

## 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)

2016年08月15日

## 中标光伏扶贫项目，业绩增厚明显

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号：S0980511030001

### 事项：

森源电气公告：公司与兰考县人民政府签订《光伏扶贫项目合作协议》，协议类型为工程承包协议，由森源电气作为 EPC 总承包商承担兰考光伏扶贫建设项目，户用分布式光伏扶贫项目需要的银行贷款，由兰考县政府协调贫困户委托森源电气统筹使用、统贷统还，项目总装机量约 486.5 兆瓦，投资规模约 48.55 亿。该项目分两期实施，一期项目 31.5 兆瓦，约 3.05 亿元，二期项目 455 兆瓦，约 45.5 亿元。

### 评论：

#### ■ 项目盈利能力强，增厚未来业绩

按照协议，该光伏扶贫项目总装机量约 486.5 兆瓦，投资规模约 48.55 亿，平均一瓦约 10 元，但按照现在光伏电站建设成本来看，一瓦的建设成本差不多 7 元，即使按照 8 元/瓦的建设成本计算，其盈利状况也非常可观。每瓦的利润约 2 元，该协议如能完成，则一共可为公司贡献利润 9 亿以上。

按照协议，该项目的建设分两期完成，一期投资 3.05 亿元，二期投资 45.5 亿元。其中第一期是为 6200 户安装户用分布式光伏发电项目，每户装机规模 5 千瓦左右，总容量 31 兆瓦左右，于 2016 年 9 月 30 日之前建设完成，实现并网发电。该一期项目如能在今年完成，将贡献全年利润 6000 万左右。

#### ■ 后续运维将持续为公司贡献利润

根据协议约定，项目建成后将由森源电气统一管理、维护、运营，森源电气按照年发电量 200 元/千瓦标准收取运维费用。一期如能顺利推进，每年将可为公司贡献 630 万的运维收入；项目二期如顺利实施，每年将可为公司贡献 9100 万的运维收入。

#### ■ 维持原盈利预测和投资买入评级

由于项目建设进度有一定的不确定性，我们暂维持原预测，即 16/17/18 年公司营业收入分别为 34.59/39.88/47.59 亿元，同比增长分别为 104.7%/15.3%/19.3%，净利润分别为 277.44/371.87/457.19 百万元，同比增长 51.9%/34.0%/22.9%，EPS 分别为 0.35/0.47/0.57 元。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2015        | 2016E       | 2017E       | 2018E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金及现金等价物         | 649         | 692         | 798         | 952         |
| 应收款项             | 956         | 2843        | 3277        | 3911        |
| 存货净额             | 538         | 1612        | 1851        | 2211        |
| 其他流动资产           | 80          | 163         | 188         | 225         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2920</b> | <b>5319</b> | <b>6124</b> | <b>7308</b> |
| 固定资产             | 552         | 1180        | 1305        | 1415        |
| 无形资产及其他          | 39          | 143         | 140         | 136         |
| 投资性房地产           | 220         | 220         | 220         | 220         |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>资产总计</b>      | <b>3876</b> | <b>6862</b> | <b>7788</b> | <b>9079</b> |
| 短期借款及交易性金融负债     | 945         | 2427        | 3009        | 3797        |
| 应付款项             | 292         | 1612        | 1851        | 2211        |
| 其他流动负债           | 199         | 430         | 493         | 589         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1674</b> | <b>4468</b> | <b>5354</b> | <b>6598</b> |
| 长期借款及应付债券        | 65          | 65          | 65          | 65          |
| 其他长期负债           | 101         | 101         | 101         | 101         |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>166</b>  | <b>166</b>  | <b>166</b>  | <b>166</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>1840</b> | <b>4635</b> | <b>5520</b> | <b>6764</b> |
| 少数股东权益           | 33          | 27          | 28          | 27          |
| 股东权益             | 2116        | 2200        | 2240        | 2288        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3876</b> | <b>6862</b> | <b>7788</b> | <b>9079</b> |

