

华源控股 (002787) 年报点评

2017年4月13日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业资格证书号码: S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

业绩符合预期, 投资润天智开启公司转型之路

投资评级: 买入 (维持)

事件: 公司发布 2016 年年报, 营收 10.1 亿 (+10.63%)、归母净利润 1.1 亿 (+27.79%), 扣非归母净利润 0.98 亿 (+20.53%)。公司拟向全体股东每 10 股派现金红利 5 元, 以资本公积金每 10 股转增 10 股。

投资要点

■ 收入平稳增加, 产品份额发生改变: 印铁业务占比上升

分季度看, 一/二/三/四季度营收 2.0/2.7/2.8/2.7 亿元, 同比 +4.61%/+5.02%/+18.90%/+13.39%, 净利润 0.3/0.4/0.3/0.2 亿元, 同比 +84.94%/47.42%/25.05%/-29.25%。全年营收保持一致, 但净利润下半年出现下滑, 净利同比增速波动较大, 因为主要原材料马口铁的价格在前半年下跌而后半年迅速上涨带来的成本变化。

分产品看, 化工罐营收 7.1 亿元, 同比 +4.0%, 占营业收入的比重为 70.6%, 占比同比 -4.5pct; 印铁加工营收 1.97 亿元, 同比 +78.5%, 占营业收入的比重为 19.6%, 占比同比 +7.45pct。2016 年公司印铁加工的营收和占比提升显著, 因为公司募投咸宁华源 (年产 3.6 万吨彩印马口铁)、中鲈华源 (3780 万只化工罐印铁) 等印铁加工项目已经投产, 实现效益分别为 1296 万元、982 万元。

■ 综合毛利率 24.7%, 受原材料影响较大

2016 年综合毛利率 24.7%, 同比 +1.0pct。分产品看, 化工罐、印铁加工及销售的毛利率分别是 28%/13%, 同比 +3.2pct/-8.3pct。化工罐原材料费用占营业成本 77%, 受益于 2016 年全年整体马口铁价格低于 2015, 化工罐毛利率上升明显。2016 年三项费用合计 11.75%, 同比 +0.03pct, 其中销售、管理、财务费用率同比 +0.74/+0.69/-1.4pct。销售费用增加主要系产品质量投诉, 货款无法收回并预计负债所致, 管理费用增加主要是因为公司加大了研发力度。

■ 投资润天智数字设备公司, 未来定位可参照东洋制罐

公司决定以自筹资金 6700 万元受让润天智 880 万股, 持股比例达到 7.99%。润天智是专注于数码喷绘设备的研发、生产和销售的高新技术企业, 相关技术达到国际先进水平, 是国内相关领域龙头企业。公司投资目的基于提高公司生产的数字化和智能化水平。

2017 年 1 月公司正式更换名称, 修改章程把对外投资加入公司经营范围, 定位于平台化发展。我们认为公司的发展路径可以参考行业龙头日本东洋制罐的发展历程, 该公司在收购美国 Stolle Machinery 后成功实现转型升级, 进入高毛利的设备的高端制造行业, 营业收入从 2011 年的 7065 亿日元上升至 2015 年的 7843 亿日元。我们预计公司未来会继续完善产业链, 向高附加值的装备制造转型。

■ 下游市场前景明朗, 绑定高端客户, 未来销售有保证

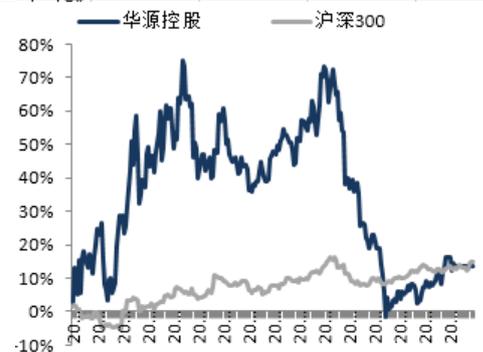
我国化工罐销售收入从 2010 年 56 亿元增至 2016 年 100 亿元, 年均同比增加 9%。我国涂料行业复合增长率 17.62%, 房地产去库存 +3600 万套保障住房 + “二次装修” 推动涂料市场迅速发展, 而其毛利率高达 60%, 对于涂料生产厂商而言, 对包装罐价格不敏感, 对质量的要求更高。公司客户为阿克苏、立邦、艾仕得、PPG 等均为国际大型化工涂料企业, 已签订长期供货合同, 未来销售有保证。

■ 盈利预测与投资建议

预计未来依靠大客户阿克苏诺贝尔和立邦, 同时继续向智能包装整体解决方案服务商的转型。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 是 1.00 元, 1.28 元, 1.62 元, 对应 PE 为 38, 30, 24X, 维持 “买入” 评级。

■ 风险提示: 行业竞争高于预期, 大客户销售收入不及预期。

股价走势



市场数据

| | |
|----------------|-------------|
| 收盘价 (元) | 38.22 |
| 一年最低价/最高价 | 32.22/60.35 |
| 市净率 | 5.8 |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 2018.7 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产 (元) | 6.59 |
| 资产负债率 | 21.43% |
| 总股本 (百万股) | 144.06 |
| 流通 A 股 (百万股) | 52.68 |

相关研究

公司点评: 三季报高增长, 股权激励出台看好未来发展 2016.10.20

公司点评: 中报业绩 +62% 符合预期, 金属包装龙头地位 2016.8.24

公司点评: 业绩高增速的金属包装行业龙头 2016.7.14

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

