

2010 年 9 月 15 日

A
未有评级

002358.SZ- 人民币 50.83

韩玲*

(8621) 6860 4866 分机 8595

ling.han@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208060270

股价相对指数表现


资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	-	4	8	-
相对新华富时 A50 指数 (%)	-	3	4	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	86
流通股 (%)	25.6
流通股市值 (人民币 百万)	1,119
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	25
净负债比率 (%)	2.65
主要股东(%)	
河南森源集团有限公司	28.82
楚金甫	24.45

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*刘波为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

森源电气

大战略、大转型、大发展

近日我们拜访了公司管理层。公司上半年增长主要是传统开关大煤炭客户采购增加所致。公司正在加快企业向高科技、高技术转型, 未来两年的增长点是专用开关成套设备与电能质量治理成套设备两大类产品。公司两年内将形成“郑州研发平台”+“长葛生产基地”+“郑州销售平台”三足鼎力的战略模式, 为企业迈向大发展奠定基础。

主要发现

- **传统开关业务增长快, 得益于煤炭大客户采购增加所致。**2007-09 年传统开关业务保持年均 15% 的增长率, 主要公司处于市场突破期且产能较小。2010 年有望实现 30% 以上增长, 主要是煤炭大客户今年采购增加所致。随着公司在省内外市场营销渠道继续投入, 未来两年公司传统开关有望保持 10% 以上的增速。
- **轨交大飞跃, 专用开关市场上百亿, 公司将受益国有化过程。**国家加轨道交通领域的投入, 带动了上百亿的专用开关市场。公司高端专用开关具备投标资格, 且轨交领域销售力量持续增强。各类型的专用开关将是公司开关业务的爆发增长点。高端专业开关核心技术系公司与大连理工大学合作开发。
- **布局电能质量治理产业, SAPF 首当其冲。**公司以 SAPF 为布局点能量治理产业的突破口, 实现产品结构战略布局和人才队伍结构升级。目前公司 SAPF 销售已具规模且增长较快。我们预计随着进口专用生产设备到位, 未来两年内公司 SAPF 有望高速增长。SAPF 核心技术系公司与上海交大合作开发。另外, 公司还与高些合作研发 UQC、DSTATOM 等电能质量治理装置。
- **“三足鼎力”战略奠定大发展基础。**为实现战略转型, 公司加快基地与平台建设, 两年内实现“郑州研发平台”、“长葛新生产基地”、“郑州销售平台”的建设, 研、产、销三管齐下, 为公司布局高端专用开关和电能质量治理产业以及未来长远发展奠定坚实基础。

估值

- 我们对公司 2010、2011、2012 年的每股收益预测为 1.06 元、1.58 元和 2.17 元, 分别相当于 48、32、24 倍市盈率。随着公司的转型, 公司应归入到节能类企业, 从估值来看, 公司目前低于节能行业的平均估值水平。

图表 1. 投资摘要(市场一致预测)

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	332	406	493	689	928
变动 (%)	15.6	22.3	21.3	39.8	34.6
净利润 (人民币 百万)	50	60	91	136	187
核心每股收益	0.78	0.94	1.06	1.58	2.17
变动 (%)	50.00	20.51	13.16	48.72	37.38
核心市盈率 (倍)	65.65	54.48	48.14	32.37	23.56
每股现金流量 (人民币)	1.51	3.37	1.09	1.72	1.56
价格/每股现金流量 (倍)	33.92	15.19	46.95	29.74	32.89
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.56	38.91	35.81	25.01	17.13
每股股息 (人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及万得资讯

