

2017年06月14日

海源机械 (002529.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

其他专用机械

汽车及建筑轻量化放量, 业绩换挡加速

■ **汽车轻量化材料放量增长, 碳纤维复材即将推向市场:** 据新闻报道, 公司 SMC 材料可用于汽车外覆盖件、结构件等领域, 已获得吉利、CATL、宇通汽车等公司批量订单。公司掌握了碳纤维复合材料低成本、短周期批量生产工艺, 定增建设碳纤维复合材料产能基本完成, 目前进入调试和试生产阶段, 达产后将形成年产 5 万台套零部件的生产能力。

国家日前颁布了新能源汽车“积分制”实施办法, 促使传统车企推出新能源车型, 并对汽车的能量密度、续航里程等提出了要求。在动力锂电能量密度短时间难以大幅提高的情况下, 降低车身质量成为新能源汽车延长续航里程的重要选项。我们测算, 到 2020 年复合材料用于汽车轻量化市场将达到 100 亿元。

公司与福建汽车工业集团等合资成立云度新能源汽车即将达产, 2020 年规划销售 10 万辆汽车, 将与公司碳纤维材料车身业务有效协同。

■ **建筑模板切入公建市场, 市场规模超 4000 亿:** 公司拥有国内首条全自动长纤维增强热塑性复合材料 (LFT-D) 模压生产线, 生产的复合材料模具可替代传统钢模、木模。PPP 模式促进地铁、地下管廊等公建项目密集建设, 公司将其作为业务突破口, 跟随中铁、中冶等建筑企业取得海南海口地下管廊示范项目订单、福州 2 号地铁线 13 个站点中 9 个站点的项目订单, 随着各地地下管廊等公共建筑的紧密开建, 未来还将进一步放量。我们按照 2011 年建筑模板测算, 市场规模超 4000 亿元。

■ **受益海绵城市建设发力, 传统液压机业务大幅回升:** 公司是建材液压成型设备的龙头企业, 拥有生产环保墙材、陶瓷砖、防水材料等多系列液压机产品。近年来受下游制造业和冶金业需求下降影响, 公司压机业绩持续下滑。17 年开年以来, 国家大力推进“海绵城市”建设, 公司透水砖压机销量大幅上涨, 预计压机业务业绩将止跌回升。

■ **投资建议:** 公司是国内第一个具备碳纤维复材零件批量生产能力的企业, 与吉利、宇通等国内知名整车厂建立了密切的合作关系, 成长性突出。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 4.95、6.85、10.02 亿元, 净利润分别为 0.6、1.07、1.97 亿元。首次覆盖给予“买入-A”评级, 6 个月目标价为 21 元。

■ **风险提示:** 复合材料市场开拓不达预期; 新进入者争夺市场空间

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	230.1	205.2	495.5	685.7	1,002.0
净利润	2.8	-38.2	60.0	106.7	197.8
每股收益(元)	0.01	-0.15	0.23	0.41	0.76
每股净资产(元)	3.84	6.00	5.98	6.43	7.24

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	1,524.1	-112.0	71.3	40.1	21.6
市净率(倍)	4.3	2.7	2.8	2.6	2.3
净利润率	1.2%	-18.6%	12.1%	15.6%	19.7%
净资产收益率	0.3%	-2.4%	3.9%	6.4%	10.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-13.5%	-4.2%	4.9%	8.3%	15.8%

投资评级 买入-A

首次评级

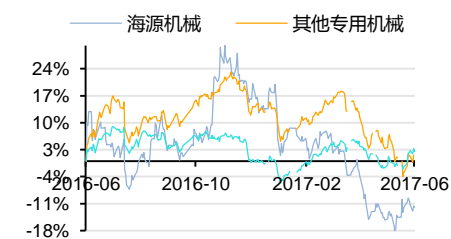
6 个月目标价: 21 元

股价 (2017-06-14) 16.38 元

交易数据

总市值(百万元)	4,258.80
流通市值(百万元)	3,276.00
总股本(百万股)	260.00
流通股本(百万股)	200.00
12 个月价格区间	15.25/24.19 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.79	-14.38	-18.26
绝对收益	3.54	-16.26	-15.42

