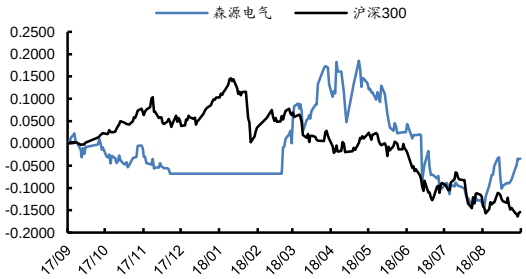
2018 年 09 月 15 日 公司研究 评级：增持（首次覆盖）

研究所
证券分析师: 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人 : 张涵 S0350118050002
0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

大电气与新能源并行，前三季度业绩高增长

——森源电气（002358）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
森源电气	11.3	-5.8	-5.2
沪深 300	-1.5	-13.6	-15.4

市场数据	2018-09-14
当前价格（元）	15.26
52 周价格区间（元）	13.03 - 19.10
总市值（百万）	14188.09
流通市值（百万）	13893.09
总股本（万股）	92975.70
流通股（万股）	91042.53
日均成交额（百万）	74.02
近一月换手（%）	16.36

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件:

公司发布公告，2018 年上半年实现营业收入 16.48 亿元，同比增长 6.66%，归母净利润 2.4 亿元，同比增长 21%，公司预计 1-9 月归母净利润为 4.98 亿元-6.22 亿元，同比增长 20%-50%。

投资要点:

- **坚持“大电气”与新能源双轮驱动，业绩持续向好。**2018 年上半年实现营业收入 16.48 亿元，同比增长 6.66%,归母净利润 2.4 亿元，同比增长 21%，管理、销售费用稳定，财务费用同比增长 56%，主要系短期借款增加。公司秉承输配电与新能源结合的发展战略，上半年公司低压成套设备业务实现收入 2.61 亿元，同比增长 48%，电能质量治理装备业务实现 4.7 亿元，同比大幅增长 141%，新能源产品实现收入 4.54 亿元，同比下滑 28%，主要系光伏行业政策波动影响。公司在积极发展分布式光伏存量业务的同时加大了对于风电等新能领域的拓展，公司在新能源领域的拓展同时拉动了公司输配电业务的发展，实现了两条业务主线的协同发展。

- **国内业务遍地开花，国际业务实现重大突破。**目前公司 60%以上收入集中在华中地区，公司利用区位优势实现华中地区销售的稳步增长，其他地区业务拓展实现突破，上半年公司华东地区收入同比增长 20%，华南地区销售收入同比增长 698%。此外，公司与中化石油下属公司的合作，推动了公司产品在石化领域的应用，公司与中信国安，建业集团等知名房地产企业加强合作，推动公司在产品在房地产领域的应用。海外业务方面，公司多项产品通过国际最权威的荷兰 KEMA 实验室认证优势，加大在“一带一路”沿线国家市场拓展力度，上半年公司在与蒙古国新亚洲集团有限责任公司签署了《蒙古扎布汗省台勒门 100MW 燃煤电厂项目合同协议》，合同金额约 1.8 亿美元，国际市场取得重大突破。

- **原材料涨价等影响逐渐消除，多项业务毛利率均有提升。**上半年公司综合毛利率为 30.04%，同比增长 2.93 个百分点。此前受到铜材等原材料涨价的影响，公司 2017 年综合毛利率仅为 24%。上半年铜材价格高位维持稳定，公司高低压成套设备、高压开关元器件等业务毛利率均有不同程度的上涨，近期铜材价格略有回落，我们认为原材料涨价对公司毛利率负面影响逐步消除，随着公司规模的扩大，在平滑过渡周期，成本控制方面更加突出，预计毛利率能保持

在目前较高的水平。上半年国内电网投资额同比下滑 15%，近期多个特高压项目核准、建设提速，预计将带动后端中低压输配端建设投资，公司将直接受益。

- **统筹推进募投项目建设，战略新兴业务有望成为新增长点。**上半年公司积极推进募投项目智能光伏发电系统专用输配电设备产业化项目、环保智能型气体绝缘开关设备产业化项目、核电装备研究院等项目，土建工作基本完成，定制设备陆续进场，累计投入 10.05 亿元，项目有序推进，募投项目落地后，公司将形成智能高压开关成套设备、高性能电能质量治理产品、轨道交通专用电气设备、新能源发电专用设备、核电电力装备五大系列核心产品，具备全方位综合性电气工程系统解决方案的服务能力，业务空间将进一步打开。

- **集团大股东实力雄厚，产业与资本结合互补。**公司大股东森源集团旗下有多个优质资产，其中森源电动车是中原地区实力颇丰的电动汽车生产企业，拥有完整的自动化冲压、焊接、涂装、总装等汽车四大工艺、生产线，新建投资的电动汽车产业园已经开工建设，投产后将形成年产 10 万套纯电动汽车生产及 5 万套核心零部件生产能力。

