安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 06 月 03 日

森源电气（002358.SZ）

公司快报

证券研究报告

二次设备

“大电气”增发涉足核电

森源电气发布公告，拟非公开增发不超过 5,161.29 万股，增发价格不低于 41.85 元/股，募集资金不超过 21.6 亿元。增发项目为智能光伏发电系统专用输变电设备产业化项目投资 15 亿元、环保智能型气体绝缘开关设备产业化项目投资 5 亿元和核电电力装备研究院建设项目投资 1.6 亿元。

■**预计将生产核电电力装备：**“核电电力装备研究院建设项目”通过和代表中国核电研究最高水平的清华大学相关专家进行合作，研发新一代核电电气设备，我们预计后续将实现核电电力装备的生产，将公司的“大电气”战略拓展到核电。

■**光伏 EPC 工程将带来巨额利润：**通过兰考县 200MW 光伏项目公司涉足光伏 EPC 工程，并且与洛阳市政府签订框架协议未来 3-5 年投资约 300 亿元建设 3GW 地面农光互补电站。兰考县 200MW 光伏项目 2014 年底已经转让给大股东，会计审慎原则该项目没有在 2014 年确认收入。公司网站新闻与中民投达成合作协议，公司负责光伏电站建设，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。在光伏 EPC 实施中，采用易货方式带动公司自己生产的电力设备销售。

■**收购东标电气有望介入军工：**公司收购东标电气 55%股权，将在电力电子和电控领域形成核心竞争力，并在轨道交通、先进船舶制造、军工等方面形成自己的竞争优势。

■**新能源汽车资产有望注入：**大股东制造汽车多年，已经获得河南省低速电动车生产牌照，同时还获得物流电动车生产资质，未来有望注入上市公司。

■**投资建议：**我们预计公司 2015-2017 年净利润分别为 7.8 亿元、10.3 亿元、13.6 亿元，按照增发前股本计算的 EPS 分别为 1.97 元、2.59 元、3.41 元，目标价位 78.8 元，对应 2015 年 40 倍市盈率，维持“买入-A”投资评级。

■**风险提示：**光伏项目核准不及时的风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,319.3	1,145.7	4,975.7	6,904.6	8,962.2
净利润	259.8	263.1	782.1	1,031.8	1,355.4
每股收益(元)	0.65	0.66	1.97	2.59	3.41
每股净资产(元)	4.72	5.24	12.09	14.16	16.89

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	84.1	83.1	28.0	21.2	16.1
市净率(倍)	11.7	10.5	4.5	3.9	3.3
净利润率	19.7%	23.0%	15.7%	14.9%	15.1%
净资产收益率	13.9%	12.6%	16.3%	18.3%	20.2%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.7%	0.9%	1.2%
ROIC	22.5%	16.2%	38.5%	30.5%	29.3%

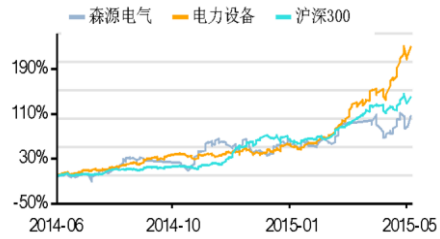
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价	78.80 元
股价（2015-06-02）	54.96 元

交易数据

总市值（百万元）	21,862.96
流通市值（百万元）	21,331.97
总股本（百万股）	397.80
流通股本（百万股）	388.14
12 个月价格区间	21.78/54.96 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	12.71	-5.93	-17.04
绝对收益	21.38	37.40	122.33

黄守宏 分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

010-66581627

报告联系人

相关报告

盈利质量提高，2014 年新能源业务高增长	2014-04-16
业绩符合预期，2014 年继续高增长	2014-02-28
制造业向系统集成的华丽转型	2014-01-02

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 06 月 03 日)

利润表

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**1,319.3**	**1,145.7**	**4,975.7**	**6,904.6**	**8,962.2**
减:营业成本	817.0	690.6	3,514.4	4,896.8	6,356.3
营业税费	8.2	9.4	40.8	56.6	73.5
销售费用	62.3	75.6	149.3	207.1	268.9
管理费用	66.8	142.6	273.7	379.8	492.9
财务费用	28.0	26.7	98.5	102.0	115.1
资产减值损失	25.4	30.4	30.0	30.0	30.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	132.4	60.0	-	-
营业利润	**311.7**	**302.8**	**929.1**	**1,232.4**	**1,625.5**
加:营业外净收支	5.6	20.7	21.0	21.0	21.0
利润总额	**317.3**	**323.6**	**950.1**	**1,253.4**	**1,646.5**
减:所得税	50.5	52.4	152.0	200.5	263.4
净利润	**259.8**	**263.1**	**782.1**	**1,031.8**	**1,355.4**

