



中以博胜 小求精当

高起点进军光伏电站、静待四季度瓜熟落地

2014年10月30日

强烈推荐/维持

森源电气 事件点评

——森源电气（002358）事件点评

首席分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051 010-66554025 gongyf@dxzq.net.cn

分析师：何昕

中小市值团队：弓永峰 何昕 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

事件：

- 1、公司发布 2014 年三季度报告，1-9 月实现营业收入 8.69 亿元、营业利润约 1.99 亿元、归属母公司所有者净利润为 1.79 亿元，分别同比增长 4.03%、-4.48%和 1.99%，每股收益为 0.45 元。从单季度数据来看，仅三季度公司实现营业收入和归属母公司所有者净利润分别为 2.77 亿元、0.49 亿元，同比增幅分别为 -12.53%和-26.00%。公司预计 2014 年全年归属母公司所有者净利润同比增长区间为 2.12 - 3.01 亿元，同比增幅为 20%-70%。
- 2、公司拟以控股 91.6%的子公司森源新能源科技有限公司为主体，在兰考县滩区投资建设总装机容量为 200MW 的光伏电站，项目总投资约为 1.88 亿元，其中投资总额的 30%为公司自有资金，70%通过贷款或其他方式解决。同时，公司与中科恒源、江苏爱康分别签订 39.864MW 和 36.355MW 的电站建设工程合同，双方合同总金额为 5.33 亿元。

公司亮点：

公司未来亮点：1) 前三季度传统主业增长稳健，符合市场预期；2) 作为河南地区光伏电站 BT 龙头，预计 14-15 年可实现 200MW（建成 400MW）和 400MW（建成 600MW）交割，实现利润约 1.6 亿元和 3 亿元；3) 成功解决约束中原地区光伏电站发展的土地瓶颈，电站主要分布在黄泛区，为传统盐碱地，为地方政府青睐；4) 公司光伏电站 BT 业务下游客户主要是集团和五大发电集团等，未来交割有保障；5) 光伏电站成本较低，控制在 7.5 元/瓦左右，年发电量在 1.1-1.3 度，收益较高。预计 2014-2015 年随着光伏电站交割确认，公司业绩进入高速增长阶段，可分别实现每股盈利 1.10 元、1.64 元，对应 PE31 和 21 倍，给予 2015 年 30 倍 PE，目标价为 48 元，给予“强烈推荐”评级。

点评：

1. 三季度业绩持平，毛利率维持稳定

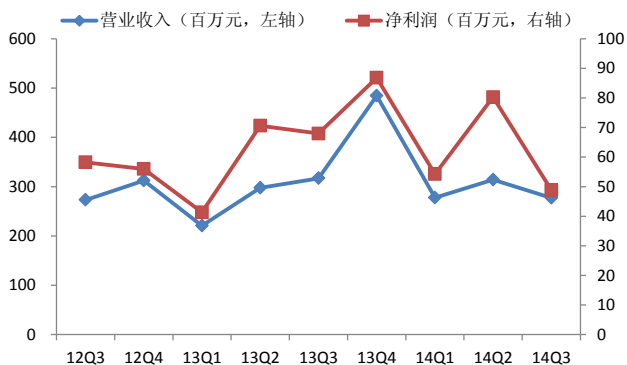
2014 年 1-9 月公司累计实现营业收入 8.69 亿元、营业利润约 1.99 亿元、归属母公司所有者净利润为 1.79 亿元，分别同比增长 4.03%、-4.48%和 1.99%。公司综合毛利率同比提升 2.47 个百分点，至 40.10%；同时，随着公司新产品、新业务的发展，报告期内公司加大了研发费用的投入，导致公司管理费用率大幅增加 3.06 个百分点至 8.34%，从而带动公司期间费用率从去年同期 11.49%上升至 15.73%。综合来看，公司净利润维持稳定主要依靠营业外收入的大幅增加，前三季度公司实现营业外收入 1,700 万元，去年同期仅为 100 万元。

