

森源电气 (002358)

输配电业务调整期，寻找新业绩增长点

——森源电气首次覆盖报告

徐云飞 (分析师) 鹿钧文 (分析师)
 0755-23976775 021-38674703
 xuyunfei@gtjas.com pangjunwen@gtjas.com
 证书编号 S0880517030003 S0880517120001

本报告导读：

森源电气传统输配电业务受行业及宏观影响进入调整期，新能源业务受政策变化影响调结构，收缩光伏发力风电。首次覆盖给予“中性”评级。

投资要点：

首次覆盖，给予“中性”评级。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.18、0.25、0.26 元，参考行业可比公司平均 2019 年 1.59 倍 PB，考虑公司传统主业进入调整期，新业务调结构业绩波动性和不确定性增加，给予略低于行业平均的 2019 年 1.51 倍 PB，目标价 8.28 元。

输配电业务进入调整期，新能源业务调结构。森源电气的传统主业主要为高压成套设备和低压成套设备，是国家重点高新技术企业。目前电网投资增长放缓，同时森源电气的部分企业客户受资金紧张影响，项目缓建、停建，建设周期延长，导致公司的输配电设备订单和交付出现下滑，输配电业务进入了调整期。公司的另一大块主业新能源业务主要是光伏的 EPC 项目，自 2018 年 531 新政以来，整体政策思路保持去补贴、争取平价上网的大方向，这就导致光伏 EPC 业务盈利空间大幅收窄，盈利能力可能下滑。公司主动对新能源业务进行调整，放弃了资金回收慢的光伏发电工程项目，收入有所下滑。

开拓新市场，寻找新的业绩增长点。新的市场有望带来新的增长，由于风电补贴政策在 2020 年和 2021 年的时间节点约束要求，2019-2021 年国内风电将进入抢装期，带来大量的项目建设需求。自 2018 年起，公司在新能源领域开始布局风电项目建设，已经获得部分订单，有望在风电抢装潮中受益。目前也实现了核电设备销售突破。同时公司积极把握“一带一路”的发展机遇，在电力工程方面寻找海外突破。还与许昌中锋精密机械制造合作，发力机器人产品和工业机器人系统集成。

催化剂。风电项目订单增长、项目盈利能力得到提升、智能制造取得进展。

风险提示。海外 EPC 工程风险、新能源补贴拖欠导致的回款风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,551	2,701	1,261	1,325	1,372
(+/-)%	20%	-24%	-53%	5%	4%
经营利润 (EBIT)	508	543	235	239	229
(+/-)%	38%	7%	-57%	2%	-4%
净利润	447	281	164	236	239
(+/-)%	35%	-37%	-42%	44%	1%
每股净收益 (元)	0.48	0.30	0.18	0.25	0.26
每股股利 (元)	0.14	0.10	0.06	0.08	0.09
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	14.3%	20.1%	18.6%	18.0%	16.7%
净资产收益率 (%)	9.1%	5.6%	3.1%	4.3%	4.2%
投入资本回报率 (%)	9.6%	6.8%	4.5%	4.7%	4.6%
EV/EBITDA	(0.62)	28.94	28.71	26.51	25.58
市盈率	17.92	28.46	48.84	33.88	33.55
股息率 (%)	1.6%	1.2%	0.7%	0.9%	1.0%

首次覆盖

评级：中性

目标价格：8.28

当前价格：8.28

2019.09.19

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.42-20.70
总市值 (百万元)	7,698
总股本/流通 A 股 (百万股)	930/910
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	9.16
日均成交值 (百万元)	80.12

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,092
每股净资产	5.48
市净率	1.5
净负债率	19.02%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.09	0.06
Q2	0.17	-0.01
Q3	0.19	0.05
Q4	-0.15	0.08
全年	0.30	0.18

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-14%	-44%
相对指数	-10%	-24%	-63%

模型更新时间: 2019.09.19

股票研究

工业

资本货物

森源电气 (002358)
首次覆盖
评级: 中性

目标价格: 8.28

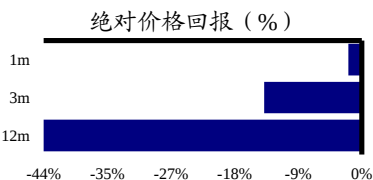
当前价格: 8.28

公司网址

www.hnsyec.com

公司简介

公司是一家从事高低压开关成套设备、高压元器件的国家重点高新技术企业。公司主要生产智能型高、中压发、输、配电装置以及变压器及其元器件。



52 周价格范围 7.42-20.70
 市值 (百万) 7,698

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

归母净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

归母净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE(现价)

PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,551	2,701	1,261	1,325	1,372
营业成本	2,686	1,819	880	935	984
税金及附加	29	24	10	11	11
销售费用	97	97	41	44	46
管理费用	108	121	57	57	60
EBIT	508	543	235	239	229
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	25	25	0	0	0
财务费用	35	102	49	-30	-42
营业利润	473	317	186	269	271
所得税	72	43	25	36	36
少数股东损益	-7	-4	-3	-4	-4
归母净利润	447	281	164	236	239
货币资金、交易性金融资产	2,148	939	689	1,009	1,371
其他流动资产	4,698	5,674	2,692	2,827	2,920
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	1,038	1,006	1,186	1,211	1,231
无形及其他资产	666	1,674	1,474	1,274	1,074
资产合计	8,549	9,293	6,041	6,321	6,597
流动负债	3,568	4,174	761	808	849
非流动负债	85	76	76	76	76
股东权益	4,897	5,044	5,205	5,437	5,672
投入资本(IC)	4,529	6,924	4,516	4,428	4,300
NOPLAT	436	471	203	207	198
折旧与摊销	85	94	20	25	30
流动资金增量	791	1,265	-2,388	88	52
资本支出	-621	-1,059	0	150	150
自由现金流	692	771	-2,165	469	430
经营现金流	-178	-822	2,647	170	213
投资现金流	-178	-1,087	0	150	150
融资现金流	406	784	-2,897	0	0
现金流净增加额	50	-1,125	-250	320	363
收入增长率	20.3%	-24.0%	-53.3%	5.1%	3.5%
EBIT 增长率	37.7%	7.1%	-56.8%	1.7%	-4.0%
净利润增长率	35.1%	-37.0%	-41.7%	44.1%	1.0%
利润率					
毛利率	24.4%	32.6%	30.2%	29.4%	28.3%
EBIT 率	14.3%	20.1%	18.6%	18.0%	16.7%
归母净利润率	12.6%	10.4%	13.0%	17.8%	17.4%
净资产收益率(ROE)	9.1%	5.6%	3.1%	4.3%	4.2%
总资产收益率(ROA)	5.2%	3.0%	2.7%	3.7%	3.6%
投入资本回报率(ROIC)	9.6%	6.8%	4.5%	4.7%	4.6%
存货周转天数	105	136	115	120	121
应收账款周转天数	307	527	527	527	527
总资产周转天数	824	1,206	2,219	1,703	1,718
净利润现金含量	-39.8%	-292.3%	1614.5%	71.8%	89.1%
资本支出/收入	17.5%	39.2%	0.0%	-11.3%	-10.9%
资产负债率	42.7%	45.7%	13.8%	14.0%	14.0%
净负债率	-7.5%	37.3%	-13.2%	-18.5%	-24.1%
PE(现价)	17.92	28.46	48.84	33.88	33.55
PB	0.00	3.28	1.54	1.47	1.41
EV/EBITDA	-0.62	28.94	28.71	26.51	25.58
P/S	2.25	2.96	6.35	6.04	5.83
股息率	1.6%	1.2%	0.7%	0.9%	1.0%

