证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

电气设备

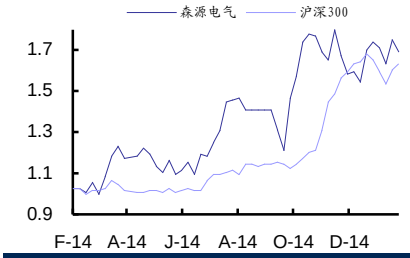
森源电气（002358） 买入

2014 年业绩快报点评

（维持评级）

2015 年 02 月 27 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通（百万股）	398/202
总市值/流通（百万元）	14,540/7,378
上证综指/深圳成指	3,298/11,751
12 个月最高/最低元）	40.90/19.29

相关研究报告：

《森源电气-002358-重大事件快评：15 年高增长已然锁定》 ——2015-01-27

《森源电气-002358-重大事件快评：全年业绩预期基本会兑现，不排除超预期可能》 ——2014-12-17

《森源电气-002358-重大事件快评：3GW 电站锁定更长期业绩增长》 ——2014-12-10

《森源电气-002358-重大事件快评：惊喜连连》 ——2014-11-18

《森源电气-002358-前期判断正逐步兑现，上调盈利及合理估值》 ——2014-11-17

证券分析师：杨敬梅

电话：021-60933160

E-MAIL：yangjmei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511030001

财报点评

业绩实质上符合预期

- **数据显示业绩略低于预期**

  2014 年公司实现销售收入 22.74 亿(+72.38%)，营业利润 4.39 亿(+40.81%)，利润总额 4.57 亿（+43.92%），净利润 3.85 亿（+44.30%），归属于上市公司股东的净利润 3.77 亿（+45.04%）。报表数据略低于预期。

- **新增收入主要来源于光伏电站转让**

  根据我们判断，公司传统业务在 2015 年保持稳定，新增收入主要来自于光伏电站转让。

- **业绩低于预期的原因估计是坏账准备计提**

  按照公司传统业务及光伏电站转让收益的测算，公司 14 年正常利润应该是 4.5 亿左右。

  公司向集团转让光伏电站的过程中会产生应收账款，按照公司的过往会计政策，这部分应收账款不需要计提减值准备。

  公司有可能会基于谨慎性原则计提相应的减值准备。

- **多计的减值准备会在以后年份冲回**

  随着应收账款的收回我们预计多计的减值准备会在以后年份冲回，反而会对以后年份的净利润形成有利影响。

- **公司的看点没发生改变，维持 15 以后盈利预测及“买入”评级**

  2014/2015/2016 年净利润分别为 3.86 /8.80 /14.85 亿元，同比增长分别为 48.7%/127.8%/68.8%，每股收益分别为 0.97/2.21/3.73 元。

  年报业绩略低于预期仅仅是数字上的调剂，不会对公司实际业绩及发展趋势有任何影响，我们维持公司 15 以后盈利预测及“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	990	1,319	2,497	5,130	8,904
(+/-%)	*39.5%*	*33.2%*	*89.3%*	*105.4%*	*73.6%*
净利润(百万元)	192	260	386	880	1,485
(+/-%)	*47.2%*	*35.2%*	*48.7%*	*127.8%*	*68.8%*
摊薄每股收益（元）	0.48	0.65	0.97	2.21	3.73
EBIT Margin	%	%	25.6%	24.8%	24.5%
净资产收益率（ROE）	16.9%	13.9%	18.0%	32.1%	39.5%
市盈率（PE）	75.7	56.0	26.1	11.5	6.8
EV/EBITDA			17.9	12.0	9.3
市净率（PB）	12.8	7.8	4.7	3.7	2.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	665	999	2052	3562
应收款项	848	1710	3513	6099
存货净额	442	804	1702	2995
其他流动资产	187	354	728	1263
流动资产合计	**2147**	**3873**	**8000**	**13923**
固定资产	607	757	853	933
无形资产及其他	38	38	37	36
投资性房地产	25	25	25	25
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**2819**	**4693**	**8915**	**14918**
短期借款及交易性金融负债	495	1791	4678	8629
应付款项	224	421	891	1568
其他流动负债	118	230	485	852
流动负债合计	**837**	**2442**	**6055**	**11049**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	80	80	80	80
长期负债合计	**80**	**80**	**80**	**80**
负债合计	**918**	**2523**	**6135**	**11129**
少数股东权益	25	29	36	27
股东权益	1876	2141	2744	3762
负债和股东权益总计	**2819**	**4693**	**8915**	**14918**

