

审慎推荐-A (首次)

海源机械 002529.SZ

当前股价: 23.34 元

2016 年 11 月 21 日

汽车轻量化产品爆发在即

基础数据

上证综指	3193
总股本 (万股)	26000
已上市流通股 (万股)	20000
总市值 (亿元)	61
流通市值 (亿元)	47
每股净资产 (MRQ)	6.1
ROE (TTM)	1.0
资产负债率	13.3%
主要股东	福建海诚投资有限公司
主要股东持股比例	18.68%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	48	-11
相对表现	16	36	-3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘荣

0755-82943203

liur@cmschina.com.cn

S1090511040001

研究助理

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn

公司简介:

海源机械原主营业务为大型全自动液压设备, 主要产品有墙体材料液压压机, 陶瓷砖液压压机等, 下游主要是建材行业和钢铁冶金行业。由于传统业务下游需求不景气, 公司在 2012 年开始转型**建筑轻量化及汽车轻量化领域**, 目前有 HE 系列复合材料全自动液压压机, 可以压制建筑轻量化材料及汽车轻量化材料。其中建筑轻量化材料——复合材料建筑模板已经开始大批量供货。汽车轻量化材料已经给宇通、吉利、CATL、众泰等企业供货, 市场空间巨大。

评论:

1、长玻纤复合材料进入宇通、吉利、CATL 等企业供应体系

依托在液压成型技术上的核心优势, 并通过引进国外先进技术和品牌, 2012 年公司成功研发了直接在线长纤维热塑性复合制品 (LFT-D) 生产线。目前公司开发的长玻纤复合材料已经进入宇通等主流车企的供应体系。LFT-D 生产线所生产的空调罩、后尾等长玻纤制品已经被宇通采购。SMC 生产线生产的电池盒上盖通过 CATL 进入了吉利的供应体系。

2、碳纤维生产线明年 4 月量产

募资 6 亿元所建设的碳纤维生产线项目的第一条生产线目前正在设备调试中, 预计将于 2017 年 4 月投产。公司已与多家新能源汽车厂商开展合作探讨, 并与福建省汽车集团合资成立云度新能源汽车有限公司, 用以探索碳纤维复合材料制品在整车上的应用。

3、建筑轻量化制品持续放量

2016 年三季度海源机械营业收入 1.02 亿元, 归母净利润 0.19 亿元, 同比实现扭亏, 主要得益于建筑轻量化产品——复合材料建筑模板的快速放量。相对于传统的木模及钢模, 复合材料建筑模板具有重量小, 标准化程度高, 省工节材等优点。现已应用于房地产、地铁、高铁、城市管廊等施工领域。2017 年有望复合材料建筑模板继续实现快速增长。

4、业绩预测及投资建议

我们认为, 海源机械的长玻纤汽车轻量化产品已经通过多家国内主流主机厂认证, 爆发在即; 明年投产的碳纤维汽车轻量化产品也有望落地; 加上建筑模板复合材料在地铁、综合管廊等大型工程建筑的持续放量, 2017 年将是海源机械的业绩拐点年。预计 2017 年海源机械营业收入 6.01 亿元, 净利润 0.88 亿元, 对应 2017 年 PE 72 倍。首次覆盖, 给予审慎推荐评级。

5、风险提示

汽车轻量化制品推广不及预期。

## 一、长玻纤产品进入宇通等主机厂供应体系

依托液压成型技术，开发轻量化复合材料。公司传统业务为墙材压机、陶瓷砖压机及耐火材料压机，主要下游为建材及钢铁行业。由于固定资产投资增速的下滑，公司传统业务增长乏力。2012 年以来，公司战略逐渐从传统机械设备生产转为复合材料制品生产。依托在复合材料液压机制造方面的技术底蕴，公司于 2012 年成功研发了国内第一条具备自主知识产权的 LFT-D 生产线，进入建筑轻量化制品及汽车轻量化制品行业。

汽车轻量化制品进入宇通供应体系。由 LFT-D 生产线所生产的长玻纤复合材料已经开始为宇通的一款车供货，目前主要供应空调罩和后尾。经过 3 年左右的时间，公司终于进入了宇通的供应商体系，预计 2016 年能产生千万级的收入。未来若供应宇通其他车型或供应更多类型结构件，长玻纤产品收入体量能成倍上升。

通过 CATL 为吉利供货。公司目前为 CATL 提供电池盒的长玻纤上盖，供给吉利车型。该产品单价在 1000 多元，目前的出货量在一个月 3000-4000 套，月收入达 300-400 万元。随着 CATL 的不断扩产，2019 年预计能达到 3000-4000 套/天，届时日收入量将达到 300-400 万元。且公司极有可能供应电池客下盖（下盖的价值量是上盖的 2 到 3 倍），增加单车产品价值量。