王书伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

李哲 报告联系人
lizhe3@essence.com.cn

李倩倩 报告联系人
liqq@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 液压压机龙头业绩下滑，战略转型启动	4
1.1. 液压压机龙头企业，市场份额领先.....	4
1.2. 传统主业受需求不足冲击，近年来下滑明显.....	6
1.3. “海绵城市”建设加速，透水砖压机热销带动压机业务反弹.....	6
2. 转型复合材料及设备生产，掘金汽车、建筑轻量化	6
2.1. 研发国内首台长玻纤模压设备，汽车、建筑领域用途广.....	7
2.2. 率先布局碳纤维复合材料，即将推向市场.....	9
2.3. 定增成功，碳纤维复材产业化加速.....	10
3. 汽车轻量化空间广阔，公司走在行业前列	10
3.1. 政策引导+需求催生，汽车轻量化是必然趋势.....	10
3.2. 汽车复材市场规模超 500 亿元，公司产品掌握先机.....	12
3.3. 碳纤维复材：最理想汽车轻量材料，公司破解应用瓶颈.....	15
4. 公建市场切入，建筑轻量化业绩持续放量增长	17
4.1. 替代传统建筑模板，市场空间超 4000 亿.....	17
4.2. 地铁及地下管廊密集建设，公司顺势切入.....	19
5. 3D 业务稳步推进，打造下一个业务爆发点	20
6. 盈利预测与估值	20
6.1. 主营业务预测.....	20
6.2. 估值与评级.....	21
7. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司部分产品系列.....	4
图 2：研发费用始终高位增长.....	5
图 3：公司股权相对集中.....	5
图 4：房地产开发投资额增速不断下降.....	6
图 5：液压成型设备营收大幅下滑.....	6
图 6：公司新业务发展历程.....	7
图 7：海源机械双板块业务格局.....	7
图 8：公司研发出国内首条自主知识产权的 LFT-D 模压生产线.....	8
图 9：建筑模板业务逐年增长遏制营收下滑趋势(百万元).....	8
图 10：建筑模板业务在盈利中占比逐年扩大（百万元）.....	8
图 11：公司生产的碳纤维概念车.....	9
图 12：我国汽车年销售量超过 2800 万辆.....	11
图 13：我国新能源车销量增长迅速.....	11
图 14：材料轻量化是各方关注的焦点.....	13
图 15：各类材料在汽车中的占比.....	14
图 16：LFT-D/SMC 在乘用车中的使用.....	15
图 17：LFT-D/SMC 在商用车中的使用.....	15
图 18：宝马 i3 使用碳纤维车身.....	16
图 19：Alfa Romeo 4C.....	16

图 20: 木制建筑模板	18
图 21: 钢制建筑模板	18
图 22: 公司的建筑模板产品	18
图 23: 地下综合管廊示意图	19
图 24: 地铁车站混凝土工程均需使用建筑模板	19
图 25: 我国正处于地铁建设高峰期	20
图 26: 地铁站台数增长迅速	20
表 1: 公司主要产品及市场表现	5
表 2: 公司定增项目情况	10
表 3: 定增认购情况	10
表 4: 各国燃油车油耗指标	11
表 5: 汽车轻量化的优点	12
表 6: 各国汽车轻量化政策措施一览	12
表 7: 不同轻质材料优点及应用领域	13
表 8: 汽车领域常用的复合材料种类	15
表 9: 碳纤维复合材料是最理想的汽车轻量化材料	16
表 10: 碳纤维复合材料产业链主要厂家	17
表 11: 2020 年碳纤维市场预测	17
表 12: 复合材料的优势	18
表 13: 我国地下管廊鼓励政策及事件	19
表 14: 分业务业绩预测	20

1. 液压压机龙头业绩下滑，战略转型启动

1.1. 液压压机龙头企业，市场份额领先

公司是全球产品门类最多的液压成形技术和装备供应商之一，是国内建材液压成形设备行业龙头。自 1994 年研发出我国第一台千吨级自动液压压机以来，公司不断引领行业发展，目前已拥有生产墙体材料、陶瓷砖、耐火材料、透水广场砖等产品的多系列压机及配套生产线，市场份额领先。公司获评“中国民营 500 强”、“中国陶瓷机械龙头企业”、“中国墙体机械龙头企业”等荣誉称号，主持制订多项行业标准。公司董事长李良光被评为“全国劳动模范”，享受国务院政府特殊津贴。

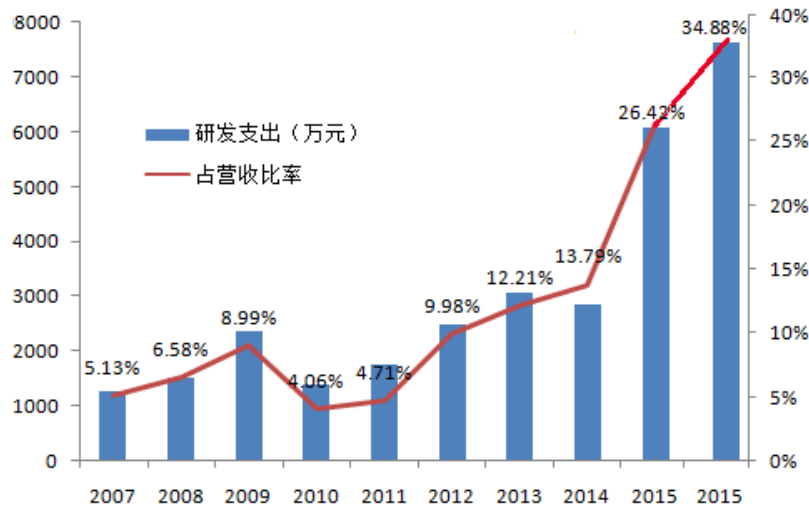
图 1：公司部分产品系列



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司始终把创新作为增长的动力。设有跨国复合材料技术研发中心、博士后科研工作站等多个研究中心。研发费用一直保持高位增长。最低占到 4% 以上，2015 年更是达到了营收的 26%。在不断的研发投入下，公司开发的多套产品填补了国内空白。