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

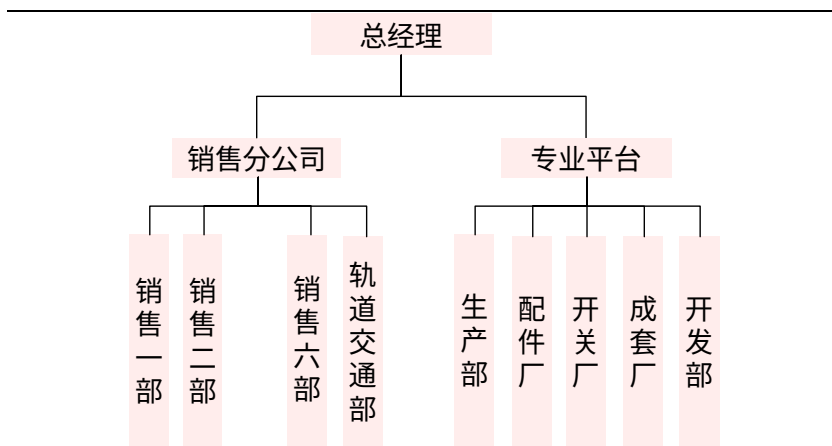
加快新产品战略布局，打造高科技企业

传统中压开关成套设备中的龙头企业。公司是国内中压开关成套设备企业的龙头企业。主要大客户对象集中在煤炭、化工、冶金、建工和电网等领域。由于公司持续在河南省内外大客户营销的突破，公司传统中压开关领域年均保持在 15% 以上的增幅。2010 年由于煤炭类大客户采购增加，因此营收增长较大，预计将较去年达到 30% 以上的增幅。不同于电网用户，公司的毛利率有保证。

居安思危，加快新产品领域布局 传统开关占公司营收的 95% 以上。公司近几年在新产品领域加大投入，预计在未来一两年内实现铁道专用 27.5kV 开关成套和电能质量治理设备产品的批量生产和销售，其销售渠道可与公司目前大部分销售渠道共享。公司已开发出了高铁专用的 27.kV 开关成套设备并正寻求在此高铁领域形成销售；已开发出了多个系列的 SAPF，并已小批量生产并形成了一定规模的销售且势头迅猛，同时还继续更高容量 SAPF 和其它类型电能治理产品的突破。

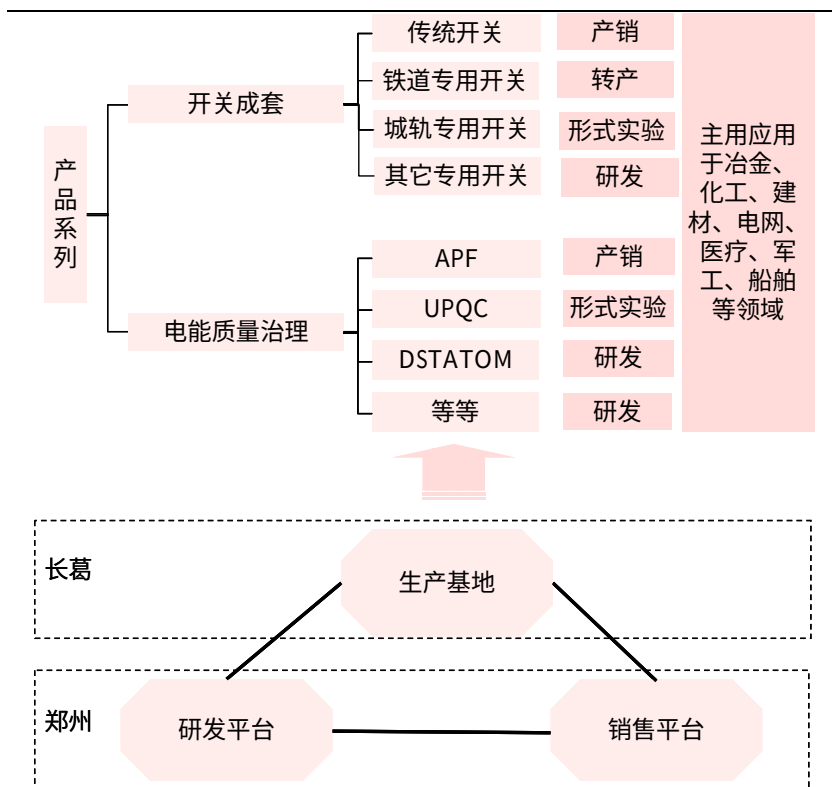
加快基地建设，引领企业转型，打造高科技企业。公司目前的产品与营销结构属于前后端+生产平台型，从结构上来看强产销、弱研发，其中前端销售专门按客户群划分。近几年，公司以新兴高科技产品为突破口，在销售渠道的基础上，加大加快对公司人才结构调整，注重高端研究和销售人才队伍建设。目前，公司正在筹备新生产基地、研发平台、销售平台的建设：长葛建立新的生产基地（两年内）、郑州建立新的研发和销售平台（已初步建立），逐步引导企业产销结构转变，打造高科技企业，实现公司的“二次创业”。从基地建设来看，公司在未来的竞争中，将保持较好的地域成本优势。

