



东兴证券
DONGXING SECURITIES

中以博胜 小求精当

再现“以货易货”优势，确保电站交割

2014年12月2日

强烈推荐/维持

森源电气 事件点评

——森源电气（002358）事件点评

首席分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051 010-66554025 gongyf@dxzq.net.cn

分析师：何昕

中小市值团队：弓永峰 何昕 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

事件：

- 1、公司与北京科诺伟业签订了《兰考县地面光伏电站项目合作意向协议书》，科诺伟业承接公司兰考 200MWp 光伏项目中 8 区和 9 区 PC 工程，实际装机容量共计 39.974 MWp，合作金额共计 2.79 亿元。同时，双方约定，科诺伟业方承接森源电气工程的同时，将按照市场公允价格采购森源电气自产的电气设备，采购金额与本次实施 PC 工程总结算金额不小于 1:2 的比例采购。我们测算，此次协议将拉动 15 年森源电气设备订单约 1.4 亿元，为公司带来约 2800 万元利润；29.974MW 电站建设自身拉动相关配套电气设备需求约 0.56 亿元，贡献利润约 500 多万元；而未来电站建成直接出售将带来约 3200 万元利润，累计为公司贡献利润约 6500 万元，增厚 EPS 约 0.16 元。

我们的主要观点：1) 科诺伟业 39.97MW 合作总包项目为公司带来约 6500 万元利润，显现以货易货的独特交易策略优势；2) 已累计拿下 1.1GW 电站项目，预计 14-15 年交割 200MW 和 400MW 光伏电站，为公司直接带来约 1.6 亿和 3 亿元利润；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，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 2014-2016 年净利润 4.38 亿元、7.96 亿元和 11.26 亿元，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。

点评：

1. 再现“以货易货”模式魔力，力促电站建设交割。

公司与北京科诺伟业签订了《兰考县地面光伏电站项目合作意向协议书》，科诺伟业承接公司兰考 200MWp 光伏项目中 8 区和 9 区 PC 工程，实际装机容量共计 39.974 MWp，合作金额共计 2.79 亿元。同时，双方约定，科诺伟业方承接森源电气工程的同时，将按照市场公允价格采购森源电气自产的电气设备，采购金额与本次实施 PC 工程总结算金额不小于 1:2 的比例采购。我们测算，此次协议将拉动 15 年森源电气设备订单约 1.4 亿元，为公司带来约 2800 万元利润；29.974MW 电站建设自身拉动相关配套电气设备需求约 0.56 亿元，贡献利润约 500 多万元；而未来电站建成直接出售将带来约 3200 万元利润，累计为公司贡献利润约 6500 万元，增厚 EPS 约 0.16 元。

我们预计600MW电站完全建成转让后直接带来4.8亿元利润, 为公司13年利润的1.85倍, 若按3年期实施, 则每年增厚利润1.6亿元, EPS约0.41元, 极大拉升公司业绩; 若考虑到其对配套产品的需求和独特的“以货易货”模式的对传统产品的拉升, 则直接拉升配套产品9亿元, 增加传统产品销售约18亿元, 分别带来6000万元和3.6亿元利润, 按三年实施则每年增厚传统主业1.4亿元, 拉升EPS约0.36元。综合来看, 600MW电站实施将每年为公司带来近3亿元利润, 拉升EPS约0.77元。

据悉, 洛阳市是河南省率先给予分步光伏电站“市政府补贴”的城市, 对于采用本市组件的分布式光伏电站, 给予运营商0.1元/瓦的补贴连续三年。按照此测算, 相当于光伏电站建成前3年上网电价提升0.1元/度, 对光伏电站投资收益拉升明显, 无论是运营或者BT转让, 都会为公司项目带来较高溢价。

2. 河南地区光伏电站进入大发展阶段

据悉, 河南省2014年光伏电站新增达到700MW, 其中地面集中式电站约200MW, 其余500MW为分布式电站。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给河南的光伏电站指标不敢接, 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开, 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, 若将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光伏电站项目的公司来讲, 无疑抓住了先发优势。

3. 独特的“以货易货”的模式带动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. 逆变器、汇流箱及变压器等产品积极配套自身电站业务, 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。

5. 300MW 电站获得发改委备案, 确保 15 年电站开发量

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 EPS 0.63 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 亿元、0.75 元。

6. 光伏电站建设黄金期, 分布式电站装机规模仍有提升空间

我国正处于光伏电站建设的黄金时期, 截止 2013 年我国光伏发电累计装机容量已达到 17.16GW, 其中大规模光伏电站容量为 11.18GW, 分布式光伏发电累计装机约为 5.98GW。根据国家能源局发布的 2014 年光伏装机规划来看, 国内大规模地面光伏电站的建设已经进出成熟期, 计划年内装机规模为 6GW, 同比下降近 40%, 而分布式光伏电站规划装机规模达到 8GW, 同比大幅提升。从实际发展情况来看, 受到融资难、并网难等因素影响, 我国分布式光伏电站的发展速度仍受到一定的制约, 近期一系列稳定分布式电站收益政策的出台, 为分布式电站发展带来契机。我们研判随着后续各负面因素的逐步捋顺, 未来 3 年我国分布式光伏电站装机规模仍有较大的提升空间。

公司抓住机遇, 积极进军布式光伏电站工程建设领域, 未来将受益于行业的快速发展与扩容, 电站业务收入

与利润有望保持高增长。

7. 避免占用耕地、林地，利用“黄泛区”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。

8. 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车辆生产相关公司。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。

9. 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工程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。

盈利预测:

预计 2014-2015 年随着光伏电站交割确认, 公司业绩进入高速增长阶段, 可分别实现每股盈利 1.10 元、2 元, 对应 PE33 和 18 倍, 给予 2015 年 35 倍 PE, 目标价为 70 元, 给予“强烈推荐”评级。

投资建议:

我们主要观点 1) 科诺伟业 39.97MW 合作总包项目为公司带来约 6500 万元利润, 显现以货易货的独特交易策略优势; 2) 已累计拿下 1.1GW 电站项目, 预计 14-15 年交割 200MW 和 400MW 光伏电站, 为公司直接带来约 1.6 亿和 3 亿元利润; 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, 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 2014-2016 年净利润 4.38 亿元、7.96 亿元和 11.26 亿元, 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 33 倍、18 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。

投资风险:

1. 我国光伏电站建设进度低于预期
2. 公司传统业务下游需求持续低迷

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	64.64	50.28	32.91	18.09	12.79
P/B	10.98	7.68	9.95	6.65	4.53
EV/EBITDA	48.28	37.95	21.84	12.84	9.10

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 电力设备与新能源行业首席研究员, 新兴产业组组长。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、ICEG 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 年带领团队获得第六届（2012）“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。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，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股票标的。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。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 年带领团队获得第六届（2012）“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。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，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股票标的。

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。

孙玉姝

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。

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，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

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。