| 关键财务与估值指标     | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.46 | 0.35  | 0.47  | 0.57  |
| 每股红利          | 0.41 | 0.31  | 0.42  | 0.51  |
| 每股净资产         | 5.45 | 2.76  | 2.81  | 2.87  |
| ROIC          | 8%   | 10%   | 10%   | 10%   |
| ROE           | 16%  | 13%   | 17%   | 20%   |
| 毛利率           | 34%  | 29%   | 30%   | 30%   |
| EBIT Margin   | 19%  | 15%   | 15%   | 15%   |
| EBITDA Margin | 22%  | 18%   | 18%   | 18%   |
| 收入增长          | 50%  | 105%  | 15%   | 19%   |
| 净利润增长率        | -30% | 52%   | 34%   | 23%   |
| 资产负债率         | 53%  | 68%   | 71%   | 75%   |
| 息率            | 3%   | 4%    | 5%    | 6%    |
| P/E           | 35.0 | 46.1  | 34.4  | 28.0  |
| P/B           | 6.7  | 5.8   | 5.7   | 5.6   |
| EV/EBITDA     | 23.8 | 28.2  | 25.3  | 22.7  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元)        | 2015        | 2016E       | 2017E       | 2018E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1690</b> | <b>3459</b> | <b>3988</b> | <b>4759</b> |
| 营业成本             | 1120        | 2441        | 2805        | 3341        |
| 营业税金及附加          | 9           | 18          | 21          | 25          |
| 销售费用             | 94          | 192         | 220         | 262         |
| 管理费用             | 149         | 299         | 344         | 409         |
| 财务费用             | 72          | 124         | 182         | 227         |
| 投资收益             | 2           | 2           | 2           | 2           |
| 资产减值及公允价值变动      | (42)        | (42)        | 48          | 48          |
| 其他收入             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 营业利润             | 206         | 344         | 466         | 544         |
| 营业外净收支           | 7           | 7           | 7           | 7           |
| <b>利润总额</b>      | <b>214</b>  | <b>351</b>  | <b>473</b>  | <b>551</b>  |
| 所得税费用            | 41          | 68          | 92          | 107         |
| 少数股东损益           | (11)        | 6           | 9           | (13)        |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>183</b>  | <b>277</b>  | <b>372</b>  | <b>457</b>  |

| 现金流量表 (百万元)    | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>     | <b>183</b>   | <b>277</b>   | <b>372</b>   | <b>457</b>   |
| 资产减值准备         | 12           | (42)         | 0            | 0            |
| 折旧摊销           | 53           | 109          | 126          | 141          |
| 公允价值变动损失       | 42           | 42           | (48)         | (48)         |
| 财务费用           | 72           | 124          | 182          | 227          |
| 营运资本变动         | (205)        | (907)        | (396)        | (574)        |
| 其它             | (13)         | 43           | 1            | (1)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>71</b>    | <b>(478)</b> | <b>56</b>    | <b>(25)</b>  |
| 资本开支           | (252)        | (300)        | (200)        | (200)        |
| 其它投资现金流        | (5)          | 0            | 0            | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(257)</b> | <b>(300)</b> | <b>(200)</b> | <b>(200)</b> |
| 权益性融资          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 负债净变化          | 65           | 0            | 0            | 0            |
| 支付股利、利息        | (163)        | (248)        | (332)        | (409)        |
| 其它融资现金流        | 295          | 1155         | 582          | 788          |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>99</b>    | <b>907</b>   | <b>250</b>   | <b>379</b>   |
| <b>现金净变动</b>   | <b>(87)</b>  | <b>129</b>   | <b>106</b>   | <b>154</b>   |
| 货币资金的期初余额      | 649          | 562          | 692          | 798          |
| 货币资金的期末余额      | 562          | 692          | 798          | 952          |
| 企业自由现金流        | (88)         | (688)        | 12           | (52)         |
| 权益自由现金流        | 272          | 367          | 448          | 553          |

## 相关研究报告:

- 《森源电气-002358-重大事件快评: 订单完成将增厚公司业绩》 ——2015-11-26
- 《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

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                   |
|------------|----|--------------------------------------|
| 股票<br>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<br>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。