

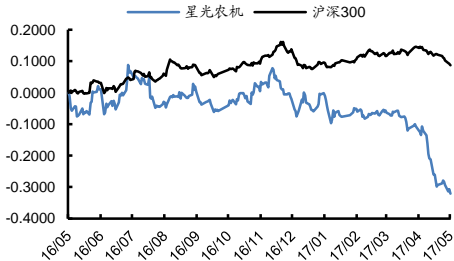
研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn

一季度业绩逐步企稳，完善产业布局发展可期

——星光农机（603789）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
星光农机	-23.9	-28.5	-31.9
沪深300	-4.8	-2.2	8.8

市场数据

	2017-05-10
当前价格（元）	19.99
52周价格区间（元）	19.5-32.68
总市值（百万）	4029.16
流通市值（百万）	1599.20
总股本（万股）	20155.90
流通股（万股）	8000.00
日均成交额（百万）	49.10
近一月换手（%）	31.36

相关报告

《星光农机（603789）事件点评：定增拓展产品梯队，股权激励彰显信心》——2016-11-21

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：

4月26日，公司发布2017年一季度报，实现营业收入1.61亿元，同比增加50.08%；实现归母净利润1447万元，同比减少23.43%；实现归母扣非净利润1295万元，同比增加13.60%。

投资要点：

- 联合收割机产品成功定型，2017年业绩有望企稳回升。**2016年，受农机补贴定额下调、粮价下跌、国三发动机切换等影响，我国农机行业进入深度调整期。在这一背景下，公司主营业务联合收割机业绩表现低迷，全年实现营业收入3.84亿元，同比下滑31.35%，毛利率为20.85%，同比减少4个百分点。然而，公司目前销售的联合收割机是2014年下半年推出的新机型，2015-16年处于市场的磨合阶段，适应性、可靠性、稳定性等方面尚需进一步完善，因此导致公司产品竞争能力有所削弱。但经过两年的试验和改进，公司于2016年底对新机型定型并加大备货，2017年一季度业绩已出现明显好转，预计2017年后公司联合收割机业务或将企稳回升。
- 内外兼修完善产品结构，未来业绩有望亮点频出。**公司于2016年分别作价1.53亿元和0.33亿元收购星光玉龙51%股权和星光正工56.66%股权，进入压捆机和采棉机领域；同时公司通过对大中型拖拉机、旋耕机进行自主研发，已初步建立起五大主要农作物品种的全程机械化产业链。目前公司拖拉机、旋耕机、采棉机已具备小批量生产能力，压捆机已开始贡献业绩。根据星光玉龙业绩承诺，2016-18年净利润不低于2500、3000、3500万元，而其2016年4-12月实现净利润3234万元，大幅超出业绩承诺上限。我们认为星光玉龙完成业绩承诺是大概率事件，且随着公司不断完善产业布局，其他农机产品有望获得协同效应，未来业绩值得期待。
- 定增再度加码，全产业链有望提速。**2017年2月，公司发布一年期定增预案（第三次修订稿），拟以不低于26.41元/股的价格募集5.59亿元，主要用于星光玉龙“年产5000台压捆机项目”和母公司“年产10000台大中型拖拉机项目”，目前定增尚需证监会批准。我们认为此次定增有利于实现公司主要农作物全程机械化产业链的发展战略，改善原有产品结构单一的风险，有望进一步提升公司的盈利能力。
- 上调公司至“增持”评级：**基于审慎性原则，暂不考虑定增对公司业绩的影响，预计2017-2019年公司净利润分别为60百万元、75百万元、99百万元，对应EPS分别为0.30元/股、0.37元/股、0.49元/股，按照5月10日收盘价19.99元计算，对应PE分别为67、54、41倍。随着农业供

供给侧改革的推进，公司联合收割机有望凭借差异化竞争优势实现稳定增长，同时公司通过定增加码全产业链布局不断完善，未来业绩有望多点开花。此外，公司当前股价低于定增基准价，具备安全边际，上调公司至“增持”评级。

- **风险提示：**联合收割机市场竞争加剧；公司新产品业绩不达预期；定增行政审批不通过的风险。

表1：公司盈利及估值预测（暂不考虑定增对公司业绩的影响）

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	521	619	756	896
增长率(%)	-11%	19%	22%	18%
净利润（百万元）	33	60	75	99
增长率(%)	-58%	82%	24%	32%
摊薄每股收益（元）	0.16	0.30	0.37	0.49
ROE(%)	2.99%	5.15%	5.98%	7.32%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 2: 星光农机盈利预测表 (暂不考虑定增对公司业绩的影响)

证券代码:	603789.SH		股价:	19.99	投资评级:	增持	日期:	2017/05/10	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	3%	5%	6%	7%	EPS	0.16	0.30	0.37	0.49
毛利率	26%	29%	30%	31%	BVPS	5.30	5.54	5.83	6.22
期间费率	18%	17%	17%	17%	估值				
销售净利率	6%	10%	10%	11%	P/E	121.34	66.74	53.95	40.83
成长能力					P/B	3.77	3.61	3.43	3.21
收入增长率	-11%	19%	22%	18%	P/S	7.73	6.51	5.33	4.50
利润增长率	-58%	82%	24%	32%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.34	0.38	0.43	0.46	营业收入	521	619	756	896
应收账款周转率	4.88	5.23	5.46	5.63	营业成本	384	442	531	615
存货周转率	2.56	3.11	3.95	5.05	营业税金及附加	5	5	7	8
偿债能力					销售费用	22	27	33	39
资产负债率	28%	29%	30%	30%	管理费用	71	79	98	117
流动比	2.26	2.20	2.23	2.33	财务费用	(2)	(5)	(8)	(11)
速动比	1.90	1.88	1.95	2.10	其他费用/(-收入)	3	4	1	0
资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	44	75	97	128
现金及现金等价物	241	353	510	712	营业外净收支	11	14	11	12
应收款项	107	118	139	159	利润总额	55	89	108	140
存货净额	150	144	136	124	所得税费用	10	13	16	21
其他流动资产	444	360	327	298	净利润	45	75	92	119
流动资产合计	941	976	1111	1292	少数股东损益	12	15	17	20
固定资产	258	320	379	435	归属于母公司净利润	33	60	75	99
在建工程	70	75	70	45	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	71	71	64	57	经营活动现金流	111	215	209	242
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	45	75	92	119
资产总计	1551	1642	1774	1929	少数股东权益	12	15	17	20
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	27	20	23	25
应付款项	255	285	327	362	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	26	31	38	45	营运资金变动	28	105	77	78
其他流动负债	135	128	134	148	投资活动现金流	(290)	(56)	(4)	19
流动负债合计	416	443	499	556	资本支出	(96)	(67)	(54)	(31)
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	26	26	26	26	其他	(194)	11	50	50
长期负债合计	26	26	26	26	筹资活动现金流	292	(12)	(15)	(20)
负债合计	442	469	525	581	债务融资	0	0	0	0
股本	202	202	202	202	权益融资	26	0	0	0
股东权益	1109	1172	1249	1348	其它	265	(12)	(15)	(20)
负债和股东权益总计	1551	1642	1774	1929	现金净增加额	112	147	190	241

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

【分析师承诺】

冯胜，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惟一参考因素，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。