图表 2.公司目前的产品与销售组织架构



*注：销售六部目前专门负责 SAPF 的销售
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 3.公司发展战略



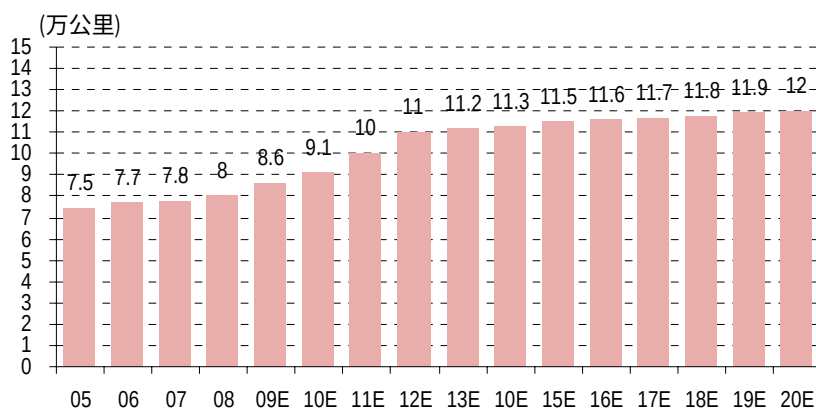
资料来源：中银国际研究

高端专用开关受益于轨道交通大发展

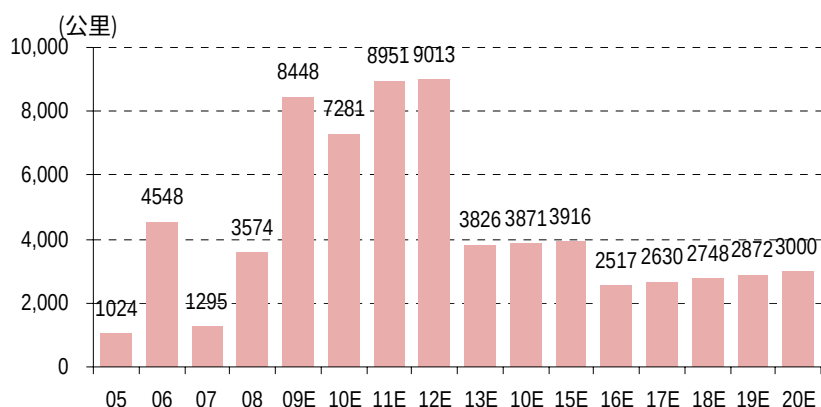
研发高端专用开关，抢占铁道交通大市场。轨道交通可划分为铁道交通和城市轨道交通。铁道交通使用 27.5kV 交流开关成套，城市轨道交通使用 24kV 直流开关成套。公司主要针对时速 200 公里以上的铁道交通（高铁、客运专线等）和城市轨道交通。铁道专用开关可以时速 200 公里为界限，200 公里以下主要是国内品牌的竞争，200 公里以上基本是外资和合资品牌垄断；城市轨道专用开关为外资和合资品牌垄断。目前公司的铁道交通专用开关成套已研发成功，通过形式实验和产品鉴定并处于转产中，已具备投标资格，公司也正在积极参与和跟进多个铁道交通电气化项目；城市轨道专用开关样机已研发出来，目前正在形式实验中。在营销组织方面，公司已专门成立了轨道交通销售部（约 20 人左右，占公司销售人员的 15%），由于轨道交通也属于大客户类型，公司采用高管+销售人员模式，到 2012 年前，预计该销售部人员将增加到 60 人以上。

