

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10月30日

电站盈利贡献远超预期

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 200 MWp 兰考电站项目已经通过发改委审批，计划投资 18.81 亿元建设该项目，并根据资金状况、项目准备情况，分 10 个区分部实施；与爱康科技签订 7 区和 10 区 PC 工程合同，工程实际装机容量共计 36.355 MWp，按照行业内固定单价测算，合计金额约为 2.54 亿元（每瓦 PC 造价约为 7 元）；与中科恒源科技股份有限公司签订 5 区和 6 区 PC 工程，实际装机容量共计 39.864 MWp，合作金额共计 2.79 亿元；与二 PC 承包方约定，对方承接公司工程的同时，将按照市场公允价格，以 PC 工程总结算金额 2:1 的比例采购甲方自产的电气设备。

评论：

■ PC 方式带动了公司 7 亿元传统电气设备销售，贡献净利润在 2 亿元以上

按照公司与爱康科技和中科恒源签订的 PC 合同，每瓦 PC 承包成本约 7 元，如剩下几个区也照此价格签订，200MW 电站项目 PC 承包成本可达 14 亿元。

依照公司与二公司签订的易货贸易协议，“对方承接公司工程的同时，将按照市场公允价格，以 PC 工程总结算金额 2:1 的比例采购甲方自产的电气设备”，照此推算，14 亿元的 PC 项目可带动公司电力设备销售 7 亿元。

公司去年以来电气设备的毛利率近 40%，这部分销售产生极少的期间费用，我们按照这部分销售 35% 的净利率，并考虑增值税因素，PC 合同可贡献公司净利润在 2 亿元以上。

■ 电站如能实现转让，转让收益保守估算也会在 3 亿元以上

公司测算的 200MW 光伏电站总造价为 18.81 亿元，出于保守考虑，我们假设届时公司能够以此价格转让，并考虑增值税因素，则转让收益会在 3 亿元以上。

■ 兰考 3.5GW 如能拿下，则 50 亿甚至 80 亿元以上的净利可在未来几年实现

根据前期报道，目前兰考县能够适于光伏电站建设的黄河滩地高达 10 万亩以上，装机容量 3.5GW。如公司能够在将来和兰考县签订 3.5GW 电站项目，则长期增长无虞。

如果 200MW 可实现 5 亿的盈利水平，则 3.5GW 可实现 80 亿元的盈利水平，即使考虑未来盈利能力下降的可能，50 亿元的盈利是可能实现的。

■ 国家能源局新文件有利于公司光伏项目所在兰考地区光伏电站的审批备案

国家能源局发布了“国能新能[2014]477号”《关于规范光伏电站投资开发秩序的通知》，指出“各省（自治区、直辖市）政府能源主管部门要组织具备建设光伏电站条件的地区，系统开展光伏电站建设条件调查评价和规划工作，统筹考虑太阳能资源、土地用途、电网接入及市场消纳等条件，合理规划光伏电站开发布局和建设时序，**优先安排结合扶贫开发、生态保护、污染治理、设施农业、渔业养殖等建设的具有综合经济效益和社会效益的光伏电站项目。**”“加强光伏电站年度计划执行管理。国家能源局于第四季度组织编制下年度光伏电站建设指导规模，在国家能源局下达光伏电站年度指导规模后，各省（区、市）能源主管部门应在一个月内，确定纳入规模的光伏电站项目，明确项目名称、建设地点、建设容量和投资主体，并将相关项目信息报送国家能源局。”

兰考属于国家级贫困县，而公司的项目所在地为当地黄河滩涂，农作物收成欠佳，开发光伏项目本身有利于支持当地经济发展，在此政策的支持下有望优先取得项目审批。

■ 项目实现运营后盈利能力强劲

根据公司测算，项目年平均上网电量 23047.24 万 kWh，年有效利用小时数为 1091h。按经营期前 20 年平均含税上网电价 1.00 元/kWh，不含税上网电价为 0.8547 元/kWh，后 5 年含税上网电价 0.4392 元/kWh。进行借款还本付息计算，建设期不偿还贷款。暂按贷款偿还期为 15 年，还款的方式为等额本金法。根据可行性研究报告测算，随着电站投产发电，资产负债率逐渐下降；还清固定资产本息后，资产负债率很低，项目全部投资财务内部收益率所得税前为 9.10%、所得税后为 7.95%。资本金内部收益率为 9.15%。内部收益率所得税前为 9.10%大于资本金基准财务内部收益率 8.00%，该项目具有一定的盈利能力。

■ 集团电动汽车业务注入预期增强提升估值，合理估值上调至 50 元

我们暂不上调公司盈利预测，保守预计 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。

随着国家对新能源汽车支持力度加码，兄弟公司河南鸿马也迎来了高速发展期，而高增长长期难免会面临资金缺口，注入上市公司并借助上市公司的融资渠道实现发展是最优选择。考虑到这个原因，我们认为公司估值有提升空间，**合理估值上调至 50 元。**

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
流动资产合计	2147	3873	6992	11273
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
资产总计	2819	4778	7987	12342
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
流动负债合计	837	2479	5168	8731
长期借款及应付债券	0	0	0	0
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

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
营业收入	1319	2497	4483	7204
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
利润总额	317	545	892	1361
所得税费用	50	82	134	204
少数股东损益	7	6	9	(13)
归属于母公司净利润	260	457	749	1170

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

相关研究报告:

- 《森源电气-002358-2014年半年报点评: 静待光伏创造奇迹》 —— 2014-08-21
- 《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

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。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

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。