

**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06月11日

# 大订单彰显实力

**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：公司拟与控股股东河南森源集团有限公司签订《禹州市 1000MWp 光伏电站项目 EPC 总承包合同》，合同类型为工程承包合同，由森源电气承担禹州 1000MWp 光伏电站项目的 EPC 总承包工作，合同金额合计约 85 亿元。

## 评论：

### ■ 合同的执行将增厚公司 2015、2016 和 2017 年度的净利润

该工程为 EPC 总承包合同，开工时间为 2015 年 7 月 16 日，合同生效日至 2017 年 6 月 30 日，合同的实施将有利于公司增加 EPC 总包收入，并增加公司 2015 年度、2016 年度、2017 年度的净利润。

该合同总金额 85 亿元，占公司 2014 年度经审计销售收入的 741.71%，按照公司过往的 EPC 合同盈利水平推算，1GW 光伏电站 EPC 总包合同的可贡献净利润 10 亿元以上，即使按照均匀的速度推进，该合同的实施将增加今年净利润 2.5-3 亿元。

### ■ 光伏电站储备资源雄厚，且继续增加

根据禹州市政府与河南森源集团签订的协议，这 1GW 光伏电站是第一期，“今后双方要紧密配合，使项目尽快达到预期效果，下一步要在顺利推进一期工程的基础上，有效利用荒山荒坡，进一步扩大规模。同时，要把光伏发电产业与设施农业和绿色建筑紧密结合，拓展更大发展空间。”

前期公司曾经与兰考县人民政府及洛阳市人民政府签订了光伏电站建设协议，总规模达到 6.5GW 以上，加上这 1GW，总规模已经达到 7.5GW 以上。

未来预计集团或公司还会在河南省内开展光伏电站建设，总建设规模会在这个基础上继续增加，从而进一步拉动公司业绩的增长。

### ■ 通过易货贸易可进一步拉动公司需求

去年 200MW 的光伏电站建设便带来了 14 亿的光伏专用输变电设备需求，并可创造 2 亿左右的利润，照此推算，7.5GW 的光伏电站建设带来的光伏专用输变电设备净利润贡献可达 75 亿元。

### ■ 维持业绩预测及“买入”评级

出于谨慎原则，暂不考虑调整业绩预测，预计 15/16/17 年，公司将实现净利润 7.78 /12.08 /18.36 亿元，同比增长 195.5%/55.4%/52.0%，每股收益 1.95/3.04/4.61 元。

现股价对应 2015 年 PE 水平仅为 33 倍，远低于同业上市公司估值水平，并考虑到公司前期利空已经出尽，后续并购及集团新能源汽车资产注入预期强烈，公司股价有很大的上涨空间，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	649	1857	2893	4345
应收款项	956	6358	9909	14881
存货净额	538	3727	5688	8525
其他流动资产	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>2920</b>	<b>11942</b>	<b>18490</b>	<b>27751</b>
固定资产	552	203	350	482
无形资产及其他	39	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3876</b>	<b>12145</b>	<b>18840</b>	<b>28233</b>
短期借款及交易性金融负债	945	9662	14504	21173
应付款项	292	1951	2978	4463
其他流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1674</b>	<b>11614</b>	<b>17482</b>	<b>25636</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>1674</b>	<b>11614</b>	<b>17482</b>	<b>25636</b>
少数股东权益	33	3	9	1
股东权益	2116	528	1348	2596
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3876</b>	<b>12145</b>	<b>18840</b>	<b>28233</b>

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.66	1.95	3.04	4.61
每股红利	0.25	0.63	0.97	1.48
每股净资产	0.00	1.33	3.39	6.52
ROIC	16%	20%	14%	14%
ROE	16%	147%	90%	71%
毛利率	40%	24%	25%	25%
EBIT Margin	20%	13%	15%	15%
EBITDA Margin	23%	13%	15%	15%
收入增长	-13%	710%	56%	50%
净利润增长率	1%	196%	55%	52%
资产负债率	53%	96%	93%	91%
息率	1%	1%	2%	3%
P/E	73.9	25.0	16.1	10.6
P/B	6.7	36.8	14.4	7.5
EV/EBITDA	73.3	25.6	17.3	13.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>1146</b>	<b>9283</b>	<b>14467</b>	<b>21727</b>
营业成本	691	7097	10840	16246
营业税金及附加	9	37	58	87
销售费用	76	446	692	1036
管理费用	143	501	778	1167
财务费用	27	318	795	1173
投资收益	132	132	132	132
资产减值及公允价值变动	(30)	(115)	(25)	(25)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	303	901	1412	2124
营业外净收支	21	21	21	21
<b>利润总额</b>	<b>324</b>	<b>921</b>	<b>1432</b>	<b>2145</b>
所得税费用	52	138	215	322
少数股东损益	8	6	9	(13)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>263</b>	<b>778</b>	<b>1208</b>	<b>1836</b>

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>263</b>	<b>778</b>	<b>1208</b>	<b>1836</b>
资产减值准备	5	(30)	0	0
折旧摊销	38	12	28	43
公允价值变动损失	30	115	25	25
财务费用	27	318	795	1173
营运资本变动	1085	(8164)	(4485)	(6324)
其它	0	34	6	(8)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1422</b>	<b>(7256)</b>	<b>(3217)</b>	<b>(4428)</b>
资本开支	596	(300)	(200)	(200)
其它投资现金流	5	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>602</b>	<b>(300)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(100)	(250)	(388)	(589)
其它融资现金流	(2488)	9662	4842	6669
<b>融资活动现金流</b>	<b>(2688)</b>	<b>9413</b>	<b>4454</b>	<b>6080</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(665)</b>	<b>1857</b>	<b>1037</b>	<b>1452</b>
货币资金的期初余额	665	0	1857	2893
货币资金的期末余额	0	1857	2893	4345
企业自由现金流	1945	(7431)	(2872)	(3769)
权益自由现金流	(543)	1961	1294	1902

## 相关研究报告:

- 《森源电气-002358-重大事件快评: 定增投向光伏和核电, 估值和业绩双提升》 —— 2015-06-03
- 《森源电气-002358-重大事件快评: 仅仅是业绩确认区间的变更》 —— 2015-04-27
- 《森源电气-002358-重大事件快评: 军工和能源互联网布局将继续》 —— 2015-04-22
- 《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

## 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。