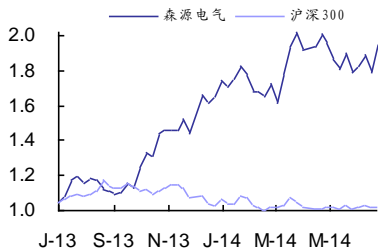


证券研究报告—动态报告
电气设备新能源
电气设备
森源电气 (002358)
推荐

合理估值: 40.25 元 昨收盘: 26.1 元 (维持评级)

2014年07月23日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	398/148
总市值/流通(百万元)	10,383/3,865
上证综指/深圳成指	2,075/7,373
12个月最高/最低(元)	29.32/13.03

相关研究报告:

《森源电气-002358-重大事件快评: 800MW 锁定三年业绩高增长》——2014-04-27
 《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

证券分析师: 杨敬梅

电话: 021-60933160

E-MAIL: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511030001

独立性声明:

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。

公司分析

关注公司变化, 长期增长无虞

●光伏电站建设规模屡超预期, 可持续性无虞

公司在今年 4 月份连续公告中标光伏电站框架协议达 800MW, 其中 200MW 可在今年完成, 届时可能会根据转让进度实现收入确认。800MW 的项目最慢可在未来 3 年内完成。

我们认为, 公司既然在这么短的时间内就签订了大规模的光伏电站框架协议, 不排除在未来三年内拿到更多类似项目的可能性, 由此公司增长的长期性和可持续性将不是问题。

●新能源汽车并非概念, 提升市值想象空间

在新能源汽车领域, 公司具备包括充电机、电能质量治理产品及配用电设备等几乎所有充电站设备的供货能力, 且能力优于同行。

另外, 公司兄弟公司河南森源鸿马电动汽车有限公司是国内电动汽车、混合动力汽车设计和生产的厂家之一, 主要产品有流动警务室、物流车、旅游观光车、会所用车、高尔夫球车、平板车、牵引车、环保车、清扫车、洒水车等 30 多个品种。

这块业务目前隶属于公司母公司森源集团, 如果能够注入上市公司, 将大幅提升公司的估值水平和市值空间。

●传统业务开疆拓土, 不断寻求新增长点

公司传统开关成套设备、电能质量治理产品除可应用在传统行业外, 也可以广泛应用在目前高速发展的光伏电站、新能源汽车及高铁和轨道交通领域, 而公司在这些领域的总包方式可带动传统业务的高速增长。

●风险提示

行业政策向不利方向变动风险。

●上调 15 和 16 年盈利预测, 维持“推荐”评级

我们上调公司 2014/2015/2016 年营业收入至 24.97/44.83/72.04 亿元, 同比增加 89.3%/79.5%/60.7%, 净利润至 4.57 /7.49 /11.70 亿元, 同比增加 76.1%/63.7%/56.2%, 每股收益至 1.15/1.88/2.94 元, 合理估值 40.25 元。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	990	1,319	2,497	4,483	7,204
(+/-%)	39.5%	33.2%	89.3%	79.5%	60.7%
净利润(百万元)	192	260	457	749	1,170
(+/-%)	47.2%	35.2%	76.1%	63.7%	56.2%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.65	1.15	1.88	2.94
EBIT Margin	25.1%	26.2%	25.6%	24.5%	24.0%
净资产收益率(ROE)	16.9%	13.9%	20.9%	27.7%	33.4%
市盈率(PE)	54.0	40.0	22.0	13.5	8.6
EV/EBITDA			17.9	12.9	10.3
市净率(PB)	9.2	5.5	4.6	3.7	2.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表 2: 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	1793	2881	营业收入	1319	2497	4483	7204
应收款项	848	1710	3070	4934	营业成本	817	1593	2909	4714
存货净额	442	804	1488	2430	营业税金及附加	8	10	18	29
其他流动资产	187	354	636	1022	销售费用	62	120	214	344
流动资产合计	2147	3873	6992	11273	管理费用	67	136	242	388
固定资产	607	842	933	1008	财务费用	28	74	188	348
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	7987	12342	营业利润	312	539	887	1355
短期借款及交易性金融负债	495	1827	3964	6767	营业外净收支	6	6	6	6
应付款项	224	421	779	1272	利润总额	317	545	892	1361
其他流动负债	118	230	424	691	所得税费用	50	82	134	204
流动负债合计	837	2479	5168	8731	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	749	1170
其他长期负债	80	80	80	80					
长期负债合计	80	80	80	80					
负债合计	918	2559	5248	8811					
少数股东权益	25	29	36	27					
股东权益	1876	2190	2703	3505					
负债和股东权益总计	2819	4778	7987	12342					

现金流量表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	260	457	749	1170
资产减值准备	10	(25)	0	0
折旧摊销	35	66	85	100
公允价值变动损失	25	25	25	25
财务费用	28	74	188	348
营运资本变动	(391)	(1107)	(1774)	(2432)
其它	(5)	29	7	(10)
经营活动现金流	(65)	(554)	(908)	(1146)
资本开支	(68)	(300)	(200)	(200)
其它投资现金流	(5)	0	0	0
投资活动现金流	(73)	(300)	(200)	(200)
权益性融资	700	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(69)	(144)	(235)	(368)
其它融资现金流	31	1332	2137	2802
融资活动现金流	592	1188	1902	2435
现金净变动	453	334	794	1088
货币资金的期初余额	212	665	999	1793
货币资金的期末余额	665	999	1793	2881
企业自由现金流	(61)	(798)	(954)	(1062)
权益自由现金流	(30)	471	1024	1444

关键财务与估值指标				
	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.65	1.15	1.88	2.94
每股红利	0.17	0.36	0.59	0.92
每股净资产	4.72	5.50	6.79	8.81
ROIC	16%	17%	17%	17%
ROE	14%	21%	28%	33%
毛利率	38%	36%	35%	35%
EBIT Margin	28%	26%	25%	24%
EBITDA Margin	30%	28%	26%	25%
收入增长	33%	89%	80%	61%
净利润增长率	35%	76%	64%	56%
资产负债率	33%	54%	66%	72%
息率	1%	1%	2%	4%
P/E	38.8	22.0	13.5	8.6
P/B	5.4	4.6	3.7	2.9
EV/EBITDA	27.5	17.9	12.9	10.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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±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±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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82130722	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
杜佐远	0755-82130473				
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
		龙飞	0755-82133920		
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸		计算机	
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706	孙艺峻	010-88005323
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
				许樱之	18688989863