

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

森源电气 (002358)
推荐

电气设备

重大事件快评

(维持评级)

2013年12月10日

注入增厚业绩，创造新增长点

证券分析师： 杨敬梅

021-60933160

yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511030001

事项：

森源电气公告：公司拟收购控股股东森源集团持有的郑州森源新能源科技有限公司 91.6%股权。

评论：

■ 收购有利于拓展公司产业链条，提高公司盈利能力，创造新的利润增长点

拟收购公司主要从事 LED 照明产品的销售及技术研究；风、光互补发电系统、光伏发电系统及道路照明技术研究；照明节能改造技术及发电节能技术研究；小型风力发电机及智能控制系统的销售及技术研究；建筑智能化工程施工；电力工程施工；从事货物和技术进出口业务。

新收购业务与公司现有开关设备和电力电子业务形成优势互补，很好得贯彻了公司“大电气、大森源”的经营战略

■ 拟收购公司有较强成长性

2012年，郑州新能源订单为 5126.86 万元，2013年 1-10月，郑州新能源新增订单 33944.79 万元，比上年增加 562.10%。

截至目前，郑州新能源尚未执行订单总额为 22614.60 万元，这些订单对公司 2014年业绩增长构成有力支撑。

表 1: 拟收购公司收入成本预测

产品名称	2012 年实际数		2013 年 1-10 月实际数		2013 年 11-12 月预测数		2013 年度		2014 年预测数	
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本
太阳能光伏发电系统									9551.00	6313.93
SYF LED 风光互补系列	208.61	138.16	7793.14	4855.82	586.40	386.84	8379.54	5242.66	6640.12	4494.59
SYS LED 太阳能系列			174.53	120.18	1674.08	1009.95	1848.61	1130.13	2177.78	1415.56
LED 电能照明系列	228.98	156.38	1937.93	1370.38	1045.77	830.27	2983.70	2200.64	2997.18	2012.27
LED 元器件系列	98.19	61.18	3624.47	2370.18	17.14	14.98	3641.61	2385.15	213.73	138.93
节能服务收入									329.70	
合计	535.78	355.73	13530.07	8716.55	3323.39	2242.03	16853.47	10958.58	21909.51	14375.27

资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所

郑州新能源 2013 年、2014 年预计实现销售收入 16853.47 万元、21909.50 万元, 实现净利润 3150.29 万元、4305.81 万元。同时, 根据本次交易的《股权转让协议》中相关补偿条款, 森源集团承诺对郑州新能源 2013 年至 2015 年扣除非经常性损益损益后的净利润分别不足 3158.85 万元、4313.54 万元及 4576.98 万元部分, 予以全额的现金补偿。

表 2: 拟收购公司盈利预测

项目	2012 年度实际数	2013 年度		2014 年度预测数	
		1-10 月实际数	11-12 月预测数	合计	
一、营业收入	535.78	13,530.07	3,323.39	16,853.47	21,909.51
二、营业总成本	632.81	10,134.76	2,506.91	12,641.67	16,158.12
其中: 营业成本	355.73	8,716.55	2,242.03	10,958.58	14,375.27
营业税金及附加	0.07	69.03	16.95	85.98	118.31
销售费用	97.25	356.48	157.72	514.20	766.83
管理费用	131.84	294.76	117.12	411.89	665.91
财务费用	0.33	-6.45	-1.29	-7.74	33.11
资产减值损失	47.59	704.39	-25.63	678.76	198.68
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)					
投资收益 (损失以“-”号填列)					
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
三、营业利润 (亏损以“-”号填列)	-97.03	3,395.31	816.49	4,211.80	5,751.39
加: 营业外收入	0.40	0.16		0.16	
减: 营业外支出	0.50	0.50		0.50	
其中: 非流动资产处置损失					
四、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	-97.13	3,394.97	816.49	4,211.46	5,751.39
减: 所得税费用	-11.90	855.99	205.18	1,061.17	1,445.57
五、净利润 (净亏损以“-”号填列)	-85.23	2,538.99	611.30	3,150.29	4,305.82

资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所

■ 收购将显著增厚公司业绩

我们测算, 拟收购公司的加权平均净资产收益率为 48.64%, 远高于当前的资金收益率水平。

根据协议, 郑州新能源 91.6% 股权价值为 21889.42 万元, 2013/2014/2015 年净利润的 91.6% 为

2893.51 /3951.20 /4192.51 万元, 收购价格对应三年的 PE 分别为 7.57 /5.54 /5.22 倍, 远低于同业上市公司的 PE 水平。

