



2017年10月31日

买入(首次评级)

当前价: 15.2元

电力设备与新能源行业研究组

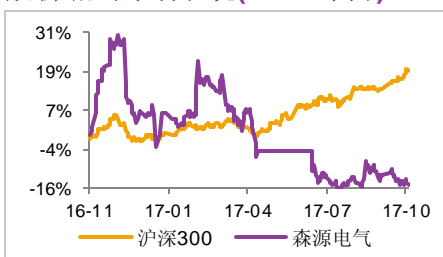
分析师: 夏春秋

执业编号: S0300517050001

电话: 021-51782230

邮箱: xiachunqiu@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2952.7	3845.3	5239.9	6533.2
(+/-)	74.72%	30.23%	36.27%	24.68%
净利润	330.56	491.68	677.35	916.95
(+/-)	81.02%	48.74%	37.76%	35.37%
EPS(元)	0.356	0.529	0.729	0.986
P/E	43.62	29.33	21.29	15.73

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯电新公司深度】森源电气(002358): 光伏 EPC 斩获大订单, 股东增持显信心, 新能源车注入可期》2017-08-09

森源电气(002358.SZ)

【联讯电新公司点评】森源电气(002358): 业绩高速增长, 新能源业务爆发可期

投资要点

◇ 事件概述

2017年10月26日, 公司发布三季报, 前三季度公司实现营业收入27.75亿元, 较上年同期增25.51%; 归属于母公司所有者的净利润4.15亿元, 较上年同期增40.30%。第三季度实现营业收入12.30亿元, 较上年同期增66.73%; 归属于母公司所有者的净利润为2.16亿元, 较上年同期增31.77%。

◇ 输配电与新能源业务双轮驱动, 三季度业绩稳步增长

公司继续执行董事会“大电气”的发展战略, 继续秉承输配电业务与新能源业务“双核心”协同发展的策略。特别在光伏领域, 2017年随着禹州花石光伏电站、兰考光伏扶贫一期等项目实现并网, 使公司的分布式光伏发电项目EPC总包收入比重大幅提升, 带动公司智能型光伏发电专用电气设备和智能型输配电设备的销量增加, 确保了公司业绩高速增长。从费用控制方面来看, 前三季度三大费用出现不同程度的下降, 直接导致公司净利率较去年同期提升2个百分点, 三季度盈利增速高于营收。就单季来看, 随着公司业务的扩张, 第三季度的销售费用同比增长39.58%, 第三季度盈利能力有所放缓。

◇ 紧跟“一带一路”热潮, 谋求海外扩张

在强化国内业务的同时, 公司紧抓国家“一带一路”的发展契机。在孟加拉JAMPUR区域的光伏电站项目上取得了国际业务的突破。2016年12月2日与刚果民主共和国国家电力公司签署了《关于在刚果民主共和国实施电力项目、服务和电气设备供应的谅解备忘录》, 拟定的资金金额为不超过4亿美元。考虑到2017年上半年公司海外营收占比仅为0.07%, 占比较低, 随着一批海外项目落地, 公司海外业务将快速放量, 将会大幅拉动公司2017年及以后的业绩。

◇ 光伏行情持续超预期, 公司光伏板块有望爆发

光伏协会的数据显示, 1-9月份全国基建新增太阳能发电42.31GW, 比上年同期多投产19.77GW, 其中分布式光伏发电新增装机同比增长约300%, 我国光伏市场行情火热。在领跑者项目递延、分布式以及补贴下调的推动下的带动下, 四季度确定的需求还是相当可观的, 而且存在再度爆发的可能性, 2017年全年光伏装机超过45GWh, 确定性极强。利好行情无疑对公司该业务的业绩有极大促进作用, 公司在该业务加大布局, 金额合计约85亿元禹州市1000MWp光伏电站项目仍在进行中。我国的光伏未来在于分布式, 公司利用在电气工程总承包和光伏发电EPC总承包中的优势, 特别加大了在分布式光伏电站领域的拓展力度。2017年中标豫粮集团葛新能源发展有限公司光伏发电扶贫项目总承包, 规划建设27兆瓦分布式光伏发电扶贫项目。我们认为随着公司光伏业务的持续推进, 有望迎来爆发。

◇ 投资评级



预计公司 2017-2019 年实现收入分别为 38.45 亿元、52.40 亿元和 65.33 亿元，归母净利润分别为 4.92 亿元、6.77 亿元和 9.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.529 元、0.729 元和 0.986 元，PE 分别为 29.33 倍、21.29 倍和 15.73 倍，维持公司“买入”评级。