  今年一季度中原金控通过在二级市场公开操作，成为公司第六大股东，持股约 2.64%，6 月 11 日，森源电气董事会全票通过增补中原金控常务副总经理田旭为董事候选人的议案，中原金控是出色的地方金融平台，注册资本 50 亿元，将中原金控引入董事会有利于实现产业资本与金融资本深度合作。8 月 31 日，公司与河南资产签订了战略合作协议，河南资产将利用自身优势为公司可能涉及的产业投资、并购重组及债权、债务调整业务提供专业服务，帮助公司实现产业转型升级。

- **盈利预测和投资评级：**我们看好公司 1）秉承输配电与新能源结合的发展战略，发挥两者协同效应；2）低压成套设备业务快速发展，同时国内拓展华中以外地区业务，国际业务实现重大突破；3）原材料采购对公司毛利率影响逐渐减弱，规模提升带来成本控制能力增强。4）金融与产业深入合作，募投项目统筹进行，五大核心产品布局即将形成，业务布局空间将进一步打开，为公司带来新增长点，预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.66 元，0.82 元，0.98 元，对应的 PE 分别为 23 倍，19 倍，16 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**募投项目落地时间不及预期，毛利率波动风险，国际业务拓展不及预期，新能源行业增速低于预期，订单交付的不确定性，产业与金融合作不及预期，大股东对公司支持不及预期。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	3551	3891	4580	5363
增长率(%)	20%	10%	18%	17%
净利润（百万元）	447	618	762	911
增长率(%)	35%	38%	23%	20%
摊薄每股收益（元）	0.48	0.66	0.82	0.98
ROE(%)	9.12%	11.61%	13.05%	14.09%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：森源电气盈利预测表

证券代码:	002358.SZ		股价:	15.26	投资评级:	增持		日期:	2018/09/14
财务指标	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**每股指标与估值**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	9%	12%	13%	14%	EPS	0.48	0.66	0.82	0.98
毛利率	24%	29%	29%	29%	BVPS	5.26	5.72	6.30	6.98
期间费率	11%	11%	11%	10%	**估值**				
销售净利率	13%	16%	17%	17%	P/E	31.76	22.97	18.61	15.57
成长能力					P/B	2.90	2.67	2.42	2.18
收入增长率	20%	10%	18%	17%	P/S	3.99	3.65	3.10	2.65
利润增长率	35%	38%	23%	20%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
总资产周转率	0.42	0.43	0.46	0.49	**营业收入**	**3551**	**3891**	**4580**	**5363**
应收账款周转率	0.98	1.01	1.02	1.03	营业成本	2686	2774	3267	3827
存货周转率	3.88	3.93	3.97	4.01	营业税金及附加	29	31	37	43
偿债能力					销售费用	97	82	94	107
资产负债率	43%	41%	41%	41%	管理费用	233	257	289	322
流动比	1.92	1.96	2.00	2.05	财务费用	35	69	69	69
速动比	1.72	1.77	1.79	1.83	其他费用/（-收入）	(2)	(10)	10	10
					营业利润	**473**	**667**	**834**	**1004**
资产负债表（百万元）	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	营业外净收支	39	40	40	40
现金及现金等价物	2148	2167	2166	2216	**利润总额**	**512**	**707**	**874**	**1044**
应收款项	3627	3867	4488	5182	所得税费用	72	99	122	146
存货净额	692	715	833	965	**净利润**	440	608	751	898
其他流动资产	380	408	470	539	少数股东损益	(7)	(9)	(11)	(13)
流动资产合计	**6846**	**7153**	**7952**	**8898**	**归属于母公司净利润**	**447**	**618**	**762**	**911**
固定资产	1038	1034	1031	1028					
在建工程	267	467	517	567	**现金流量表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
无形资产及其他	152	152	148	145	**经营活动现金流**	**(178)**	**506**	**377**	**471**
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	440	608	751	898
资产总计	**8549**	**9052**	**9896**	**10885**	少数股东权益	(7)	(9)	(11)	(13)
短期借款	1779	1779	1779	1779	折旧摊销	85	119	119	118
应付款项	1678	1753	2065	2419	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	45	49	58	68	营运资金变动	(697)	(371)	(1121)	(1258)
其他流动负债	65	65	65	65	**投资活动现金流**	**(178)**	**(196)**	**(47)**	**(47)**
流动负债合计	**3568**	**3647**	**3967**	**4331**	资本支出	(289)	(196)	(47)	(47)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	85	85	85	85	其他	110	0	0	0
长期负债合计	**85**	**85**	**85**	**85**	**筹资活动现金流**	**376**	**(185)**	**(229)**	**(273)**
负债合计	**3652**	**3732**	**4052**	**4415**	债务融资	555	0	0	0
股本	930	930	930	930	权益融资	0	0	0	0
股东权益	4897	5321	5844	6469	其它	(179)	(185)	(229)	(273)
负债和股东权益总计	**8549**	**9052**	**9896**	**10885**	**现金净增加额**	**20**	**124**	**102**	**151**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。
张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。
尹斌，中科院物理化学博士，4 年动力电池实业与 3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。