CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

当前股价：19.45 元
2017 年 03 月 27 日

海利得002206.SZ

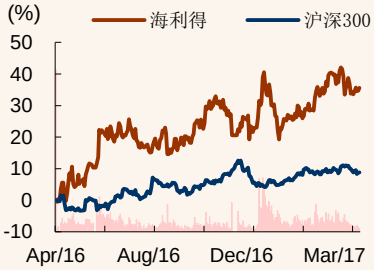
收入增长带动一季度利润增长19%，行业龙头长期高速增长无虞

基础数据

上证综指	3141
总股本（万股）	48723
已上市流通股（万股）	34284
总市值（亿元）	95
流通市值（亿元）	67
每股净资产（MRQ）	5.7
ROE（TTM）	9.2
资产负债率	33.5%
主要股东	高利民
主要股东持股比例	23.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	4	35
相对表现	-3	2	27



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《海利得（002206）—2016 年利润大增源于新产能投放、差异化率提升》2017-03-28

2、《海利得（002206）—锅炉爆炸事件影响较小，全年业绩高速增长无虞》2016-11-29

3、《海利得（002206）—2016 前三季度净利润同比大增 37%，受益于综合毛利率改善、差异化率提升》

周铮
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001
姚鑫
yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001
孙维容
sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001
联系人
于庭泽
yutingze@cmschina.com.cn

事件：

2017 年 4 月 26 日，海利得公布 2017 年一季报业绩，2017Q1 收入 6.8 亿元同比增 19%，归属净利润 0.8 亿元同比增 16%，符合预期；扣非后净利润 0.6 亿元同比降 11%。预计 2017 年 H1 归属净利润为 1.6~1.9 亿元，同比增 10%-30%。

评论：

1、利润增长主要源自收入增长，综合毛利率小幅下滑

1）公司一季度收入 6.8 亿元同比增 19%，主要源于帘子布、石塑地板产能释放带来的销量增加。2）综合毛利率 21.4%，同比降 3 个百分点，据推测或由于车用丝毛利率下降，16 年底火灾事件导致车用丝一季度执行价格按照 16 年四季度结算，17 年初以来车用丝成本和售价涨价幅度均较大，因此车用丝利差收窄。由于目前火灾事件造成的影响已经完全消除，预计二季度毛利率将恢复正常水平。（3）公司三项费用率维持稳定。其中，销售费用率为 3%，同比升 0.4 个百分点，源于运费的增加；财务费用率为 1%，同比升 0.3 个百分点，源于银行借款利息费用增加；管理费用率为 7%，同比降 0.7 个百分点。4）营业外收入 0.3 亿元，占利润总额百分比提升 26 个百分点至 29%，主要源于旧设备出售及老厂区退还给政府导致固定资产处置收益增加。

2、差别化车用丝盈利性强，随海外高端客户认证陆续通过销量将快速释放

1）截至 2017 年一季度末，公司车用丝产能已达 13 万吨，非车用丝产能 6 万吨，差异化率已提升至 67%以上，产品毛利率逐步提升。车用丝的定价方式是以聚酯切片价格为基础加成，绝对价差非常稳定，每季度或半年谈一次价格，受原材料价格波动影响小；而普通丝完全市场化，行业景气度下行，高成本低需求导致普通涤纶工业丝厂商难以盈利。2）新投产的 2 万吨车用丝分批认证，每批通常需要 3-6 个月认证期，随着 2016 年新一批产品通过欧美认证，2017 年车用丝销量会加速释放，产品毛利率稳步提升。3）新增产能当中增加了有色安全带丝，销售价格和销售毛利较高，随着对环保要求的进一步提高，未来公司有色安全带丝将为成为公司另一产品亮点。

3、帘子布随着下游优质客户认证通过，毛利率将持续提升

截至 2017 年一季度，公司帘子布产能达 3 万吨，原丝均为自产的高品质高模低收缩丝。随着通过下游客户认证，帘子布毛利率逐步提升，预计 2017 年同比平均将继续提升 4 个百分点至 20%以上。目前客户已有住友、米其林、固铂、韩泰、大陆轮胎（马牌）、耐克森、诺基亚等国际一线品牌轮胎制造商，客户结构中 80%以上的客户均为国际高端一流客户。

