

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28日

800MW 锁定三年业绩高增长

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: 控股子公司郑州森源新能源科技有限公司在兰考县的 200mWp 光伏电站项目获得河南省发展和改革委员会核准, 并列入河南省发改委 2014 年国家扶持计划的 200mWp 光伏电站项目后, 公司积极与兰考县人民政府协商, 在原 200mWp 光伏电站项目的基础上, 于 2014 年 4 月 24 日签订了《投资框架协议》, 拟增加投资, 由公司投资约 60 亿元人民币, 在兰考县以流转方式取得约 20000 亩土地 50 年的使用权, 建设 600mWp 地面光伏发电站项目。项目建设周期原则上不超过 36 个月。

评论:

■ 项目如能顺利实施, 将锁定三年业绩高增长

这 600MW 加上月中公告的洛阳 200MW 电站, 公司在手光伏电站项目已达 800MW, 总投资 80 亿左右, 保守估计至少贡献净利润 8 亿元, 贡献 EPS2 元。

按照框架协议, 这 800MW 需要在 3 年内完成, 我们假设 14/15/16 年分别完成并交货 90MW/270MW/440MW, 则 14/15/16 年将分别受益 0.23/0.67/1.10 元。加上传统开关、电能质量产品及其他新能源业务贡献, 公司三年业绩高增长锁定。

■ 项目的签订进一步巩固了公司在光伏电站总承包领域的龙头地位

框架协议的签订加上月中公布的洛阳 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超 800MW。这一数字在光伏电站承包企业里已属翘楚。

■ 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 14/15/16 年净利润分别为 4.57 /6.75 /9.20 亿元, 同比增长 76.1%/47.5%/36.4%, EPS 分别为 1.15/1.70/2.31 元, 合理估值 40.25 元, 维持推荐评级。

附表：财务预测与估值

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	665	999	1551	2120	营业收入	1319	2497	3879	5301
应收款项	848	1710	2657	3631	营业成本	817	1593	2480	3403
存货净额	442	804	1262	1740	营业税金及附加	8	10	16	21
其他流动资产	187	354	550	752	销售费用	62	120	185	253
流动资产合计	2147	3873	6026	8249	管理费用	67	136	210	286
固定资产	607	842	933	1008	财务费用	28	74	164	251
无形资产及其他	38	38	37	36	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	25	25	25	25	资产减值及公允价值变动	(25)	(25)	(25)	(25)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2819	4778	7020	9318	营业利润	312	539	799	1061
短期借款及交易性金融负债	495	1827	3230	4521	营业外净收支	6	6	6	6
应付款项	224	421	661	911	利润总额	317	545	805	1067
其他流动负债	118	230	361	497	所得税费用	50	82	121	160
流动负债合计	837	2479	4252	5929	少数股东损益	7	6	9	(13)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	260	457	675	920
其他长期负债	80	80	80	80					
长期负债合计	80	80	80	80	现金流量表 (百万元)				
负债合计	918	2559	4332	6009	净利润	260	457	675	920
少数股东权益	25	29	36	27	资产减值准备	10	(25)	0	0
股东权益	1876	2190	2652	3283	折旧摊销	35	66	85	100
负债和股东权益总计	2819	4778	7020	9318	公允价值变动损失	25	25	25	25
					财务费用	28	74	164	251
关键财务与估值指标					营运资本变动	(391)	(1107)	(1230)	(1268)
每股收益	0.65	1.15	1.70	2.31	其它	(5)	29	7	(10)
每股红利	0.17	0.36	0.53	0.73	经营活动现金流	(65)	(554)	(438)	(232)
每股净资产	4.72	5.50	6.67	8.25	资本开支	(68)	(300)	(200)	(200)
ROIC	16%	17%	17%	17%	其它投资现金流	(5)	0	0	0
ROE	14%	21%	25%	28%	投资活动现金流	(73)	(300)	(200)	(200)
毛利率	38%	36%	36%	36%	权益性融资	700	0	0	0
EBIT Margin	28%	26%	25%	25%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	28%	28%	27%	支付股利、利息	(69)	(144)	(212)	(289)
收入增长	33%	89%	55%	37%	其它融资现金流	31	1332	1403	1290
净利润增长率	35%	76%	47%	36%	融资活动现金流	592	1188	1191	1001
资产负债率	33%	54%	62%	65%	现金净变动	453	334	553	569
息率	0.7%	1.4%	2.1%	2.8%	货币资金的期初余额	212	665	999	1551
P/E	39.6	22.5	15.3	11.2	货币资金的期末余额	665	999	1551	2120
P/B	5.5	4.7	3.9	3.1	企业自由现金流	(61)	(798)	(505)	(231)
EV/EBITDA	28.0	18.2	13.6	11.3	权益自由现金流	(30)	471	759	846

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《森源电气-002358-2013 年报和 2014 一季报点评: 靓丽业绩, 未来两年高增长已锁定》 —— 2014-04-16
- 《森源电气-002358-重大事件快评: 又一 200MW 锁定明年增长, 确立光伏龙头地位》 —— 2014-04-15
- 《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

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, 并向客户发布的行为。