

## 光伏扶贫抓机遇，以货易货高增长

——森源电气（002358）深度报告

2014年11月26日

强烈推荐/维持

森源电气 深度报告

### 报告摘要：

- **光伏扶贫得认可，大幅拉升业绩。**作为河南上光伏电站最早的实践者之一，光伏扶贫在焦裕禄故乡开建 200MW 光伏电站项目扶贫，得到各级政府的认可，截止目前累计超过 1GW 项目开花落地，将极大拉升业绩。预计 2014-2015 年交割电站 200MW 和 400MW，贡献利润 1.6 亿元、3 亿元。
- **独创“以货易货”光伏电站 EPC 模式极大拉升传统电气设备销售。**独创的“易货贸易”模式与 EPC 施工方签订总额 50% 的电气设备采购合同，预计 14-15 年完成 200MW、400MW 需求将拉升 15-16 年电气设备近 7 亿元、14 亿元电气设备销售合同；同时，电站建设采用约 20% 自有配套产品，也间接带动公司光伏逆变器、汇流箱、开关柜等 3 亿元和 6 亿元。
- **河南光伏电站建设大幕开启。**2013 年底河南并网光伏仅 3 兆瓦，仅为周边省份的十分之一，远远低于国家平均水平。为此，河南省发改委发文提出“河南装备，装备河南”的新能源发展口号，加快区内产业的发展。保守预计未来三年进入区内光伏大发展期，公司无疑是区内最大受益者。
- **公司“大电气”策略迎来企业发展新阶段。**借助省内光伏电站大规模建设契机，公司从电气设备商向光伏电站总包、运营商转型。丰富的产品品类、雄厚的技术实力使得公司围绕光伏发电、风光互补储能及 LED 照明研发转型生产丰厚的利润，带来业绩大幅增长。
- **集团大力布局电动车产业。**集团具备警用移动车辆生产资质且进入装备目录，为国内此产品强制标准制定参与者。同时积极布局包括低速电动车在内的电动乘用车市场。
- **维持公司“强烈推荐”评级。**预计 14-16 年净利润年均增速 60%，每股 EPS 为 1.1 元、2.0 元和 2.83 元，动态 PE 分别为 34 倍、19 倍和 13 倍。给予 2015 年 35 倍 PE，则第一目标价位 70 元，尚有近一倍空间，持续给予“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	990.49	1,319.2	3,205.0	6,106.0	8,463.0
增长率(%)	39.50%	33.20%	142.90%	90.50%	38.60%
净利润(百万元)	194.11	266.77	437.74	795.83	1,126.1
增长率(%)	47.19%	35.20%	68.48%	81.80%	41.51%
净资产收益率(%)	16.95%	13.85%	30.23%	36.77%	35.44%
每股收益(元)	0.56	0.72	1.10	2.00	2.83
PE	67.48	52.49	34.35	18.89	13.35
PB	11.47	8.01	10.38	6.95	4.73

### 首席分析师：弓永峰

Tel: 010-66554025

Email: gongyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480111020051

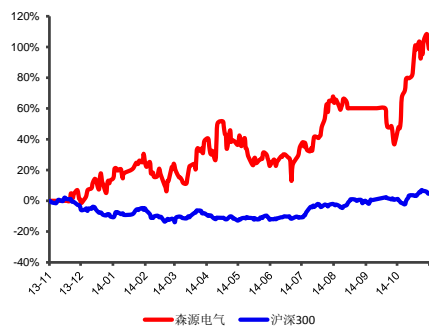
### 分析师：何昕

中小市值研究团队：何昕 罗柏言 高坤 宋凯 孙玉姝 汤杰

### 交易数据

52 周股价区间(元)	18.56-40.90
总市值(亿元)	152
流通市值(亿元)	78.15
总股本/流通 A 股(万股)	39779/20453
流通 B 股/H 股(万股)	--
52 周日均换手率	371

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《森源电气（002358）：独揽 600MW 农光互补电站，打造中部光伏电站龙头》2014-11-18
- 2、《森源电气（002358）：光伏扶贫扎实推进，电站业务拉升业绩》2013-11-16
- 3、《森源电气（002358）：跨越式拿下 300MW 电站路条，奠定高增长基础》2013-11-10
- 4、《森源电气（002358）：高起点进军光伏电站，静待四季度瓜熟落地》2013-10-30

## 目 录

1. 依托自有产品、技术，进入“大电气”时代 .....	4
1.1 由电气设备制造商向光伏电站总包、运营商转型 .....	4
1.2 公司股权及子公司情况 .....	4
1.3 公司经营情况 .....	6
2. 国内光伏电站建设及运营迎来黄金发展期 .....	7
2.1 光伏产业发展失衡，需重新捋顺发展思路 .....	7
2.2 我国明确光伏“标杆电价”，大规模建设光伏电站 .....	8
2.3 河南省光伏电站建设大幕启动，利好省内公司 .....	10
2.4 收购森源新能源，奠定公司光伏及储能业务发展基石 .....	10
2.5 LED照明、风光互补储能系统同样前景广阔 .....	11
3. 开关成套设备+电能质量控制业务，中长期向好 .....	12
3.1 经济结构调整，影响社会用电和电网投资规模 .....	12
3.2 “电改”有效拉动配网设备需求，中长期需求依旧 .....	13
3.3 提升电能质量、节能降耗是我国电力投资建设新方向 .....	14
4. 公司竞争优势和投资亮点 .....	15
4.1 河南地区光伏电站进入大发展阶段，公司具备先发优势 .....	15
4.2 引入“易货贸易”模式带动公司传统电力设备快速增长 .....	15
4.3 研发新产品配套自身电站业务，创造新的增长点 .....	16
4.4 获得稀缺土地资源，建设电站 .....	16
4.5 集团整合资源优势，迎来低速电动车的快速发展 .....	16
4.6 集团子公司森源鸿马进入警务装备目录，为国内移动警务车前三甲 .....	17
5. 盈利预测和估值 .....	17
6. 风险提示 .....	19

## 表格目录

表 1: 上市公司子公司情况 单位: 万元 .....	5
表 2: 部分省市出台的地方光伏发电项目补贴政策 .....	9
表 5: 公司盈利预测表 .....	20

## 插图目录

图 1: 公司股权结构 (截止 2014 年三季度) .....	5
图 2: 2006-2014 1-9 公司历史营收及增速情况 .....	6
图 3: 2006-2014 1-9 公司历史净利润及增速情况 .....	6
图 4: 2014H1 公司主营业务收入占比 .....	7
图 5: 公司毛利率及期间费用率情况 单位: % .....	7
图 6: 2011 年中国光伏组件产能占全球比重 .....	8
图 7: 2011 年中国光伏新装机占全球比重 .....	8
图 8: 2012-2013 年各月国家部委涉及光伏发展的政策数量 .....	8
图 9: 2011-2014 年我国光伏新装机规模 .....	9
图 10: 预计 2014 年我国光伏新装机规模占全球比重 .....	9
图 11: 2013 年主要省份光伏发电累计并网规模 单位: MW .....	10
图 12: 光伏电站成本占比 .....	11
图 13: 中牟南入市口风光互补项目 .....	12
图 14: 107 国道项目 .....	12
图 13: 2003-2014 1-10 全社会用电量及增速 .....	13
图 14: 工业和城乡居民用电量增速情况 单位: % .....	13
图 13: 2008-2014 1-10 电源基建投资及增速 .....	13
图 14: 2008-2014 1-10 电网基建投资及增速 .....	13
图 16: 可比公司毛利率、净利率及费用率情况 .....	19
图 17: 可比公司资产负债率情况 .....	19

## 1. 依托自有产品、技术, 进入“大电气”时代

### 1.1 由电气设备制造商向光伏电站总包、运营商转型

森源电气成立于 1992 年, 公司主营产品已包括智能型高低压成套开关设备、变频器; SAPF、SVG、TWLB 为主的电能质量管理装置; 以及智能逆变器、箱式变电站为主的光伏、风力发电设备; 和以风光互补路灯、LED 灯具为主的市政、工矿、景观照明系统。经过多年的发展与创新, 公司多项产品填补省内空白, 并获得国家专项资金扶持。目前, 公司产品已广泛应用于国家电网、长江三峡、西气东输、南水北调、郑州地铁等国家重点工程, 并远销美洲、中亚以及东南亚等 30 多个国家和地区。

