

(002358)

森源电气 高压开关的区域优势企业

邵宇开

shaoyk@ctsec.com

0571-87620738

电力设备行业研究员

2010年1月26日

电力设备

估值区间: 25.88±1.73 元

(首次)

考虑到公司所处行业较好的成长性,以及公司在华中区域较强的市场地位,我们认为公司对应于2009年EPS的合理市盈率在35—40之间,由此预期公司二级市场的合理价格为24.15—27.60元,即25.88±1.73元。

投资要点:

- 森源电气前身是河南省长葛市开关厂,作为一家老牌的开关企业,是河南省电力装备制造业三个有代表性的企业之一。
- 作为一家高低压开关成套设备和高压电器元器件产品制造商,森源电气产品定位于中高端市场,采用替代进口的竞争策略,在与国内同行业企业的竞争中处于技术领先地位。
- 森源电气的产品主要销往全国的电力单位和项目工程,其中,销往项目工程的比重高达70%以上,所以,森源电气的销售和国家固定资产的投资规模大小密切相关。
- 森源电气在12kV和40.5kV两个电压等级产品上,是华中区实力最强的企业,在技术、质量、研发、营销和区位等方面有明显优势。
- 考虑到公司所处行业较好的成长性,以及公司在华中区域较强的市场地位,我们认为公司对应于2009年EPS的合理市盈率在35—40之间,由此预期公司二级市场的合理价格为24.15—27.60元,即25.88±1.73元。

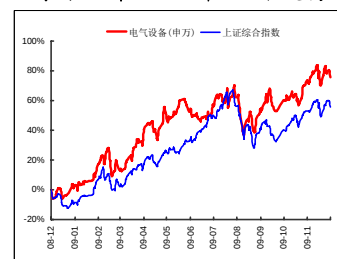
基础数据

每股净资产(元)	3.25
资产负债率(%)	42.36
净资产收益率(%)	22.28

控股股东

控股股东	楚金甫
持股比例(%)	32.86+56.69
所有权性质	民营资本

同行业最近一年股价走势



主要财务指标

会计年度	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(万元)	28764.27	33241.22	39889.20	47867.04
同比增长率(%)	-	15.56%	20.00%	20.00%
营业利润(万元)	4222.83	5224.68	7902.45	9422.5
同比增长率(%)	-	23.72%	51.25%	19.24%
净利润(万元)	3324.3	5018.61	5921.96	7138
同比增长率(%)	-	50.97%	18.00%	20.53%

会计年度	2007	2008	2009E	2010E
营业利润率(%)	14.68	15.72	19.81	19.68
净利润率(%)	11.56	15.10	14.85	14.91
每股净资产(元)	2.12	2.90	9.47	10.3
每股收益(元)	0.39	0.58	0.69	0.83
P/E(倍)	66.36	44.62	37.07	31.18
P/B(倍)	12.21	8.93	2.73	2.51

目录

一、本次发行情况	- 3 -
二、行业情况	- 3 -
1 行业发展现状 行业具有国际竞争力	- 3 -
2 影响行业发展的主要因素	- 4 -
3 行业竞争情况	- 6 -
三、公司基本情况	- 7 -
1 公司简介	- 7 -
2 公司股本结构	- 8 -
3 募集资金使用	- 8 -
4 公司业绩预测	- 8 -
四、估值定价	- 9 -
五、风险提示	- 9 -
1 市场相对集中的风险	- 9 -
2 募投项目能否顺利实现产业化的风险	- 10 -
3 受固定资产投资的周期性影响	- 10 -

图表目录

表 1、本次发行基本情况	- 3 -
表 2、12kV 和 40.5kV 电压等级开关市场的区域结构	- 7 -
表 3、募集资金投向	- 8 -
表 4、公司盈利预测结果	- 8 -
表 5、同行业上市公司比较分析	- 9 -
图 1、电力系统示意图	- 4 -
图 2、本次发行前森源电气的股本结构	- 8 -

一、本次发行情况

表 1、本次发行基本情况

公司名称	河南森源电气股份有限公司
公司简称	森源电气
发行地	深圳中小企业板
发行日期	2010 年 2 月 1 日
申购代码	002358
发行股数	2200 万股
发行方式	网下询价+网上申购
发行后总股本	8600 万股
2008 年每股盈利	0.78 元
每股净资产	3.25 元
发行后摊薄每股收益	0.58 元

