

## 森源电气 (002358.SZ)

### 光伏和集团双驱动，超预期增长可期

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

**55**

首席分析师

高级分析师 沈成

曾朵红

S0740514080003

S0740514080001

shencheng@r.qlzq.com.cn

021-20315167

高级分析师 张俊

zengdh@r.qlzq.com.cn

S0740514080002

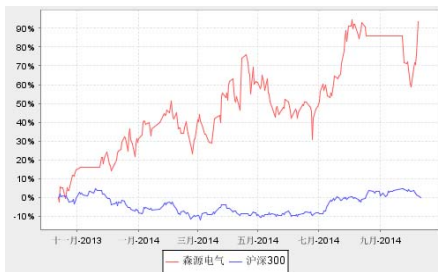
2014年10月28日

zhangjun@r.qlzq.com.cn

#### 基本状况

总股本(百万股)	397.80
流通股本(百万股)	214.53
市价(元)	32.23
市值(百万元)	12821.02
流通市值(百万元)	6914.30

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	992.49	1,319.29	3,043.63	5,294.40	7,532.30
营业收入增速	39.76%	32.93%	130.70%	73.95%	42.27%
净利润增长率	46.53%	35.81%	70.04%	75.51%	41.32%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.65	1.11	1.95	2.75
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	21.83	32.92	35.40	20.17	14.27
PEG	0.47	0.92	0.51	0.27	0.35
每股净资产(元)	3.43	4.72	5.50	6.96	9.07
每股现金流量	-0.26	0.07	-2.59	-1.67	-1.15
净资产收益率	16.23%	13.85%	20.20%	28.02%	30.37%
市净率	3.54	4.56	7.15	5.65	4.33
总股本(百万股)	344.00	397.80	397.80	397.80	397.80

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 传统开关柜业务稳定，借助光伏电站易货贸易未来有望快速增长。**公司开关柜业务原本是全国排名前几的品牌，上市后公司通过提升装备能力和加快开拓电力、石化、冶金等市场，迅速跻身到全国第一的中低压开关柜第一品牌，公司同时培育的有源滤波装置，因为市场协同，迅速也成为国内规模最大的企业。公司2013年下半年开始确立大电气战略，开始往电气总包方向拓展。光伏电站建设本身需要较多的电气设备，包括开关柜、箱变、无功补偿等，公司通过易货贸易的形式，成功进入光伏EPC企业的电气采购名单，并保障较大的采购量，今年光伏电站建设完200MW后明年将伴随易货贸易带来较大的采购量，将有效保障明年传统业务快速增长。
- 兰考光伏潜在装机规划超过3GW，当前200MW预计年底完成，将大幅增厚利润。**公司2013年12月收购郑州森源新能源91.6%股权并实现并表，主要是LED节能路灯、光伏电站项目，在河南省内公司市场优势非常突出。目前已开工的项目为兰考的200MW，根据公司计划，目前正在紧张施工中，预计年底建完，建完以后公司将及时转让，预计每瓦盈利约0.8元，如果全部转让，增厚今年业绩约1.6亿元。同时公司近期公告以郑州森源新能源投资建设位于兰考县总装机容量为200MWp的分布式光伏电站和100MWp分布式渔光互补光伏发电工程项目已收到发改委出具的项目登记备案确认书，公司在兰考适合建设光伏电站的滩涂超过10万亩，潜在装机容量超过3GW。此前公司也已公布与洛阳市政府签订200MW《地面光伏电站建设项目投资框架协议》，尽管还未开工，洛阳市潜在装机也较为可观。
- 河南森源集团是上市公司快速发展的强大支撑，同时上市公司也助力集团更快发展。**河南森源集团和董事长是森源电气的控股股东，森源集团创建于1992年，拥有电气、车辆、新能源和投资物贸四大板块，下属森源电气、森源重工、森源奔马等19家子公司，并参与首批国有企业混合所有制改革，成为中信国

- 安集团的第三大股东，尤其是车辆板块森源重工和森源奔马等具有专用车辆生产资质，警用车全国闻名，早已开始布局电动车，努力争取电动车生产资质，很可能是第一批电动车资质放开许可的企业。集团资产总值106亿元，2013年年销售收入达132亿元，而2012年销售收入破100亿，约为上市公司营收规模的4倍，为上市公司的发展提供强大支撑，而上市公司也可以为集团需要快速培育的产业提供平台，集团去年11月注入上市公司的郑州新能源今年发展良好则是集团和上市公司双赢的经典案例。
- **盈利预测与估值：**预计2014-2016年EPS分别为1.11/1.95/2.75元，同比增长70/76/41%，考虑到公司在光伏电站的储备和集团在电动车领域的规划布局，给予2015年28倍PE，目标价55元，维持买入评级。
- **风险提示：**宏观经济持续低迷、光伏电站建设进度低于预期。