随着公司产品品类的丰富, 以及产品技术的完善, 公司正在加快推进从简单的产品供应商向电气设备总包商转型的步伐。

2013 年底公司宣布以 2.19 亿元自有资金, 收购集团公司旗下郑州森源新能源科技有限公司 91.6% 的股权。收购森源新能源公司, 是上市公司开拓光伏电站建设及设备总承包业务的重要一步, 新能源公司在分布式发电系统领域有极强的产品和技术优势。2013 年新能源公司新接订单量超过 3.39 亿元, 较 2012 年增长超过 500%。

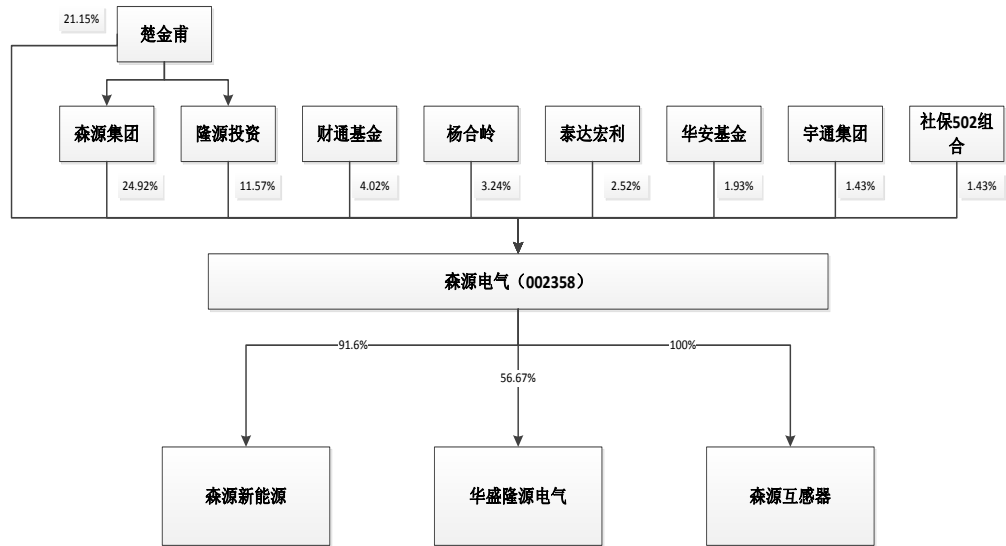
### 1.2 公司股权及子公司情况

截止 2014 年三季度, 公司总股本约为 3.98 亿股, 其中, 流通股数量为 2.05 亿元, 占比 51.51%, 非流通股数量为 1.93 亿股, 占比 48.49%。公司第一大股东为河南森源集团有限公司, 持有上市公司股份 9,914.75 万股, 占总股本比例为 24.92%。森源集团实际控制人楚金甫除通过森源集团持有上市公司股份外, 还直接持有上市公司股份 8,412.01 万股, 占比 21.15%; 同时, 通过河南隆源投资有限公司间接持有公司股份 4,596.48 万股, 占比 11.57%。合并计算, 实际控制人楚金甫先生直接、间接持有上市公司股份共计 2.29 亿股, 占公司总股本的 57.45%。

河南森源集团是一家拥有电气制造、车辆制造、新能源建设以及投资物贸四大板块业务的综合类集团公司, 旗下子公司包括森源重工、森源电气、森源新能源、河南奔马以及森源鸿马等 13 家子公司, 资产总值达 60 多亿元。现阶段, 集团公司电气制造和新能源建设业务已经装入上市公司, 2013 年两块业务收入规模为 13.19 亿元, 总资产规模为 28.19 亿元。

值得一提的是, 集团公司中从事车辆制造业务的企业主要包括森源重工、河南奔马以及森源鸿马, 产品包括特种车辆、纯电动警务车辆、纯电动支线公交、纯电动消防巡逻车辆、纯电动环卫车辆以及符合“双 80”标准的民用电动车, 预计 2013 年公司车辆业务板块收入不低于 5 元。

图 1: 公司股权结构 (截止 2014 年三季度)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

目前, 上市公司旗下共有全资和控股子公司 3 家, 包括森源新能源、华盛隆源和森源互感器。3 家子公司 2013 年合计营业收入和利润分别为 2.99 亿元和 4,217.14 万元, 占公司 2013 年合并报表后营业收入和利润的 22.67%、23.33%。

子公司之一的森源新能源公司是一家专注于新能源发电及节能降耗业务的企业, 公司研发生产的 SYF-400 智能离网型风光互补照明系统实现了微风起, 低风速发电, 曾获得国家实用新型专利证书, 其核心部件智能型风光互补路灯系统控制装置、高气隙磁密永磁发电机转子、轴向磁通盘式永磁发电机和径向磁通无铁芯永磁发电机等共获 4 项国家专利。现阶段, 上市公司正在以森源新能源公司为主要平台打造光伏电站设备总包业务, 计划在承建包括兰考县 200MW 地面电站项目、200MW 分布式光伏发电项目以及 100MW 分布式渔光互补光伏发电工程项目的同时, 提供光伏发电成套系统设备。

表 1: 上市公司子公司情况 单位: 万元

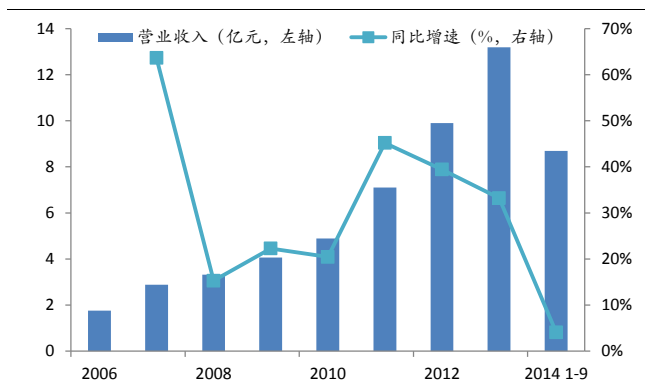
	持股比例	注册资本	营业收入	净利润	主营业务
森源新能源	91.60%	5000	17202.06	3205.61	LED 照明、风光互补发电系统、光伏电站
华盛隆源电气	56.67%	3000	9049.48	982.05	高低压电器及配件的生产和销售
森源互感器	100%	1000	3680.61	29.48	互感器制造、高低压互感器、绝缘制品设计

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

### 1.3 公司经营情况

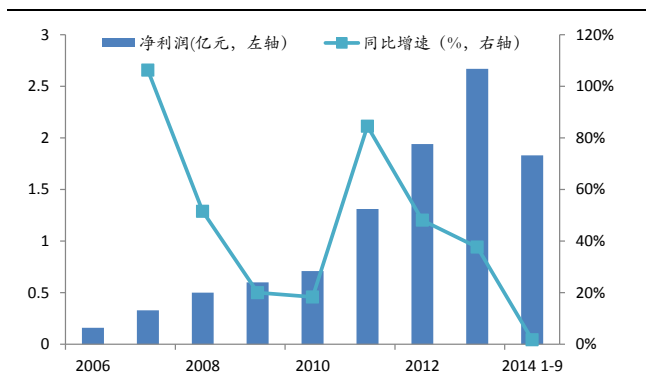
受益于国内电力投资规模逐年增长, 2006-2013 年间公司营业收入和净利润年复合增长率分别为 30.74% 和 46.79% (不包含 2013 年公司并表森源新能源公司收入和利润)。然而, 随着国内电力投资规模趋于平稳, 进入 2014 年后公司传统电气产品销售收入和利润增速回落, 2014 年 1-9 月, 公司收入和利润增长率仅为 4.03% 和 1.94%。根据公司电气业务历史数据来看, 相关业务的收入及利润确认时点存在一定的季节性, 主要集中在每年四季度, 综合预计, 公司传统电气设备业务 2014 年全年利润增速在 10% 左右。考虑到公司部分光伏电站项目已经开工, 并有望于 2014Q4 建成并交割, 预计全年公司主营业务收入和利润存在较大幅度的增长空间。

图 2: 2006-2014 1-9 公司历史营收及增速情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

