

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11月26日

订单完成将增厚公司业绩

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: 控股子公司郑州新能源与汝州鑫泰光伏电力科技开发有限公司签署了《汝州鑫泰100MWp光伏电站项目一期40MWp光伏场区EPC总包合同》, 一期合同价款暂定为人民币3.44亿元。

评论:

■ 订单完成将增厚公司 15 和 16 年业绩

汝州鑫泰 100MWp 光伏电站项目一期 40MWp 光伏场区 EPC 总包, 合同价款暂定为人民币 3.44 亿元, 占森源电气 2014 年度经审计销售收入的 30.57%。

按照合同约定测算, 该 EPC 总包合同每瓦固定单价为 8.6 元, 按照目前行业的情况, 估计公司的建设成本在 7 元/瓦左右, 每瓦可实现盈利 1.6 元左右。照此测算, 该项目可贡献利润总额 6400 万元, 考虑到 25% 的所得税以及上市公司持股比例为 91%, 预计工程的实施将分别贡献 2015 年和 2016 年净利润 2000 万元左右。

■ 当前股价低于公司前期定增底价, 具备安全边际

6月3日公司公告以不低于41.85元/股(复权后为20.93元/股)的价格定增5161万股, 计划募集资金21.6亿元。公司最近收盘价为20.04元/股, 低于增发底价, 股价具备安全边际。

■ 维持“买入”评级

预计 15/16/17 年, 公司将实现净利润分别为 2.67/3.42/4.08 亿元, 同比增长分别为 1.3%/28.4%/19.3%, 每股收益分别为 0.67//0.86/1.03 元。与前期盈利预测相比, 现盈利预测有所下调, 下调的主要原因是因为公司的光伏电站建设进度低于预期, 这部分预期已经在股价里反应。

现股价对应 2015 年 PE 水平仅为 30 倍, 远低于同业上市公司估值水平, 虽下调了盈利预测, 但考虑到股价已经反应悲观预期, 我们维持公司“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	259	299	357
应收款项	956	888	1023	1221
存货净额	538	431	489	586
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2920	1578	1811	2164
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
资产总计	3876	1782	2161	2645
短期借款及交易性金融负债	945	1371	1482	1647
应付款项	292	226	256	307
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1674	1597	1738	1953
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	1674	1597	1738	1953
少数股东权益	33	3	9	1
股东权益	2116	181	414	691
负债和股东权益总计	3876	1782	2161	2645

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.66	0.67	0.86	1.03
每股红利	0.25	0.21	0.28	0.33
每股净资产	0.00	0.45	1.04	1.74
ROIC	16%	36%	19%	18%
ROE	16%	147%	83%	59%
毛利率	40%	36%	36%	35%
EBIT Margin	20%	25%	25%	25%
EBITDA Margin	23%	26%	27%	27%
收入增长	-13%	13%	15%	19%
净利润增长率	1%	1%	28%	19%
资产负债率	53%	90%	81%	74%
息率	1%	0%	1%	1%
P/E	73.9	72.9	56.8	47.6
P/B	6.7	107.3	47.0	28.1
EV/EBITDA	73.3	62.0	51.9	44.3

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
营业收入	1146	1296	1494	1783
营业成本	691	831	956	1155
营业税金及附加	9	5	6	7
销售费用	76	62	71	85
管理费用	143	70	80	96
财务费用	27	45	94	103
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	299	393	445
营业外净收支	21	21	21	21
利润总额	324	320	414	465
所得税费用	52	48	62	70
少数股东损益	8	6	9	(13)
归属于母公司净利润	263	267	342	408

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	263	267	342	408
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	45	94	103
营运资本变动	1085	(1124)	(163)	(244)
其它	0	34	6	(8)
经营活动现金流	1422	(727)	239	224
资本开支	596	(300)	(200)	(200)
其它投资现金流	5	0	0	0
投资活动现金流	602	(300)	(200)	(200)
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)	(86)	(110)	(131)
其它融资现金流	(2488)	1371	111	165
融资活动现金流	(2688)	1286	1	33
现金净变动	(665)	259	40	58
货币资金的期初余额	665	0	259	299
货币资金的期末余额	0	259	299	357
企业自由现金流	1945	(1134)	(12)	(27)
权益自由现金流	(543)	199	19	50

相关研究报告:

- 《森源电气-002358-重大事件快评: 大订单彰显实力》 —— 2015-06-11
- 《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

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。