图 2：研发费用始终高位增长



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

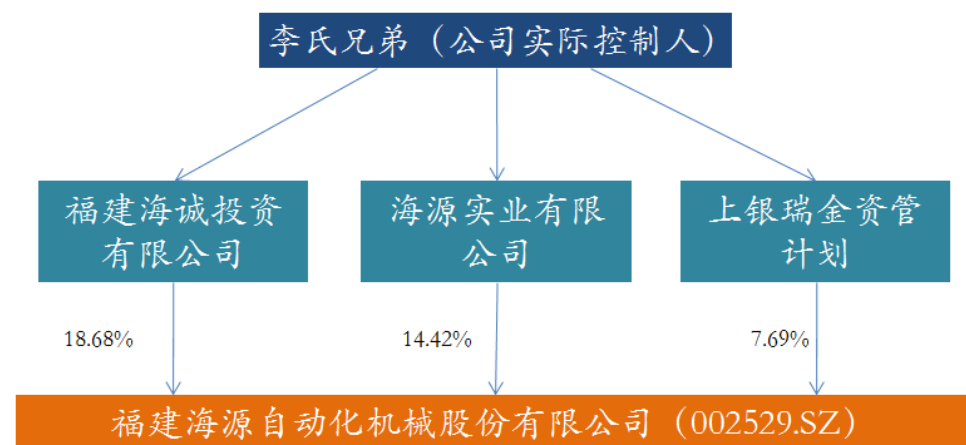
表 1：公司主要产品及市场表现

产品	市场表现
HP 系列陶瓷砖全自动液压压机	公司发家产品，市场份额始终位列国内前三甲
HF 系列墙体材料全自动液压压机	产品自动化程度高、绿色环保，前景广阔，占据 75%-80% 市场份额
HC 系列耐火材料全自动液压压机	国内第一台拥有自主知识产权的耐火材料液压压机，在集中了全国绝大部分耐火材料产业的河南、辽宁、山东三省具有很强的影响力
HE 系列复合材料全自动液压压机	国内第一台拥有自主知识产权的复合材料液压压机
LFT-D 长纤维增强热塑性复合材料生产线	全球第二家掌握该技术的公司，价格仅为对手的 1/4
碳纤维复合材料生产线	全球少数已掌握碳纤维短周期大批量成型工艺装备技术的企业之一

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司股权相对集中，实际控制人李良光、李祥凌、李建峰三兄弟通过福建海诚投资有限公司、上银瑞金资管计划、海源实业有限公司共持有公司 40.79% 股份，对公司业务有决定权。前十大股东中的鑫盘投资也是公司高管及业务骨干持股。

图 3：公司股权相对集中

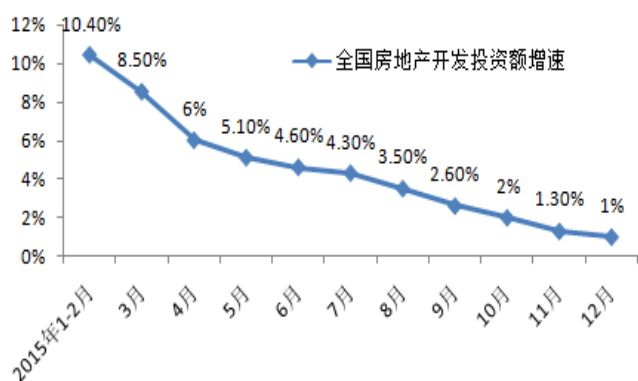


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 传统主业受需求不足冲击，近年来下滑明显

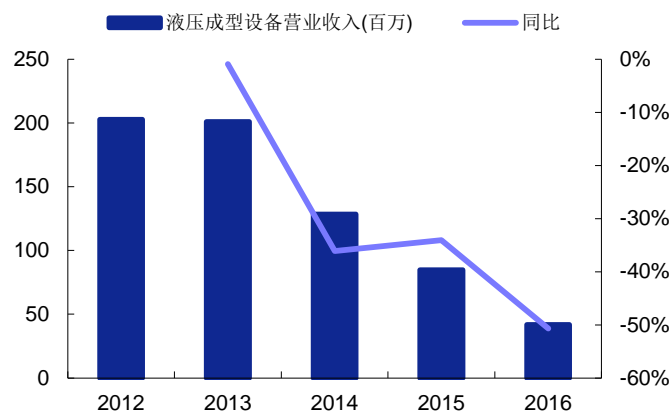
公司的传统业务是开发建材液压成形设备，由于下游房地产投资不振，公司产品的市场需求下降；而存量订单也存在由于客户融资困难，导致推迟提货的情况，影响了销售收入的实现。国外市场，受传统出口市场俄罗斯经济下行影响，需求下滑明显。公司液压成型设备板块连续五年下滑，2015年该板块营收下滑35.05%，毛利下滑54.99%。随着中国经济进入“新常态”，公司传统液压机械产品的主要目标市场在可预见的时期内整体需求不会有明显的回暖。