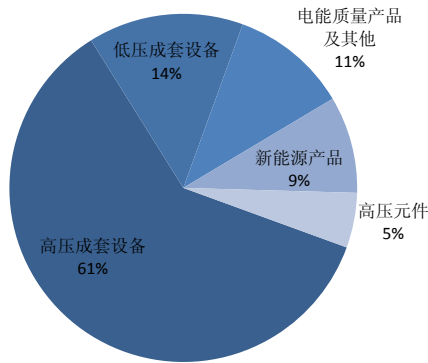
图 3: 2006-2014 1-9 公司历史净利润及增速情况



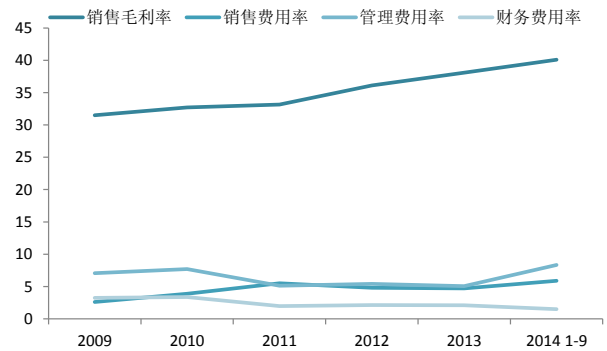
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

从公司传统电气业务收入结构上来看, 2014H1, 公司高压成套设备、低压成套设备、电能质量产品、新能源产品及高压元件收入占比分别为 60.26%、14.34%、10.76%、8.96% 和 5.07%。其中, 电能质量产品毛利率高达 60% 左右, 而高低压成套设备、新能源产品等业务毛利率水平在 35-40%。

整体来看, 公司原有电气设备业务具备良好的盈利能力, 公司综合毛利率为 40.10%, 净利润为 21.11%。近年来, 随着公司加大在新能源等新业务领域的人才及研发投入, 公司销售费用率和管理费用率均出现一定幅度的增长, 截止 2014Q3, 公司三项期间费用率同比增长 4.24 个百分点至 15.73%。

**图 4: 2014H1 公司主营业务收入占比**


资料来源: WIND、东兴证券研究所

**图 5: 公司毛利率及期间费用率情况 单位: %**


资料来源: WIND、东兴证券研究所

## 2. 国内光伏电站建设及运营迎来黄金发展期

### 2.1 光伏产业发展失衡, 需重新捋顺发展思路

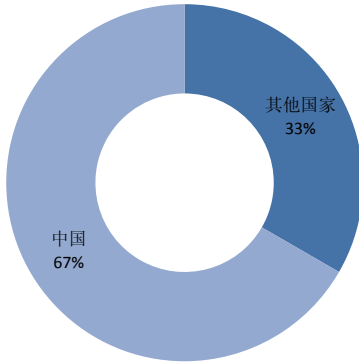
光伏太阳能作为目前新能源领域中最被看好的清洁能源之一, 具备成为未来世界能源供应主体的潜力, 近十年来受到众多发达和发展中国家的追捧。根据欧洲委员会联合研究中心的预测, 到 2030 年光伏太阳能发电在世界总电力的供应中有望达到 10% 以上的水平, 到 2040 年占比或将进一步上升至 20% 以上, 到 21 世纪末太阳能发电量有望为世界上 60% 以上的电力用户提供清洁能源。至此, 近年来备受环境及能源问题困扰的我国, 对于光伏产业的发展也极为重视, 多次出台相关政策, 促进国内光伏产业的快速发展。

然而, 从前期光伏产业在我国发展的情况来看, 产业规模虽然处于高速扩张中, 但实际结构存在严重失衡的现象, 即光伏产品应用领域的缺失, 绝大部分光伏组件产品依靠国外市场进行消化。

2011 年全球光伏组件产能约为 60GW, 而中国产能高达 40GW, 是全球产能的 2/3, 年内我国实际产能利用率低于 50%。在应用领域, 2011 年全球光伏电站建设规模为 29.7GW, 而我国仅为 2GW 左右, 占全球比重 6.73%。

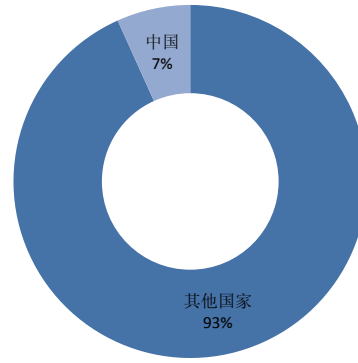
进入 2012 后, 随着海外市场对于我国光伏组件双反调查的启动, 以及德国、意大利等国下调国内光伏电价补贴标准, 我国光伏设备制造企业遭遇了罕见的行业低谷, 迫使很多企业关停并转, 部分行业龙头也未能幸免, 期间, 我国光伏行业产能利用率一度下滑至 30% 以下。

图 6: 2011 年中国光伏组件产能占全球比重



资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

图 7: 2011 年中国光伏新装机占全球比重



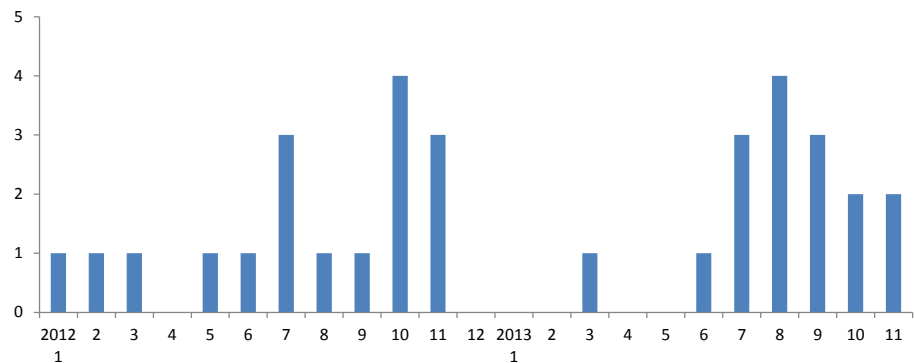
资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

## 2.2 我国明确光伏“标杆电价”，大规模建设光伏电站

经过对于国内光伏产业发展失衡经验的总结, 以及吸取国外市场的发展经验, 2012 年起, 我国开始全面启动光伏终端应用领域市场的建设。包括发改委、国家能源局、财政部在内的多部委, 先后发布多份相关规划和指导意见, 推进国内光伏电站及分布式发电市场的发展, 光伏产业相关政策发布频率也从前期的一年一政策, 到 2013 年的单月多政策发布。

其中, 2013 年 9 月发改委出台《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》最为重要, 按照光照条件将我国光伏电站补贴分为三类地区, 分别实行 1.00 元/度、0.95 元/度和 0.9 元/度的标杆电价, 同时, 规定了对于分布式电站统一补贴标准为 0.42 元/度, 标杆上网定价与电价补贴标准的执行期限原则上为 20 年。

图 8: 2012-2013 年各月国家部委涉及光伏发展的政策数量



资料来源: 东兴证券研究所

除国家补贴政策外, 各地方省、市也先后出台了对于光伏电站及分布式光伏项目的补贴细则, 进一步刺激所管辖区域内光伏发电项目的推进。



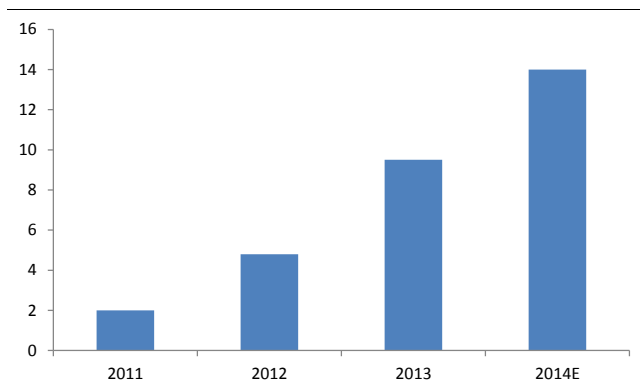
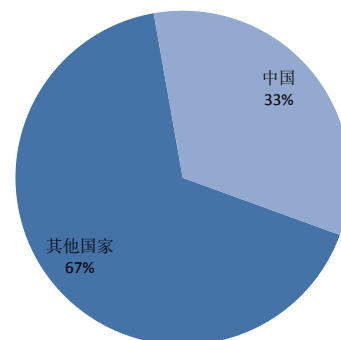
**表 2: 部分省市出台的地方光伏发电项目补贴政策**