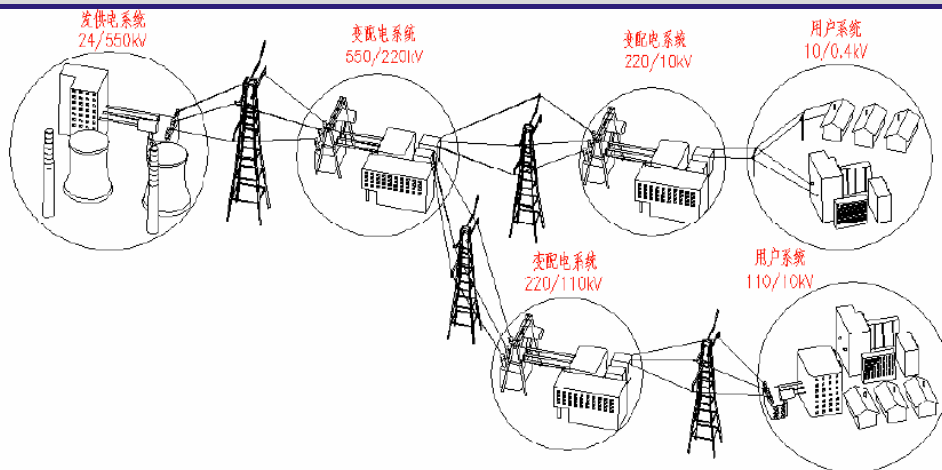
资料来源：公司招股说明书

二、行业情况

1 行业发展现状

森源电气的产品广泛应用于电力、煤炭、冶金、石化、建材、市政等各领域，核心应用领域是在电网系统。森源的 12kV 和 40.5kV 两个电压等级的成套设备，用于三相交流 50Hz 额定电压 12kV 和 40.5kV 的电路中，用作接受和分配 12kV 和 40.5kV 系统的电能和对运行电路实行自动关合控制、切断故障（包括过载、短路、过电压等故障）保护、监测及事件记录；0.4kV 的成套设备，用于三相交流 50Hz 额定电压 0.4kV 的电路中，用作接受和分配 0.4kV 系统的电能和对运行电路实行自动关合控制、切断故障（包括过载、短路、过电压等故障）保护、监测及事件记录；而高压开关元件（主要指公司 12kV、40.5kV 电压等级的断路器、隔离开关、互感器等元件），用于三相交流 50Hz、额定电压分别为 12kV、40.5kV 的电路中，能关合、承载、开断运行回路中正常电流，也能在规定的时间内关合、承载及开断规定的过载电流（包括故障、短路电流），可供工矿企业、高层建筑、发电厂、变电站及大型高压电动机等电气设施的控制及保护之用。其中，公司的 12kV、40.5kV 电压等级的断路器、互感器主要用于公司为成套设备的配套生产，只有少部分对外销售；12kV 高压隔离开关主要对外销售。

图 1、电力系统示意图



图片来源：公司招股说明书

2 影响行业发展的主要因素

从行业分类的角度看，森源电气属于电力设备行业下属的输配电行业中的高压开关子行业，这个子行业具有壁垒高、需求旺的特点。

1、高压开关行业是个壁垒比较强的行业

进入高压开关行业的主要障碍是存在资质壁垒、信誉壁垒、技术壁垒和资金壁垒。

(1) 资质壁垒

由于高压产品直接运行在各高压电力网络中，其性能的安全可靠对电力系统和电网安全运行至关重要，国家对进入该行业的输配电设备制造商实行严格的资质审查，对高压成套设备则要求必须有经国家技术监督局授权的国家级试验单位对该产品出具的合格型式试验报告；电力运营商则要求必须有国内电力运营商出具的2-3份半年以上的试运行报告。

同时，国家经贸委颁布了《全国城乡电网建设与改造所需主要设备产品及生产企业推荐目录》，该目录是企业采购产品的主要依据，只有列入该目录的企业才会被客户认可。我国目前已将低压成套设备列入强制性产品认证（“CCC”认证）的目录，因此，对拟进入本行业的企业形成一定的资质壁垒。