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.65	0.97	2.21	3.73
每股红利	0.17	0.31	0.70	1.17
每股净资产	4.72	5.38	6.90	9.46
ROIC	16%	17%	19%	19%
ROE	14%	18%	32%	39%
毛利率	38%	36%	35%	35%
EBIT Margin	28%	26%	25%	24%
EBITDA Margin	30%	28%	26%	26%
收入增长	33%	89%	105%	74%
净利润增长率	35%	49%	128%	69%
资产负债率	33%	54%	69%	75%
息率	1%	1%	3%	5%
P/E	38.8	26.1	11.5	6.8
P/B	5.4	4.7	3.7	2.7
EV/EBITDA	27.5	17.9	12.0	9.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**1319**	**2497**	**5130**	**8904**
营业成本	817	1593	3316	5786
营业税金及附加	8	10	21	36
销售费用	62	120	245	425
管理费用	67	136	277	479
财务费用	28	73	210	432
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(25)	(110)	(20)	(20)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	312	455	1041	1726
营业外净收支	6	6	6	6
利润总额	**317**	**461**	**1046**	**1732**
所得税费用	50	69	157	260
少数股东损益	7	6	9	(13)
归属于母公司净利润	**260**	**386**	**880**	**1485**

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	**260**	**386**	**880**	**1485**
资产减值准备	10	(25)	0	0
折旧摊销	35	66	85	100
公允价值变动损失	25	110	20	20
财务费用	28	73	210	432
营运资本变动	(391)	(1107)	(2350)	(3370)
其它	(5)	29	7	(10)
经营活动现金流	**(65)**	**(540)**	**(1358)**	**(1774)**
资本开支	(68)	(300)	(200)	(200)
其它投资现金流	(5)	0	0	0
投资活动现金流	**(73)**	**(300)**	**(200)**	**(200)**
权益性融资	700	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(69)	(121)	(277)	(467)
其它融资现金流	31	1296	2887	3951
融资活动现金流	**592**	**1174**	**2611**	**3484**
现金净变动	**453**	**334**	**1053**	**1510**
货币资金的期初余额	212	665	999	2052
货币资金的期末余额	665	999	2052	3562
企业自由现金流	(61)	(798)	(1385)	(1618)
权益自由现金流	(30)	436	1324	1965

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		**策略**		**技术分析**	
董德志	021-60933158	郦　彬	021-6093 3155	闫　莉	010-88005316
林　虎	010-88005302	马　韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
固定收益		**大宗商品研究**		**互联网**	
董德志	021-60933158	马　韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵　婧	021-60875174	郦　彬	021-6093 3155	郑　剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑　东	010-66025270	李树国	010-88005305
医药生物		**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**		**家电**	
贺平鸽	0755-82133396	曾　光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟　潇	0755-82132098		
邓周宇	0755-82133263				
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程　成	0755-22940300	刘　翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077			徐　强	010-88005329
军工		**机械**		**非金属及建材**	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		成尚汶	010-88005315	刘　宏	0755-22940109
房地产		**食品饮料**		**汽车及零配件**	
区瑞明	0755-82130678	刘　鹏	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备				**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160			邱　波	0755-82133390
				刘　萍	0755-22940678
农林牧渔		**轻工造纸**			
杨天明	021-60875165	邵　达	0755-82130706		
银行		**金融工程**			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周　琦	0755-82133568		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 18516250266 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李　佩 021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	郑　灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	梁　佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
原　祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许　婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	刘　研 0755-82136081 18610557448 liuyan3@guosen.com.cn
	唐泓翼 13818243512	刘紫微 13828854899	夏　雪 82130833-701503 18682071096 xiaxue@guosen.com
	吴　国 15800476582	黄明燕 18507558226	
	储贻波 18930809296		
	倪　婧 18616741177		