

证券研究报告

平安电力设备

强烈推荐 (维持)

证券分析师

侯建峰

投资咨询资格编号S1480513040001
0755-22625902
houjianfeng791@pingan.com.cn

研究助理

朱栋

一般证券资格编号S1060114070038
0755-22101005
zhudong615@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。

森源电气 (002358)

大电气战略顺利推进,光伏业务望爆发

事项：近期我们调研了森源电气,与公司董事长、总经理、董秘等进行了深入的沟通，主要观点如下：

平安观点：

■ 公司大电气战略顺利推进，业绩呈现多业务推动

公司由以前单一的中压开关和APF逐步扩展到除了上述两个业务外的风光互补路灯、TWLB、光伏发电等综合业务，积极推进公司“大电气”战略的实现。我们判断公司中压开关业务继续保持稳定增长，未来风光互补路灯以及光伏发电业务将逐步放量支撑公司业绩的快速释放。

■ 光伏业务大跨步发展，未来几年进入快速发展期

公司前期已经拿下800MW的光伏发电框架协议，其中200MW已经开工建设，预计今年年底能完成部分并网，项目转让将带来盈利提升，同时也意味着公司光伏业务正式落地。

近期公司控股子公司郑州森源新能源科技有限公司获得发改委对兰考县200MW分布式光伏发电工程项目和兰考县100MW分布式渔光互补项目的登记备案确认书，两个项目总计投资29.77亿元，项目的备案将为明年公司光伏电站的进一步开工确认奠定基础。

公司依托河南省的政府和社会资源以及公司独特的核心竞争力，公司有望继续在河南省获得光伏电站项目的突破，进而支撑公司光伏业务的持续发展。

公司光伏电站的项目转让有保障，森源集团积极与五大发电集团合作，保证上市公司新能源项目的顺利转让。同时公司创立“易货交易”新商业模式，EPC总包企业的电气设备必须从森源采购，可以有效的控制光伏电站的建设成本，预计在8元/瓦左右的投资。

■ 大集团小公司，有望多方面受益

公司大股东参股中信国安，中信国安下面有大量的地产项目，这些地产项目的配套将用到大量的中低压开关，未来随着双方合作的深入，有望逐步形成订单推动公司业绩的增长。

集团旗下还有大量的其它资产，其中值得重点关注的是有媒体报道集团有意将旗下的电动车业务注入上市公司。鸿马电动车是河南省低速电动车标准的起草单位，公司产品涵盖多种专用和特种车辆，目前积极推进低速电动车市场开拓，未来发展潜力巨大。若该资产能够注入，公司“大电气”战略将更为丰富且后续的拓展性更强。

■ 盈利预测与投资建议

我们预计公司2014-2016年的EPS分别为0.91、1.44、1.84元，对应PE为41.7、26.4、20.7倍，维持“强烈推荐”评级。（备注：基于光伏项目具体进展无法准确判断，采取了较为保守估算）

■ 风险提示：光伏电站建设不达预期。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	2147	2969	5516	7472	
现金	665	515	565	548	
应收账款	810	1260	2554	3579	
其他应收款	30	80	156	205	
预付账款	87	194	384	548	
存货	442	849	1763	2475	
其他流动资产	114	72	96	117	
非流动资产	671	730	792	847	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	556	646	716	774	
无形资产	38	40	43	46	
其他非流动资产	77	43	32	26	
资产总计	2819	3699	6308	8318	
流动负债	837	1797	3912	5315	
短期借款	495	1225	2811	3792	
应付账款	187	357	753	1053	
其他流动负债	156	216	349	470	
非流动负债	80	80	80	80	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	80	80	80	80	
负债合计	918	1878	3993	5395	
少数股东 权益	25	25	25	25	
股本	398	398	398	398	
资本公积	822	436	436	436	
留存收益	656	962	1457	2064	
归属母公司股东权益	1876	1796	2290	2898	
负债和股东权益	2819	3699	6308	8318	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	28	-281	-1211	-531	
净利润	267	362	572	730	
折旧摊销	36	37	44	50	
财务费用	28	57	144	240	
投资损失	0	-1	-1	-1	
营运资金变动	-324	-773	-2077	-1633	
其他经营现金流	22	38	107	83	
投资活动现金流	-368	-99	-103	-104	
资本支出	49	101	101	101	
长期投资	-100	0	0	0	
其他投资现金流	-419	1	-3	-3	
筹资活动现金流	785	231	1365	618	
短期借款	157	730	1586	981	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	54	0	0	0	
资本公积增加	425	-386	0	0	
其他筹资现金流	149	-113	-222	-362	
现金净增加额	445	-150	50	-17	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	1319	2307	4527	6318	
营业成本	817	1610	3315	4670	
营业税金及附加	8	12	23	32	
营业费用	62	88	158	221	
管理费用	67	111	204	284	
财务费用	28	57	144	240	
资产减值损失	25	19	21	21	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	1	1	1	
营业利润	312	413	663	851	
营业外收入	6	18	18	18	
营业外支出	0	1	1	1	
利润总额	317	430	681	869	
所得税	50	68	108	138	
净利润	267	362	572	730	
少数股东损益	7	0	0	0	
归属母公司净利润	260	362	572	730	
EBITDA	375	506	851	1141	
EPS (元)	0.65	0.91	1.44	1.84	

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入 (%)	32.9	74.9	96.2	39.6
营业利润 (%)	44.5	32.4	60.7	28.4
归属于母公司净利润 (%)	35.8	39.2	58.2	27.6
获利能力				
毛利率 (%)	38.1	30.2	26.8	26.1
净利率 (%)	19.7	15.7	12.6	11.6
ROE (%)	13.9	20.1	25.0	25.2
ROIC (%)	15.9	15.2	14.7	14.7
偿债能力				
资产负债率 (%)	32.6	50.8	63.3	64.9
净负债比率 (%)	53.95	65.22	70.41	70.28
流动比率	2.56	1.65	1.41	1.41
速动比率	2.04	1.18	0.96	0.94
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.71	0.90	0.86
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	4.83	5.92	5.97	5.17
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.91	1.44	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	-0.71	-3.05	-1.33
每股净资产(最新摊薄)	4.72	4.51	5.76	7.28
估值比率				
P/E	58.13	41.75	26.39	20.68
P/B	8.05	8.41	6.60	5.21
EV/EBITDA	40	30	18	13

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。

免责声明：

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	