国家大力推动铁路交通及电气化大发展。2008 年 11 月 27 日，铁道部召开新闻发布会，颁布了《中长期铁路网调整规划》。规划中提出既有铁道线路增建二线 1.9 万公里，既有线电气化 2.5 万公里。铁路复线率、电气化率将分别提高到 50% 和 60%；到 2020 年铁路营业里程为 12 万公里；在原“四横四纵”客运专线基础上，进一步延伸并扩大客运专线覆盖面，建设目标从 1.2 万公里提高到 1.6 万公里以上。

图表 4.全国铁路运营里程



资料来源：中银国际研究

图表 5.每年新增电气化铁路里程


资料来源：中银国际研究

高端铁道中压开关市场受益铁道电气化大发展，处于国产化关键时期。铁道每千公里电气化投资约 7 亿，其中各种高（110kV/220kV）、中（27.5kV）、低（0.4kV）压开关设备每千公里的投资为 3 亿元，占 43%，尤以中压开关占大部分，最近两年和未来两年将是铁道开关市场的爆发期，年均约 25 亿左右。未来铁路主要建设时速大部分在 200 公里以上，其中未来两年按照 60%以上按照 200 公里以上时速建设，约 15 个亿以上市场容量，处于国产化关键时期。

专用中压开关市场前景广阔，研发是核心竞争力。与传统配网中压开关不同，专用中压开关应用于铁道、城轨、军工、船舶等众多领域，市场容量巨大，前景广阔，2010 年我国中压开关市场规模约 230 亿，其中专用开关按占 15%，约 35 亿，专用开关市场主要为外资和合资品牌垄断。受行业用电特点约束，在开关时间、开断次数、电气距离、体积等多个方面都有不同设计要求，因此专用中压开关对研发有较高的要求。公司在传统中压开关基础上，逐步加大对专用开关研发投入，并与大连理工大学合作研发高端专用中压开关。目前，公司的铁道专用 27.5kV 交流开关已通过产品鉴定具备投标资格，公司的城轨专用 750V/1500V 直流快速开关已研发出样机（城轨专用直流开关）。

专用中压开关品牌效应明显，强化成套优势，建立或巩固销售渠道。专用开关应用领域还大量使用传统中压开关，比如城轨中还使用 35kV/10kV/0.4kV 等交流开关成套设备，由于大部分领域采用整包成套模式，专用开关就成了进入该领域的关键因素。

SAPF 做先锋，布局电电能治理产业

SAPF 市场前景广阔，年均市场容量达百亿。截至 2007 年底，我国电网的平均负荷功率已达 4 亿 kW，其中存在大量的非线性负荷（如逆变器、整流器、变频器、开关电源、电子振荡器等），产生了大量的谐波。通过对一些用电负荷的测试表明，冶金行业的谐波含量约为 30%~35%，化工、制药、建材行业谐波含量约为 30%左右，民用及办公负荷的谐波含量不低于 10%。由此估计全部电力负荷中谐波含量应不低于 15%。按 2006 年全国用电总量计算有 6000 万 kVA 以上的谐波功率。这些谐波绝大部分没有得到有效的治理。同时，随着我国电力负荷每年以近 15%的速度增加，估计每年将新增近 1000 万 kVA 的谐波源。若每年有 800 万 kVA 的谐波采用有源滤波器进行治理，以 1200 元/kVA 的价格计算，则该类产品的市场将达到 100 亿元/年。

SAPF 做先锋，销售渠道和生产模式共享迅速布局高科技领域。公司虽然长期从事传统开关设备的开发，但公司对技术研发却十分重视（从公司对高端专用开关的研发可见一斑），本次利用 SAPF 产业化机会迅速进军高科技领域。SAPF 是电力电子、通信、计算机、电力、控制等多学科交叉产品，属于高科技产品。虽然公司是传统中低压开关制造企业，表面上看公司似乎与 SAPF 产品相去甚远，但公司有着强大的渠道优势，与大多开关制造企业不同，公司开关主要的大客户都集中在煤炭、化工、冶金、建材、轨道交通等行业（电网公司仅占 1/4），从谐波治理的要求来看，SAPF 也将广泛应用于这些领域；另一方面，SAPF 生产模式与公司现有产品生产模式部分相似。根据公司人才结构特点，2007 年公司斥资 70 万买入利思电气（与上海交大合作开发的）10kV/220V SAPF 全套技术、样机和独家使用权；2007 年公司与上海交大合作开发 100kV/380V SAPF 技术，2008 年研发完毕后，该产品全套技术、样机、独家使用权归公司。为了消化吸收改进 SAPF 技术（更重要的是培养高端研发人才）。借助销售渠道，公司很快在 SAPF 销售方面形成了突破，2009 年实现收入 0.18 亿，2010 年上半年实现 0.15 亿。