从单季度数据来看，仅三季度公司实现营业收入和归属母公司所有者净利润分别为 2.77 亿元、0.49 亿元，

同比增幅分别为-12.53%和-26.00%，环比增幅分别为-11.75%和-38.71%。

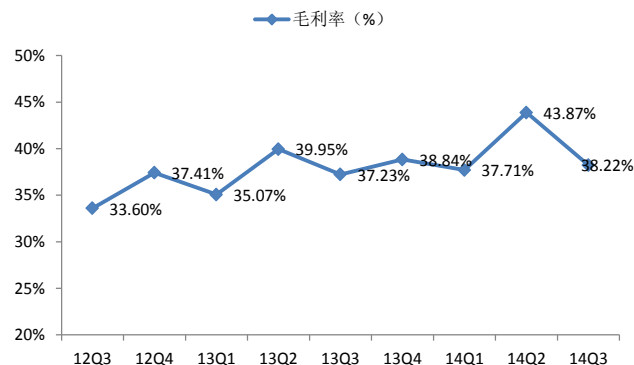
公司预计 2014 年全年归属母公司所有者净利润同比增长区间为 2.12 - 3.01 亿元，同比增幅为 20%-70%，按最新股份计算，对应每股收益为 0.53 - 0.76 元。

图 1: 公司单季度应收和利润情况



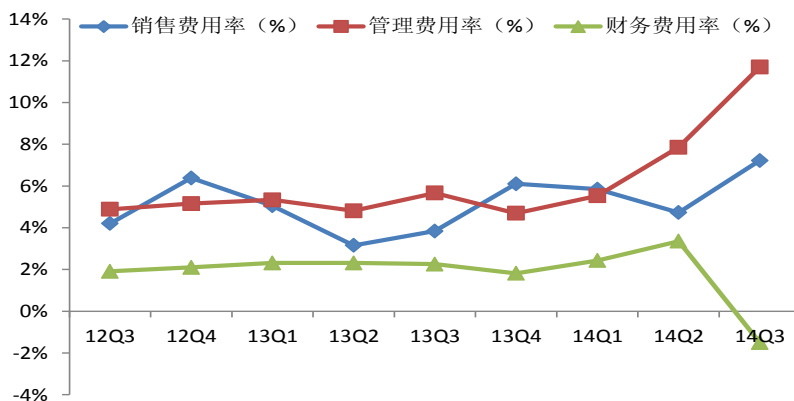
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2: 公司单季度毛利率情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 3: 公司三项期间费用率情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

2. 光伏电站项目启动, 助公司未来业绩快速增长

公司拟以控股 91.6% 的子公司森源新能源科技有限公司为主体, 在兰考县滩区投资建设总装机容量为 200MW 的光伏电站, 项目总投资约为 18.81 亿元, 其中投资总额的 30% 为公司自有资金, 70% 通过贷款或其他方式解决。同时, 公司与中科恒源、江苏爱康分别签订 39.864MW 和 36.355MW 的电站建设工程合同, 两份合同金额分别 2.79 亿元、2.54 亿元。同时, 两家公司将按照市场公允价格采购森源自产的电气设备, 采购规模与工程合同金额比例为 1:2。森源电气在输配电及电能质量治理方面均具备较强的技术和产品优势, 采用自产产品, 不仅能够促进公司光伏电站项目的建设, 对公司业绩带来积极影响, 还将进一步促进公司在输配电及电能质量治理业务的发展, 对公司未来带来积极的影响。

从公司光伏电站建设成本方面来看，此次与两家公司签订的工程合同均为 7 元/瓦，同时，可为公司带来 2.67 亿元的电气设备订单。如按此方式完成全部 200MW 电站建设，后续公司仍有 123.781MW 电站需要建设，工程合同金额预计为 8.66 亿元，仍可为公司带来 4.33 亿元的电气设备订单。总体来看，200MW 电站建设完成后，仅电器设备订单规模就有近 7 亿元，为公司 2013 年营业收入的 53.07%，保守估计可为公司贡献净利润 1.48 亿元。

除电气设备合同外，200MW 电站未来的转让收入及利润也极为可观，如顺利转让预计可为公司贡献不低于 1.6 亿元净利润。

3. 利用黄泛区建设光伏电站，项目具备盈利能力

目前，公司光伏电站建设地点主要集中在黄泛区，这类区域内的土地种植农作物的经济效益非常低，一亩地一年的收入也就 500 元左右，建成光伏电站后一亩地每年可实现 3,000 元的收入规模，公司主要从现有土地使用者手中租用这些地区建设电站，将黄泛区内的土地充分的发挥它的价值。