主要地区	地方补贴政策
上海市	拟在全国范围内分布式光伏补贴标准为 0.42 元/kWh 基础上, 提供 0.25 元/kWh 的地方补贴, 期限为 5 年。
江西省	江西省万家屋顶光伏发电示范工程除了国家补贴 0.42 元/kWh 外, 省专项资金补助, 一期工程补助 4 元/W, 二期工程暂定补助 3 元/W。
山东省	2013-2015 年并网发电的光伏电站上网电价确定为每 kWh1.2 元 (含税), 高于国家标杆电价部分由省级承担。
江苏省	在国家统一上网电价基础上, 该省明确 2012 年-2015 年期间, 对全省新投产的非国家财政补贴光伏发电项目, 实行地面、屋顶、建筑一体化, 每 kWh 上网电价分别确定为 2014 年 1.2 元和 2015 年 1.15 元。
浙江省	光伏发电项目所发电量, 实行按照电量补贴的政策, 补贴标准在国家规定的基础上, 省再补贴 0.1 元/kWh。
河北省	对采用省内生产光伏组件建设的光伏电站项目, 优先并网, 全额收购。装机容量在 1MW 及以上, 未享受中央财政资金补贴, 且在省级电网并网销售的光伏电站, 2014 年底前建成投产的, 上网电价 1.3 元/kWh, 2015 年建成投产的为 1.2 元/kWh, 上述上网电价自项目投产之日起暂执行三年。
河南省洛阳市	<b>对 2015 年底前建成并网发电、且优先使用洛阳市企业生产的组件的分布式光伏发电项目, 按其装机容量给予 0.1 元/W 奖励, 连续奖励 3 年。</b>
安徽省合肥市	新建光伏发电项目, 且全部使用由当地企业生产的组件和逆变器, 除享受国家补贴外, 按年发电量给予 0.25 元/kWh 补贴; 屋顶、光电建筑一体化等光伏电站, 按年发电量给予 0.02 元/kWh 补贴; 连续补贴 15 年。家庭投资建设光伏发电项目等, 按装机容量一次性给予 2 元/W 补贴, 不享受市级光伏 kWh 电补贴政策。

资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

在各级政府相关政策的扶持和引导下, 2012 年我国全年光伏装机容量上升至 4.8GW, 同比增长 118%; 2013 年我国新增光伏装机容量约为 9.5GW, 同比增长 97.91%; 根据国家能源局年初规划, 2014 年我国光伏新增装机规模预计为 14GW, 约占全球光伏预计新装机总量的 33%。

综合来看在国家各级政府的大力扶持和引导下, 我国光伏电站建设和运营市场已经进入高速发展期, 为行业内企业带来快速发展的机遇。

**图 9: 2011-2014 年我国光伏新装机规模**

**图 10: 预计 2014 年我国光伏新装机规模占全球比重**


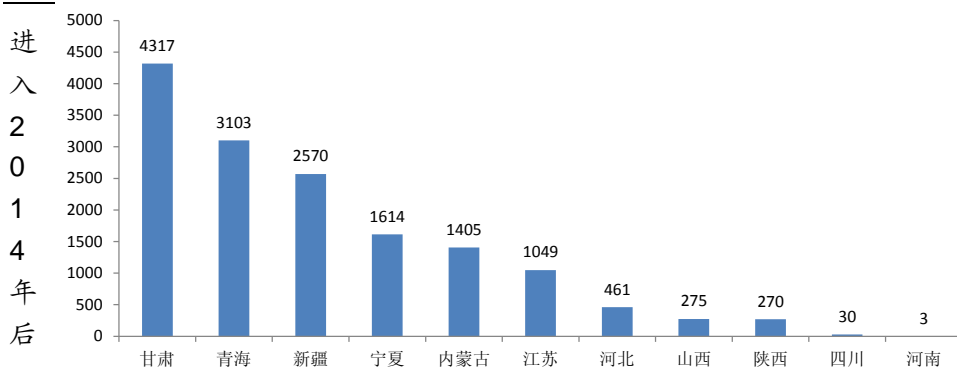
资料来源: CEIC、东兴证券研究所

资料来源: 东兴证券研究所

### 2.3 河南省光伏电站建设大幕启动, 利好省内公司

根据国家统计局统计, 相对于周边省份, 河南作为我国重要的农业及人口大省在光伏电站项目的发展上明显落后。截止 2013 年底, 河南省并网光伏电站规模仅为 3MW, 而周边江苏、河北、山西、陕西、山东各省并网光伏电站规模分别为 1049MW、461MW、275MW、270MW 和 112GW, 均数十倍于河南省并网规模。

图 11: 2013 年主要省份光伏发电累计并网规模 单位: MW



资料来源: 东兴证券研究所

南

河南省发改委发布《关于推进光伏发电项目建设的通知》626 号文, 其中, 1) 明确了发展光伏产业对于调整能源结构、推进能源生产等方面有重要意义, 计划强力推进省内光伏发电项目建设; 2) **合理计划安排 2014-2017 年省内光伏发电项目的建设和投产**; 3) 2014 年省内光伏电站项目建设 750MW (集中式 200MW、分布式 550MW); 4) 未来省内要以分布式发电项目建设为主, 按照 2:1 的比例安排分布式发电项目和集中式电站项目建设; 6) 各地可按照个人家庭分布式光伏发电投产总量的 6 倍规模安排新增光伏电站; 7) **按照“河南装备、装备河南”的要求, 重点扶持对本省相关产业拉动作用明显的项目。**

整体来看, 河南省对于光伏发电项目未来的发展目标, 已经不局限于前期《河南省“十二五”能源发展》规划中所提到的 300MW 新增规模。同时, **分布式发电项目将是主要发展重心, 并为省内相关企业提供广阔的发展空间。**

### 2.4 收购森源新能源, 奠定公司光伏及储能业务发展基石

2013 年底公司宣布以 2.19 亿元自有资金, 收购集团公司旗下郑州森源新能源科技有限公司 91.6% 的股权, 收购森源新能源公司是上市公司开拓光伏电站及设备业务的重要一步。森源新能源公司在 LED 照明、风光互补发电储能系统、道路照明系统以及分布式发电系统领域均有较强的产品和技术优势。2013 年新能源公司分别实现收入和利润 1.72 亿元、3,205.61 万元。同时, 新接订单量超过 3.39 亿元, 较 2012 年增

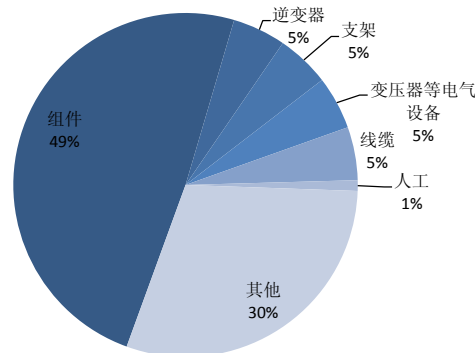
长超过 500%。

目前, 上市公司正在以森源新能源公司为主要平台打造光伏电站工程总包业务, 在建和计划建设包括兰考县 200MW 地面电站项目、200MW 分布式光伏发电项目、100MW 分布式渔光互补光伏发电工程项目以及洛阳市孟津县境内的 600MW 地面农光互补电站项目, 累计光伏电站规模达到 1.1GW, 后续公司将继续拓展省内光伏集中式和分布式电站项目, 确保公司光伏业务的持续发展。

我们研判公司有望在 2014 年开工建设 400MW 光伏电站项目, 并交割 200MW; 2015 年有望开工建设光伏电站 600MW, 交割 400MW。以 BT 模式测算, 2014-2015 年公司光伏电站交割后可为公司增厚净利润 1.6 亿元和 3 亿元, 增厚每股盈利 0.4 元和 0.75 元。

除电站交割利润外, 公司在光伏电站建设领域内率先采用的“以货易货”模式更能为公司带来光伏电站建设以外的电气产品销售规模的快速增长。另一方面, 作为国内产品、技术领先的电气企业, 公司为光伏电站建设自主研发了包括汇流箱、变压器、逆变器等主要设备。自有产品价值和占到光伏电站投资总额的 15-20%。

