

森源电气 (002358)

光伏 EPC 业务外延发展, 三季度继续高增长

行业名称	电气设备
投资建议	增持
当前价格:	18.4 元
目标价格:	22 元

投资要点:

➤ 收益新能源板块快速增长, 三季度继续维持高增长

公司2016年前三季度实现营业收入22.11亿, 同比增长94.85%, 净利润2.96亿, 同比增长40.58%, 符合预期。这主要得益于新能源板块业绩的快速增长。公司预计2016年全年实现净利润2.74亿~3.29亿, 对应同比增长50%~80%。

➤ 创新光伏电站EPC总包业务, 推动配套输配电设备应用和销售

公司通过收购郑州新能源进入光伏发电领域, 主要从事光伏电站EPC总包业务, 公司拥有兰考200MW、汝州100MW、三门峡19.8MW、禹州1GW, 目前已经完工项目239.8MW, 后续项目建设也在顺利推进。公司通过“易货贸易”、“销售+金融”创新交易模式, 推动公司配套设备销售。

➤ 光伏扶贫领域获得兰考县486.5MW项目

公司依托资源优势获得兰考县486.5MW光伏扶贫项目, 约投资48.55亿; 项目I期建设31.5MW, 约投资3.05亿, 二期455MW, 投资约45.5亿。I期项目包括为当地6200户居民建立户用光伏、15个村庄建立村级光伏发电项目, 目前进展顺利, 预计四季度可实现并网。

➤ 充电桩业务进展顺利、核电设备研发, 拓展新业务领域

公司“SZCD电动汽车智能充电桩”项目通过河南省科技厅成果鉴定; 与上海核工程设计院联合研发的2项开关设备通过国家专家组评审, 并取得中核集团供应商资质, 此外公司投入1.6亿进行核电设备研发。未来几年公司会在充电桩、核电电气设备等领域投入, 培养新的利润增长点。

➤ 给予“增持”评级

预计公司2016年~2018年将实现净利润3.63亿、4.57亿、6.17亿, 对应EPS 0.39、0.48、0.65元/股, P/E 47.07、38.01、28.14倍, 给予“增持”评级。

➤ 风险提示

输配电投资不达预期、光伏投资不达预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	930/776
流通 A 股市值 (百万元)	14,283
每股净资产 (元)	4.94
资产负债率 (%)	38.42
一年内最高/最低 (元)	21.81/12.05

一年内股价相对走势



张淼 分析师
 执业证书编号: S1110515010001
 电话: 021-68815303
 邮箱: zhangmiao@sh.tfzq.com

李丹丹 联系人
 电话:
 邮箱: lidd@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,125.20	1,689.92	3,078.65	4,541.78	6,328.37
增长率 (%)	-14.71%	50.19%	82.18%	47.53%	39.34%
EBITDA (百万元)	363.67	330.67	588.14	774.57	1,042.64
净利润 (百万元)	259.16	182.61	363.46	457.16	617.46
增长率 (%)	-0.26%	-29.54%	99.04%	25.78%	35.06%
EPS (元/股)	0.28	0.20	0.39	0.48	0.65
市盈率 (P/E)	66.01	93.68	47.07	38.01	28.14
市净率 (P/B)	8.23	7.88	6.57	5.81	4.97
EV/EBITDA	38.73	46.46	33.61	26.57	21.47

