

新能源和总包业务将成为今后重要增长引擎

强烈推荐 (维持)

现价：26.84 元

主要数据

行业	电力设备与新能源
公司网址	www.hnsyec.com
大股东/持股	河南森源集团有限公司 /24.92%
实际控制人/持股	楚金甫/57.63%
总股本(百万股)	398
流通 A 股(百万股)	148
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	107
流通 A 股市值(亿元)	40
每股净资产(元)	4.72
资产负债率(%)	32.6

行情走势图



证券分析师

周紫光

投资咨询资格编号 S1060511110003
010-59730723
zhouziguang157@pingan.com.cn

张海

投资咨询资格编号 S10605111100001
0755-22621123
zhanghai376@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如
经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎
重使用并注意阅读研究报告尾页的声明
内容

事项：

近日我们调研了森源电气，与高管对公司现状及未来进行了探讨，主要观点如下：

平安观点：

■ 战略转型是公司今后可持续快速增长的核心内因

自去年以来，公司最大的转变源于“大电气”战略的提出，其意义主要体现在两方面：1、改变过去以开关柜类产品为主的单一业务局面，向开关柜、电能质量治理、新能源等多类产品的综合电气设备制造商发展；2、改变过去单纯依靠生产-销售的模式，向发展电气总包、协同销售自产设备的业务模式发展。我们认为，战略上的转型体现了管理层拼搏进取的精神，对公司的影响深远而重大，将有助于公司今后几年的可持续快速增长。

■ 传统开关柜类业务仍将保持稳定增长

高低压开关及成套是配网设备中的主要产品，其需求主要来自于电网公司和网外用户（如工业、建筑业等），量大而面广。我们认为，虽然目前行业整体增速较前几年有所下滑，但受益于电网公司加大配网投资和中西部及城镇化建设，高低压开关及成套行业预计仍有 6~10% 的增长；另外，此前行业格局分散的局面随着整体增速下滑和竞争激烈的现状发生了变化，大企业的市场份额正在提升。因此，我们预计公司今后两年传统开关柜类业务仍将有 15% 左右的增长。

■ 电能质量治理业务将继续快速发展

目前公司的电能质量治理业务以滤波产品为主，此前主要销售下游为冶金行业，近两年公司的产品在轨道交通行业成功应用并推广，销售收入快速增长。今后，随着电动车行业的发展，充换电站建设将日益增多，有源滤波是其中必需设备，这将带动滤波设备新的增长需求。目前，公司已有产品应用于已建成使用的充电站中，我们认为公司今后几年电能质量治理业务仍将保持快速发展，预计 2014 年收入增速可达 40~50% 左右。

■ 新能源业务将成为公司高速增长引擎

公司在 2013 年底收购了集团母公司的郑州新能源公司，以此开展新能源业务，目前主要包括风光互补 LED 路灯和光伏电站。公司是国内较早研发并推广风光互补路灯的企业，通过几年的技术储备和应用案例积累，目前已进入快速发展期，不仅在河南省本地不断开拓新市场，而且在省外也获得了订单，我们预计 2014 年这项业务有可能实现 50% 以上的增长。

在光伏电站方面，公司前期获得兰考 200MW 地面光伏电站项目意义重大，这不仅是国家能源局分给河南省 2014 年全部的地面光伏电站配额，也是公司向光伏电站总包业务迈进的第一步，而后公司又与洛阳市签订了共计 600MW 的光伏电站建设框架协议。我们认为，由于电站建设所需资金量大，公司有可能会

采取分批建设、分批出售的模式，根据我们估算，每出售 10MW 光伏电站将增厚公司 0.03 元的 EPS，因此该业务将为公司提供业绩弹性。

■ 总包业务及与中信国安集团的合作前景值得期待

根据公开信息，目前公司已获得信阳高铁站前广场人防工程电气总包工程和共计 800MW 光伏电站项目，我们认为公司现阶段集中力量承揽省内总包业务的做法是正确的，因为对公司而言目前省内可做的项目较多，其次在本地开展业务有利于项目建设质量和收益率。公司开展的总包业务不同于简单的工程建设，而是结合自有产品尽可能多的应用其中，这样有利于促进原有电气设备的销售并能保证利润率。因此，虽然今后公司的总包业务收入占比可能会提升，但可以通过优选项目及应用较多自产设备实现相对高的项目毛利率，进而减少对整体毛利率的影响。此外，森源集团参股中信国安集团对上市公司的影响是深远的，首先森源电气可能会受益于中信国安地产业务对电气设备的需求，其次也可能会与中信国安集团产生更多的合作关系，这些前景都值得期待。

