森源电气(002358.SZ)

定增加码新能源，打造森源大电气平台

评级：买入 前次：买入
目标价（元）：70
分析师 曾朵红 S0740514080001 zengdh@r.qlzq.com.cn
分析师 沈成 S0740514080003 shencheng@r.qlzq.com.cn
2015 年 6 月 4 日

基本状况

总股本(百万股)	397.80
流通股本(百万股)	397.80
市价(元)	54.96
市值(百万元)	21862.96
流通市值(百万元)	21331.97

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,319.2	1,145.7	4,316.9	6,115.4	7,950.0
营业收入增速	32.93%	-13.15	276.79	41.66%	30.00%
净利润增长率	35.81%	1.26%	159.38	37.14%	29.71%
摊薄每股收益（元）	0.65	0.66	1.72	2.35	3.05
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市场）					
市盈率（倍）	32.92	52.92	29.12	21.24	16.37
PEG	0.92	42.05	0.18	0.57	0.55
每股净资产（元）	4.72	5.24	6.62	8.49	10.90
每股现金流量	0.07	-0.14	-3.53	-0.11	0.06
净资产收益率	13.85%	12.63%	25.90%	27.72%	28.00%
市净率	4.56	6.68	7.54	5.89	4.58
总股本（百万股）	397.80	397.80	397.80	397.80	397.80

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **森源电气拟以 41.85 元/股非公开发行股票 5161 万股，募资 21.6 亿元，用于发展光伏、环保电气设备以及核电电力设备研究院的建设。**公司发布公告，拟非公开发行股票不超过 5,161.29 万股，发行价不低于 41.85 元/股，募集资金总额不超过 21.6 亿元，发行对象不超过 10 名基金、证券、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者以及其他境内法人投资者和自然人等特定投资者。公司拟以 15 亿元投入智能光伏发电系统专用输变电设备产业化项目，5 亿元投入环保智能型气体绝缘开关设备产业化项目，1.6 亿元投入核电电力装备研究院建设项目。本次发行前，公司实际控制人楚金甫直接及间接持股 22,923 万股，发行后其持股比例将由 57.62%降至 51.01%，仍为公司实际控制人。

- **光伏电站业务发展良好，新募投光伏设备项目将实现每年 30 亿收入，光伏业务将成未来业绩重要增长点。**公司光伏电站业务发展较好，项目储备充足，2014 年完成了兰考县 200MW 地面光伏电站建设，公司在兰考适合建设光伏电站的滩涂超过 10 万亩，潜在装机容量超过 3GW，去年 12 月与洛阳市政府签订协议，用 3-5 年时间建设 3GW 地面农光互补电站，今年与中民投合作共同实施洛阳、兰考光伏电站项目建设，2015 年总装机容量不低于 600MW。同时，公司迅速推出了相配套的 SVG、逆变器、特种箱式变电站等系列新能源光伏发电专用设备，完成了光伏发电与公司原有业务的资源整合。此次项目建成达产后，将年产智能光伏发电系统专用输变电设备 91,320 台（套），预计实现年销售收入 30 亿元，有利于保持领先地位。项目完成后，将充分利用公司各类产品的相关性和协同性，有助于公司光伏业务的快速增长，预期光伏业务将持续发力，成为公司未来业绩增长的重要来源。

- **紧跟智能电网与轨道交通建设期，环保智能型气体绝缘开关设备将带来每年 8.3 亿收入。**智能电网的建设对开关设备提出了小型化、智能化、免维护、全工况等新的更高要求，高性能、高品质的充气柜在国

内的需求越来越强烈。同时，轨道交通因占地面积、空间限制等因素也将选择气体绝缘天关设备。公司研发环保智能型气体绝缘开关设备，将紧跟国家智能电网和轨道交通建设步伐，该项目建成后产能预计为年产环保智能型气体绝缘开关设备 5,000 台（套），将带来 8.3 亿元收入，行业需求有保障，且公司在输配电设备设计制造领域技术优势明显，预期将带来产业高增长。

- **设立核电电力装备研究院，为核电建设高峰提前布局。**国务院 2014 年 11 月公布《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》,提出安全发展核电,2020 年核电装机容量达到 5800 万千瓦,在容量达到 3000 万千瓦以上。国家能源局核电司司长刘宝华在 4 月 23 日的“世界核能发展论坛”上表示，到今年年底，中国运行核电装机将达到 3000 万千瓦，投产 8 台，新开工机组预计达 8 台左右。结合考虑核电 2020 年规划目标，以及三代核电技术的成熟程度，我们预计 2016-2017 年会是核电开工的高峰期。中国核电上市、中电投与国家核电合并也将有利于核电行业发展。森源电气增资 1.6 亿用于核电电力装备研究院建设，并与清华大学合作研发新一代核电电气设备，将为进军核电电力装备制造领域奠定较好基础。

- **贯彻“大电气”发展战略，募投项目有助于公司打通电气化产业链，后续在工业自动化、新能源、电改、电动车等方面或将有更多战略布局。**公司秉承“大电气”发展战略，产品定位于高端市场，不断拓展产业链条，在发展输配电、电能质量治理系列产品的同时，加大光伏发电等新能源系列产品的开发，目标成为提供全方位综合性电力应用解决方案的电气工程总承包商。此次非公开发行加码光伏、核电、环保智能型电气设备，有助于公司调整产品结构，打通电气化产业链。此外，公司是配网设备开关柜龙头企业，在电网领域客户资源丰富，和供电局客户关系较好。随着新电改的推进，我国将有序向社会资本放开配售电业务，售电业务和用电节能服务市场将爆发，森源未来可能在用电节能服务和运检服务市场有战略布局，抢占电改带来的增量市场。