4、石塑地板产能大幅扩张，新材料产业布局加大力度

1）环保石塑地板是 2015 年新投产的差异化产品，产品顺利通过欧标和美标的认证，取得了认证证书。相比传统的强化地板，石塑地板具有种类多、防潮（防澎胀）、耐磨、耐热、吸音、环保、施工方便等独特优点，地板及墙面均可铺设，能满足客户个性化需求。2）石塑地板当前产能 500 万平方米/年，产销率 100%，在建和拟建产能共计 1500 万平米，预计 2020 年前可全部投产，成为收入和利润贡献主力。3）目前国外石塑地板市占率高达 30%，我国只有 5%左右，随着我国平均生活水平提高和城镇化率提升，未来市场空间广阔。

5、投资建议

维持投资评级“强烈推荐-A”，预计 2017~19 年的 EPS 为 0.83/1.05/1.27 元，净利润同比增速分别为 59%/26%/21%。现价对应 2017 年 PE 为 23 倍。

风险提示：下游需求不振，新产能建设进程低于预期。

表 1: 一张表透析 2017 一季报（海利得）

	海利得	002206.SZ	2016/12/31		2016/3/31	2017/3/31		
科目单位：百万元		比率	16A	16Q1/16A	16Q1	17Q1	YOY	原因分析
主营业务	营业收入		2,567	22%	568	675	19%	
	毛利率		23.7%		24.2%	21.4%	-2.9%	
期间费用	销售费用		85	19%	16	22	35%	运费增加
		销售费用率	3%		3%	3%	0.4%	
	管理费用		187	24%	45	50	9%	
		管理费用率	7%		8%	7%	-0.7%	
	财务费用		-19	-8%	2	4	149%	借款利息费用增加
		财务费用率	-1%		0%	1%	0.3%	
	有息负债		733		939	1,125	20%	
		有息负债率	17%		25%	24%	-1.1%	
其他收益	投资收益		10	0%	0	7	55723%	理财收益增加
		占利润总额比例	3%		0%	8%	7.6%	
	营业外收入		21	12%	3	27	944%	出售固定资产收益增加
		占利润总额比例	7%		3%	29%	25.9%	
	所得税		52	18%	10	11	15%	
		所得税率	17%		12%	12%	-0.1%	
现金回笼	经营现金流入		3,038	20%	611	788	29%	
		占营收比例	118%		107%	117%	9.2%	
	经营性现金流净额		495	17%	82	76	-7%	
		占净利润比例	193%		119%	95%	-24%	
	应收款项合计		468		439	536	22%	
		占营收比例	18%		77%	79%	2%	
	应收账款		387		383	461		
	其他应收款		49		35	43		
	应收票据		32		21	32		

资料来源：Wind、招商证券

表 2、公司 2012 年来单季度收入和利润增速

项目		绝对额（百万元）				同比增速			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
归属净利润	2012	40	13	27	7	-33%	-76%	-51%	-75%
	2013	24	27	31	20	-40%	100%	13%	172%
	2014	33	59	46	6	37%	119%	50%	-68%
	2015	53	63	54	26	61%	8%	18%	298%
	2016	69	78	85	23	30%	24%	58%	-9%
收入	2012	484	453	519	494	-18%	-29%	-14%	-6%
	2013	495	545	588	521	2%	20%	13%	5%
	2014	551	573	609	554	11%	5%	4%	6%
	2015	492	543	550	537	-11%	-5%	-10%	-3%
	2016	568	639	672	687	16%	18%	22%	28%

资料来源：公司公告、招商证券

表 3、公司产能明细（截至 2017Q1）

产品类别		2017Q1（万吨）	在建产能（万吨）	备注
非车用丝		6.15		
车用丝	高模低收缩丝	5.60	4	一期 2 万吨预计 2017 年底投产，二期 2 万吨预计 2019 上半年投产
	安全带丝	4.00		
	安全气囊丝	3.25		
合计		19.00	4	
涤纶帘子布		3.00	3	一期 1.5 万吨预计 2018 年下半年投产，二期 1.5 万吨预计 2019 年下半年投产
石塑地板（万平方米）		500	1500	预计 2017 年产能达 700 平米，2020 年之前全部投产