**图 12: 光伏电站成本占比**



资料来源: 东兴证券研究所

前期, 公司分别于中科恒源、江苏爱康集团签订了 39.86MW、36.36MW 的光伏电站建设合同, 总金额为 5.33 亿元。同时, 两家公司将按照市场公允价格采购森源电气自产的用于光伏电站建设的电气设备, 采购规模与工程合同金额比例为 1:2, 即 5.33 亿合同, 增加公司电气产品销售 2.67 亿元。未来公司或继续采用这种商业模式与电站建设方签订电站建设合同, 以公司在手的 200MW 地面式电站为例, 总投资为 14 亿元, 预计可带动公司电气设备销售收入 7 亿元, 按公司前期电气设备 20%左右的净利润水平计算, 可为公司增厚净利润 1.4 亿元, 每股盈利 0.35 元。如计入后续分布式光伏电站项目, 对公司收入和净利润的带动更大。

## 2.5 LED 照明、风光互补储能系统同样前景广阔

在开展光伏电站总包业务的同时, 森源新能源较早 LED 照明、风光互补储能系统领域已经形成成熟产品, 并实现项目突破。公司自主研发的 SYF-400 智能离网型风

光互补照明系统实现了微风起, 低风速发电, 曾获得国家实用新型专利证书, 其核心部件智能型风光互补路灯系统控制装置、高气隙磁密永磁发电机转子、轴向磁通盘式永磁发电机和径向磁通无铁芯永磁发电机等共获 4 项国家专利。

风光互补照明系统, 不仅避免了传统路灯需要开沟布线、支付用电费用等事项, 同时, 大面积铺设可有效降低地区内一次能源的消耗, 为各地区节能减排提供行之有效的办法。除此之外, 可在偏远地区架设, 为区域内居民提供照明服务。目前, 公司产品已在包括 107 国道、新郑学院路、移民大道、中牟、荥阳市等地区安装使用, 未来公司将继续推进 LED 照明及风光互补储能系统的发展。

图 13: 中牟南入市口风光互补项目



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 14: 107 国道项目



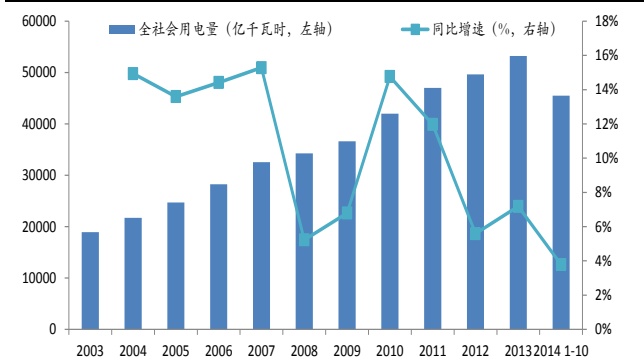
资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

### 3. 开关成套设备+电能质量控制业务, 中长期向好

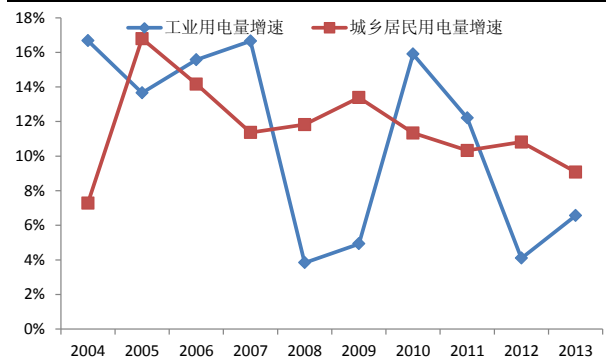
#### 3.1 经济结构调整, 影响社会用电和电网投资规模

电力工业是国民经济发展中最重要的基础能源产业, 是关系国计民生的基础产业, 在世界各国的经济发展战略中都被优先确定为发展重点。随着我国社会经济的快速发展, 国内对于电力需求也不断扩大。根据国家能源局发布的数据, 2013 年我国全社会用电量累计为 53,223 亿千瓦时, 同比增长 7.5%, 增速小幅回升。完成电源基本建设投资 3,717 亿元, 电网基本建设投资 3,894 亿元。

从全社会用电情况来看, 为确保我国经济持续、平稳的发展, 进入“十二五”后, 我国正在加快推进经济结构调整和产业结构优化的步伐, 间接导致部分行业用电量增速的回落。其中, 制造业用电量增速从“十一五”末期的 11% 的水平, 下滑至 4-6%, 而城乡居民用电量增速长期以来较为稳定, 均保持在 10% 左右的水平。

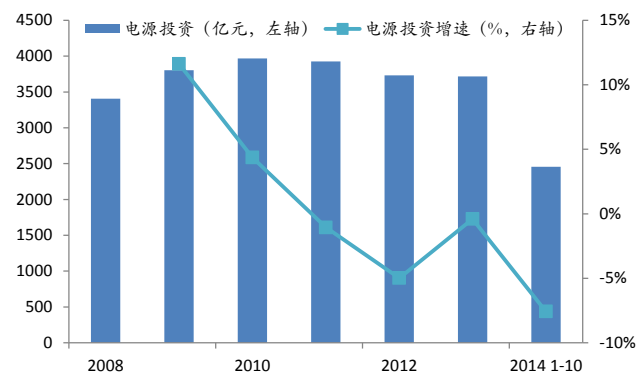
**图 15: 2003-2014 1-10 全社会用电量及增速**


资料来源: 公司网站、东兴证券研究所

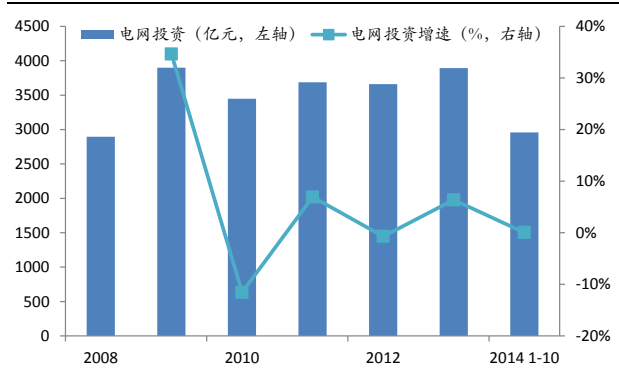
**图 16: 工业和城乡居民用电量增速情况 单位: %**


资料来源: 公司网站、东兴证券研究所

从电源和电网基建投资情况来看, 虽然在“十二五”初期, 我国制定了五年内计划完成电力投资 5.3 万亿元, 其中, 电源基建投资 2.75 万亿元、电网基建投资 2.55 万亿元, 平均每年的投资额分别为 5,500 亿元和 5,100 亿元的目标, 但从实际投资情况来看还有一定的差距。2011-2013 年我国电源和电网投资年均值仅为 3,800 亿元和 3,700 亿元左右。虽然 2013 年有短暂的增速回升, 但进入 2014 年后, 两项投资增速再次下行, 2014 年 1-10 月, 我国电源和电网基建投资增速分别为 -7.57% 和 0.05%。

**图 17: 2008-2014 1-10 电源基建投资及增速**


资料来源: 公司网站、东兴证券研究所

**图 18: 2008-2014 1-10 电网基建投资及增速**


资料来源: 公司网站、东兴证券研究所

### 3.2 “电改”有效拉动配网设备需求, 中长期需求依旧

公司传统业务为高低压开关成套设备, 主要产品包括 40.5kv 和 12kv 高压成套开关设备、40.5kv 和 12kv 高压真空断路器、12kv 高压隔离开关以及 0.4kv 低压成套设备等。其中 40.5kv、12kv 产品下游需求“量大面广”为行业内主导产品, 广泛应用于城乡电网、终端用户等领域。而公司的 0.4kv 低压成套设备, 主要为高压设备进行配套。

目前, 公司 40.5kv 和 12kv 高压开关成套设备, 年产量位于国内企业首位, 公司的 12kv 隔离开关产品已经连续 7 年排名同行业第一的位置。虽然受到电网公司限制, 产品销售区域仅集中在华中和华东地区, 但在该区域内已占有绝对的技术和市场优势。

公司开关成套设备的下游需求, 与我国电力投资有较为密切的关系。虽然, 短期内受到行业投资增速下滑的影响, 需求增速有所回落, 但是我们研判: 1) 由于前期我国“重发电、轻输配”的电力投资方式, 导致在配网建设方面相对滞后, 后续随着全社会用电量的逐步趋稳, 未来电力建设或将重心转移至城乡电网领域, 公司作为这一领域的区域龙头有望受益于电改带来的配网加速建设的利好; 2) 我国正在推进智能电网的建设, 预计 2011-2015 年我国用于电网智能化领域的投资为 2,861 亿元, 年均投资规模 572 亿元, 较“十一五”期间年均 250 亿元的投资额大幅增加, 这个智能输配电设备行业内公司带来良好发展机遇; 3) 我国正处于深化改革期, 电网“主辅分离”近年来也备受市场关注, 如进行改革, 有望打破原有区域限制, 给公司带来新的市场。