◇ 风险提示

1、光伏业务不及预期；2、海外业务不及预期；3、行业竞争激烈



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2063.86	2330.88	3705.98	4204.32	经营活动现金流	342.40	120.90	1534.91	661.64
应收和预付款项	2575.42	2659.53	2911.69	3029.79	净利润	316.95	479.85	661.06	894.89
存货	846.92	2298.57	2000.37	3358.12	折旧摊销	79.37	133.06	133.06	132.16
其他流动资产	681.24	800.00	700.00	500.00	财务费用	65.27	28.19	21.11	0.68
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.07	5.00	15.00	15.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	-87.19	-523.18	711.46	-378.67
固定资产和在建工程	1016.28	887.13	747.98	608.83	其它	-38.07	-2.02	-6.78	-2.42
无形资产和开发支出	73.75	65.74	57.72	49.70	投资活动现金流	-835.31	-4.98	-5.85	-0.85
其他非流动资产	86.72	90.89	100.00	100.00	资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	7344.19	9132.74	10223.75	11850.77	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1224.30	0.00	0.00	0.00	其他	-835.31	-4.98	-5.85	-0.85
应付和预收款项	1579.42	2660.76	3126.19	4073.37	筹资活动现金流	1852.47	151.10	-153.96	-162.46
长期借款	0.00	1500.00	1500.00	1500.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	50.00	150.00	100.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	2803.72	4210.76	4776.19	5673.37	其他	1852.47	151.10	-153.96	-162.46
股本	929.76	929.76	929.76	929.76	现金净增加额	1359.57	267.02	1375.11	498.33
资本公积	2390.46	2390.46	2390.46	2390.46					
留存收益	1206.83	1600.17	2142.05	2893.95	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	4527.04	4920.39	5462.27	6214.17	成长能力				
少数股东权益	13.42	1.59	-14.71	-36.77	营业收入	2952.70	3845.30	5239.99	6533.22
股东权益合计	4540.46	4921.97	5447.56	6177.40	营业利润	341.22	565.53	778.71	1053.81
负债和股东权益合计	7344.19	9132.74	10223.75	11850.77	归属母公司净利润	330.56	491.68	677.35	916.95
					获利能力				
					毛利率	24.32%	25.07%	24.85%	24.87%
					净利率	10.73%	12.48%	12.62%	13.70%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	7.30%	9.99%	12.40%	14.76%
营业收入	2952.70	3845.30	5239.99	6533.22	ROIC	10.90%	12.59%	15.14%	23.73%
营业成本	2234.54	2881.28	3937.85	4908.41	偿债能力				
营业税金及附加	18.09	19.23	26.20	32.67	资产负债率	38.18%	46.11%	46.72%	47.87%
营业费用	100.82	107.67	146.72	163.33	现金比率	73.61%	85.99%	113.12%	100.74%
管理费用	230.58	238.41	314.40	359.33	流动比率	219.97%	298.40%	284.42%	265.79%
财务费用	65.27	28.19	21.11	0.68	速动比率	165.47%	184.10%	201.99%	173.34%
资产减值损失	6.07	5.00	15.00	15.00	营运能力				
投资收益	43.88	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.40	0.42	0.51	0.55
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.22	1.54	1.91	2.32
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	2.64	1.25	1.97	1.46
营业利润	341.22	565.53	778.71	1053.81	每股指标(元)				
其他非经营损益	22.50	-1.00	-1.00	-1.00	每股收益	0.356	0.529	0.729	0.986
利润总额	363.72	564.53	777.71	1052.81	每股经营现金	0.368	0.130	1.651	0.712
所得税	46.77	84.68	116.66	157.92	每股净资产	4.869	5.292	5.875	6.684
净利润	316.95	479.85	661.06	894.89	估值比率				
少数股东损益	-13.61	-11.83	-16.30	-22.06	P/E	43.62	29.33	21.29	15.73
归属母公司股东净利润	330.56	491.68	677.35	916.95	P/B	3.19	2.93	2.64	2.32
EBITDA	507.39	723.85	929.26	1182.39	EV/EBITDA	27.37	19.31	13.69	10.43
EPS (元)	0.356	0.529	0.729	0.986					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

夏春秋：美国 Texas A&M University 经济学硕士，2015 年 2 月加入华宝证券投资银行部，任项目经理，2016 年 8 月加入联讯证券研究院，任电力设备与新能源行业分析师，重点覆盖新能源发电、电力设备、能源互联网等领域。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com