图1：LFT-D生产线



资料来源：公司资料、招商证券

图2：前端框架、防撞梁、底护板、电池盒上盖等



资料来源：公司资料、招商证券

## 二、碳纤维生产线预计明年投产

公司募资 6.04 亿元用于新能源汽车碳纤维结构件生产线项目。目前第一条碳纤维制品生产线正在设备调试中，预计 2017 年 4 月能够投入生产。

成立云度新能源汽车公司，探索碳纤维制品整车应用。公司与福建省汽车集团一起成立了云度新能源汽车公司，其中海源机械持股 11%。成立云度主要是为了探索碳纤维复合材料制品在整车上的应用。云度的首款纯电动车预计将在 2017 年上半年发布。

碳纤维整车正在逐渐普及。随碳纤维原丝供应量的不断提高和制造成本的不断降低，碳纤维车身的整体成本正在迅速下降，越来越多的车型开始使用碳纤维作为车身的主要材料。宝马于 2013 年末下线的纯电动汽车 i3 便采用了碳纤维增强复合材料（CFRP）车

身。

图3：海源机械概念车碳纤维车身



资料来源：互联网、招商证券

图4：宝马 i3



资料来源：互联网、招商证券

### 三、复合材料建筑模板持续放量

**复合材料建筑模板优势明显。**相对于传统的木模及钢模，复合材料建筑模板具有重量轻，标准化程度高，省工节材等优点，且成型后能够达到清水混凝土的效果。复合材料建筑模板现已应用于房地产、地铁、高铁、城市管廊等施工领域。特别是在一些地下大型工程建筑项目中，复合材料建筑模板相较于传统模板的优势显得尤为突出。

**16 年收入增长明显，未来将持续放量。**16 年第三季度海源机械收入 1.02 亿元，净利润 0.19 亿元，同比实现扭亏，最重要的原因就是复合材料建筑模板的持续放量，截止三季度复合材料建筑模板的收入占比已经超过 50%。依靠其优良的性能，复合材料建筑模板已经出口台湾等市场（与台湾客户签订 20 万平米订单），相信未来随着建筑工人成本的不断上升，能够节省工时的复合材料建筑模板能够得到更广泛的应用。

图5：复合材料建筑模板拼装迅速、简洁



拼装现场清爽整洁，工人上手容易，拼装快速

资料来源：公司资料、招商证券

图6：复合材料建筑模板成型效果好



成型面观感好，达到清水混凝土的效果

资料来源：公司资料、招商证券

### 四、业绩预测及投资建议

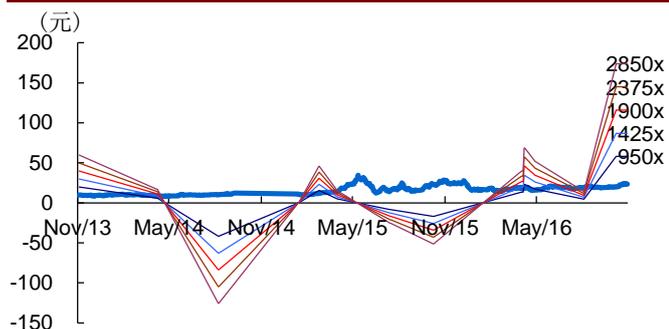
我们认为，海源机械的长玻纤汽车轻量化产品已经通过多家国内主流主机厂认证，爆发在即；明年投产的碳纤维汽车轻量化产品也有望落地；加上建筑模板复合材料在地铁、综合管廊等大型工程建筑的持续放量，2017 年将是海源机械的业绩拐点。预计 2017 年海源机械营业收入 6.01 亿元，净利润 0.88 亿元，对应 2017 年 PE 72 倍。首次覆盖，给予审慎推荐评级。