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	2286	2121	2567	3359	3894
营业成本	1832	1652	1958	2514	2870
营业税金及附加	7	6	16	21	24
营业费用	55	66	85	104	121
管理费用	170	178	187	282	327
财务费用	21	(14)	(19)	12	5
资产减值损失	41	25	61	0	0
公允价值变动收益	(3)	4	7	10	10
投资收益	13	2	10	15	16
营业利润	170	214	295	451	573
营业外收入	12	20	21	21	21
营业外支出	4	3	8	3	3
利润总额	178	231	309	470	592
所得税	33	33	52	55	69

净利润	145	198	256	415	522
少数股东损益	1	2	1	8	10
归属于母公司净利润	144	195	255	407	512
EPS（元）	0.32	0.43	0.52	0.83	1.05

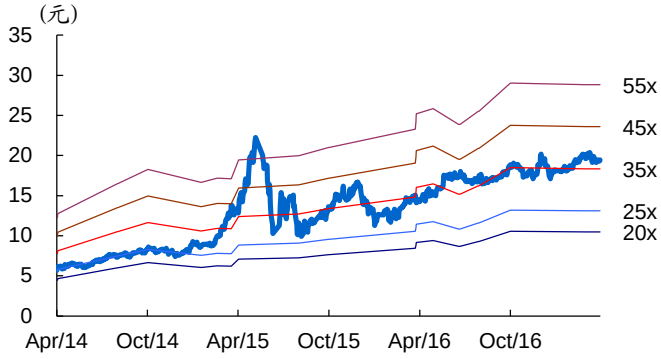
资料来源：公司数据、招商证券

表 5：公司 2016 年来重要公告整理

公告日期	主要内容
2016/1/19	石塑地板产品通过德国 DIBT 质量标准认证的证书，证书有效期为 2016 年 1 月 11 日至 2020 年 4 月 14 日。
2016/3/3	非公开发行股票申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过
2016/6/20	公司收到 Decom 巴西发展工业外贸部贸易保护局反倾销终裁文件，决定对我国 PVC 涂料布征收反倾销税，税率为 2.02 美元/公斤至 2.31 美元/公斤不等，本公司为 2.02 美元/公斤，上述税率自 2016 年 6 月 27 日起正式生效，有效期为自生效之日起五年
2016/7/5	年产 40000 吨车用工业丝和 30000 吨高性能轮胎帘子布技改项目，建设期 3 年，总投资为 65700 万元，。正常年可实现销售收入为 66016.2 万元，利润总额为 11996.2 万元，所得税后利润为 10161.0 万元
2016/7/5	设立浙江海利得新材料股份有限公司尖山新区分公司
2016/7/15	非公开发行新增股份 35,502,958 股，将于 2016 年 7 月 18 日在深圳证券交易所上市
2016/7/21	注册资本由修订前 451,726,500 元变为 487,229,458 元，公司股份总数由普通股 451,726,500 股变为普通股 487,229,458 股。
2016/8/31	持股比例为 15%的股东万向创投计划自本公告之日起三个交易日后的十二个月内，以集中竞价方式或大宗交易方式或依规按协议转让方式，减持公司股份不超过 5010 万股（占总股本比例为 10.28%）
2016/10/27	为了整合公司资源，降低公司管理成本，提高运营效率，公司决定解散并注销金源锂业
2016/11/23	发生安全事故股票停牌
2017/1/17	由于安全事故停产设备已全面恢复生产