图 4：房地产开发投资额增速不断下降



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 5：液压成型设备营收大幅下滑



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

1.3. “海绵城市”建设加速，透水砖压机热销带动压机业务反弹

海绵城市，是新一代城市雨洪管理概念，是指城市在适应环境变化和应对雨水带来的自然灾害等方面具有良好的“弹性”，也可称为“水弹性城市”。下雨时吸水、蓄水、渗水、净水，需要时将蓄存的水释放并加以利用。

海绵城市概念于2012年首次提出。2015年4月，住建部和财政部确定了济南、武汉、重庆等16个第一批海绵城市试点；2016年4月，第二批海绵城市试点又增加14个城市，试点城市扩大到30个。

今年两会政府工作报告提出“启动消除城区重点易涝区段三年行动，推进海绵城市建设，使城市既有‘面子’，更有‘里子’。”海绵城市建设加速。根据规划，到2020年城市建成区20%以上面积达到目标要求；到2030年，城市建成区80%以上面积达到目标要求。

公司透水砖压机生产砖块可储存雨水，给城市排水系统减负；在晴天时又可以散发水蒸气，降低地表温度，还能给城市水系相联接，形成完善的城市地下水系。国务院2015年印发的《关于推进海绵城市建设的指导意见》中将透水砖作为大力推广的新型生态建材。随着海绵城市建设提速，压机销量增长迅速。随着海绵城市建设向纵深推进，公司压机需求有望继续增长。

2. 转型复合材料及设备生产，掘金汽车、建筑轻量化

面对主业下滑趋势短期内难以扭转的现状，公司立足自身液压设备龙头的优势，转型开发复合材料液压技术，进入汽车、建筑轻量化市场，逐渐形成了“两化五强”的业务格局。

“两化”是指形成了智能化技术装备和轻量化产能复合材料两大板块，“五强”是指汽车、建筑、复合材料装备、建材装备、3D 技术五个主要业务领域。

图 6：公司新业务发展历程



资料来源：安信证券研究中心

图 7：海源机械双板块业务格局



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

从公司的转型方向来看，新业务都与传统液压压机业务有共通之处，是传统业务的横向延伸，从而使公司能快速掌握业务核心。公司还通过国际合作、与下游需方密切合作、聘请下游产业专业人士充实管理层等方式积极融入新市场，这为公司成功转型、实现平滑换挡加速奠定了坚实基础。

2.1. 研发国内首台长玻纤模压设备，汽车、建筑领域用途广

公司 2010 年成功研发国内首台 HET-2000 吨高速复合材料压机，又于 2012 年开发了国内首台具有完全知识产权的长纤维增强热塑性复合材料 (LFT-D) 生产线，这两套设备配合生产长玻纤材料，用于制造汽车车身、零部件和建筑模板。目前，公司已经形成了从长玻纤材料开发、制品设计、模具开发到制品生产的完整产业链闭环。

公司产品比传统工艺生产纤维长 3 倍以上，力学性能优越，还具有可加工材料多、制品重量轻、设计自由度大、可回收性强等优势。该技术目前仅国外一家厂家具备，其设备售价是公司设备的 4 倍。

图 8：公司研发出国内首条自主知识产权的 LFT-D 模压生产线



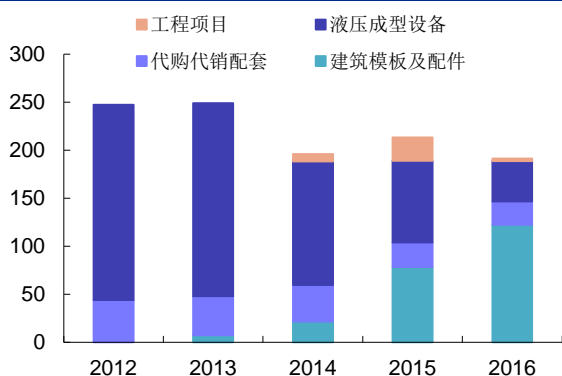
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司与国外知名企业强强联合，迅速提升竞争优势。一方面与意大利著名材料厂家朗基尔在意大利米兰和国内分别设立了“朗基尔-海源复合材料技术中心”和“海源-朗基尔复合材料技术中心”；另一方面，与葡萄牙 INAPAL PLASTICOS S.A. 签订了《谅解备忘录》，约定在技术、工艺、生产、市场等方面全面合作。IP 公司在汽车轻量化部件方面有超过 40 年的行业经验，拥有玻纤增强塑料的技术和生产工艺，客户包括大众、奔驰、捷豹、路虎等知名厂家。

