-31.2 元。

四、风险因素分析

（一）产业政策风险

本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。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，电力行业发展速度放缓，或者能源建设的政策执行力度放缓，将会影响本公司产品所处细分行业的发展，进而影响本公司的经济效益。

（二）电力设备市场竞争不规范风险

虽然国家已经放开电力设备行业，充分引入竞争机制，打破市场壁垒，实现电力资源优化配置，建立科学合理的电力市场竞争机制，但个别地区的电力部门为了保护下属电力设备企业，往往通过各种方式安排这些企业的输配电产品优先

使用，或取得优先招投标权，使得本公司产品的市场推广可能面临竞争不规范的风险。

（三）募集资金投资项目组织实施风险

为保证募集资金投资项目的顺利实施，公司将成立由总经理亲自牵头的项目领导小组，以有效控制项目实施进度、确保项目资金的合理运用，从严控制项目成本，并做好设施招标、人才引进、员工培训、市场推广等前期工作，以保证项目顺利实施和按时投产。但本次募集资金投资项目涉及面广、工作量大，任何环节出现问题都可能给项目顺利实施带来风险。

（四）产品质量风险

高压开关设备是一种运行可靠性要求非常高的电力设备。本公司严格按照 ISO9001 质量体系严格进行质量管理和控制，全部产品均经过国家指定权威机构认证后才投入市场。公司自成立以来，产品质量一直稳定、可靠，未出现过重大质量纠纷，在广大客户心目中树立了良好的形象。但若未来因公司产品质量原因给客户电力系统造成事故，将给公司声誉带来较大损害，从而影响公司生产经营与市场开发。

（五）管理团队、营销团队和核心技术人员流失的风险

管理团队、营销团队和核心技术人员对公司业务发展、市场开发和技术创新起着关键的作用，公司的业务、销售、技术等各方面对管理团队、营销团队和核心技术人员形成较大的依赖。公司地处非中心城市，对人才尤其是高端人才的吸引力受到一定影响，公司存在管理团队、营销团队和核心技术人员流失的风险。

（六）应收账款余额较大引致的风险

公司最终用户大部分为电力部门和重大项目工程。由于产品的销售与提供受到客户基建工期的影响，在下达订单以后，要经过设备安装、调试、验收等环节。一般情况下，公司客户在设备验收合格后先付大部分货款，在设备安全运行满一定时间后再付清余款。所以公司销售回款需要一定的周期。随着公司销售规模的扩大，公司应收账款金额逐年增大。虽然总体而言本公司的应收账款账龄较低，但若宏观经济环境、客户经营状况等发生变化，货款回收不及时，公司的应收账款存在发生坏账损失的风险。

（七）市场变化导致主要资产减值准备计提不足的风险

公司根据资产的实际情况制定了合理的会计政策。对应收账款和其他应收款根据历年实际情况提取了坏帐准备，对长期投资根据实际状况全额计提了资产减值准备；除此之外，因公司的其他资产未出现资产减值的情形，未计提资产减值准备。截至2009年6月30日，公司的其他主要非货币性资产包括存货5,764.98万元，固定资产（含在建工程）7,031.23万元，无形资产2,426.96万元。若上述资产所面临的市场环境发生变化，公司存在资产减值准备计提不足的风险。

（八）内部控制有效性不足导致的风险

本公司已经建立了一套较为完整、合理、有效的内部控制制度，包括资产管理、投资管理、关联交易决策、财务管理、内部审计、人力资源管理、质量管理、安全管理等方面的制度，并成立了内控组织，配备了专业内控人员。内控制度的有效运行，保证了公司经营管理正常有序地开展，有效控制了风险，确保了公司经营管理目标的实现。但是，若这一内控体系不能随着公司的发展而不断完善，可能导致公司内部控制有效性不足的风险。

（九）公司规模扩大引致的管理风险

本次发行股票后，公司的资产、业务、人员等方面的规模将显著扩大，组织结构和管理体系趋于复杂，公司在战略规划、新产品开发、制度建设、市场开拓、运营管理、资金管理和内部控制等方面都将面临更大的挑战。若公司不能及时建立和执行完善的管理体系和内部控制制度，或不能引入合格的经营管理和技术开发人才，公司将面临规模扩大引致的管理风险。

（十）产品和技术更新风险

公司目前拥有的生产技术和生产设备均居国内同行领先水平，但行业内市场竞争和人才竞争日趋激烈。尽管公司本次募集资金投向项目具有较高的科技含量，项目的建成将促进本公司技术的升级和产品结构的优化，但随着行业技术更新换代速度的不断加快，如果公司不能持续保持技术创新，不能及时准确把握技术、产品和市场发展趋势实现技术和产品升级，将削弱已有的竞争优势，从而对公司产品的市场份额、经济效益及发展前景造成不利影响。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入:我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持:我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性:我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持:我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出:我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持:我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性:我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持:我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料,我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司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、刊登或复制品,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。

大通证券股份有限公司