

森源电气(002358)调研报告

中原配电开关龙头，尽享配电网建设和中西部地域的天时地利
工业/电气设备

谨慎推荐

维持

发布时间：2012 年 03 月 26 日

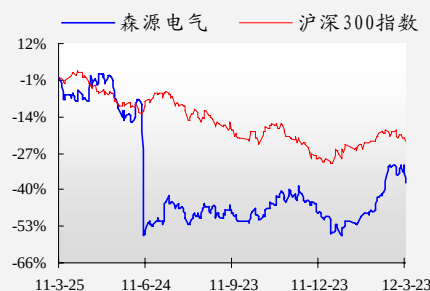
投资要点：

- 配电网建设是“十二五”重点，行业集中度有望提高。因两网在“十二五”期间将重心向配电网建设倾斜，对中压开关的整体需求量在近年将呈较快增长，目前国网已将新建 66kV 及以上变电站用中压配电开关集中到总部招标，并有继续往下收的趋势，高准入门槛使得订单向优势企业集中。
- 森源电气是华中地区配电开关龙头，异地扩张正有序展开。目前主营收入主要来源于 0.4-40.5kV 的开关成套设备，凭借地处中西部的地利优势，积极走出河南省，大力拓展西北、华北等，网罗大型工矿能源企业的电气设备需求。目前来自电力的订单占主营的 20-30%，国网总部招标中均有中标。
- 电能质量治理装置业务经过数载精心培育，已成行业标杆。谐波治理市场启动快于预期，目前在地铁和充换电站领域 APF 在项目设计中已成为标配，而在大型工矿企业尤其是钢铁冶金领域，客户也从被动到主动治理转变。公司在 400A 以上大容量装置有技术优势，APF 销售规模国内遥遥领先。
- 收购河南华盛隆源，智能型配电控制终端瞄准配网自动化。华盛隆源从日本引进技术，主营产品为 10kV 智能型配电控制终端，在各地配网自动化试点项目如火如荼展开的背景下迎来大发展。同时引进森源高效的管理体系，加上森源庞大的销售团队，将呈现协同效应，未来赶超目标是珠海许继。
- 给予“谨慎推荐”评级。上调盈利预测，预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.06、1.41、1.80 元，对应市盈率为 23、18、14 倍。公司是中压电气领域基本面优质的标的，“十二五”期间处于快速成长期，股价在 22 元以下具有较高投资价值。
- 风险提示：下游工业客户需求景气度或放缓。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2011A	71,016	45.25	13,056	84.72	0.76	32.7
2012E	102,646	45.25	18,219	39.54	1.06	23.5
2013E	132,210	28.80	24,243	33.07	1.41	17.6
2014E	164,667	24.55	30,928	27.58	1.80	13.8

走势图



市场数据

2012-03-23

收盘价：	24.86 元
52 周最高价：	41.81 元
52 周最低价：	16.85 元
平均持仓成本：	26.10 元

基本数据

2011Q4

总股本（万股）：	17,200
流通 A 股（万股）：	17,200
每股收益（元）：	0.76
每股净资产（元）：	5.67
每股经营现金流（元）：	0.36
市净率：	4.38

分析师：周思立；联系人：杨佳丽
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)2036 1130

FAX: (8621)2036 1138

Email: yangjl@nesc.cn

地 址：上海市源深路 305 号

邮 编：200135

一、中压开关行业：配电网建设是“十二五”重点，行业集中度有望提高

1.1 高压、中压、低压开关行业特征的比较：市场规模、竞争格局、发展趋势等

按输配电设备行业对开关产品电压等级的划分，126kV 及以上为高压开关，典型企业包括中国西电、平高电气、新东北电气、思源电气等；3.6kV~72.5kV 电压等级为中压开关，其中主导产品分布在 12kV 和 40.5kV 这两个电压等级，典型企业包括厦门 ABB、广电电气、东源电器、森源电气、鑫龙电器等；0.4kV 电压等级为低压电器，典型企业包括正泰电器、德力西、上海人民电器、常熟开关、良信电器、施耐德等。

表 1 开关产品按电压等级的分类

开关行业	电压等级	典型企业
高压	126kV 及以上	中国西电、平高电气、新东北电气、思源电气、长高集团
中压	3.6kV~72.5kV	厦门 ABB、广电电气、东源电器、森源电气、鑫龙电器
低压	0.4kV 及以下	正泰电器、德力西、上海人民电器、常熟开关、良信电器

