

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

电气设备

森源电气 (002358)

重大事件快评

推荐

(维持评级)

2014年04月15日

又一 200MW 锁定明年增长，确立光伏龙头地位

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：公司与洛阳市政府签订框架协议，由公司负责通过自有资金或银行借款的形式筹资 20 亿元，并负责提供技术、设计、设备、建设、运营等管理保障。在洛阳市境内以流转方式公平公开取得项目用地约 7000 亩的使用权，建设 200mWp 地面光伏电站。

评论：

■ 项目如能顺利实施，将锁定明年业绩高增长

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至少贡献 EPS 0.5 元，将主要体现在 15 年业绩中，加上 4 月初的 200MW 光伏项目会有一部分在明年贡献，15 年仅光伏电站项目将至少贡献 0.7-0.8 元业绩，加上现有开关及电力电子产品仍有增长潜力，明年的业绩高增长已经锁定。

公司光伏电站领域进入伊始便频拿订单，我们有理由相信会在未来更多的光伏电站合同中有所斩获。

■ 项目的签订确立了公司在光伏电站总承包领域的龙头地位

本项目的签订加上月初公布的 200MW 光伏电站项目以及前期签订的分布式光伏项目，公司在手光伏电站项目已远超 400MW。这一数字在光伏电站承包企业里已属龙头。

■ 各项业务都已跨入行业第一梯队水平

公司目前从事的各项业务都具备很强竞争实力，1) 开关业务：由上市前的第二梯队企业一跃进入行业前三；2) 电能质量产品通过几年努力已经打败国内竞争对手且市场布局由点到面逐步放量；3) 风光储互补的低风速发电技术及储能控制技术拥有独特专利，应用在路灯中至少领跑河南；4) 光伏电站及分布式光伏市场进入伊始便成为行业龙头；5) 在输配电、电力电子、新能源等多领域的全产业链制造优势使得公司有能力迅速切入电气总包业务，包括新能源电站、电动汽车充电站、智能楼宇、电气化铁路及轨道交通站内工程等领域。

■ 维持公司“推荐”评级

因项目实施进度尚存在不确定性，为保守起见，我们暂不上调今年及明年盈利预测。

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-重大事件快评: 迈向大电气战略又一重大突破》 —— 2014-04-03
- 《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

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