据新闻报道，在汽车领域，公司目前已经通过了宇通汽车、时代新能源、长安汽车、中联重工等用户的认证或招标，SMC 材料已经收获用于汽车覆盖件、支撑件等批量订单。

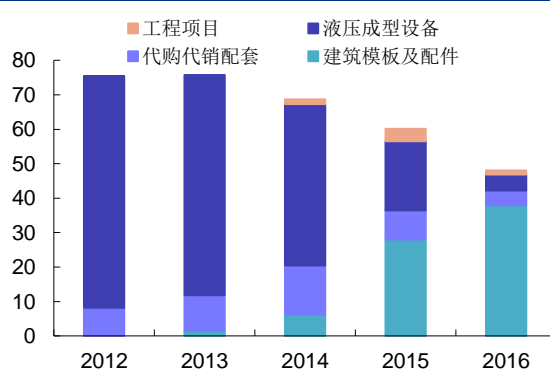
在建筑领域，公司开发了国内首套复合材料建筑模板，并选择高速增长的地铁、地下管廊等公建市场作为突破口。由于产品轻便、通用性强、施工灵活、节省人工等优势，获得了多家大型施工企业的认可，并在全国多个省市的上百个项目中开展合作和试点，如海南省海口市地下管廊示范项目等，并拿下了福州 2 号地铁线 13 个站点中 9 个站点的项目订单。从 2013 年以来，公司建筑模板业务占比不断增加，扭转了传统业务不振造成的业绩颓势。随着公建市场的密集开工，业务还将持续放量增长。

图 9：建筑模板业务逐年增长遏制营收下滑趋势(百万元)



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 10：建筑模板业务在盈利中占比逐年扩大 (百万元)



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

在市场不断打开的情况下,公司不断扩大复合材料制品产能,目前已具备9条LFT-D生产线、6条SMC工艺生产线。

2.2. 率先布局碳纤维复合材料, 即将推向市场

公司于2015年实现技术突破,掌握了低成本、短周期批量生产碳纤维汽车车身部件的核心装备及工艺技术,牵头研发设计的汽车用碳纤维车身部件自动化生产线已初步成型,成为全球少有的具有自主知识产权的碳纤维快速成形工艺装备的企业之一。

2015年9月,公司生产的首辆碳纤维车身新能源汽车成功下线,整车质量670公斤,车身整体减重60%,成功对应用碳纤维复合材料生产车身的相关工艺技术和装备进行了验证。

图 11: 公司生产的碳纤维概念车



资料来源: 安信证券研究中心

为更好的切入下游新能源汽车产业链,公司于2015年9月出资9900万元,与福建省汽车工业集团有限公司、莆田市国有资产投资有限公司、刘心文(原奇瑞新能源汽车公司总经理)共同出资设立福建省汽车集团云度新能源汽车股份有限公司,公司持有11%股权。云度新能源汽车主要从事新能源汽车整车及汽车零部件的研发、生产和销售;参股云度新能源汽车不仅使得公司能更深入布局汽车产业链,也有利于公司碳纤维相关装备及产品的市场开拓。

碳纤维复合材料在国内汽车产业不能推广开来是因为存在三大瓶颈: 1) 厂家设计能力差。国内材料厂家花费大量资金购买国外先进设备,但往往只能仿制国外产品,不具有修改、创新能力;只能提供材料的静态物理数据(密度、弹性模量等),而对汽车厂商需要的动态物理数据(如碰撞变形量等)却难以提供,也不具备得到数据的技术能力。2) 不理解用户需求。材料厂家对整车厂的实际需求不了解,需要整车厂投入大量人力物理开展实验,效率低下、失败率高。在这种情况下,整车厂倾向于采购国外产品。虽然价格高,但产品数据详实、技术可靠。3) 与整车厂合作模式不清晰。整车厂倾向于提供实验条件,材料厂提供资金和产品,双方合作研发的模式。而材料厂商没有能力或意愿承担实验花费。

公司采取多项措施,破解三大瓶颈: 1) 公司自主研发设备,设计能力强,能快速响应下游需求;并与吉利等厂家合作,通过大量实验获取数据,不断改进产品,已经获得了多家整车厂的订单;2) 引进北汽集团等整车厂专家担任公司管理人员,从而加深对市场、客户需求的理解;3) 合资建设整车厂,全面介入新能源汽车生产过程。我们认为,在汽车领域客户

集中、市场相对有序的特点下，公司有望迅速抢占市场，并拥有较高的竞争壁垒。

2.3. 定增成功，碳纤维复材产业化加速

2015年10月，为巩固技术优势、加速碳纤维复材产业化，公司非公开发行股份募集资金6.036亿元，用于新能源车碳纤维车身部件生产工艺技术及生产线装备研发及产业化项目和新能源车碳纤维车身部件生产示范项目。