(2) 技术壁垒

对于高压产品，其领域是一个专业性很强，且涉及技术领域很广的行业，随着电压等级的提高，会涉及电场分布、电子、材料、机械能、力学等多个科技领域最新技术的应用与研究。该行业的产品逐步向智能型方向发展，要求企业拥有现代电子信息技术的专业人才，将微电子技术、计算机技术、传感技术和数字处理技术应用于开关设备，才能提高开关电器的功能，满足客户的需求。而且在生产过程中，由于用户技术要求的多样性，必须针对不同的用户进行二次设计开发，要求企业具备较强的研发和工艺设计能力，鉴于技术、设备、工艺、质量等多种原因，行业进入存在一定的技术壁垒。

(3) 资金壁垒

由于本行业产品多是为工程项目配套，行业一般结算方式为按进度支付货款，合同结算周期较长，导致本行业的应收账款普遍较高，要求企业必须拥有较高的营运资金，才能保证生产的正常运转，因此对拟进入的企业形成一定的资金壁垒。

(4) 信誉壁垒

由于输配电设备对电力系统的安全运行至关重要，因此电力行业对输配电设备的质量、可靠性要求极高。输配电设备用户一般都很注重企业产品的历史运行情况和服务，新企业要获得用户的认可，这往往需要一个较长的过程，因此，对拟进入该行业的企业构成了一定的进入壁垒。

2、未来电网的高投入和多项国家重点工程建设将为高压开关行业提供了广阔的发展机遇

过去，我国电力建设一直奉行“重发电、轻供电、不管用电”的发展策略，造成了电网建设、配电能力大幅滞后于电力供应的问题。根据 2004 年 7 期《高压开关行业通讯》相关资料表明，发电、输电和配电应有的合理投资比例，发达国家三者比例一般为 1:0.45:0.7，输电和配电之和高于发电；我国投资比例为 1:0.26:0.2，远低于发达国家。前期投入不足导致我国城乡电网结构非常薄弱，同时电网老化现象异常严重，个别地区设备运行时间超过 50 年。目前，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，将刺激了输配电及控制设备制造行业的需求增长。

2008 年 11 月 9 日国务院宣布 4 万亿元大规模投资计划以启动内需，中央政府、国家能源局、两大电网集团均出台了加大电网投资计划与具体落实举措，其中国国家电网计划未来 2-3 年投资 1.16 万亿元、南方电网未来 2 年增加投资 600 亿元，分别较原建设计划投资规模增加 54.74%、55.98%。而且，国家正在制定智能电网的发展规划，其投入规模更为巨大，所以，2010 年以后电网投资的规模仍将保持在较高水平。另外，多项国家重点工程项目的建设也将带动输配电设备行业发展，特别是城市化进程项目、铁路电气化建设、地铁建设和大型工程建设等。

①城市化发展进程加快。我国城市化的规划目标是：地级市从 500 多个上升到 1000 个以上，县级市从 2300 个上升到 6000 个以上，乡镇从 10000 多个上升到 60000 个以上。随着小城镇建设的兴起和城市化建设与改造的进行，将对 12kV 等级开关设备产生大量需求。

②铁路电气化建设。国家“十一五”规划，提出将铁路营运里程从 2005 年的 7 万公里提高到 2010 年的 9 万公里，在 2020 年达到 10 万公里。2010 年前新建 7000 公里客运专线，2020 年前建成 12000 公里客运专线，实现主干线的客货分离。根据国务院最新调整后的《中长期铁路网规划》目标，到 2020 年我国铁路营业里程将由原来规划的 10 万公里提高到 12 万公里，总投资规模由原来的 2 万亿元增加至 5 万亿元。全国铁路复线率和电气化率分别提高至 50%和 60%以上。铁路建设的供配电配套需要大量的 12kV~126kV 等级中高压开关设备。

③**地铁建设**。上海、北京、天津、广州、深圳、南京、重庆、郑州等十几个城市相继启动地铁和轻轨建设，作为配套设施，将造成对 12kV~126kV 等级中高压开关设备的需求。

④**大型工程建设**。一些大的工程，如三峡特大水电站发电、西电东送、西气东输、南水北调、上海举办世博会等，都将有效启动输电网建设，推动我国输配电设备行业的进一步发展。

3 行业竞争情况

高压开关行业的产值在 1000 亿元左右，其中，民营企业已经成为高压开关行业中的主导力量，并占据了中压领域的主导地位。按照产品电压等级分类，该行业的制造企业分为以下三大阵营，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西安西开高压电气股份有限公司、平高集团有限公司、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、40.5kV、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。