资料来源：《高压开关行业年鉴》、东北证券

我们就市场规模、发展潜力、竞争格局、销售模式等方面对这三个细分市场做简单分析。输变电开关设备使用数量按电压等级分布呈“金字塔”形，电压等级越低使用量越大。高压开关行业的主要特点是：市场容量相对小、几乎全部依赖于电网招投标市场、竞争格局相对稳定、市场集中度高。根据我们对高压开关设备上市公司和国网集中招投标的统计和框算，目前高压开关（含 110kV 及以上的断路器、隔离开关、GIS，但不含特高压开关）的年均市场需求规模约 100-150 亿，相关公司 90%以上的业务依赖于国网集中招投标，过去 10 年是高压开关行业快速发展的黄金期，也吸引了很多厂纷纷上马生产 126kV 及以上开关设备，但近 2 年的行业经历寒冬洗牌，行业竞争格局已趋于稳定，当前中标企业通常在 10 家左右，中国西电、平高电气、新东北电气三家已占据主导地位，因为除特高压外的电网主干线建设已相对完善，招标量规模比较稳定，相关公司的业绩弹性主要在于特高压交流的建设。

中压开关行业的主要特点是量大面广、市场区域性竞争、行业集中度低。目前中压开关的下游行业主要有电网、工矿企业大型工程项目、轨道交通等市政项目建设，中压开关的整体年需求量估计在 400-500 亿，其中电网公司的采购比例估计在 40-50%。全国从事中压开关制造的企业有上千家，国内厂家基本采用直销模式，目前成规模体量的企业甚少，并且市场分布有较明显的地域特征（除厦门 ABB 的等少数实力较强的企业销售区域辐射全国范围），国内可分成七大区域市场（华东、华中、华南、华北、东北、西北、西南），每个区都有实力较强、知名度较高的 3-4 家区域龙头企业。目前规模领先的上市公司营收规模普遍在 5-10 亿，行业集中度低与 2011 年前电网公司对该电压等级招投标放在各省网公司以及工业类客户群的类型和地域分布分散有较大关系，目前该子行业受配电网建设投资加大和国网公司招标体制改革的影响，行业整体处于快速增长。

表 2 全国七大区域市场中实力较强的区域龙头

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：森源电气招股说明书

低压电器行业同样量大面广，但该电压等级目前即便各地方网省电力公司也不组织集中招标，因而需求不直接依赖于当年电网投资额，其销售主要采用经销模式，具备了做大的可能；目前正泰电器是低压电器行业龙头，其市场份额超过 10%，估算整体市场容量约 600-700 亿，行业增速在 10-15%。

1.2 中压开关行业所面临的发展契机：城农配电建设力度加大，招标模式发生改革

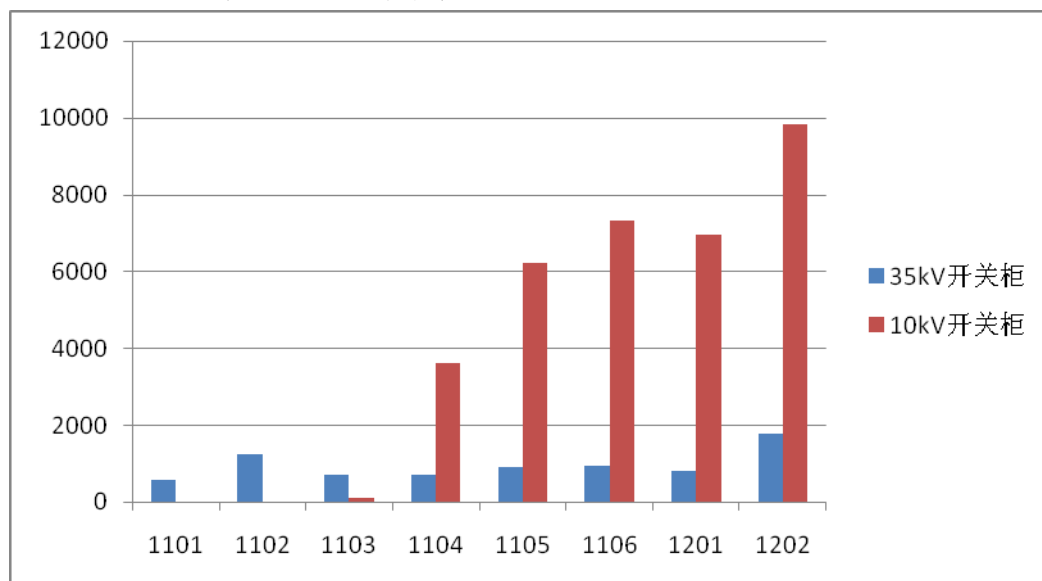
中压开关行业的客户群按大类可分为电网公司、大型工业客户、城市公共基础设施（主要指铁路电气化、城市轨道交通）。其中，工业类客户（如煤炭、冶金、化工、建材等）通常采用邀请招标模式，参与竞标的企业数量相对较少，且由于工业用户本身对电气设备工艺设计、安装调试等理解相对有限，中压开关设备厂商可以通过加强设计、后续维护服务等具备一定议价能力，尤其是大型客户对价格敏感度较低，对产品质量、品牌偏好度较高。我们认为工业类客户对中压开关的需求跟宏观经济环境有较大关系，具体到每个下游行业的需求景气度、盈利能力、资金链状况、产能扩张格局等。目前资本市场对中压开关 2012 年工业类客户需求有所担忧，包括 2012 年 GDP 增速和工业用电量增速放缓等信号，但我们认为：绝大部分中压开关厂商并不依赖于单一某个下游行业，多个不同行业综合起来考虑可能存在一定此消彼长因素，并且中压电气行业相对而言是个施展市场开拓能力较大的市场（目前单个企业 10 亿以内的营收规模相比几百亿的总市场容量），具体地也取决于工业客户的地域分布（中西部相对有优势）和客户群规模结构背景等（国企大客户的资金链、现金流状况也明显好于中小企业客户），因而需要对研究对象的客户群作具体分析。

