

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

电气设备

森源电气 (002358)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2015年04月22日

军工和能源互联网布局将继续

证券分析师: 杨敬梅

021-60933160

yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511030001

事项:

森源电气公告: 公司以 1.55 亿元的价格现金收购东标电气 55% 的股权。

评论:

■ 东标电气技术实力雄厚, 并在军工领域有所布局

东标公司法定代表人周继华原为西北工业大学教授、自动化教研室主任、航海学院院长助理, 对变频器技术有很深的理解并应用到军工领域, 并在军工领域有很强的人脉资源优势。

东标电气的中压变频器实力雄厚, 在钢铁生产线有广泛的应用, 比如用在轧钢上面的五机架冷连轧电控系统, 这是变频器应用较为复杂的领域, 在国内有很强的竞争力。

东标电气的矢量控制变频器也积极开拓其他领域, 用于船舶推进的 3300V/10MW 三电平矢量控制变频器技术已开发完成, 并与中国民船中心达成合作协议, 能量回馈型四象限变频器已完成多项案例试验。

■ 收购后将与公司现有产品和销售渠道形成很强的协同效应

产品方面, 东标电气的中压变频器的传统应用领域与森源电气的开关柜及大功率电力电子产品的应用领域都是钢铁行业, 森源的全国性销售网络将有利于东标电气的销售。

东标的电站型光伏并网逆变器、离网式光伏控制逆变一体机等适用于光伏产业的系列产品已投放市场, 而森源的电站建设将需要大量逆变器, 会对东标的产品销售形成拉动。

电动汽车方面, 森源集团拥有电动汽车业务, 东标在电力电子领域雄厚的技术积累使得其向快速充电方面拓展优势明显, 充电和电动汽车将形成协同效应。

■ 布局能源互联网享有优势

公司是配电设备龙头企业, 与各地供电局、三产企业及当地政府都形成了良好的关系, 有利于其拓展用电服务市场及未来售电牌照的获取。

另外, 公司在新能源、微网、储能、电动汽车及充电设施、智能楼宇等领域的拓展都是能源互联网中不可或缺的环节, 是有很强能力布局能源互联网的公司。

■ 集团新能源汽车业务实力雄厚, 注入预期不减

集团新能源汽车业务已经拥有当地的低速电动车牌照, 如果能够取得全国性的新能源汽车牌照, 这块业务的发展前景广阔, 如能注入上市公司, 将对公司长期市值上涨形成推动。

■ 维持原盈利预测和投资评级

我们预计, 公司 2015 年完成 600MW 左右的光伏电站并转让的可能性较大。预计 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。维持“买入”评级。

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

相关研究报告:

- 《森源电气-002358-2014 年业绩快报点评: 业绩实质上符合预期》 —— 2015-02-27
- 《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

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。