表 2：公司定增项目情况

序号	项目名称	实施主体	项目投资总额(亿元)	使用募集资金额(亿元)
1	新能源车碳纤维车身部件生产工艺技术及生产线装备研发及产业化项目	海源机械	3.959	3.836
2	新能源车碳纤维车身部件生产示范项目	海源新材料	2.297	2.2
	合计		6.256	6.036

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

项目一的实施主体是海源机械本部，项目建设期1年。项目达产后预计年产10条碳纤维汽车部件装备生产线，年均新增销售收入5亿元，净利润1.19亿元，销售净利润率23.76%，投资回收期5.17年（税后，含建设期）。

项目二的实施主体是全资子公司海源新材料，项目建设期1年。项目达产后预计年产15万件碳纤维车身部件，年均新增销售收入3.5亿元，净利润7709.26万元，净利润率22.03%，投资回收期4.37年（税后，含建设期）。

定增都由公司管理层及资本管理公司认购，彰显管理层对公司的信心。

表 3：定增认购情况

认购方	认购股数(万股)	认购金额(亿元)	资金来源
上银瑞金-慧富15号资产管理计划	2000	2.012	李良光董事长等公司7位高管
上银瑞金-慧富16号资产管理计划	6000	4.024	玖歌投资吴国继

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

当前募投项目建设接近尾声，进入到设备调试和试生产阶段，即将推向市场。

3. 汽车轻量化空间广阔，公司走在行业前列

3.1. 政策引导+需求催生，汽车轻量化是必然趋势

我国是汽车大国，2016年我国汽车产量高达2801万辆，连续8年位居世界汽车产销量榜首，其中92%是燃油车。随着空气污染形势的日渐严峻，我国针对燃油车的节能减排政策也逐渐加码。中国环境保护部在2016年年底发布“国六”新标准，从2017年开始将在北京、上海等城市执行“世界最严”的国六标准，并将把国五标准全面推广到农村地区。这意味着

按照现有指标，我国很多国产燃油车都可能因排放不达标而拿不到牌照，节能减排势在必行。

燃油车减排可以通过提升燃油效率和降低车身自重等方式实现。受限于热力学卡诺定理，燃油效率进一步提升空间有限。目前热效率最高的丰田普锐斯热效率仅为 40%，其它主流车型热效率处于 30%~38% 区间，热效率每提高 1 个百分点投入的技术、资金成本过于高昂。因此，**减轻车身自重，从而降低油耗成为燃油车厂的主要选择**。研究表明，汽车自重每减轻 10%，油耗可降低 6%~7%。

表 4：各国燃油车油耗指标

国别	2015 (单位: L/100km)	2020 (单位: L/100km)	2025 (单位: L/100km)	年降幅 2020	年降幅 2025
欧盟	5.2	3.8	3	5.4%	4.2%
美国	6.7	6	4.8	3.5%	3.4%
日本	5.9	4.9		3.3%	
中国	6.9	5		5.5%	

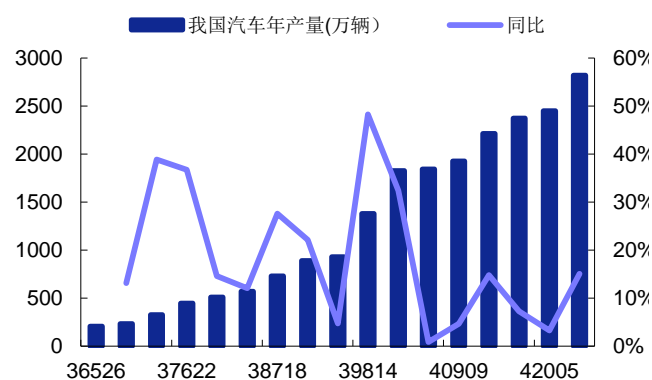
资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

随着技术的不断完善，新能源车日渐成为市场的宠儿。2015 年，我国新能源汽车产销量达到 34 万辆，同比增长 580%，使我国成为了新能源车世界第一大市场。2016 年，我国新能源汽车产销量达到 50.7 万辆，同比增长 50%。

6 月 13 日，工信部发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法（征求意见稿）》，要求 2018~2020 年，乘用车企业的新能源汽车积分比例要求分别为 8%、10%、12%，将促进传统车企加速开发新能源汽车车型，新能源汽车销量有望持续走强。