我们认为目前对中压开关行业影响最大的下游客户是电网公司，包括国内电网建设在“十二五”期间将重心向配电网建设倾斜，以及招标模式也发生了较大的变革，其双重意义在于：（1）电网对中压开关的整体需求量在近年将呈较快增长；（2）集中招标向往下电压等级收使得区域公司有望走向全国性市场。由于国内配电网建设相对输变电主干网架要薄弱，自动化、智能化程度也远低于国外发达国家水平，国网和南网在“十二五”阶段都将配电网建设作为投资重点，国网在《2011 年社会责任报告》中披露当年对农网投资共计 730 亿（是 2005-2011 年间的最高投资额），刘振亚在 2012 年国家电网工作会议中继续强调要“加快配电网建设改造”，我们预计 2012 年国家电网对农网投资额在

800-1000 亿的规模。国网在“十二五”期间对 110kV 以下电压等级的投资比例将从目前 40%左右逐步提升到 50%左右，假设国网年均总投资 3000 亿（暂不考虑特高压建设的弹性），则配电网投资规模应在 1200-1500 亿左右（包含城市和农村的配电网改造建设），刨除中低压变压器、配电自动化（主站、FTU/DTU/TTU 等开关监控装置）、用电信息采集系统等后，对传统中压开关行业来讲，依然有较可观的市场容量和增量。我们判断“十二五”期间国网对配电网建设的投资增速要高于整体的电网投资增长。

另一方面，电网公司采购配电设备的招标模式有所变化，在 2011 年之前，基本放在各网省公司招标，使得一些无自主品牌的小组装厂和电力公司三产企业有生存空间，而从 2011 年年初开始，国网总部集中规模招标采购中也新增了部分 10-35kV 中压配电设备（含变压器、开关柜、断路器、隔离开关等），而从 2012 年第一批国网集中规模招标来看，110kV 及以下电压等级的招标规模同比增加显著。就目前的格局而言，国网公司采购的中压配电设备分布在总部和各省网公司两个层面并行，但有较明显的界限，具体而言：新建 66kV 及以上变电站需用的中压配电开关全部集中到国网总部招标平台集中采购（改造扩建项目有部分放在网省公司），而 10-35kV 输变电工程及 0.4kV 配电线路等的城农网工程项目需用的中压配电开关由各地方网省公司组织招标（部分是以“总部统一组织，网省具体实施”的形式）。

图 1 国网总部 2011-2012 年集中招标 10-35kV 开关柜的各批次采购规模（台）



资料来源：国家电网公司电子商务平台、东北证券

从趋势来看，国网总部在“三集五大”体系建设下，国网总部向网省公司继续收目前手中所拥有的招标权还是有可能性，这对中压开关行业将有较深远的影响。由于国网总部集中招标采购对参与招标的企业所具备的资格、资质、业绩（型式规格、数量、运行时间）等都有明确的要求和规范，这使得原先部分无自主品牌的以及电力三产企业有进入认证障碍；而对于技术实力和生产规模领先的配电开关企业来讲，是个崭露头角、利大于弊的发展机会。根据我们统计，目前在国网总部层面集中招标有过中标业绩的中压开关柜企业在 25-30 家的规模，这个数量要远远小于全国从事中压开关制造的厂家数

量,随着国网总部集招规模的继续加大,目前入围的企业有望打破区域销售的束缚,提高市场份额,尤其规模相对较大的上市公司因募集资金引进了先进的生产设备,平时运营流动资金周转也相对宽裕,加上上市后带来的品牌知名度提高,订单必然会向这些优势企业集中。而小企业在原先区域市场滋润生存的模式无法延续,加上2011年贷款融资环境急剧变差的情况下,不少出现了经营困境。关于集中招标的中标价格问题,目前来看,国网总部采购中压开关设备并没有重蹈覆辙2010年高压设备最低价中标的恶性竞争,国网公司在2011年调整了评标办法(中间价评分相对高),这与相关配电开关厂商2011年的毛利率基本保持稳定是得到印证的。从另一个方面讲:国网公司在中压开关设备厂商的控制力是有限的,因为中压开关还有那么庞大的工业类客户(换言之,对国网的依赖度是比较小的),电网公司在中压领域无法做到向在高压领域那样强势话语权格局。