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	33.2%	-13.2%	334.3%	38.8%	29.8%
营业利润增长率	43.8%	-2.8%	206.8%	32.6%	31.9%
净利润增长率	35.2%	1.3%	197.3%	31.9%	31.4%
EBITDA 增长率	43.9%	-2.1%	190.1%	33.1%	30.3%
EBIT 增长率	42.9%	-3.0%	211.8%	29.9%	30.4%
NOPLAT 增长率	40.9%	-3.3%	212.5%	29.9%	30.4%
投资资本增长率	34.3%	31.9%	63.6%	35.8%	25.4%
净资产增长率	65.6%	11.3%	129.5%	17.4%	19.5%
利润率					
毛利率	38.1%	39.7%	29.4%	29.1%	29.1%
营业利润率	23.6%	26.4%	18.7%	17.8%	18.1%
净利润率	19.7%	23.0%	15.7%	14.9%	15.1%
EBITDA/营业收入	28.4%	32.1%	21.4%	20.5%	20.6%
EBIT/营业收入	25.7%	28.8%	20.7%	19.3%	19.4%
运营效率					
固定资产周转天数	152	174	39	43	50
流动营业资本周转天数	251	420	157	156	156
流动资产周转天数	448	796	321	311	284
应收帐款周转天数	186	288	100	100	100
存货周转天数	101	154	71	71	71
总资产周转天数	622	1,052	396	393	364
投资资本周转天数	405	620	214	226	226
投资回报率					
ROE	13.9%	12.6%	16.3%	18.3%	20.2%
ROA	9.5%	7.0%	11.3%	13.1%	13.7%
ROIC	22.5%	16.2%	38.5%	30.5%	29.3%
费用率					
销售费用率	4.7%	6.6%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用率	5.1%	12.4%	5.5%	5.5%	5.5%
财务费用率	2.1%	2.3%	2.0%	1.5%	1.3%
三费/营业收入	11.9%	21.4%	10.5%	10.0%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	32.6%	45.4%	31.2%	28.8%	32.5%
负债权益比	48.3%	83.1%	45.4%	40.5%	48.2%
流动比率	2.56	1.74	2.81	2.69	2.56
速动比率	2.04	1.42	2.14	2.10	1.86
利息保障倍数	12.15	12.33	10.44	13.09	15.12
分红指标					
DPS(元)	0.14	-	0.39	0.52	0.68
分红比率	21.4%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.7%	0.9%	1.2%

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	664.5	649.1	1,720.0	1,253.4	1,344.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	839.4	996.9	1,767.3	2,068.6	2,910.4
应收票据	9.1	610.4	771.7	1,146.3	1,343.2
预付帐款	87.1	27.9	167.4	104.6	248.5
存货	442.0	538.2	1,414.2	1,306.2	2,225.1
其他流动资产	105.3	98.0	104.5	104.5	104.5
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	555.9	552.4	515.8	1,132.9	1,377.0
在建工程	51.5	199.6	399.6	699.8	349.9
无形资产	38.4	39.0	37.8	36.6	35.4
其他非流动资产	25.5	164.7	163.1	163.1	163.1
资产总额	**2,818.7**	**3,876.3**	**7,061.4**	**8,016.0**	**10,101.5**
短期债务	495.0	945.0	700.0	700.0	942.7
应付帐款	228.8	294.7	1,169.7	870.7	1,777.8
应付票据	37.4	311.6	78.9	465.2	241.0
其他流动负债	76.0	123.3	169.7	190.5	238.3
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	80.3	85.1	85.0	85.0	85.0
负债总额	**917.6**	**1,759.7**	**2,203.2**	**2,311.3**	**3,284.8**
少数股东权益	**25.2**	**33.3**	**49.2**	**70.3**	**97.9**
股本	397.8	397.8	397.8	397.8	397.8
留存收益	1,478.1	1,685.5	4,411.2	5,236.6	6,321.0
股东权益	**1,901.1**	**2,116.6**	**4,858.2**	**5,704.7**	**6,816.7**

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	266.8	271.2	782.1	1,031.8	1,355.4
加:折旧和摊销	35.5	40.7	37.8	83.9	106.9
资产减值准备	25.4	30.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	28.6	45.9	98.5	102.0	115.1
投资损失	-	-65.3	-60.0	-	-
少数股东损益	6.9	8.1	16.0	21.1	27.7
营运资金的变动	-363.6	-490.4	-1,263.5	-397.0	-1,370.7
经营活动产生现金流量	**28.3**	**-54.9**	**-389.2**	**841.7**	**234.4**
投资活动产生现金流量	**-368.2**	**-464.7**	**-140.0**	**-1,000.0**	**-**
融资活动产生现金流量	**785.0**	**350.2**	**1,600.1**	**-308.3**	**-143.5**

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.65	0.66	1.97	2.59	3.41
BVPS(元)	4.72	5.24	12.09	14.16	16.89
PE(X)	84.1	83.1	28.0	21.2	16.1
PB(X)	11.7	10.5	4.5	3.9	3.3
P/FCF	-1,245.2	128.1	-24.6	-77.7	65.4
P/S	16.6	19.1	4.4	3.2	2.4
EV/EBITDA	22.3	38.3	19.5	15.0	11.6
CAGR(%)	58.0%	72.1%	60.2%	58.0%	72.1%
PEG	1.5	1.2	0.5	0.4	0.2
ROIC/WACC	2.2	1.6	3.7	3.0	2.8
REP	2.3	4.0	1.5	1.4	1.2

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。