### 3.3 提升电能质量、节能降耗是我国电力投资建设新方向

随着我国经济的快速发展, 电力电子技术的普遍应用, 对电能质量的要求越来越高, 由于大量非线性电力负荷的增加, 带来的谐波问题也日益严重。谐波使电网损耗增加, 占用系统容量, 降低电网效率, 导致继电保护设备拒动或者误动, 干扰工业生产设备的正常运行, 严重时会导致大面积停电。谐波电流在有无功补偿电容器等容性设备的电网中流动时, 可能由于系统谐振而放大数十倍或者更多, 出现电网设备过电压损坏等严重问题。因此, 无功补偿和谐波治理对电力系统有着重要意义。

在国务院颁布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要 (2006-2020 年)》指出, 坚持节能优先, 降低能耗, 优先研究开发超大规模输配电和电网安全保障中“电能质量监测与控制技术”。国家发改委发布的《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南 (2011 年度)》明确指出: “先进制造领域电力电子器件及变流装置技术中的新型动态无功补偿及谐波治理装置, 是近期产业化的重点”。国家相关电力发展规划中指出, 提高电能质量控制技术, 研究电网谐波污染的预防、测量、分析和治理技术等是未来发展的重要技术领域。电能质量治理产品在电网系统发、输、变、配、用各个环节不可或缺。我们研判, 智能电网的建设和运行将为电能质量治理提供广阔的市场空间, 节能减排要求将促使电能质量产品市场快速扩展。同时, 高铁、城市轨道交通也将带动电能质量产品进一步推广, 电动汽车行业等的发展将引发电能质量产品新的市场需求。

公司是国内较早从事电能质量治理研发和生产的公司, 所生产的 SAPF 有源滤波等电能质量治理产品具有补偿容量大、节能效果显著、补偿速度快等特点, 自相关产品投放市场以来, 产品销售收入持续快速增长, 已应用于轨道交通、冶金、钢铁、充电桩等行业, 并取得了显著效果。

公司新投产的 TWLB 装置采用先进的有载快速调压控制技术和有源滤波高频高压耦合输出技术, 控制技术则采用国际先进的无源+抗扰动负荷算法, 在控制方式、补偿容量、功率损耗、可靠稳定性等功能方面均处于领先地位。这些技术在国内电能质量治理中的应用尚处于推广阶段, 后续市场空间广阔。

## 4. 公司竞争优势和投资亮点

### 4.1 河南地区光伏电站进入大发展阶段, 公司具备先发优势

2014 年河南省获得光伏电站配额约 700MW, 其中地面式电站约 200MW, 分布式电站为 500MW。之前由于对电站产业盈利模式认识不清楚, 导致每年国家发改委发给河南的光伏电站指标当地“不落地, 不敢接, 用不完”。随着今年国家各种配套政策的出台及东南部发达地区商业模式的逐渐成熟, 中原地区的光伏电站产业也逐渐发展起来。保守预计 2015 年装机量在 900MW, 其中分布式电站大约 600MW。

从目前各个企业备案情况来看, 2015 年河南地区光伏电站参与的热情来看, 备案数量成几何级数增加。作为中部地区相对较谨慎的光伏产业政策地区, 截至到目前还没有出台省级补贴政策, 其光伏电站产业将会慢于东南部地区 1-2 年的周期, 这对于积极进军中部光伏电站领域的企业来说, 无疑是一个潜在的刺激利好, 若未来省级政府补贴实施, 将会使得现在已具备经济效益的光伏电站项目更具有获利。而地处中原腹地的森源电气, 作为第一家提出 200MW 光伏扶贫电站项目的公司来讲, 无疑具备了先发优势。

公司获得发改委备案光伏电站项目为兰考县 200MW 分布式光伏发电工程项目和兰考县 100MW 分布式鱼光互补发电工程项目, 总投资 29.77 亿元, 建成后预计年发电量为 3.9 亿 KWh。作为河南省从事光伏电站工程建设的龙头企业, 公司正在围绕做大、做强光伏电站工程建设业务积极布局, 此次 300MW 地面分布式和渔光互补式光伏项目获得备案就是最好的验证, 如以 BT 模式计算, 保守预计 300MW 项目可为公司带来 2.5 亿元利润, 增厚 EPS0.63 元

同时, 我们研判公司 2014 年可完成光伏电站工程项目 200MW(建成 400MW)交割, 为公司带来 1.6 亿元的利润; 2015 年可完成 400MW(建成 600MW)交割, 利润不低于 3 亿元, 分别增厚公司每股盈利 0.4 元、0.75 元。

### 4.2 引入“易货贸易”模式带动公司传统电力设备快速增长

公司电站 EPC 开发建设和传统模式不同: 参与 EPC 建设的企业要具备良好的电站建设能力, 且在接到公司 EPC 订单同时, 需同时与公司签订占 EPC 总额的 50%金额的公司电力产品的订单。据测算, 公司每 100MW 电站 EPC 纯设备 PC 的投入大约 7 亿元左右, 带来约 3 亿元的产品销售。这部分产品销售价格按照市场公允价格销售, 且将体现在下一个年度。森源电气在输配电及电能质量治理方面均具备较强的技术和产品优势, 采用自产产品, 不仅能够促进公司光伏电站项目的建设, 对公司业绩带来积极影响, 还将进一步促进公司在输配电及电能质量治理业务的发展, 对公司未来带来积极的影响。

我们按照 14-15 年公司建设完成 200MW 和 400MW 光伏电站计算, 则带动公司 15-16

年电力产品新增销售收入约 5.4 亿元和 12.6 亿元, 占 13 年销售收入的 41% 和 97%, 为公司带来约 1.2 亿元和 2.7 亿元利润, 增厚 EPS 约 0.3 元和 0.67 元, 极大拉升公司传统业务的业绩。

从公司光伏电站建设成本方面来看, 此次与两家公司签订的工程合同均为 7 元/瓦, 同时, 可为公司带来 2.67 亿元的电气设备订单。如按此方式完成全部 200MW 电站建设, 后续公司仍有 123.781MW 电站需要建设, 工程合同金额预计为 8.66 亿元, 仍可为公司带来 4.33 亿元的电气设备订单。总体来看, 200MW 电站建设完成后, 仅电器设备订单规模就有近 7 亿元, 为公司 2013 年营业收入的 53.07%, 保守估计可为公司贡献净利润 1.48 亿元。

#### 4.3 研发新产品配套自身电站业务, 创造新的增长点

公司积极研发逆变器、汇流箱及变压器的光伏配套产品, 且已经形成了较完善的产品质量控制体系, 打开公司电力产品新的增长空间。预计每 100MW 光伏电站将会拉动相关配套产品约 20% 左右, 即 1.5 亿元相关产品销售收入。考虑到公司目前此类产品前期研发费用较多, 我们研判其综合毛利率比传统产品低 10 多个点, 为公司带来约 1000 万元利润。

我们预计 14-15 年近光伏电站业务将拉升公司相关配套产品约 2.7 亿元和 6.3 亿元收入, 贡献利润约 1800 万元和 7300 万元, 贡献 EPS 约 0.04 元和 0.18 元。

#### 4.4 获得稀缺土地资源, 建设电站

目前, 公司光伏电站建设地点主要集中在“黄泛区”, 这类区域内的土地种植农作物的经济效益非常低, 一亩地一年的收入也就 500 元左右, 建成光伏电站后一亩地每年可实现 3,000 元的收入规模, 公司主要从现有土地使用者手中租用这些地区建设电站, 将“黄泛区”内的土地充分的发挥它的价值。据不完全统计, 仅兰考县可用于建设光伏电站的“黄泛区”不低于 10 万亩, 可容纳超过 3GW 的光伏电站装机容量, 为公司发展光伏电站业务提供了充足的空间。