二、森源电气:中原地区的配电开关龙头

2.1 森源电气的主营业务范围

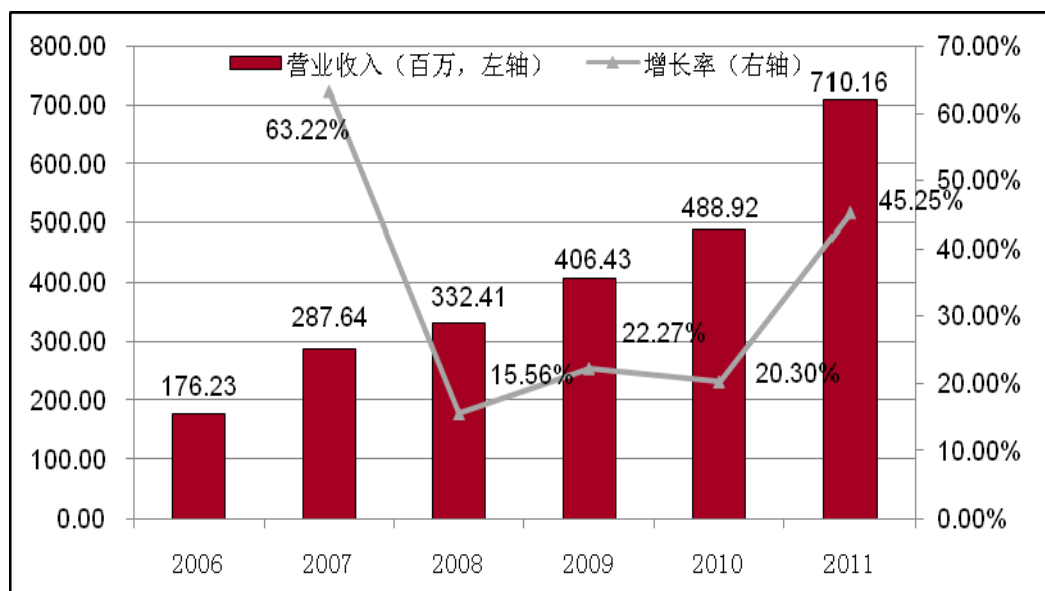
森源电气是由楚金甫、周保臣、杨合岭三位自然人股东和河南隆源投资有限公司、长葛市隆昌物资有限责任公司两家单位发起设立的股份有限公司,其前身为1992年成立的河南省长葛市开关厂,于2010年年初上市发行,目前上市公司的控股股东为河南森源集团有限公司(持股比例为28.82%),实际控制人为楚金甫,是一家具有现代经营管理理念的民营企业。公司与许继电气、平高电气是河南省电力装备制造行业的三家典型企业。目前森源电气的主营业务范围为高低压配电成套装置、高压电器元器件系列产品,目前实现批量销售的产品电压等级主要落在在0.4-40.5kV范围,是本报告中定义的中压开关设备行业的典型制造商。

根据我们在第一章中对中压开关行业的概述,2011年该行业上市公司在国网加大投资和集中招标以及公司自身加强市场开拓的多重因素下,中压电气板块的企业普遍取得了较好的经营业绩。森源电气也是在2011年开始步入发展的快车道(2008-2010年增速在20%左右),2011年实现营业收入7.1亿元,同比增长45.25%;实现营业利润1.36亿,同比高增长70.59%;营业利润增速高于营业收入增长一方面是因产品结构变化导致高毛利产品贡献利润比例显著上升,另一方面是期间费用控制得当使得期间费用率进一步下降所致。从公司对2012年一季度的业绩预告(预增50-70%)以及我们调研情况来看,目前下游行业需求依然旺盛,公司在手订单饱满,2012年高增长态势可延续。

森源电气的主营业务主要来源于开关成套设备(包含0.4kV, 12kV, 40.5kV三个电压等级),2011年共实现开关成套设备营收5.23亿,占主营收入的73.73%,这个比例从近6年的财务报表看,有逐年稳步小幅下降的趋势(早年比例高的时候有80%以上)。同时,公司生产部分中压元器件产品,包含12kV隔离开关、12kV断路器、40.5kV断路器,2011年这类元器件的销售规模为5,401万,占主营收入的7.61%,总体来看,断路器主要用于自配套生产开关成套设备,外销较少且近5年元器件外销规模并未显著增长。除此之外,公司还实现了规模化量产电能质量治理装置,主要是有源滤波SAPF设备,近3