**图表 1: 森源电气财务三张表**

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>1,319</b>	<b>3,044</b>	<b>5,294</b>	<b>7,532</b>	货币资金	665	472	766	1,018
增长率	32.9%	130.7%	74.0%	42.3%	应收款项	848	1,813	3,163	4,494
营业成本	-817	-2,156	-3,785	-5,410	存货	442	1,081	1,521	2,175
%销售收入	61.9%	70.8%	71.5%	71.8%	其他流动资产	192	371	571	771
毛利	502	887	1,509	2,122	流动资产	2,147	3,737	6,020	8,457
%销售收入	38.1%	29.2%	28.5%	28.2%	%总资产	76.2%	83.5%	88.1%	90.6%
营业税金及附加	-8	-19	-33	-47	长期投资	13	13	13	13
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	607	679	749	818
营业费用	-62	-113	-159	-226	%总资产	21.5%	15.2%	11.0%	8.8%
%销售收入	4.7%	3.7%	3.0%	3.0%	无形资产	39	38	37	36
管理费用	-67	-122	-180	-226	非流动资产	671	741	810	878
%销售收入	5.1%	4.0%	3.4%	3.0%	%总资产	23.8%	16.5%	11.9%	9.4%
息税前利润 (EBIT)	365	634	1,138	1,623	<b>资产总计</b>	<b>2,819</b>	<b>4,478</b>	<b>6,831</b>	<b>9,336</b>
%销售收入	27.7%	20.8%	21.5%	21.6%	短期借款	495	1,467	2,763	3,949
财务费用	-28	-52	-122	-195	应付款项	291	534	905	1,275
%销售收入	2.1%	1.7%	2.3%	2.6%	其他流动负债	52	167	239	295
资产减值损失	-25	-40	-59	-69	流动负债	837	2,168	3,907	5,519
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	其他长期负债	80	80	80	80
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>918</b>	<b>2,248</b>	<b>3,987</b>	<b>5,599</b>
营业利润	312	542	957	1,360	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,876</b>	<b>2,187</b>	<b>2,767</b>	<b>3,608</b>
营业利润率	23.6%	17.8%	18.1%	18.1%	少数股东权益	25	43	77	129
营业外收支	6	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,819</b>	<b>4,478</b>	<b>6,831</b>	<b>9,336</b>
税前利润	<b>317</b>	<b>547</b>	<b>962</b>	<b>1,365</b>					
利润率	24.0%	18.0%	18.2%	18.1%	<b>比率分析</b>				
所得税	-50	-87	-153	-217		2013	2014E	2015E	2016E
所得税率	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	<b>每股指标</b>				
净利润	267	460	809	1,148	每股收益 (元)	0.653	1.111	1.949	2.755
少数股东损益	7	18	34	52	每股净资产 (元)	4.716	5.497	6.956	9.071
归属于母公司的净利润	<b>260</b>	<b>442</b>	<b>775</b>	<b>1,096</b>	每股经营现金净流 (元)	0.071	-2.586	-1.674	-1.148
净利率	19.7%	14.5%	14.6%	14.5%	每股股利 (元)	0.140	0.329	0.491	0.640
					<b>回报率</b>				
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>					净资产收益率	13.85%	20.20%	28.02%	30.37%
	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	9.22%	9.87%	11.35%	11.74%
净利润	267	460	809	1,148	投入资本收益率	17.86%	16.60%	19.82%	20.51%
少数股东损益	0	18	34	52	<b>增长率</b>				
非现金支出	61	50	70	81	营业总收入增长率	32.93%	130.70%	73.95%	42.27%
非经营收益	24	56	126	202	EBIT增长率	44.72%	73.71%	79.40%	42.69%
营运资金变动	-324	-1,594	-1,670	-1,887	净利润增长率	35.81%	70.04%	75.51%	41.32%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>28</b>	<b>-1,011</b>	<b>-632</b>	<b>-405</b>	总资产增长率	55.26%	58.88%	52.53%	36.68%
资本开支	49	75	75	75	<b>资产管理能力</b>				
投资	-319	0	0	0	应收账款周转天数	197.8	208.0	208.0	208.0
其他	0	0	0	0	存货周转天数	169.3	182.5	146.0	146.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-368</b>	<b>-75</b>	<b>-75</b>	<b>-75</b>	应付账款周转天数	75.6	54.8	54.8	54.8
股权募资	700	0	0	0	固定资产周转天数	154.4	70.7	45.3	35.1
债权募资	157	972	1,296	1,186	<b>偿债能力</b>				
其他	-71	-61	-261	-402	净负债/股东权益	-8.92%	44.60%	70.22%	78.44%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>785</b>	<b>911</b>	<b>1,034</b>	<b>784</b>	EBIT利息保障倍数	13.1	12.1	9.4	8.3
<b>现金净流量</b>	<b>445</b>	<b>-174</b>	<b>327</b>	<b>304</b>	资产负债率	32.55%	50.20%	58.37%	59.97%

来源: 齐鲁证券研究所

### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

### 重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。