按照资金成本率 6.6% 计算, 收购股权价值 2013/2014/2015 的资金成本分别为 1444.70 /1540.05 /1641.70 万元, 照此测算此次收购将增厚公司未来三年 EPS 分别为 0.04 /0.06 /0.06 元。

表 3: 业绩增厚情况测算

	2013E	2014E	2015E
收购股权对价	21,889.42	21,889.42	21,889.42
拟收购公司净利润	3,158.85	4,313.54	4,576.98
收购股权比例	91.60%	91.60%	91.60%
对应股权净利润	2893.51	3951.20	4192.51
收购 PE	7.57	5.54	5.22
收购对价资金价值	1444.70	1540.05	1641.70
增厚净利润	1448.80	2411.15	2550.82
增厚 EPS	0.04	0.06	0.06

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所

■ 维持“推荐”评级

我们预计不考虑注入,公司 2013/2014/2015 年净利润同比增长分别为 36.6%/44.8%/42.9%, EPS 分别为 0.66/0.96/1.37, 考虑到连续几年的高增长, 如果考虑资产注入的增厚, 三年预测 EPS 分别为 0.70/1.02/1.43 元, 如果按照 2014 年 EPS 的 30 倍 PE 估值, 目标价提高到 30.6 元, 维持“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	212	671	517	725
应收款项	537	642	896	1258
存货净额	297	373	522	734
其他流动资产	92	115	160	225
流动资产合计	1138	1800	2095	2942
固定资产	559	796	901	991
无形资产及其他	37	36	35	34
投资性房地产	8	8	8	8
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1741	2639	3039	3975
短期借款及交易性金融负债	338	300	329	737
应付款项	168	195	273	384
其他流动负债	55	65	90	127
流动负债合计	561	560	692	1248
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	32	32	32	32
长期负债合计	32	32	32	32
负债合计	593	592	724	1280
少数股东权益	14	16	19	22
股东权益	1134	2031	2295	2672
负债和股东权益总计	1741	2639	3039	3975

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.56	0.66	0.96	1.37
每股红利	0.18	0.20	0.29	0.42
每股净资产	3.30	5.11	5.77	6.72
ROIC	15%	16%	17%	19%
ROE	17%	13%	17%	20%
毛利率	36%	37%	-214682 626500 %	38%
EBIT Margin	26%	27%	27%	28%
EBITDA Margin	28%	32%	32%	32%
收入增长	39%	24%	40%	40%
净利润增长率	47%	37%	45%	43%
资产负债率	35%	23%	24%	33%
息率	1%	1%	2%	3%
P/E	31.3	26.5	18.3	12.8
P/B	5.3	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	24.0	19.1	13.9	10.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	990	1233	1722	2417
营业成本	633	771	1070	1488
营业税金及附加	4	5	7	10
销售费用	48	59	82	116
管理费用	54	66	92	128
财务费用	21	15	15	26
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(15)	(15)	(15)	(15)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	217	301	441	634
营业外净收支	11	11	11	11
利润总额	228	312	452	645
所得税费用	34	47	68	97
少数股东损益	2	3	4	5
归属于母公司净利润	192	263	380	543

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	192	263	380	543
资产减值准备	9	(15)	0	0
折旧摊销	23	64	81	95
公允价值变动损失	15	15	15	15
财务费用	21	15	15	26
营运资本变动	(214)	(181)	(345)	(491)
其它	(7)	17	3	3
经营活动现金流	17	162	133	167
资本开支	(337)	(300)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(337)	(300)	(200)	(200)
权益性融资	0	716	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(61)	(80)	(116)	(166)
其它融资现金流	52	(38)	29	408
融资活动现金流	(70)	597	(87)	242
现金净变动	(390)	459	(154)	208
货币资金的期初余额	601	212	671	517
货币资金的期末余额	212	671	517	725
企业自由现金流	(277)	(135)	(65)	(21)
权益自由现金流	(225)	(186)	(48)	365

相关研究报告:

- 《森源电气-002358-继续高增长不是梦》 —— 2013-11-08
 《森源电气-002358-2012年半年报点评: 中报业绩靓丽》 —— 2012-08-10
 《森源电气-002358-业绩符合预期》 —— 2011-08-07

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行