获国家、河南、长葛三级政府大力支持，加速 SPAP 产业化。在公司 SAPF 成套设备产业化方面，公司得到了各级政府的大力支持。2008 年 12 月公司收到中央预算内专项资金 780 万；2009 年 11 月公司收到河南高新技术产业化资金 160 万；2009 年 6 月公司获得河南重大科技攻关补助经费 30 万；2009 年 9 月公司获得长葛科技项目补助经费 20 万。

三管齐下，扩大产品产能、产品种类和行业渠道，为电能质量治理大发展奠定基础。在生产方面，公司目前已实现了 SAPF-100、SAPF-400、SAPF-1200 小批量生产，随着年底专用进口生产设备到位以及公司长葛新生产基地建设完毕，SAPF 产能两年内达 720 台；在研发方面，公司在郑州成立研究院引进和培育高端研究人才，在引进的 SAPF 技术上研发研制 100A-2000A 等多个 SAPF 型号（国产有源滤波装置大多停留在小容量方面，补偿电流容量一般在 20A~400A），另外公司与高校继续合作开发其它电能质量治理产品如统一电能质量调节器（UPQC）、配网无功补偿器（DSTATOM）等，形成更加丰富的配网电能质量治理产品系列；在销售方面，公司为 SAPF 专门成立了以公司高层牵头的销售六部，目前销售人员约 30 人（占全公司销售人员的 20%）。公司还在往医疗、军工等使用精密设备的领域拓展，扩大行业渠道覆盖，公司在销售六部（SAPF 销售）方面持续扩大规模，预计到 2012 年前，增加到 80-100 人左右。通过生产基地、研发和销售平台“三足鼎立”建设，树立“森源”电能质量治理品牌，为以后公司壮大电能治理产业奠定坚实基础。

谋划打通产业链上游，实现 IGBT 自主封装。公司大容量 SAPF 产品的核心部件之一——IGBT 模块主要依赖于进口。为了掌握 IGBT 的制造技术，公司于 2007 年 12 月与国家电力电子装备行业归口所西安电力电子研究所签署了共同研发国际先进的大容量 IGBT 模块的技术协议以实现元件的国产化。随着公司 IGBT 模块生产线的投入使用，公司将成为国内唯一一家有能力生产有源滤波专用模块 IGBT/IPM 的公司，使公司不仅拥有成套技术的综合配套实力，更具有核心部件的自主生产能力。随着这一技术准备工作的进一步深入和展开，将打破在该领域核心部件 IGBT 完全依赖进口的被动局面。目前，公司已与三菱中国地区总代理签订长期合作协议，使 IPM 模块供应有稳定可靠的保障。

主要风险

传统和高端开关市场的开拓风险。传统开关领域，公司主要市场区域集中在河南，但 2009 年省外业务首次超过省内，由于开关行业竞争激烈，公司未来的市场拓展存在一定风险性，另外大客户采购安排也有一定随机性。专用开关领域主要针对轨道交通领域，由于这些领域多为外资或合资品牌垄断，加上客户对国产品牌认可需要过程，因此，公司进入该市场也有一定的不确定性。

研究平台建设滞后和 SAPF 市场开拓风险。虽然公司通过与高校合作模式成功将 SAPF 产业化，并利用其销售渠道（工业客户）共享迅速打开了局面。但 SAPF 的技术更新快，需要一只素质过硬的研发队伍，这跟公司现有人才结构有较大差异，虽然公司已在布局研发平台建设，但存在由于研究平台建设而导致 SAPF 技术更新慢而落后的风险。在 SAPF 市场方面，有源滤波潜在市场巨大，仍多为国外品牌所占据，公司虽然取得了不错的销售业绩，但未来要保持高增长一方面要看国家产业政策的支持，另一方面也要看公司销售渠道开拓的力度。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371