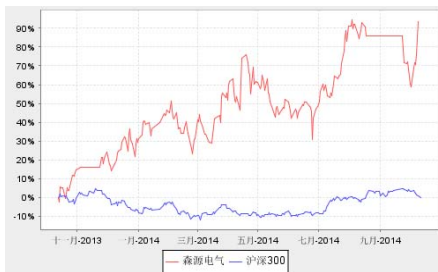


森源电气 (002358.SZ)
与中民投合作，将加快光伏电站开发

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 55
 首席分析师: 曾朵红 高级分析师: 沈成
 S0740514080001 S0740514080003
 021-20315167 021-20315203
 zengdh@r.qlzq.com.cn shencheng@r.qlzq.com.cn
 2015年1月27日

基本状况

总股本(百万股)	397.80
流通股本(百万股)	204.53
市价(元)	37.83
市值(百万元)	15048.69
流通市值(百万元)	7737.37

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

- 引入中民投签署合作协议，全力推进光伏电站建设。** 中国证券报及森源电气网站上报道，森源电气日前表示，公司已与中国民生投资股份有限公司签订合作协议，双方将共同投资进行光伏电站建设与运营，双方约定由河南森源作为光伏发电项目实施人和建设方，中民投作为运营管理方，共同实施洛阳、兰考光伏电站项目建设，2015年总装机容量不低于600MW。
- 中民投具有国内一流的投资团队和极丰富的筹资渠道，森源和中民投合作有助于其在新能源领域优势互补。** 中国民生投资股份有限公司于2014年5月9日在上海注册成立，注册资本500亿元人民币，59家参股股东均为大型民营企业，涉及机械制造、冶金、信息科技、资产管理、环保、新能源、电力、电子商务等领域，参股企业资产总额高达近1万亿元。中民投董事局主席董文标为原民生银行董事长，董事局成员均为国内知名企业董事长/总裁，公司具有极强的融资能力和明星投资团队。森源电气与中民投合作，可为今后光伏电站建设提供充足的资金。而中民投也可借助森源电气的产业优势加速其在新能源领域的布局。
- 兰考、洛阳总计6.5GW光伏潜在装机规划，2015年光伏电站EPC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。公司去年以郑州森源新能源投资建设位于兰陵县总装机容量为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。公司去年12月与洛阳市政府签订《地面农光互补电站建设项目投资框架协议》，用3—5年时间，建设3GW地面农光互补电站。2014年森源电气最终在兰考做完200MW光伏电站EPC项目，并转让给森源集团，2015年有了中民投的加入，600MW光伏电站的完成有了很好的保障。按照0.8元/瓦的盈利计算，有望带来48亿的利润。

- **传统开关柜业务稳定，光伏电站建设提速带动的易货贸易有望加速传统业务增长。**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，去年光伏电站建设 200MW，此次和中民投合作今年建设 600MW 以上，将通过易货贸易带来较大的采购量，有效保障今年传统业务快速增长。
- **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)				
	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	1,319	3,044	5,294	7,532
增长率	32.9%	130.7%	74.0%	42.3%
营业成本	-817	-2,156	-3,785	-5,410
% 销售收入	61.9%	70.8%	71.5%	71.8%
毛利	502	887	1,509	2,122
% 销售收入	38.1%	29.2%	28.5%	28.2%
营业税金及附加	-8	-19	-33	-47
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-62	-113	-159	-226
% 销售收入	4.7%	3.7%	3.0%	3.0%
管理费用	-67	-122	-180	-226
% 销售收入	5.1%	4.0%	3.4%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	365	634	1,138	1,623
% 销售收入	27.7%	20.8%	21.5%	21.6%
财务费用	-28	-52	-122	-195
% 销售收入	2.1%	1.7%	2.3%	2.6%
资产减值损失	-25	-40	-59	-69
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	312	542	957	1,360
营业利润率	23.6%	17.8%	18.1%	18.1%
营业外收支	6	5	5	5
税前利润	317	547	962	1,365
利润率	24.0%	18.0%	18.2%	18.1%
所得税	-50	-87	-153	-217
所得税率	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
净利润	267	460	809	1,148
少数股东损益	7	18	34	52
归属于母公司的净利润	260	442	775	1,096
净利率	19.7%	14.5%	14.6%	14.5%

资产负债表 (人民币百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	665	472	766	1,018
应收款项	848	1,813	3,163	4,494
存货	442	1,081	1,521	2,175
其他流动资产	192	371	571	771
流动资产	2,147	3,737	6,020	8,457
% 总资产	76.2%	83.5%	88.1%	90.6%
长期投资	13	13	13	13
固定资产	607	679	749	818
% 总资产	21.5%	15.2%	11.0%	8.8%
无形资产	39	38	37	36
非流动资产	671	741	810	878
% 总资产	23.8%	16.5%	11.9%	9.4%
资产总计	2,819	4,478	6,831	9,336
短期借款	495	1,467	2,763	3,949
应付款项	291	534	905	1,275
其他流动负债	52	167	239	295
流动负债	837	2,168	3,907	5,519
长期贷款	0	0	0	0
其他长期负债	80	80	80	80
负债	918	2,248	3,987	5,599
普通股股东权益	1,876	2,187	2,767	3,608
少数股东权益	25	43	77	129
负债股东权益合计	2,819	4,478	6,831	9,336

比率分析				
	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标				
每股收益 (元)	0.653	1.111	1.949	2.755
每股净资产 (元)	4.716	5.497	6.956	9.071
每股经营现金净流 (元)	0.071	-2.586	-1.674	-1.148
每股股利 (元)	0.140	0.329	0.491	0.640
回报率				
净资产收益率	13.85%	20.20%	28.02%	30.37%
总资产收益率	9.22%	9.87%	11.35%	11.74%
投入资本收益率	17.86%	16.60%	19.82%	20.51%
增长率				
营业总收入增长率	32.93%	130.70%	73.95%	42.27%
EBIT 增长率	44.72%	73.71%	79.40%	42.69%
净利润增长率	35.81%	70.04%	75.51%	41.32%
总资产增长率	55.26%	58.88%	52.53%	36.68%
资产管理能力				
应收账款周转天数	197.8	208.0	208.0	208.0
存货周转天数	169.3	182.5	146.0	146.0
应付账款周转天数	75.6	54.8	54.8	54.8
固定资产周转天数	154.4	70.7	45.3	35.1
偿债能力				
净负债/股东权益	-8.92%	44.60%	70.22%	78.44%
EBIT 利息保障倍数	13.1	12.1	9.4	8.3
资产负债率	32.55%	50.20%	58.37%	59.97%

现金流量表 (人民币百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	267	460	809	1,148
少数股东损益	0	18	34	52
非现金支出	61	50	70	81
非经营收益	24	56	126	202
营运资金变动	-324	-1,594	-1,670	-1,887
经营活动现金净流	28	-1,011	-632	-405
资本开支	49	75	75	75
投资	-319	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金净流	-368	-75	-75	-75
股权募资	700	0	0	0
债权募资	157	972	1,296	1,186
其他	-71	-61	-261	-402
筹资活动现金净流	785	911	1,034	784
现金净流量	445	-174	327	304

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。