项目按经营期前 20 年平均含税上网电价 1.00 元/kW·h，不含税上网电价为 0.8547 元/kW·h，20 年之后，后 5 年含税上网电价 0.4392 元/kW·h。进行借款还本付息计算，建设期不偿还贷款。暂按贷款偿还期为 15 年，还款的方式为等额本金法。根据可行性研究报告测算，随着电站投产发电，资产负债率逐渐下降；还清固定资产本息后，资产负债率很低，项目全部投资财务内部收益率所得税前为 9.10%、所得税后为 7.95%。资本金内部收益率为 9.15%。内部收益率所得税前为 9.10%大于资本金基准财务内部收益率 8.00%，该项目具有一定的盈利能力。同时，公司在光伏电站未来转让方面也具备一定的资源。

4. 集团耕耘新能源电动车业务十余年，迎来巨大发展空间

公开资料显示：公司控股股东森源集团在 2002 年成功收购了具有农用车/汽车牌照资质的奔马集团，随后整合形成森源重工（河南奔马）。目前，借助这一平台公司在电动车领域已经形成了成熟产品以及市场突破，主要产品以销售低速电动车和纯电动警务车辆为主，2013 年电动车收入已达到数亿元。

虽然纯电动汽车已经成为我国重点扶持发展的产业之一，相关扶持政策支持电动车产业发展。然而，我们认为未来广大三四线城市的低速电动车，特别是不需要政府补贴且老百姓买得起、用的好、维护费用低的低速电动车将会率先爆发，相对于 13 年全国 30 多万辆的销售量，未来 3 年将是低速电动车发展的黄金期。随着未来河南省低速电动车管理办法试点的推出，将带来整个河南省新能源电动车的发展，迅速打开数百亿电动车市场空间。

据公开资料显示，森源重工（河南奔马）作为许昌市重点支持的低速电动车和警用/专用车辆企业，规划到 2015 年形成 15 万辆产能，谨慎预计达产后年收入可达 40-60 亿元（以铅酸电池车均价计算），形成 4-6 亿元利润，成为区域低速电动车龙头。

盈利预测：

预计 2014-2015 年随着光伏电站交割确认，公司业绩进入高速增长阶段，可分别实现每股盈利 1.10 元、1.64 元，对应 PE31 和 21 倍，给予 2015 年 30 倍 PE，目标价为 48 元，给予“强烈推荐”评级。

投资风险：

1. 我国光伏电站建设进度低于预期
2. 公司传统业务下游需求持续低迷

盈利预测

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	990.49	1,319.29	3,016.00	5,251.00	12,356.00
主营收入增长率	39.50%	33.20%	128.60%	74.10%	135.30%
EBITDA (百万元)	260.56	375.01	655.84	926.41	1,625.80
EBITDA 增长率	61.33%	43.92%	74.89%	41.26%	75.49%
净利润 (百万元)	192.17	259.82	438.57	650.79	1,220.73
净利润增长率	47.20%	35.20%	68.80%	48.40%	87.60%
ROE	16.95%	13.85%	30.28%	31.99%	38.96%
EPS (元)	0.560	0.720	1.102	1.636	3.069
P/E	62.59	48.68	31.81	21.42	11.42
P/B	10.63	7.43	9.63	6.85	4.45
EV/EBITDA	46.76	36.73	21.15	14.83	8.45

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 电力设备与新能源行业首席研究员, 新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年, 在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇, 并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届 (2012) “水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师, 组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 电力设备与新能源行业首席研究员, 新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届 (2012) “水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

高坤 研究员

产业经济学硕士, 2009 年加盟东兴证券研究所, 从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋凯 研究员

中小市值研究员, 制药工程专业硕士, 研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣

南开大学理学学士、经济学硕士, 资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究, 2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景, 擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘, 精于相对收益与绝对收益的把控, 注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014 年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究

汤杰 研究员

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

罗柏言 研究员

经济学硕士，4 年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组，现专注于中小市值策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的

相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。