

森源电气（002358）

——区域隔离开关行业龙头

电力行业研究员：卢小兵

报告日期：2010年2月21日

森源电气主要从事高低压配电成套设备、高压电器元器件系列产品的开发、生产和销售，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。近 5 年来，公司又强势进入电力电子与电力节能减排行业，为国家重点高新技术企业，拥有省级企业技术中心、河南省中压输配电装置工程技术研究中心，河南省制造业信息化重点示范企业。

表 1：3.6kV~72.5kV 电压开关设备区域划分与代表厂商

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：英大证券研究所

公司坚持产品技术领先、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，与国内同行企业的竞争中处于技术领先地位，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。截至 2009 年 7 月 4 日，公司共获得 139 项专利技术，同时还有 12 项专利申请已通过国家知识产权局的审查。其中，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。

表 2：12KV 隔离开关主要市场竞争情况

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
	江苏东源电器集团股份有限公司	2424 台	行业排名第16
河南省	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

随着电力投资的持续增加和多项国家重点工程的启动，为带动输配电设备行业发展带来了广阔的市场机遇。2008 年两大电网集团相继加大了电网投资的计划，其国家电网计划未来 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%。此外，小城镇建设的兴起和城市化建设与改造的进行，也对 12kV 等级开关设备产生大量需求。铁路电气化建设需要大量 12kV~126kV 等级中高压开关设备，而铁路建设的加速更是为相关设备厂商提供了发展机遇，按照规划，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。

作为配电开关的龙头企业，森源电气在产品技术、研究开发和市场营销都具有较强的优势。目前公司共获得 160 项专利技术，另有 55 项专利申请已通过国家知识产权局的审查，40.5kV KYN 系列高压开关成套设备等多项产品填补国内空白或处于国内领先水平。公司构建了 ERP 信息化平台，使用国际先进的 Pro/E 三维设计软件系统，引进了国际一流的数控加工设备和智能化检测设备，主要产品均为自主研发，部分产品达到国内领先或国际先进水平。目前公司的销售网络覆盖了中国内地二十多个省市自治区，并将进一步向地市县等区域拓展。随着公司销售模块 ERP 系统的全面实施，达到了与客户的动态信息沟通。

2007 年至 2009 年上半年，森源电气的主营业务收入分别为 28762.10 万元、33084.68 万元、16963.49 万元，同比分别增长 63%、15%和 15%；净利润分别为 3324 万元、5018.61 万元、2222.78 万元，同比分别增长 103%、51%、67%；综合毛利率分别达到 28.51%、31.93%、31.20%，呈稳步上升态势。

此次森源电气募集资金投资项目为 SAPF 有源滤波成套设备产业化、KYN 系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造以及 GN 系列隔离开关产能扩大项目。

表 3：本次募集资金投向及收益预测

投资项目	投资总额（万元）	建设期（年）	税后利润（万 /年）
SAPF有源滤波成套设备产业化	9,600	2	5707
KYN系列金属铠装高压开关柜产业升级与改造	7,100	2	5874
GN系列隔离开关产能扩大项目	4,300	2	2432
合计	21,000	-	14013

资料来源：公司招股说明书

上述项目达产后，可分别实现年销售收入 39600 万元、35000 万元、12000 万元，实现净利润 5707 万元、5874 万元、2432 万元，盈利能力十分突出，将进一步提升公司的盈利能力。同时，项目达产后，将使公司的生产规模大大增加，产品的技术含量也将得到进一步提升，公司整体竞争实力将进一步增强，行业地位会进一步提升。

根据预测，公司 2009 至 2011 年的 EPS 为 0.81 元、1.07 元、1.56 元。按照 30-35 倍市盈率进行估值，估值区间在 32.1 至 37.45 元之间，给予“增持”评级。

投资评级说明:

类别	级别	定 义
股票短期 投资评级	买入	预计未来 6个月内, 股价涨幅为15%以上
	增持	预计未来 6个月内, 股价涨幅为5-15%之间
	中性	预计未来 6个月内, 股价变动幅度介于± 5%之间
	卖出	预计未来 6个月内, 股价跌幅为10%以上
股票长期 投资评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
行业 投资评级	推荐	行业基本面向好, 预计未来 6个月内, 行业指数将跑赢市场平均水平
	中性	行业基本面稳定, 预计未来 6个月内, 行业指数跟随市场平均水平
	回避	行业基本面向淡, 预计未来 6个月内, 行业指数将跑输市场平均水平

声 明

※本报告作者声明: 在本机构、本人所知情的范围内, 本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。

※本报告文章纯属个人观点, 仅供参考, 文责自负。读者据此入市, 风险自担。

※本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意, 任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝; 或向其它人分发。