森源电气的主要产品集中在 12kV 和 40.5kV 两个电压等级，此电压等级内的行业竞争表现出明显的区域性特点。即全国根据电网情况分为七大区域，在各区域内的公司生产和销售主要集中在所在区域，区域外销售收入比重较少，只有厦门

ABB 等少数实力较强的企业在全国范围内具有较强的竞争力。随着国内电力体制改革的深入和电力企业“主辅分离”的逐步实施,市场竞争机制的进一步规范,行业竞争格局将会发生变化,具有技术优势和质量优势的企业有可能在竞争中进一步扩大优势,从而加速行业的整合。此电压等级内,实力较强的企业有华东区 17 家、华中区 4 家、华南区 5 家、华北区 4 家、东北区 3 家、西南区有 3 家、西北区有 3 家。

在国内七大区域市场中,华东区实力最强的是厦门 ABB 开关有限公司,该公司是国际跨国集团在中国设立的子公司,实力强,知名度高,市场主要分布在国内高端用户;其次是江苏东源电器集团股份有限公司,是近几年快速发展起来的一家高压开关成套设备制造企业,2006 年 10 月在深圳中小企业板上市,优势产品集中在 40.5kV 封闭开关设备和真空断路器产品;华中区实力最强的是河南森源电气股份有限公司,主要产品集中在高压开关成套设备领域,技术参数高,目标市场为替代进口;在华南区,几家企业实力相当,主要市场集中在珠三角地区;在西北区,实力最强的是天水长城开关厂有限公司,该公司属老牌国营企业,经营时间长,具有较强的行业影响力,其主业已并入集团公司“长城电工”上市;在西南地区,没有国内排名前 20 名的企业,但由于区域经济的发展,也为川开、云开等企业提供了较好的发展机遇;在华北地区,实力最强的企业是北开,但由于改制工作进展缓慢,影响了该企业的高速发展;在东北老工业区,振兴东北老工业的政策也催生了两三家实力较强的企业,但在全国均未进入前 20 名。

表 2、12kV 和 40.5kV 电压等级开关市场的区域结构

区域	厂 家
华东区	ABB、西门子、GE、阿海珐、东源、华仪、泰开、大全、正泰、德力西、天安、天灵、天宇、耐吉、飞洲、柘中、鑫龙
华中区	森源、索凌、祥和、永鼎
华南区	白云、正超、明阳、顺开、银河
华北区	北开、福斯特、科锐、北京华东
东北区	沈阳成套、华利、锦开
西南区	川开、云开、博森
西北区	长城、宝光、陕开

资料来源: 公司招股说明书

三、公司基本情况

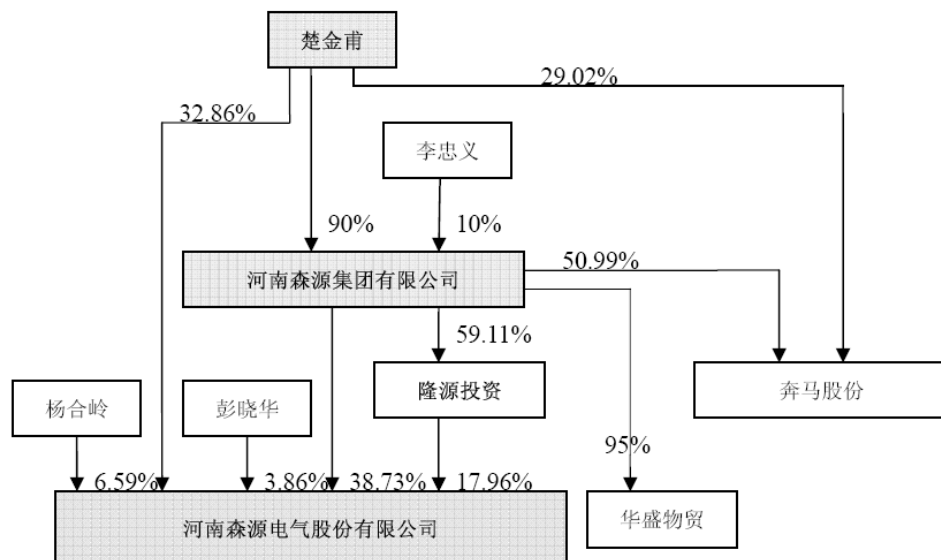
1 公司简介

森源电气与许继电气、平高电气并列成为河南省输配电行业三个有代表性企业之一, 其产品 in 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一直居于前列。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，已连续 7 年占据全国同行业排名第一的位置。

