



# 牵手中民投，打造光伏电站投资、建设、运营一体化

## ——森源电气（002358）事件点评

### 事件：

公司通过其官方网站发布新闻称，2015年1月公司与中国民生投资股份有限公司（以下简称“中民投”）签订合作协议，双方计划共同投资进行光伏电站建设与运营。河南森源将作为未来项目的实施人和承建方，而中民投作为光伏电站的运营管理方，双方将共同对洛阳和兰考项目进行投资建设，2015年总装机容量不低于600MW。

### 点评：

**1. 牵手中民投，打造光伏电站投资-建设-运营一体化。**光伏电站建设项目的获取以及建成项目的交割能力，是考量光伏电站总承包企业行业竞争力的两项重要指标。2014年公司大举进军光伏电站建设以来，已先后在河南兰考县、洛阳市等区域内先后获得光伏电站建设项目储备4GW以上。如按照公司前期规划3-5年建设完成则2015-2017年均光伏电站建设规模将达到800-1,300MW，充足的项目储备已能确保公司未来数年内光伏电站建设业务的持续发展和快速壮大。

此次，公司与中民投合作，重点在于确保未来建成光伏电站项目的退出与交割。2014年中民投已成立中民新能源投资公司，注册资本80亿元，专注于从事新能源项目的开发、投资、建设与运营维护，争取在5年内投资2,000亿元，实现累计光伏装机容量20GW。双方已约定2015年共同开发洛阳、兰考光伏电站项目，装机容量不低于600MW。

**2. 实体与金融相结合，实现互补、双赢。**中民投成立初期就已金融服务实体、过剩产业整合为出发点，旗下9家子公司中，中民新能源的业务推进也是最快的。通过在光伏电站建设-运营环节的投资，可间接带动上游产业链中优质企业的盈利水平回升。而在资金成本方面，预计中民投用于光伏电站项目中的资金成本仅在5%左右。

因此，与中民投合作除了在电站交割方面可为公司带来保障外，也可为公司在电站建设过程中提供充裕和低成本的资金支持。而中民投正好借助公司在我国中部地区光伏电站建设领域的龙头地位，巩固自身在光伏领域的布局，实现其在光伏领域中长期的发展目标。

2015年01月26日

强烈推荐/维持

森源电气

事件点评

### 何昕

010-66554026

he-xin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514050001

### 交易数据

52周股价区间(元)	38.4-23.31
总市值(亿元)	152.75
流通市值(亿元)	77.52
总股本/流通A股(万股)	39780/20187
流通B股H股(万股)	/
52周日均换手率	1.68

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 《森源电气（002358）：高送转分红彰显实力与信心，低估值高成长进入发展新阶段》2014-12-29
- 《森源电气（002358）：200MW光伏电站实现交割，业绩进入高增长阶段》2014-12-17
- 《森源电气（002358）：200MW光伏电站实现交割，业绩进入高增长阶段》2014-12-17
- 《森源电气（002358）：独享洛阳3GW光伏电站，确保未来5年高增长》2014-12-10

公司与中民投的合作可实现两家公司优势资源的互补，共同推动光伏电站项目建设-运营的顺利进行。

### 3. 2014年电站交割符合预期，2015年保守预期交割400MW。

2014年公司作为EPC总包方投资建设的兰考县200MW地面光伏电站项目已经于去年12月完成交割，预计可为公司带来不低于1.6亿元的净利润。按照公司光伏业务发展规划，预计2015年公司将开工建设光伏电站规模不低于600MW，交割电站规模不低于400MW，可为公司带来3亿元左右的净利润。

### 4. 光伏电站电气设备自给率高，“以货易货”同步带动业绩增长

公司已经具备成熟的光伏电站用逆变器、汇流箱、开关柜等电气产品和产能，并在前期交割200MW地面电站使用效果良好。按照光伏电站建设成本测算，电气设备占项目投资比例约为20%左右，公司前期200MW地面电站带动公司相关电气设备销售增长约为2.7亿元。如2015年实现公司既定目标，电站建设可带动公司电气设备产品收入不低于6亿元。

同时，公司在行业内率先采用“以货易货”模式，与EPC施工方签订总额为50%的电气设备采购合同，100MW工程项目带动电气产品销售收入达3亿元左右。如此模式得以延续，预计2015年公司通过“以货易货”模式可在提升电气设备销售12亿元左右。

### 5. 我国中部将迎光伏电站建设黄金期，公司为区域内龙头企业

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。保守预计未来3年河南地区光伏装机年增量迅速超过1GW，进入爆发式发展时期。

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，截至到目前为止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获利能力更强。

### 6. 集团公司布局电动车，产品已进入警务装备目录

**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/汽车牌照资质的奔马集团，随后整合形成森源重工（河南奔马）。目前，借助这一平台公司在电动车领域已经形成了成熟产品以及市场突破，主要产品以销售低速电动车和纯电动警务车辆为主，2013年电动车收入已达到数亿元。

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。

同时,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年实现收入8亿元左右,贡献利润近1亿元。

### 结论:

前期200MW光伏电站交割见证公司电站成熟的商业模式且实现收益2亿元,确保14-15年业绩高增长;2)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;3)作为中原地区光伏电站业务龙头,后续优质电站项目资源丰富,已独揽河南省唯一具有市级补贴洛阳市3GW光伏电站项目,为后续持续增长打下伏笔;4)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;5)作为光伏发展洼地的中部地区,公司借助光伏扶贫、农光互补等项目有效解决土地资源问题,打开中部地区光伏发展的大门,为未来3年中部地区光伏大发展的受益者;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。8)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源电动车打下基础。

保守预计2014-2016年净利润4.38亿元、7.96亿元和11.26亿元,利润增速超50%,每股EPS分别为1.1元、2.0元和2.83元,动态PE分别为34倍、18倍和13倍。给予2015年30-35倍PE,则第一目标价60-70元,持续给予“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 1. 我国分布式光伏电站建设推进速度低于预期; 2. 公司传统业务下游需求不振

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	70.91	55.15	36.10	19.85	14.03
P/B	12.05	8.42	10.91	7.30	4.97
EV/EBITDA	52.91	41.67	23.97	14.10	10.04

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 何昕

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年参与团队获得第十二届新财富“中小市值研究机构”第五名；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。

## 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。