### 五、风险提示

汽车轻量化制品推广不及预期。

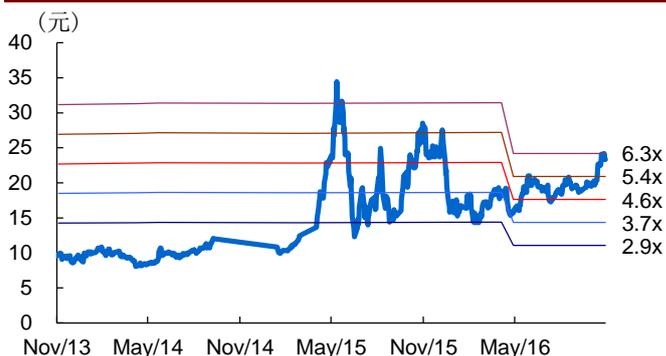
#### PE-PB Band

图 1：海源机械历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：海源机械历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	535	563	1140	1258	1226
现金	40	53	441	783	530
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	21	10	14	26	39
应收款项	103	106	115	184	272
其它应收款	9	8	12	21	31
存货	314	344	496	145	209
其他	46	42	61	99	144
<b>非流动资产</b>	600	658	716	1168	1481
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	389	404	469	928	1247
无形资产	58	71	64	58	52
其他	148	178	178	178	178
<b>资产总计</b>	<b>1135</b>	<b>1221</b>	<b>1855</b>	<b>2426</b>	<b>2707</b>
<b>流动负债</b>	116	219	258	529	616
短期借款	39	99	100	300	300
应付账款	22	29	42	66	96
预收账款	29	19	27	43	63
其他	26	72	89	120	158
<b>长期负债</b>	23	3	3	218	318
长期借款	0	0	0	215	315
其他	23	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	<b>140</b>	<b>222</b>	<b>261</b>	<b>747</b>	<b>934</b>
股本	160	200	260	260	260
资本公积金	664	624	1148	1148	1148
留存收益	172	175	184	266	355
少数股东权益	0	0	2	6	10
归属于母公司所有者权益	995	999	1592	1673	1763
<b>负债及权益合计</b>	<b>1135</b>	<b>1221</b>	<b>1855</b>	<b>2426</b>	<b>2707</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	(58)	(29)	(113)	425	78
净利润	3	3	9	84	115
折旧摊销	34	38	42	47	87
财务费用	0	6	(9)	4	15
投资收益	1	1	(8)	(9)	(10)
营运资金变动	(95)	(78)	(154)	276	(162)
其它	(2)	2	6	22	33
<b>投资活动现金流</b>	(60)	(23)	(100)	(500)	(400)
资本支出	(82)	(36)	(100)	(500)	(400)
其他投资	21	12	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	36	57	601	417	69
借款变动	42	89	1	415	100
普通股增加	0	40	60	0	0
资本公积增加	0	(40)	524	0	0
股利分配	(5)	(5)	0	(3)	(25)
其他	(1)	(27)	16	4	(5)
<b>现金净增加额</b>	<b>(83)</b>	<b>4</b>	<b>388</b>	<b>342</b>	<b>(253)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	207	230	328	601	890
营业成本	129	159	231	364	527
营业税金及附加	2	2	3	5	7
营业费用	36	31	46	60	89
管理费用	41	47	62	78	125
财务费用	(0)	6	(9)	4	15
资产减值损失	(0)	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	(1)	8	9	10
<b>营业利润</b>	(2)	(22)	2	98	137
营业外收入	5	23	10	10	10
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	2	0	12	108	147
所得税	(1)	(2)	1	20	27
<b>净利润</b>	3	3	11	88	119
少数股东损益	0	0	2	4	5
<b>归属于母公司净利润</b>	3	3	9	84	115
<b>EPS (元)</b>	0.02	0.01	0.03	0.32	0.44

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-18%	11%	43%	83%	48%
营业利润	-57%	1161%	-109%	4714%	40%
净利润	-63%	-13%	223%	827%	36%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.6%	31.0%	29.4%	39.3%	40.8%
净利率	1.6%	1.2%	2.8%	14.0%	12.9%
ROE	0.3%	0.3%	0.6%	5.0%	6.5%
ROIC	-0.2%	-5.7%	-0.3%	3.7%	5.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	12.3%	18.2%	14.1%	30.8%	34.5%
净负债比率	3.4%	8.1%	5.4%	21.2%	22.7%
流动比率	4.6	2.6	4.4	2.4	2.0
速动比率	1.9	1.0	2.5	2.1	1.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	0.4	0.5	0.6	1.1	3.0
应收帐款周转率	2.1	2.2	3.0	4.0	3.9
应付帐款周转率	3.4	6.3	6.5	6.7	6.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.02	0.01	0.03	0.32	0.44
每股经营现金	-0.36	-0.15	-0.43	1.64	0.30
每股净资产	6.22	4.99	6.12	6.44	6.78
每股股利	0.03	0.00	0.01	0.10	0.13
<b>估值比率</b>					
PE	1154.4	1663.5	669.0	72.2	52.9
PB	3.8	4.7	3.8	3.6	3.4
EV/EBITDA	398.0	645.8	329.1	78.7	49.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘荣**，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

**诸凯**，北京大学经济学硕士、新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。