

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)

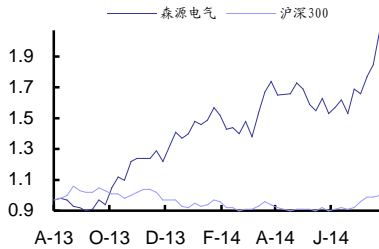
推荐

2014 年半年报点评

(维持评级)

2014 年 08 月 21 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)	12,558/4,675
上证综指/深圳成指	2,240/8,023
12 个月最高/最低价)	32.98/14.02

相关研究报告:

- 《森源电气-002358-重大事件快评: 今年 200 明年 400 业绩兑现预期增强》——2014-08-12
- 《森源电气-002358-关注公司变化, 长期增长无虞》——2014-07-23
- 《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

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。

财报点评

静待光伏创造奇迹

● 上半年业绩基本符合预期

上半年公司实现营业收入 5.92 亿 (+3.07%); 净利润 1.35 亿 (+20.27%); 归属于上市公司股东的净利润 1.31 亿 (+18.73%); EPS 0.33 元, 基本符合我们的预期。

● 毛利率继续处在上升通道

上半年, 公司综合、高压成套设备、低压成套设备、电能质量治理装置和新能源产品毛利率分别同比增加了 5.55、0.31、3.18、23.36、27.37 个百分点。毛利率提升的原因主要有: 管理制造能力的加强、零部件内部配套能力的提升及产品结构的改变等。

● 全年完成 200MW 光伏是大概率事件

公司 200MW 兰考县光伏电站项目已获得备案并动工, 且有兰考县政府的支持, 我们认为全年完成的可能性较大; 按照市场常规, 200MW 电站项目将实现约 20 亿元销售和 2 亿元净利。

● 看好公司长期增长

根据公司规划, 明年 400MW 电站项目实现动工并投运的可能性大, 兰考共 3.5GW 的电站项目则使得我们对公司长期增长抱有信心。光伏电站建设需要相当量的输配电设备, 公司作为输配电设备龙头企业, 其产品用于光伏电站不成问题, 光伏电站建设将拉动传统业务增长。

■ 集团新能源汽车业务如能注入, 则市值想象空间迅速增大

集团业务鸿马电动车如要大规模发展, 注入上市公司从而借助上市公司的融资优势是明智的选择。

■ 暂维持原盈利预测和推荐评级, 期待超预期

我们假设今年 200MW 光伏项目仅部分确认收入, 保守估计 2014/2015/2016 年营业收入为 24.97/44.83/72.04 亿元, 同比增加 89.3%/79.5%/60.7%, 净利润为 4.57 /7.49 /11.70 亿元, 同比增加 76.1%/63.7%/56.2%, 每股收益为 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)	65.4	48.3	22.0	13.5	8.6
EV/EBITDA	48.4	35.4	17.9	12.9	10.3
市净率 (PB)	11.1	6.7	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：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	665	999	1793	2881
应收款项	848	1710	3070	4934
存货净额	442	804	1488	2430
其他流动资产	187	354	636	1022
<b>流动资产合计</b>	<b>2147</b>	<b>3873</b>	<b>6992</b>	<b>11273</b>
固定资产	607	842	933	1008
无形资产及其他	38	38	37	36
投资性房地产	25	25	25	25
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2819</b>	<b>4778</b>	<b>7987</b>	<b>12342</b>
短期借款及交易性金融负债	495	1827	3964	6767
应付款项	224	421	779	1272
其他流动负债	118	230	424	691
<b>流动负债合计</b>	<b>837</b>	<b>2479</b>	<b>5168</b>	<b>8731</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	80	80	80	80
<b>长期负债合计</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>
<b>负债合计</b>	<b>918</b>	<b>2559</b>	<b>5248</b>	<b>8811</b>
少数股东权益	25	29	36	27
股东权益	1876	2190	2703	3505
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2819</b>	<b>4778</b>	<b>7987</b>	<b>12342</b>

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

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>1319</b>	<b>2497</b>	<b>4483</b>	<b>7204</b>
营业成本	817	1593	2909	4714
营业税金及附加	8	10	18	29
销售费用	62	120	214	344
管理费用	67	136	242	388
财务费用	28	74	188	348
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(25)	(25)	(25)	(25)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	312	539	887	1355
营业外净收支	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>317</b>	<b>545</b>	<b>892</b>	<b>1361</b>
所得税费用	50	82	134	204
少数股东损益	7	6	9	(13)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>260</b>	<b>457</b>	<b>749</b>	<b>1170</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>260</b>	<b>457</b>	<b>749</b>	<b>1170</b>
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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(65)</b>	<b>(554)</b>	<b>(908)</b>	<b>(1146)</b>
资本开支	(68)	(300)	(200)	(200)
其它投资现金流	(5)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(73)</b>	<b>(300)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>592</b>	<b>1188</b>	<b>1902</b>	<b>2435</b>
<b>现金净变动</b>	<b>453</b>	<b>334</b>	<b>794</b>	<b>1088</b>
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

## 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。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
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		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>互联网</b>	
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 <b>09587</b>	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
张其立	0755-82139908	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				
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
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
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
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		
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>		<b>汽车及零配件</b>	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 <b>09660</b>	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
<b>传媒与文化</b>		<b>零售、纺织服装及快销品</b>		<b>基础化工</b>	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
<b>农林牧渔</b>		<b>轻工造纸</b>			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
<b>银行</b>		<b>金融工程</b>			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		
<b>电力设备</b>				<b>建筑工程</b>	
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 zhaoxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
				许樱之	18688989863