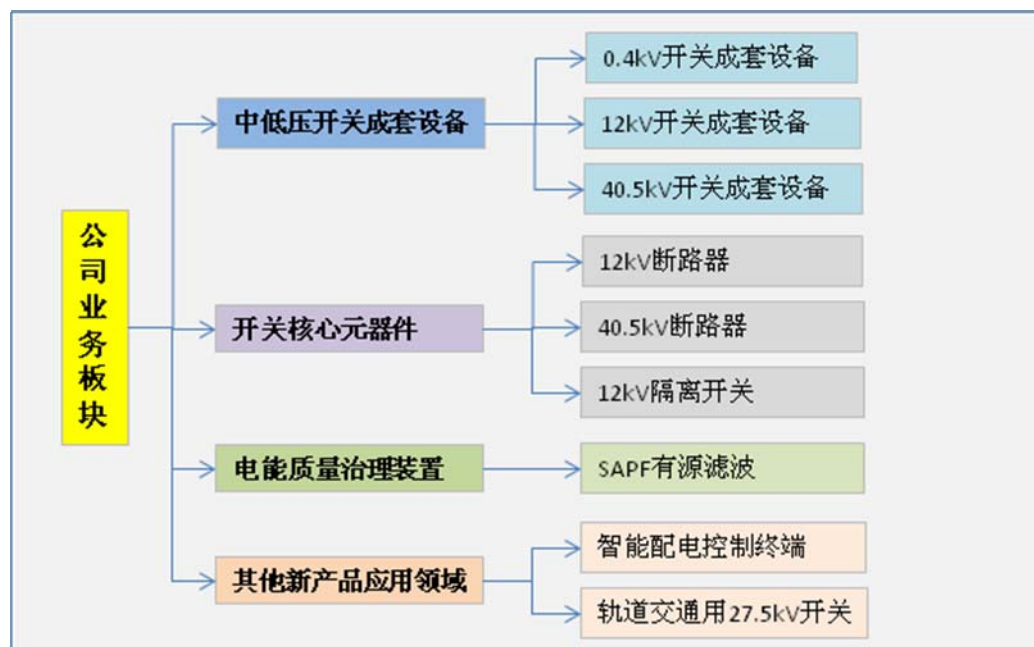
年该业务实现跨越式发展，2011 年该业务版块营收已达到 1.32 亿，是公司分产品结构中增长最快的业务，且产品毛利率显著高于开关成套设备，因而毛利润贡献（24.01%）大于营收贡献（18.66%）。