2 公司股本结构

图 2、本次发行前森源电气的股本结构



数据来源：公司招股说明书

3 募集资金使用

表 3、募集资金投向

序号	投资项目	投资总额	项目备案情况
1	SAPF 有源滤波成套设备产业化	9,600	豫许葛市工[2008]00005
2	KYN 系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造	7,100	豫许葛市高[2008]00004
3	GN 系列隔离开关产能扩大项目	4,300	豫许葛市高[2008]00003
合 计		21,000	-

资料来源：公司招股说明书

4 公司业绩预测

表 4、公司盈利预测结果

项目	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
营业收入（万元）	28764.27	33241.22	39889.20	47867.04
减：营业成本	20561.81	22567.45	25724.15	30929.41
营业税金及附加	225.37	230.62	279.22	335.07

加：其他业务利润				
销售费用	546.57	751.63	797.78	957.34
管理费用	1424.09	2242.04	2792.24	3350.69
财务费用	1781.07	1715.29	2393.35	2872.02
资产减值损失	2.54	523.67		
加：投资收益		13.75		
营业利润	4222.83	5224.68	7902.45	9422.50
营业外收入	619.27	907.87	500.00	500.00
减：营业外支出	3.27	3.06		
利润总额	4838.83	6129.49	7402.45	8922.50
减：所得税	1514.54	1110.88	1480.49	1784.50
减：少数股东损益				
净利润	3324.30	5018.61	5921.96	7138.00
EPS	0.39	0.58	0.69	0.83

数据来源：公司招股说明书，每股收益按最新股本摊薄

四、估值定价

目前国内上市公司中的同类公司很多，如许继电气、平高电气、长城电工、东源电器等，我们选取具有一定可比性的四家上市公司做以比较。

表 5、同行业上市公司比较分析

项目	许继电气	平高电气	东源电器	智光电气
总股本（万股）	37827	68247	14076	16579
每股收益（元）	0.10	0.41	0.198	0.33
每股净资产（元）	5.63	2.49	2.65	1.95
净资产收益率%	1.79	6.40	7.46	5.84
市盈率率（倍）	235	39.05	69.04	50.85
市净率率（倍）	4.17	6.43	5.16	8.61
收盘价（2010.1.21）	23.50	16.01	13.67	16.78

数据来源：财通证券研究所整理

由上表的对比看出，可比上市公司的市盈率在 40 倍以上，考虑到公司所处行业较好的成长性，以及公司在华中区域较强的市场地位，我们认为公司对应于 2009 年 EPS 的合理市盈率在 35—40 之间，由此预期公司二级市场的合理价格为 24.15—27.60 元，即 25.88±1.73 元。

五、风险提示

1 市场相对集中的风险

目前，森源电气实现销售主要集中于河南省。2006 年、2007 年、2008 年及 2009 年 1—6，公司在河南省实现主营业务销售收入分别为 10,945.74 万元、18,435.79 万元、19,959.93 万元和 9,591.85 万元，分别占当期主营业务收入总额的 62.12%、64.10%、60.33%和 56.54%。因此，它对河南市场有一定的依赖，一旦河南的固定资产投资规模下降，可能会影响到森源电气的收入。

2 募投项目能否顺利实现产业化的风险

募投项目能否顺利实现产业化是公司未来成长的关键，特别是 SAPF 有源滤波成套设备能否顺利实现产业化，公司的 SAPF 有源滤波装置目前已经在冶金、水泥、制药等多个领域进行了示范应用，效果显著，有关专家对项目的可行性也进行了充分论证，目前正进行小批量生产，但作为募投项目进行产业化，仍在技术保障、生产实施、市场开发等诸多方面存在不确定性，存在能否顺利实现产业化的风险。

3 受固定资产投资周期性影响

森源电气的产品主要销往全国的电力单位和项目工程，其中，销往项目工程的比重高达 70%以上，所以，森源电气的销售和国家固定资产的投资规模大小密切相关。一旦国家固定资产的投资规模下降，则对森源电气产品的需求会下降。

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

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

公司评级

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%。

行业评级

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。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，财通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向财通证券内部特定客户传送，未经财通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。