#### 4.5 集团整合资源优势, 迎来低速电动车的快速发展

公开资料显示: 公司控股股东森源集团在 2002 年成功收购了具有农用车/汽车牌照资质的河南奔马集团, 随后整合形成森源重工 (河南奔马)、河南奔马及森源鸿马三家公司生产相关公司。目前, 借助这三家公司在传统专用车领域的多年技术积累, 已经形成年近 50 亿元的销售收入。同时, 公司积极进军新能源电动车领域, 且已经形成了成熟的低速电动车和移动警务车辆产品, 相关产品 2013 年电动车收入已达到 5 亿元。

虽然纯电动汽车已经成为我国重点扶持发展的产业之一, 相关扶持政策支持电动车产



业发展.然而,我们认为未来广大三四线城市的低速电动车, 特别是不需要政府补贴且老百姓买得起、用的好、维护费用低的低速电动车将会率先爆发,相对于 13 年全国 30 多万辆的销售量,未来 3 年将是低速电动车发展的黄金期. 随着未来河南省低速电动车管理办法试点的推出, 将带来整个河南省新能源电动车的发展, 迅速打开数百亿电动车市场空间。

**据公开资料显示:**森源重工(河南奔马)作为许昌市重点支持的低速电动车和警用/专用车辆企业, 规划到 2015 年形成 15 万辆产能, 谨慎预计达产后年收入可达 40-60 亿元 (以铅酸电池车均价计算), 形成 6 亿元利润, 成为区域低速电动车龙头。

#### 4.6 集团子公司森源鸿马进入警务装备目录, 为国内移动警务车前三甲

公司控股股东森源集团子公司森源鸿马新能源电动车有限公司为国内最早研发、生产电动警务车的企业, 也是该产品强制性标准《警用移动式治安检查车》参与起草制定的三家主要公司之一。

移动警务室一般是指包含电脑、一体机、液晶电视、发电机、桌椅、办公服务台、警务服务指南、便民服务箱、人相采集系统等必要装备, 同时也可以配备摄像、红外监控等移动警务防控平台。移动警务室的生产厂家必须进入公安部警用车辆采购目录, 这是一张进门的“许可证”, 公安部警用装备采购中心每年对警用车辆进行招标。由于移动警务室属于特种专用车辆, 许多地方要求企业同时具备国家质量监督检验中心和机械科学研究院工程机械军用改装车实验场共同颁发的“流动警务室”及“流动警务室底盘”试验证书、检测报告以及特种设备制造许可证等。其进入是有一定的门槛壁垒的。

移动警务车目前市场规模大约是一年 6000-8000 量, 按照 20-50 万元/量的售价计算, 整个市场容量在 18-24 亿元。随着我国防控任务的越来越重, 其年需求量增长迅速, 近 3 年增速达到 25-35%左右。预计未来 2 年市场容量可达到 30-40 亿元规模, 保持较稳定状态。

森源集团旗下的森源鸿马警务电动车目前已经拿到 5 个专用车资质, 其销售规模达到数千台。2013 年已经实现收入 5 亿元, 预计 2014 年可实现收入 8 亿元左右, 贡献利润近 1 亿元

## 5. 盈利预测和估值

### 营业收入

- 1) 就公司目前业务情况来看, 传统电气设备业务, 如只依靠电力建设投资带动未来增速较为有限, 预计 2014-2015 年利润增速在 10%左右;
- 2) 公司新的利润增长点来自于光伏电站的建设和“易货贸易”对公司电气设备销售的带动。预计公司 2014-2015 年光伏电站交割为公司带来净利润 1.6 亿元和 3

亿元, 增厚每股收益 0.4 元和 0.75 元; 其次, 公司自有电站产品配套有望为公司带来 1,800 万和 7,300 万元利润, 增厚公司每股盈利 0.04 和 0.18 元; 最后通过“易货贸易”带动电力设备销售增厚公司 2015-2016 年净利润 1.2 亿元和 2.7 亿元, 预计增厚每股收益 0.3 元和 0.76 元。

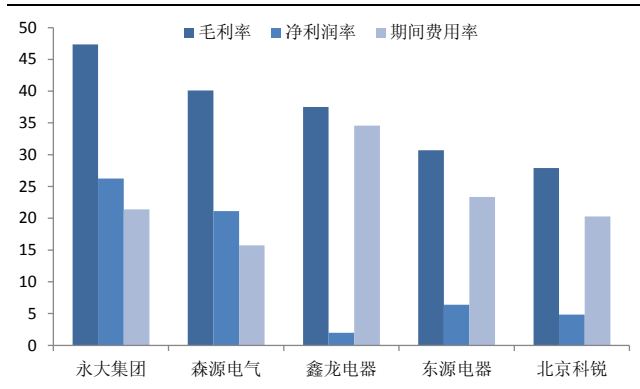
预计公司 2014-2015 年营业收入分别为 32.05 亿元和 61.06 亿元。

**综合毛利率** - 参照行业内其他公司盈利情况, 光伏电站 BT 项目, 毛利率低于公司现有电气设备综合毛利率, 预计随着公司光伏电站交割收入占比的增加, 未来公司综合毛利率会呈现逐步回落的态势, 预计 2014-2015 年公司综合毛利率浮动空间在 27-30%之间。

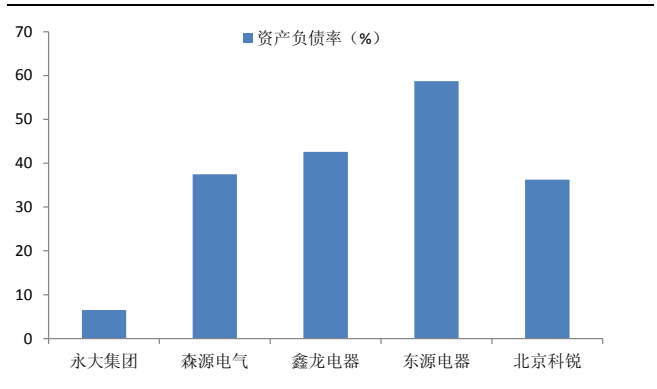
A 股上市公司中与森源电气从事相近业务的公司有 4 家, 分别为永大集团、北京科锐、鑫龙电器以及东源电器。从各公司产品盈利能力及费用率情况来看, 公司各项指标明显高于平均值; 从资产负债情况来看, 公司处于均值附近, 仍具备较强的债权融资能力。

**我们的主要观点:** 1) 光伏电站作为焦裕禄故乡兰考光伏扶贫项目得到各级领导重视, 在河南区域大力推进, 预计今年完成 200MW, 明年完成 400MW, 为公司带来约 1.6 亿和 3 亿元利润; 2) 电站主要分布在黄泛区, 为传统盐碱地, 不占用耕地, 截至到目前已累计拿下 500MW 路条; 3) 光伏电站配套的逆变器、汇流箱、变压器全部可自产; 每 100mw 光伏电站拉升相关产品销售约 1.5 亿元, 贡献利润 1000 万元。预计 13-14 年因电站业务直接拉升收入 2.7 亿元和 6.3 亿元收入, 贡献利润约 1800 万元和 7300 万元; 4) 通过独创的“易货贸易”模式, 每 100MW 电站可拉动传统业务约 3 亿元, 带来约 6000 万利润。按 14-15 年建成 200MW 和 400MW 计算, 则带动 15-16 年销售收入约 5.4 亿元和 12.6 亿元, 约 1.2 亿元和 2.7 亿元利润, 增厚 EPS 约 0.3 元和 0.67 元, 极大拉升传统业务业绩; 5) 集团旗下森源重工、森源鸿马、河南奔马具有汽车及电动车生产资质, 为今后做大做强新能电动车打下基础。6) 集团移动警务车辆进入警用装备目录, 是国内行业标准起草单位之一, 为目前国内最大三家警用车辆生产企业; 7) 集团大力研发新能源电动车, 其产品全正向开发, 经安全碰撞测试, 为业内领先水平。

预计公司 2014-2016 年可实现营业收入 32.05 亿元、61.06 亿元和 84.63 亿元; 分别实现净利润 4.38 亿元、7.96 亿元和 11.26 亿元, 未来 3 年内利润增速近 60%, 每股 EPS 分别为 1.1 元、2.0 元和 2.83 元, 动态 PE 分别为 34 倍、19 倍和 13 倍。**给予 2015 年 35 倍 PE, 则第一目标价 70 元, 尚有近一倍空间, 持续给予“强烈推荐”评级。**