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	649.09	562.42	246.29	363.34	506.27	营业收入	1,125.20	1,689.92	3,078.65	4,541.78	6,328.37
应收账款	975.32	1,231.84	2,826.51	3,335.77	5,250.56	营业成本	676.41	1,119.88	2,066.10	3,163.04	4,491.28
预付账款	27.85	38.16	270.57	128.37	372.40	营业税金及附加	9.01	8.94	20.00	29.97	38.78
存货	552.39	886.21	1,634.11	2,556.39	3,016.57	营业费用	75.59	93.59	145.32	214.38	298.71
其他	708.47	554.11	837.55	1,774.09	1,763.33	管理费用	142.57	149.10	307.86	408.76	506.27
流动资产合计	2,913.12	3,272.74	5,815.03	8,157.96	10,909.12	财务费用	26.73	71.75	138.53	217.33	303.50
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	28.00	42.27	31.91	34.06	36.08
固定资产	552.39	985.84	981.24	996.63	1,011.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	199.57	0.59	36.35	69.81	71.89	投资净收益	132.38	1.99	44.79	44.79	44.79
无形资产	39.03	146.04	138.99	131.94	124.89	其他	-264.75	-3.99	-89.58	-89.58	-89.58
其他	164.33	219.97	211.90	236.11	222.14	营业利润	299.26	206.39	413.72	519.03	698.54
非流动资产合计	955.32	1,352.43	1,368.48	1,434.49	1,429.91	营业外收入	21.02	7.53	23.42	13.32	10.75
资产总计	3,868.44	4,625.17	7,183.51	9,592.45	12,339.03	营业外支出	0.29	0.38	2.67	0.31	0.31
短期借款	945.00	1,244.30	2,593.87	3,201.61	4,839.66	利润总额	319.99	213.54	434.48	532.04	708.98
应付账款	294.68	726.33	758.75	1,776.41	1,864.52	所得税	52.74	41.47	71.61	79.81	106.35
其他	431.04	291.31	733.00	1,047.65	1,267.51	净利润	267.24	172.07	362.86	452.24	602.63
流动负债合计	1,670.72	2,261.94	4,085.61	6,025.68	7,971.69	少数股东损益	8.09	-10.54	-0.60	-4.92	-14.83
长期借款	0.00	65.10	380.39	461.86	768.74	归属于母公司净利润	259.16	182.61	363.46	457.16	617.46
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.28	0.20	0.39	0.48	0.65
其他	85.08	101.03	88.81	91.64	93.83	主要财务比率					
非流动负债合计	85.08	166.13	469.21	553.50	862.57		2014	2015	2016E	2017E	2018E
负债合计	1,755.81	2,428.07	4,554.82	6,579.18	8,834.27	成长能力					
少数股东权益	33.26	26.60	26.00	21.08	6.25	营业收入	-14.71%	50.19%	82.18%	47.53%	39.34%
股本	397.80	795.60	929.76	944.39	944.39	营业利润	-3.98%	-31.03%	100.46%	25.45%	34.59%
资本公积	822.04	424.24	424.24	424.24	424.24	归属于母公司净利润	-0.26%	-29.54%	99.04%	25.78%	35.06%
留存收益	1,681.58	1,374.90	1,672.94	2,047.81	2,554.12	获利能力					
其他	-822.04	-424.24	-424.24	-424.24	-424.24	毛利率	39.89%	33.73%	32.89%	30.36%	29.03%
股东权益合计	2,112.63	2,197.10	2,628.70	3,013.27	3,504.77	净利率	23.03%	10.81%	11.81%	10.07%	9.76%
负债和股东权益总计	3,868.44	4,625.17	7,183.51	9,592.45	12,339.03	ROE	12.46%	8.41%	13.96%	15.28%	17.65%
						ROIC	16.01%	10.01%	16.16%	11.90%	13.75%
						偿债能力					
现金流量表						资产负债率	45.39%	52.50%	63.41%	68.59%	71.60%
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	净负债率	-11.45%	7.36%	20.10%	43.97%	72.47%
净利润	271.18	172.07	363.46	457.16	617.46	流动比率	1.74	1.45	1.42	1.35	1.37
折旧摊销	40.72	52.68	35.88	38.21	40.60	速动比率	1.41	1.06	1.02	0.93	0.99
财务费用	45.92	76.17	138.53	217.33	303.50	营运能力					
投资损失	-65.34	-1.99	-44.79	-44.79	-44.79	应收账款周转率	1.24	1.53	1.52	1.47	1.47
营运资金变动	-493.95	-187.92	-2,372.74	-917.70	-2,287.51	存货周转率	2.26	2.35	2.44	2.17	2.27
其它	146.58	-94.03	-0.60	-4.92	-14.83	总资产周转率	0.34	0.40	0.52	0.54	0.58
经营活动现金流	-54.88	16.97	-1,880.26	-254.72	-1,385.57	每股指标(元)					
资本支出	178.11	489.86	72.22	77.17	47.81	每股收益	0.28	0.20	0.39	0.48	0.65
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	-0.06	0.02	-2.02	-0.27	-1.49
其他	-642.81	-763.43	-84.56	-112.73	-53.75	每股净资产	2.24	2.33	2.80	3.17	3.70
投资活动现金流	-464.70	-273.57	-12.34	-35.56	-5.93	估值比率					
债权融资	945.00	1,337.30	2,983.56	3,675.87	5,624.94	市盈率	66.01	93.68	47.07	38.01	28.14
股权融资	-26.73	-71.75	-4.37	-202.70	-303.50	市净率	8.23	7.88	6.57	5.81	4.97
其他	-568.04	-1,033.13	-1,402.72	-3,065.85	-3,787.01	EV/EBITDA	38.73	46.46	33.61	26.57	21.47
筹资活动现金流	350.22	232.42	1,576.47	407.32	1,534.43	EV/EBIT	43.20	55.23	35.79	27.95	22.34
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
现金净增加额	-169.36	-24.18	-316.13	117.05	142.93						

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)