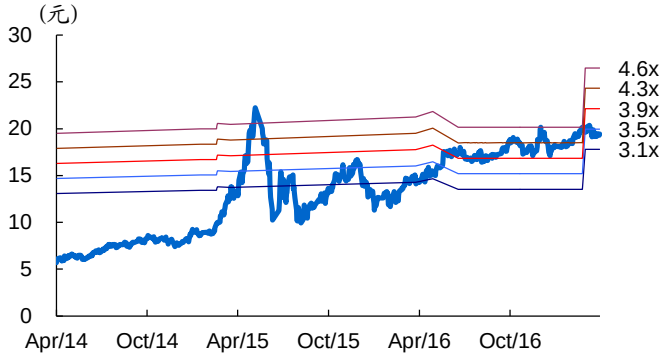
资料来源：wind，招商证券整理

图 1：海利得历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：海利得历史 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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1476	2012	1325	1577	1851
现金	692	391	300	400	575
交易性投资	2	9	9	9	9
应收票据	19	32	20	23	26
应收款项	333	387	387	449	492
其它应收款	22	49	34	39	43
存货	359	415	493	563	605
其他	49	730	82	94	101
非流动资产	2162	2184	2697	2609	2525
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1191	1699	2171	2000	1830
无形资产	161	178	160	144	130
其他	809	307	366	466	566
资产总计	**3638**	**4196**	**4022**	**4186**	**4376**
流动负债	1464	1356	1031	1067	1121
短期借款	950	733	173	108	100
应付账款	100	123	176	201	216
预收账款	11	19	65	75	80
其他	403	481	616	684	725
长期负债	48	48	47	47	47
长期借款	0	0	0	0	0
其他	48	48	47	47	47
负债合计	**1513**	**1405**	**1078**	**1114**	**1168**
股本	450	487	487	487	487
资本公积金	1043	1605	1605	1605	1605
留存收益	622	688	832	949	1073
少数股东权益	10	12	20	31	43
归属于母公司所有者权益	2115	2780	2924	3041	3165
负债及权益合计	**3638**	**4196**	**4022**	**4186**	**4376**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	359	495	1468	740	834
净利润	195	255	407	512	620
折旧摊销	148	186	232	289	266
财务费用	(7)	(14)	12	5	4
投资收益	(2)	(10)	(25)	(26)	(30)
营运资金变动	21	76	833	(54)	(40)
其它	3	1	10	13	14
投资活动现金流	(643)	(800)	(749)	(200)	(180)
资本支出	(531)	(309)	(790)	(200)	(180)
其他投资	(112)	(491)	41	0	0
筹资活动现金流	(42)	302	(810)	(440)	(479)
借款变动	61	(143)	(559)	(66)	(8)
普通股增加	2	37	0	0	0
资本公积增加	14	561	0	0	0
股利分配	(134)	(189)	(263)	(395)	(497)
其他	15	35	13	21	26
现金净增加额	(326)	(3)	(91)	100	175

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2121	2567	3359	3894	4275
营业成本	1652	1958	2514	2870	3085
营业税金及附加	6	16	21	24	26
营业费用	66	85	104	121	132
管理费用	178	187	282	327	359
财务费用	(14)	(19)	12	5	4
资产减值损失	25	61	0	0	0
公允价值变动收益	4	7	10	10	10
投资收益	2	10	15	16	20
营业利润	214	295	451	573	698
营业外收入	20	21	21	21	21
营业外支出	3	8	3	3	3
利润总额	231	309	470	592	716
所得税	33	52	55	69	84
净利润	198	256	415	522	633
少数股东损益	2	1	8	10	13
归属于母公司净利润	195	255	407	512	620
EPS（元）	0.43	0.52	0.83	1.05	1.27

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-7%	21%	31%	16%	10%
营业利润	26%	38%	53%	27%	22%
净利润	36%	31%	59%	26%	21%
获利能力					
毛利率	22.1%	23.7%	25.2%	26.3%	27.8%
净利率	9.2%	9.9%	12.1%	13.1%	14.5%
ROE	9.2%	9.2%	13.9%	16.8%	19.6%
ROIC	5.6%	6.5%	13.1%	16.0%	18.7%
偿债能力					
资产负债率	41.6%	33.5%	26.8%	26.6%	26.7%
净负债比率	26.1%	17.5%	4.3%	2.6%	2.3%
流动比率	1.0	1.5	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.8	1.2	0.8	0.9	1.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0
存货周转率	4.5	5.1	5.5	5.4	5.3
应收帐款周转率	6.4	7.1	8.7	9.3	9.1
应付帐款周转率	17.6	17.5	16.8	15.2	14.8
每股资料（元）					
每股收益	0.43	0.52	0.83	1.05	1.27
每股经营现金	0.80	1.02	3.01	1.52	1.71
每股净资产	4.70	5.71	6.00	6.24	6.49
每股股利	0.42	0.54	0.81	1.02	1.23
估值比率					
PE	44.8	37.1	23.3	18.5	15.3
PB	4.1	3.4	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA	20.0	15.1	9.9	7.9	7.1

资料来源：公司数据、招商证券

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。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券，8 年化工行业研究经验。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士。2016 年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券，8 年化工及环保行业研究经验。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016 年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016 年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金，4 年化工研究经验。

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。