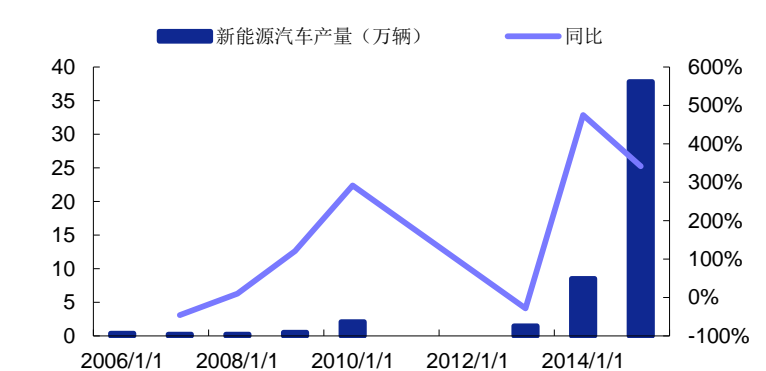
然而，续航里程短、充电时间长一直是新能源车被诟病的问题。在目前车载电池能量密度提高难度大的情况下，**通过减轻车身自重，从而大幅延长续航里程，成为新能源车厂关注的焦点**。

图 12：我国汽车年销售量超过 2800 万辆



资料来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

图 13：我国新能源车销量增长迅速



资料来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

汽车轻量化是指汽车在原有安全性等性能不降低、造价没有明显提高的情况下有目标的减轻车身重量。是兼顾汽车性能提高、重量降低、结构优化、价格合理四方面的系统工程。除了降低油耗、延长续航里程等优点外，轻量化还能对汽车的安全性和操纵性有全面提升。可以说，汽车轻量化是汽车发展的必然趋势，我国政府出台了多项政策支持汽车轻量化产业发展。

表 5：汽车轻量化的优点

优点	详细说明
降低油耗，减少能源压力	每辆轻量化汽车全寿命可节省约千升汽油
降低尾气排放	减少排放的碳氧化物、氮氧化物、碳氢化物、可吸入颗粒物等物质
提升被动安全性	整备质量越轻，冲击势能越小，被动安全性越高
提升主动安全性和操纵性	整备质量减轻 10%，制动距离减少 5%，转向力减少 6%，制动距离更短、行驶稳定性更好
延长续航里程	电动车减重 10%，平均续航能力增加 5%~8%

资料来源：安信证券研究中心

*注：人们直觉认为车辆越重被动安全性越好。但那是建立在伤害其它车辆安全性的基础上。车重减轻从根本上降低冲击势能，从而提高事故各方的被动安全性。

表 6：各国汽车轻量化政策措施一览

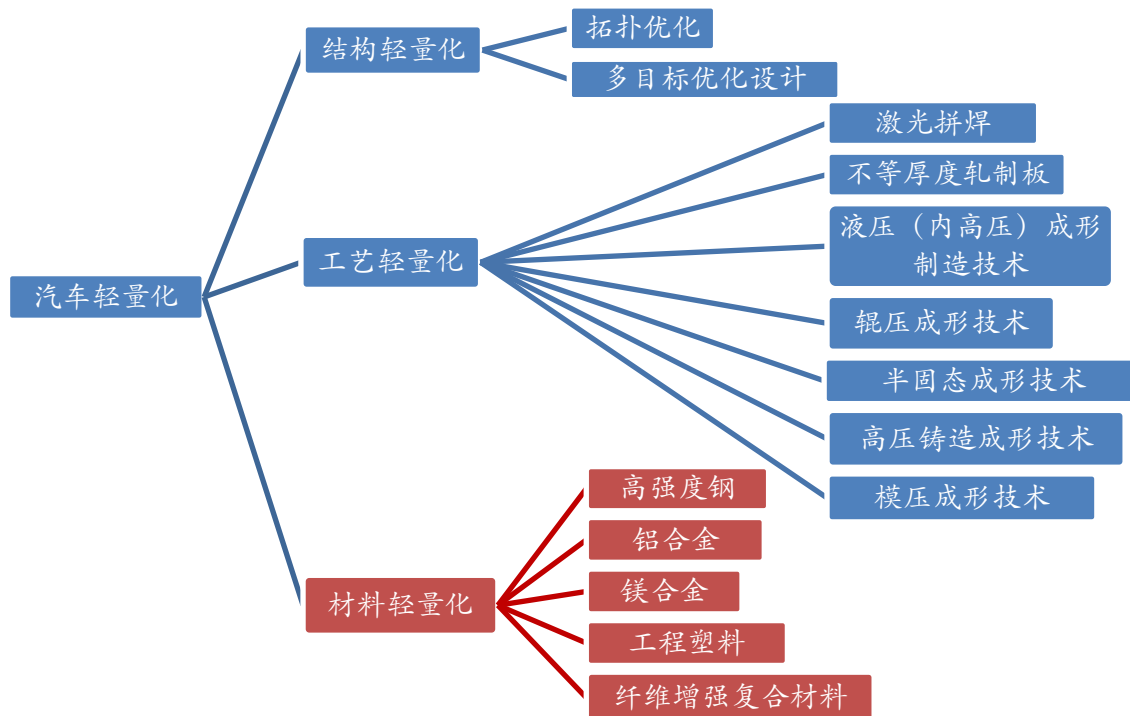
时间	政策及措施	具体说明
2015 年 5 月	《中国制造 2025》	提升轻量化材料等核心技术的工程化和产业化能力，形成从关键零部件到整车的完整工业体系和创新体系，推动自主品牌节能与新能源汽车同国际先进水平接轨
2014 年 12 月	《乘用车燃料消耗量限值》、《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》	鼓励轻量化发展，鼓励先进节能技术应用，确保 2020 年 5L/100km 节能目标实现
2012 年 7 月	《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020）》	加大节能汽车技术研发力度，突破低阻零部件、轻量化材料等技术
2006 年 2 月	《汽车产品回收利用技术政策》	尽量采用小型或质量轻、可再生的零部件或材料，生产用材最大限度选用可循环利用的材料