图 2 森源电气 2006-2011 年营收收入规模和增长率



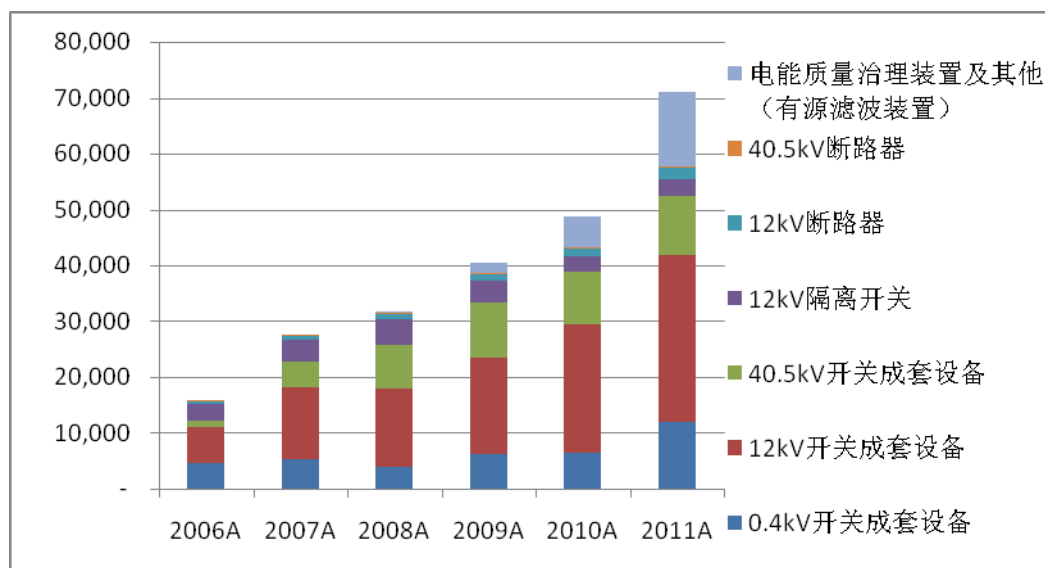
资料来源：森源电气招股说明书、年度报告、东北证券

图 3 森源电气的主营业务结构



资料来源：森源电气年度报告、日常公告、东北证券

图 4 森源电气 2006-2011 年各分项产品的营业收入情况（万元）



资料来源：森源电气招股说明书、年度报告、东北证券

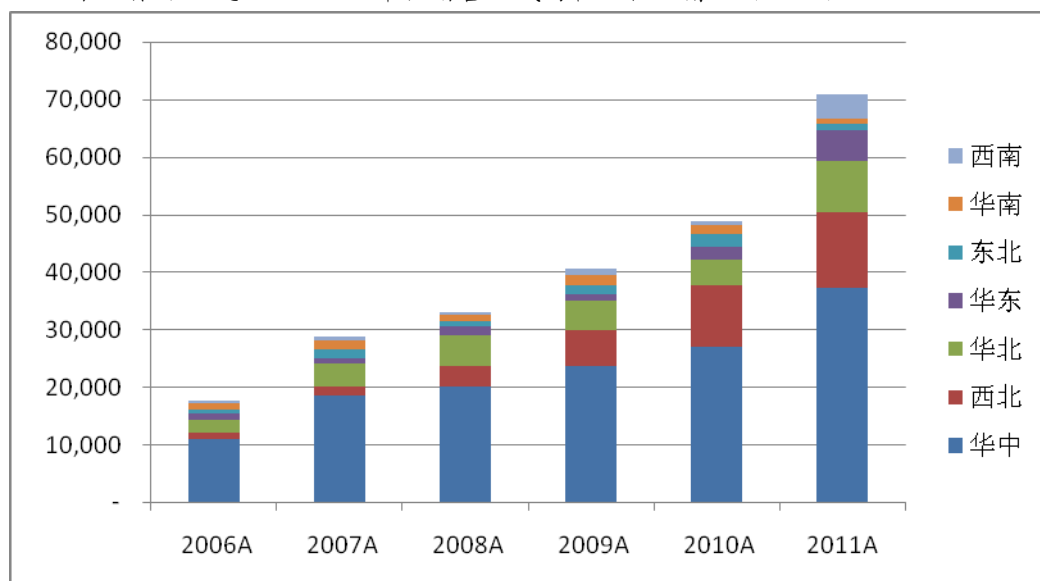
公司在技术研发投入和未来产品结构调整方向上主要有两大趋势：一个是朝着配电智能化的方向发展，这主要是由国网配电网自动化试点项目推广所带来的市场契机，从森源用 1,611.94 万收购河南华盛隆源电气 56.67% 的股权，可以看到公司在 10kV 智能型配电控制终端领域的积极布局（主要是在传统户外真空断路器上增加 FDR 控制器等从而具备故障点定位和保护处理），同时也完善了公司在南方电网的市场辐射（目前主要销售区域为广东、广西、四川、西藏等）。第二个是向专用电器和电能质量方向发展，通常会针对特定应用场合和使用用途，比如公司用 8000 万超募资金投资建设轨道交通专用电气设备制造项目（主要针对 27.5kV），比如给钢厂提供电源质量的整体解决方案。

2.2 森源电气的销售网络拓展

从公司产品销售的季节性特点来看，通常一季度的业务量相对较小，为行业淡季；而二、三季度是招投标的旺盛季节，四季度为交货和回款高峰，公司历史上、下半年的业务量比例大概为 4:6。按订单执行周期看，通常在手订单能保障至少半年内的业绩。

目前公司销售产品遍及华中、华北、东北、西北、华东、华南、西南的各省市区域，但实现销售主要集中在华中地区，尤其在河南省有很强的竞争优势，也是中原地区的中压开关龙头企业。公司 2011 年在河南省实现销售 3.71 亿，占全部营业收入的 52.30%，而 2006 年河南省的销售占比为 62.12%，可以看出公司近年来省外市场开拓的力度较大且成效显著，尤其是西北、华北、西南、华东这四个地区经过多年开发后，销售规模也达到了 5,000-10,000 万的规模，这与公司所处的地利优势也有一定关系（中西部的大型工矿/能源类企业分布较多），享受到了国家中西部大开发的好处（包括东部沿海地区制造业因人力成本高企逐渐向中西部转移的趋势）。

图 5 森源电气 2006-2011 年各销售区域的营业收入情况（万元）



资料来源：森源电气招股说明书、年度报告、东北证券

从客户群分布来看，公司最终用户主要有电力部门和重大项目工程这两类，其中，来自电网招投标的采购规模约占公司营收的 20-30%，其余几乎都来自工况类企业。公司在 2011 年国网总部集中招标中共中标 35kV 中压开关柜 95 台，10kV 中压开关柜 941 台，按 35kV 开关柜 13 万/台，10kV 开关柜 8 万/台测算，中标金额在 8000-9000 万元的规模（但这个口径并不包括各地方网省公司的招标量）。根据我们测算，国网公司总部 2011 年集中规模招标的 10-35kV 开关柜总金额在 20 亿左右，其中 10kV 开关柜是从 2011 年第 3 批才开始纳入招标范围，按国网总部 2012 年第 1-2 批集中规模招标情况测算，预计 2012 年对中压开关柜采购金额会是 2011 年的至少 2-3 倍规模。