**图 19: 可比公司毛利率、净利率及费用率情况**


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

**图 20: 可比公司资产负债率情况**


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

## 6. 风险提示

- 1) 我国电力建设投资大幅下滑
- 2) 公司光伏电站交割延后

### 盈利预测

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	990.49	1,319.29	3,205.00	6,106.00	8,463.00
主营收入增长率	39.50%	33.20%	142.90%	90.50%	38.60%
EBITDA (百万元)	260.56	375.01	657.32	1,108.62	1,485.32
EBITDA 增长率	61.33%	43.92%	75.28%	68.66%	33.98%
净利润 (百万元)	192.17	259.82	437.74	795.83	1,126.14
净利润增长率	47.20%	35.20%	68.50%	81.80%	41.50%
ROE	16.95%	13.85%	30.23%	36.77%	35.44%
EPS (元)	0.560	0.720	1.100	2.001	2.831
P/E	67.48	52.49	34.35	18.89	13.35
P/B	11.47	8.01	10.38	6.95	4.73

---

EV/EBITDA	50.38	39.63	22.81	13.41	9.52
-----------	-------	-------	-------	-------	------

---

资料来源: 东兴证券研究所

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	1138	2147	3547	4767	6546	<b>营业收入</b>	990	1319	3205	6106	8463
货币资金	212	665	1282	611	886	<b>营业成本</b>	633	817	2295	4447	6180
应收账款	506	810	615	1171	1623	营业税金及附加	4	8	32	61	85
其他应收款	21	30	72	137	190	营业费用	48	62	154	293	406
预付款项	92	87	64	20	-42	管理费用	54	67	160	305	423
存货	297	442	1063	2059	2861	财务费用	21	28	34	33	-1
其他流动资产	0	100	100	100	100	资产减值损失	15.02	25.45	3.60	3.60	3.60
<b>非流动资产合计</b>	603	671	791	977	1069	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	558.80	555.91	689.22	710.74	722.39	<b>营业利润</b>	217	312	526	963	1366
无形资产	37	38	35	#REF!	27	营业外收入	93.48	5.68	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	82.51	0.08	0.50	0.50	0.50
<b>资产总计</b>	1741	2819	4338	5744	7616	<b>利润总额</b>	228	317	534	971	1373
<b>流动负债合计</b>	561	837	2746	3338	4014	所得税	34	50	96	175	247
短期借款	338	495	1240	445	0	<b>净利润</b>	194	267	438	796	1126
应付账款	140	187	591	1145	1592	少数股东损益	2	7	0	0	0
预收款项	18	24	28	34	42	归属母公司净利润	192	260	438	796	1126
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	261	375	657	1109	1485
<b>非流动负债合计</b>	32	80	80	80	80	<b>BPS (元)</b>	0.56	0.72	1.10	2.00	2.83
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	593	918	2827	3418	4094	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	14	25	25	25	25	营业收入增长	39.47%	33.20%	142.93%	90.51%	38.60%
实收资本 (或股本)	344	398	398	398	398	营业利润增长	59.36%	43.83%	68.88%	82.97%	41.83%
资本公积	351	822	0	0	0	归属于母公司净利润增长	68.50%	81.80%	68.46%	81.74%	41.46%
未分配利润	378	573	923	1560	2461	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	1134	1876	1448	2164	3178	毛利率 (%)	36.06%	38.06%	28.39%	27.17%	26.98%
<b>负债和所有者权益</b>	1741	2819	4300	5607	7297	净利率 (%)	19.60%	20.24%	13.67%	13.04%	13.30%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润 (%)	11.03%	9.22%	10.10%	13.86%	14.78%
						ROE (%)	16.95%	13.85%	30.23%	36.77%	35.44%
<b>经营活动现金流</b>	-81	28	958	439	866	<b>偿债能力</b>					
净利润	194	267	438	796	1126	资产负债率 (%)	34%	33%	66%	61%	
折旧摊销	22.83	35.39	0.00	112.61	120.29	流动比率	2.03	2.56	1.29	1.43	1.63
财务费用	21	28	34	33	-1	速动比率	1.50	2.04	0.90	0.81	0.92
应收账款减少	0	0	195	-556	-452	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	3	6	8	总资产周转率	0.24	0.30	0.80	1.72	2.11
<b>投资活动现金流</b>	-223	-368	-185	-204	-34	应收账款周转率	34	43	38	40	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.92	16.88	42.80	68.23	67.90
长期股权投资减少	0	0	19	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.56	0.72	1.10	2.00	2.83
<b>筹资活动现金流</b>	-57	785	-156	-907	-557	每股净现金流 (最新摊薄)	-1.05	1.12	1.55	-1.69	0.69
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.30	4.72	3.64	5.44	7.99
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	-746	-692	-692	-692	-692	P/E	68.48	53.26	34.86	19.17	13.55
资本公积增加	-1091	-640	-1474	0	0	P/B	11.64	8.13	10.54	7.05	4.80
<b>现金净增加额</b>	-361	445	617	-672	275	EV/EBITDA	51.12	40.23	23.14	13.61	9.67

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 弓永峰 首席分析师, 组长

清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 东兴证券中小市值团队首席分析师, 组长。电力设备与新能源行业首席分析师、组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年, 在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇, 并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年获东兴证券年度“先进工作者”称号。2010 年获得中国金牌分析师排行榜第二名(机械类); 2011 年团队获得“新财富”中小市值研究机构第五名; 2012 年带领团队获得第六届“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名; 获得第二届(2012)“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。2013 年带领团队获得“水晶球”电力设备行业公募第七、私募第五名, 带团队获金融界“慧眼识券商”(2013)分析师擂台赛公用事业第三名, 获 21 世纪网“金牌分析师”(2013)电力及新能源第八名(综合), 获 21 世纪网“金牌分析师”电力及新能源第十名(准确度); 2014 年带团队获得第八届水晶球“最具特色研究机构”第三名、第八届水晶球“中小盘”第五名、第八届水晶球“新能源”非公募类第三名、综合第五名、“电力设备”非公募类第七名, 带团队获得 Wind 第二届“看蚂蚁”(2014)电力设备与新能源最佳研究团队第五名; 主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、循环经济与节能环保以及高端装备制造、军工及新材料等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质一、二级市场标的。

### 东兴证券中小市值团队简介

#### 弓永峰 首席分析师, 组长

清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 东兴证券中小市值团队首席分析师, 组长; 电力设备与新能源行业首席分析师、组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年获东兴证券年度“先进工作者”称号。2010 年获得中国金牌分析师排行榜第二名(机械类); 2011 年团队获得“新财富”中小市值研究机构第五名; 2012 年带领团队获得第六届“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名; 获得第二届(2012)“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。2013 年带领团队获得“水晶球”电力设备行业公募第七、私募第五名, 带团队获金融界“慧眼识券商”(2013)分析师擂台赛公用事业第三名, 获 21 世纪网“金牌分析师”(2013)电力及新能源第八名(综合), 获 21 世纪网“金牌分析师”电力及新能源第十名(准确度); 2014 年带团队获得第八届水晶球“最具特色研究机构”第三名、第八届水晶球“中小盘”第五名、第八届水晶球“新能源”非公募类第三名、综合第五名、“电力设备”非公募类第七名, 带团队获得 Wind 第二届“看蚂蚁”(2014)电力设备与新能源最佳研究团队第五名; 主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、循环经济与节能环保以及高端装备制造、军工及新材料等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质一、二级市场标的。

#### 何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士, 曾任职于东海证券。2014 年初加盟东兴证券研究所中小市值团队, 2014 年参与团队获得第八届水晶球“最具特色研究机构”第三名、第八届水晶球“中小盘”第五名、第八届水晶球“新能源”非公募类第三名、综合第五名, 参与团队获得 Wind 第二届“看蚂蚁”(2014)电力设备与新能源最佳研究团队第五名。现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究。

### 高坤 研究员

产业经济学硕士, 2009 年加盟东兴证券研究所, 从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

### 宋凯 研究员

中小市值研究员, 制药工程专业硕士, 研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

### 孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士, 资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究, 2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景, 擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘, 精于相对收益与绝对收益的把控, 注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

### 汤杰 研究员

经济学(金融方向)学士, 美国金融硕士, 曾就职于美国研究机构 JG-Capital, 从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所, 现专注于 TMT 互联网行业研究。

### 罗柏言 研究员

经济学硕士, 4 年工作经验, 对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解, 擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组, 现专注于中小市值策略研究。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。