- **盈利预测与估值：**在不考虑增发带来的业绩摊薄下，我们预计 2015-2017 年 EPS 分别为 1.72/2.35/3.06 元，同比增长 160/37/30%，考虑到公司在光伏电站的储备、集团在电动车领域的规划布局、公司在电改方面的资源优势，给予 2015 年 40 倍 PE，目标价 70 元，维持买入评级。

- **风险提示：**宏观经济持续低迷、光伏电站建设进度低于预期。

图表 1：森源电气财务三张表

损益表（人民币百万元）

	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**1,146**	**4,317**	**6,115**	**7,950**
增长率	-13.2%	276.8%	41.7%	30.0%
营业成本	-691	-3,023	-4,372	-5,683
%销售收入	60.3%	70.0%	71.5%	71.5%
毛利	455	1,294	1,744	2,267
%销售收入	39.7%	30.0%	28.5%	28.5%
营业税金及附加	-9	-27	-38	-49
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-76	-121	-162	-199
%销售收入	6.6%	2.8%	2.7%	2.5%
管理费用	-143	-151	-202	-239
%销售收入	12.4%	3.5%	3.3%	3.0%
息税前利润（EBIT）	228	996	1,342	1,780
%销售收入	19.9%	23.1%	21.9%	22.4%
财务费用	-27	-72	-145	-217
%销售收入	2.3%	1.7%	2.4%	2.7%
资产减值损失	-30	-84	-41	-56
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	132	0	0	0
%税前利润	40.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	303	840	1,156	1,507
营业利润率	26.4%	19.5%	18.9%	19.0%
营业外收支	21	5	5	5
税前利润	**324**	**845**	**1,161**	**1,512**
利润率	28.2%	19.6%	19.0%	19.0%
所得税	-52	-134	-185	-241
所得税率	16.2%	15.9%	15.9%	15.9%
净利润	271	710	976	1,271
少数股东损益	8	28	41	57
归属于母公司的净利润	**263**	**682**	**936**	**1,214**
净利率	23.0%	15.8%	15.3%	15.3%
		1.594		

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	271	710	976	1,271
少数股东损益	0	28	41	57
非现金支出	71	93	51	68
非经营收益	-24	76	144	226
营运资金变动	-373	-2,282	-1,216	-1,541
经营活动现金净流	**-55**	**-1,375**	**-3**	**82**
资本开支	673	75	75	75
投资	146	0	0	0
其他	62	0	0	0
投资活动现金净流	**-465**	**-75**	**-75**	**-75**
股权募资	0	0	0	0
债权募资	450	720	1,500	1,144
其他	-100	-81	-280	-426
筹资活动现金净流	**350**	**640**	**1,220**	**718**
现金净流量	**-169**	**-810**	**1,142**	**725**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	649	-189	912	1,580
应收款项	1,607	2,571	3,653	4,743
存货	538	1,516	1,757	2,285
其他流动资产	172	470	636	797
流动资产	2,967	4,368	6,958	9,405
%总资产	76.5%	81.7%	86.9%	89.4%
长期投资	10	10	10	10
固定资产	752	823	894	963
%总资产	19.4%	15.4%	11.2%	9.2%
无形资产	40	38	37	36
非流动资产	909	979	1,048	1,117
%总资产	23.5%	18.3%	13.1%	10.6%
资产总计	**3,876**	**5,347**	**8,006**	**10,522**
短期借款	945	1,665	3,166	4,309
应付款项	667	733	1,039	1,338
其他流动负债	62	167	240	296
流动负债	1,675	2,566	4,444	5,943
长期贷款	0	0	0	0
其他长期负债	85	85	85	85
负债	**1,760**	**2,651**	**4,529**	**6,028**
普通股股东权益	2,083	2,635	3,375	4,335
少数股东权益	33	61	102	159
负债股东权益合计	**3,876**	**5,347**	**8,006**	**10,522**

比率分析

	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标				
每股收益(元)	0.661	1.715	2.353	3.051
每股净资产(元)	5.237	6.624	8.485	10.897
每股经营现金净流(元)	-0.138	-3.527	-0.111	0.062
每股股利(元)	0.230	0.329	0.491	0.640
回报率				
净资产收益率	12.63%	25.90%	27.72%	28.00%
总资产收益率	6.79%	12.76%	11.69%	11.54%
投入资本收益率	7.94%	18.44%	19.73%	20.75%
增长率				
营业总收入增长率	-13.15%	276.79%	41.66%	30.00%
EBIT增长率	-37.66%	337.49%	34.78%	32.67%
净利润增长率	1.26%	159.38%	37.14%	29.71%
总资产增长率	37.52%	37.94%	49.73%	31.42%
资产管理能力				
应收账款周转天数	297.9	208.0	208.0	208.0
存货周转天数	259.1	182.5	146.0	146.0
应付账款周转天数	126.6	54.8	54.8	54.8
固定资产周转天数	176.5	49.5	39.0	33.1
偿债能力				
净负债/股东权益	13.98%	68.78%	64.80%	60.74%
EBIT利息保障倍数	8.5	13.8	9.2	8.2
资产负债率	45.40%	49.58%	56.57%	57.29%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有： 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。