公司目前销售主要采用直销模式，这种方式使得公司的技术、质量、服务等优势在客户面前得到较充分的体现。伴随着公司生产和销售规模的扩大，公司也在积极扩充并壮大营销人员队伍，包括从一线生产提拔部分和外部招聘两种方式。公司在 2011 年年底共有营销人员 190 名，占总员工的比例为 21.13%，而生产人员、研发及技术人员的比例分别为 36.6%、27.92%。公司提出了未来要做成“3-3-3-1”的人员结构，即三分之一的销售人员、三分之一的技术人员、三分之一的生产人员和百分之十的管理人员。我们认为未来随着先进设备自动化流水线生产水平的提高，生产人员增幅有限，而营销人员的比例会继续扩充，并且建立了有效的考核及激励制度，公司 2011 年销售费用显著增长，也体现了公司对市场开拓的投入力度。我们比较森源与业内其他中压开关柜上市公司发现，公司的企业人均产值、期间费用率控制、存货周转率、应收账款回款能力等财务指标均处于同行领先水平，这对于中压开关柜厂商持续、健康做大有着重要意义（因为开关柜企业的客户需逐个项目制攻克，行业的通病是期间费用率高企、资金周转和回款速度慢）。

2.3 森源电气的电能质量治理装置

森源电气对有源滤波市场的切入较早，一方面是多年从事电力设备行业前瞻性研究

过程中就认识到谐波治理潜在巨大的市场空间，另一方面公司在与客户交流中，发现现有客户对 APF 产品确实存在客观需求。由于 APF 产品与公司原业务所面对的基本是同一客户群体，可以在不扩大销售费用的同时，扩大公司的销售产品种类，从而增加销售规模。因而，从 2004 年开始，森源就开始与上海交大、上海利思电气有限公司联合研制 APF 技术并制作样机通过试验。2005-2006 年间，由上海利思电气进行有源滤波成套装置的示范应用，鉴于利思电气在大规模生产和销售方面不具备优势，森源电气于 2007 年同上海交大、上海利思电气签订技术开发与转让合同，约定该项技术使用权归公司所有。公司上市后，将募集资金首要投向了就是 SAPF 有源滤波成套设备产业化项目，总投资额 9,600 万，截至 2011 年年底累计投入金额为 8,491.69 万，建设周期为 2 年，按计划在正常年将实现销售收入总计 39,600 万元，而 2011 年该业务板块实现营收 13,236 万元，相比 2009-2010 年该板块的营收规模已明显进入放量阶段，我们判断离公司所具备的产能至少还有两年高增长后才会达到设备满负荷生产，短期内不会有产能瓶颈。

随着家庭和工业用户使用的非线性负荷（如逆变器、整流器、变频器、开关电源等）的大量增加，电力系统谐波问题也日益严重，不仅使电网损耗增加降低电网效率，也干扰了工业生产设备的正常运行，高次谐波对电力电容器、电力变压器、电力电缆、用电设备等的损害都是客观存在的。从国家产业政策看，《用电监管办法》中提出：供电部门有权对谐波超标的企业停止供电，但目前各地方尚没出台相应细则（如罚款标准等），这点不同于针对功率因素的电网政策执行力度（如低于 0.9 是要罚款的）。从下游行业分布看，主要可分为大型工矿企业（以冶金、化工、制药、建材为代表）和轨道交通及新能源行业（以地铁和充换电站为代表），但都主要针对新上的增量市场（因存量的老项目未必有预留空间）。从发展趋势来看，大型工矿企业对谐波治理的态度在近年从被动接受到主动要求的变化，尤其是钢铁冶金行业；而轨道交通及新能源行业的谐波治理市场的启动和发展速度甚至比工矿类企业更快，目前在地铁和充换电站领域，APF 设备已经在项目设计中成为标配。

从谐波治理的手段来看，主要分为无源滤波和有源滤波两种方式，前者即传统 L-C 串联支路滤波方式，技术含量低，价格便宜但存在较明显的缺陷，后者使用 IGBT 电力电子元件，滤波效果好、响应时间短、占地少，但价格也明显高于无源滤波，同时代表着电力滤波的长期发展方向。从近些年来看，因用户对谐波污染的认识较浅且电网也未强制推行，工业客户广为采用的仍是无源滤波方案，但从趋势来看，有源滤波的综合优势被越来越多的终端用户认识，采纳度也在显著上升。

从竞争格局来看，目前国外竞争对手主要有 ABB、施耐德、诺基亚、西门子等，国内竞争对手主要有荣信股份、思源电气、湖北追日、西安赛博、广东樱花、北京水木源华等。虽然缺少详尽的行业统计数据，但根据我们调研了解相关上市公司的销售情况，森源电气 2011 年销售的有源滤波装置规模应该在国内企业中排名第一，成为行业标杆企业。从行业进入的技术门槛来看，我们认为电流在 400A 以内的小容量有源滤波装置的技术壁垒对从事电力电子的公司来说并不很高，但突破 400A 以上的项目会比较难，目前大容量的设备基本依赖进口，尤其是诺基亚占主导地位，而森源电气已经突破了 400A，