■ 估值及评级：

我们维持对公司 2014 和 2015 年 EPS 预测为 1.30 和 1.61 元，对应 2014 年 4 月 29 日收盘价的 PE 分别为 20.6 和 16.7 倍，维持今后 6 个月内的目标价 33 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

■ 风险提示

1、产业政策风险；2、募投项目不达预期的风险；3、光伏电站建设及出售进度低于预期的风险。

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
主营收入（百万元）	710	992	1,319	2,565	2,941
YoY(%)	45.2	39.8	32.9	94.4	14.6
净利润（百万元）	131	191	260	519	639
YoY(%)	84.7	46.5	35.8	99.7	23.2
毛利率(%)	33.1	36.2	38.1	33.5	34.8
净利率(%)	18.4	19.3	19.7	20.2	21.7
ROE(%)	13.4	16.2	13.9	21.7	21.1
EPS(摊薄/元)	0.33	0.48	0.65	1.30	1.61
P/E(倍)	60.4	55.8	41.1	20.6	16.7
P/B(倍)	8.1	9.1	5.7	4.5	3.5

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
流动资产	1211	2147	2967	3377	营业收入	992	1319	2565	2941
现金	216	665	513	588	营业成本	633	817	1706	1917
应收账款	516	810	1312	1504	营业税金及附加	4	8	15	12
其他应收款	60	30	48	55	营业费用	49	62	95	109
预付账款	93	87	239	268	管理费用	55	67	105	118
存货	316	442	853	958	财务费用	21	28	25	38
其他流动资产	10	114	3	3	资产减值损失	15	25	10	9
非流动资产	605	671	724	1173	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	560	556	621	996	营业利润	216	312	609	738
无形资产	37	38	38	38	营业外收入	93	6	10	12
其他非流动资产	8	77	64	138	营业外支出	83	0	0	0
资产总计	1815	2819	3691	4550	利润总额	227	317	619	750
流动负债	587	837	1253	1467	所得税	33	50	93	105
短期借款	338	495	736	886	净利润	193	267	526	645
应付账款	152	187	375	422	少数股东损益	2	7	7	6
其他流动负债	97	156	142	160	归属母公司净利润	191	260	519	639
非流动负债	32	80	10	10	EBITDA	257	375	669	827
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.56	0.65	1.30	1.61
其他非流动负债	32	80	10	10					
负债合计	619	918	1263	1477					
少数股东 权益	18	25	33	39	主要财务比率				
股本	344	398	398	398	会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
资本公积	397	822	822	822	成长能力				
留存收益	438	656	1175	1814	营业收入 (%)	39.8	32.9	94.4	14.6
归属母公司股东权益	1179	1876	2395	3034	营业利润 (%)	58.7	44.5	95.5	21.2
负债和股东权益	1815	2819	3691	4550	归属于母公司净利润 (%)	46.5	35.8	99.7	23.2
					获利能力				
					毛利率 (%)	36.2	38.1	33.5	34.8
					净利率 (%)	19.3	19.7	20.2	21.7
					ROE (%)	16.2	13.9	21.7	21.1
					ROIC (%)	15.0	15.9	20.3	19.8
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	34.1	32.6	34.2	32.5
					净负债比率 (%)	54.7	53.9	58.3	59.9
					流动比率	2.06	2.56	2.37	2.30
					速动比率	1.53	2.04	1.69	1.65
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.57	0.79	0.71
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	5.49	4.83	6.07	4.81
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.65	1.30	1.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.22	0.07	-0.69	1.17
					每股净资产(最新摊薄)	2.96	4.72	6.02	7.63
					估值比率				
					P/E	55.81	41.09	20.57	16.70
					P/B	9.06	5.69	4.46	3.52
					EV/EBITDA	41	28	16	13

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动现金流	-89	28	-273	464
净利润	193	267	526	645
折旧摊销	21	36	35	51
财务费用	21	28	25	38
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-341	-324	-824	-285
其他经营现金流	17	22	-35	15
投资活动现金流	-223	-368	-95	-500
资本支出	320	49	100	500
长期投资	0	-100	-0	0
其他投资现金流	96	-419	5	0
筹资活动现金流	-47	785	216	111
短期借款	4	157	241	149
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	172	54	0	0
资本公积增加	-92	425	0	0
其他筹资现金流	-131	149	-25	-38
现金净增加额	-359	445	-151	75

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	