

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)

2014年04月03日

迈向大电气战略又一重大突破

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：公司控股子公司郑州森源新能源科技有限公司兰考县 200MWp 地面光伏电站项目获得批复，并原则上列入了 2014 年建设规划和资金补贴的分布式光伏发电和光伏电站项目规模。项目总投资：197700 万元，计划建设起止年限为 2014 年 1 月至 2014 年 12 月。

评论：

■ 项目的获批是公司大电气战略的又一重大突破

2013 年 12 月 9 日公司收购了控股股东河南森源集团有限公司全资子公司郑州森源新能源科技有限公司，实质性地进入到分布式发电系统的新兴市场中。此项目获批是公司在该领域拓展的一次重大突破，未来包括分布式发电及光伏电站在内的新能源业务庞大的市场规模将对公司新能源业务形成强劲拉动。

■ 公司完全具备电气工程总包能力

公司现拥有包括高中低压成套开关设备、电能质量治理产品、风光储新能源产品及 LED 节能产品等全产业链的研发生产和销售能力。

而目前国内很多工程项目如光伏集中式电站、分布式光伏发电系统、节能工程、高铁及轨道交通站内工程、电动汽车充电站等各种工程项目都是由公司现有业务的一项或几项组成，公司在以上项目的电气总包方面具备全产业链制造优势。

■ 项目的实施将显著增厚公司今年及明年业绩

根据我们了解，一般承包光伏电站的净利率在 10% 左右，而公司具备光伏组件、逆变器、光伏阵列汇流箱、输变电设备等全产业链供应能力，其盈利能力应远高于行业平均值。

保守按照 10% 净利率计算，则该项目实施完成后将贡献 EPS 0.5 元，而对今年 EPS 贡献的金额将主要依赖于工程的进度。

■ 维持公司“推荐”评级

因项目实施进度无法确定，为保守起见，我们暂不考虑项目实施对今年业绩的影响。

预计公司 13/14/15 年净利润分别为 262.92 /390.56 /552.51 百万元，同比增长 36.8%/48.5%/41.5%，EPS 分别为 0.66/0.98/1.39 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	824	775	1063
应收款项	537	677	1009	1384
存货净额	297	397	600	833
其他流动资产	92	121	180	247
流动资产合计	1138	2019	2564	3527
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	2858	3508	4560
短期借款及交易性金融负债	338	500	731	1247
应付款项	168	208	314	436
其他流动负债	55	69	104	144
流动负债合计	561	776	1149	1826
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	808	1181	1858
少数股东权益	14	18	24	15
股东权益	1134	2032	2303	2686
负债和股东权益总计	1741	2858	3508	4560

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.56	0.66	0.98	1.39
每股红利	0.18	0.20	0.30	0.43
每股净资产	3.30	5.11	5.79	6.75
ROIC	15%	16%	16%	17%
ROE	17%	13%	17%	21%
毛利率	36%	37%	37%	37%
EBIT Margin	26%	27%	26%	26%
EBITDA Margin	28%	32%	31%	30%
收入增长	39%	31%	49%	37%
净利润增长率	47%	37%	49%	41%
资产负债率	35%	29%	34%	41%
息率	1%	1%	2%	2%
P/E	39.0	33.0	22.2	15.7
P/B	6.6	4.3	3.8	3.2
EV/EBITDA	29.4	23.1	16.6	13.2

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	1301	1938	2658
营业成本	633	816	1219	1675
营业税金及附加	4	5	8	11
销售费用	48	62	93	127
管理费用	54	71	105	144
财务费用	21	26	38	62
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	305	460	624
营业外净收支	11	11	11	11
利润总额	228	316	471	635
所得税费用	34	47	71	95
少数股东损益	2	6	9	(13)
归属于母公司净利润	192	263	391	553

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	192	263	391	553
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	26	38	62
营运资本变动	(214)	(230)	(453)	(513)
其它	(7)	19	6	(9)
经营活动现金流	17	115	40	141
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)	(81)	(120)	(169)
其它融资现金流	52	162	231	516
融资活动现金流	(70)	797	111	347
现金净变动	(390)	612	(49)	288
货币资金的期初余额	601	212	824	775
货币资金的期末余额	212	824	775	1063
企业自由现金流	(277)	(172)	(136)	(21)
权益自由现金流	(225)	(33)	62	442

相关研究报告:

- 《森源电气-002358-渠道资金技术成本优势成就高增长，整装待发进军电气总包》 —— 2014-03-20
- 《森源电气-002358-重大事件快评：向全国性电气设备总承包商更进一步》 —— 2014-03-12
- 《森源电气-002358-重大事件快评：注入增厚业绩，创造新增长点》 —— 2013-12-10
- 《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

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