2000-3000A 已有相应产品, 遥遥领先国内其他厂家, 未来凭借性价比和售后服务有望赶超外资企业。另外很重要的一点是: 虽然小容量的有源滤波装置技术门槛未必高, 但真的要把有源滤波的产品做到质量过硬、市场客户开拓得到规模化突破和认可, 还是需要管理层对这块业务倾注相当精力和高度重视, 这一点, 在部分业务非常多元化的电力电子企业身上, 未必能得到较好的兼顾; 而在森源电气公司, 这一点有充分保障, 这也是目前上市公司中只有森源把 APF 业务规模做大的比较重要的一个原因。

三、盈利预测与投资建议

按照森源电气 17,200 万股本计算, 我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.06 元、1.41 元、1.80 元, 归属于母公司净利润增长率分别为 39.54%, 33.07%, 27.58%, 对应 2012 年 3 月 23 日 24.86 元收盘价的 PE 分别为 23 倍、18 倍、14 倍。公司是中压电气领域的优质标的, “十二五” 期间公司面临快速成长, 结合估值水平我们给予 “谨慎推荐” 评级, 股价在 22 元以下具有较高投资价值。

表 3 森源电气的分项业务收入和毛利率预测表 (单位: 万元)

主营业务分类	指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
0.4kV 开关成套设备	销售收入	6,515	11,932	16,108	20,941	26,176
	收入增速	6.92%	83.14%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	25.88%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
12kV 开关成套设备	销售收入	22,974	29,906	38,878	49,764	62,205
	收入增速	32.37%	30.17%	30.00%	28.00%	25.00%
	毛利率	31.73%	31.59%	31.50%	31.50%	31.50%
40.5kV 开关成套设备	销售收入	9,306	10,477	11,734	12,907	13,940
	收入增速	-5.55%	12.58%	12.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	29.40%	33.63%	33.50%	33.50%	33.50%
12kV 隔离开关	销售收入	2,833	3,014	3,165	3,323	3,489
	收入增速	-27.92%	6.38%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	23.39%	16.46%	17.00%	17.00%	17.00%
12kV 断路器	销售收入	1,420	2,052	2,873	3,878	5,041
	收入增速	6.76%	44.45%	40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	45.25%	41.32%	41.00%	41.00%	41.00%
40.5kV 断路器	销售收入	143	335	535	776	1,009
	收入增速	-0.99%	133.35%	60.00%	45.00%	30.00%
	毛利率	62.34%	58.38%	58.00%	58.00%	58.00%
电能质量治理装置及其他	销售收入	5,624	13,236	19,854	27,796	36,135
	收入增速	217.88%	135.36%	50.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	50.32%	42.61%	40.00%	38.00%	36.00%
智能配电控制终端及轨道交通用 27.5kV 开关	销售收入			9,500	12,825	16,673
	收入增速				35.00%	30.00%
	毛利率			35.00%	35.00%	35.00%
主营业务	营业收入	48,816	70,951	102,647	132,210	164,667
	营收增速	20.60%	45.34%	44.67%	28.80%	24.55%
	毛利率	32.65%	33.11%	33.10%	32.92%	32.60%

资料来源: 森源电气年度报告、东北证券

表 4 森源电气的盈利预测表（单位：万元）

项目	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	48,892.44	71,015.85	102,646.70	132,209.51	164,666.79
减：营业成本	32,897.91	47,483.10	68,666.18	88,690.48	110,984.18
减：营业税金及附加	279.39	323.31	472.17	608.16	757.47
销售费用	1,898.93	3,914.04	5,337.63	6,610.48	7,904.01
管理费用	3,757.81	3,649.83	4,413.81	5,023.96	5,434.00
财务费用	1,649.56	1,409.82	1,539.70	1,586.51	1,646.67
资产减值损失	438.31	639.01	800.00	1,000.00	1,200.00
加：投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7,970.54	13,596.73	21,417.21	28,689.92	36,740.47
加：营业外收入	360.68	1,694.99	850.00	900.00	950.00
减：营业外支出	7.54	9.38	10.00	10.00	10.00
利润总额	8,323.68	15,282.34	22,257.21	29,579.92	37,680.47
减：所得税	1,255.64	2,222.67	3,338.58	4,436.99	5,652.07
净利润	7,068.04	13,059.67	18,918.63	25,142.93	32,028.40
减：少数股东损益	0.00	3.77	700.00	900.00	1,100.00
归属于母公司所有者的净利润	7,068.04	13,055.90	18,218.63	24,242.93	30,928.40
股本（万股）	8,600.00	17,200.00	17,200.00	17,200.00	17,200.00
基本每股收益(元)	0.860	0.760	1.059	1.409	1.798

资料来源：森源电气年度报告、东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。