资料来源：相关政府网站，安信证券研究中心

3.2. 汽车复材市场规模超 500 亿元，公司产品掌握先机

经过几十年的发展，汽车轻量化已经产生了多项技术路线，大概可以分为结构轻量化、工艺轻量化和材料轻量化三个方向，这些技术都在不断研究当中。由于结构轻量化、工艺轻量化已经经过几十年的改进，上升空间较为有限。而随着材料技术的不断进步，一批性能优越的材料得以应用，其轻量化潜力正日益凸显出来，成为各方重点关注领域。据 Frost & Sullivan 分析，到 2017 年全球轻量化材料市场有望达到 953.4 亿美元。

图 14：材料轻量化是各方关注的焦点



资料来源：《中国汽车轻量化发展战略与路径》，安信证券研究中心

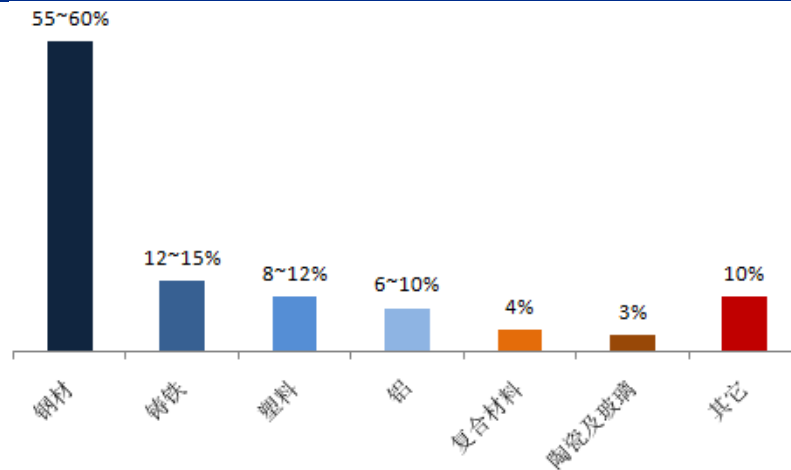
材料轻量化方案目前主要采用高强度钢、铝合金、镁合金、增强塑料、复合材料替代传统钢材。

表 7：不同轻质材料优点及应用领域

材料	优点	应用领域
高强度钢	强度高	汽车安全件、底盘及车身
铝合金	来源广泛、易加工、耐腐蚀	汽车发动机、车轮及车身覆盖件
镁合金	来源广泛、减振性好	汽车内饰件
工程塑料	耐腐蚀、隔热隔电、抗振性好	汽车内饰件
复合材料	耐腐蚀、隔热隔电、抗振性好、不易老化	汽车车身、结构件、内饰件

资料来源：《中国汽车轻量化发展战略与路径》，安信证券研究中心

图 15: 各类材料在汽车中的占比



资料来源:《中国汽车轻量化发展战略与路径》, 安信证券研究中心

高强度钢和铝合金是目前最常用的减重材料。高强度钢通过更大的比强度减小零件尺寸。据研究, 相比于传统 340MPa 钢, 600MPa 钢理论减重潜力在 20%左右, 800MPa 钢可达到 30%。铝合金密度是钢的 1/3, 且以铝代钢导致的结构优化可以产生二次减重效果, 效果可达到一次减重的 50%~100%。

镁合金虽然比铝合金密度更小, 但其强度不足、高温蠕变性差、耐腐蚀性差, 主要用在汽车内饰件中。目前我国镁合金在汽车中使用仅 1.5kg, 美欧等发达国家也仅有 5kg。工程塑料存在易老化、韧性差等缺点, 也主要在内饰件中使用。国外汽车工程塑料使用约 230kg/辆, 我国约 150kg/辆。

复合材料是最轻的轻质材料, 其减重效果远优于高强度钢、铝合金等, 且其根据基体和增强材料的不同, 呈现出耐腐蚀性、抗振性等多种优越性能。由于复合材料研究起步较晚, 目前在汽车中使用仍不多, 但由于其优良特性, 它正日益广泛的应用于汽车车身、结构件、内饰件中, 未来势必对高强钢、铝合金产生替代作用。

我国汽车企业正积极探索复合材料的应用。如吉利汽车在义乌建设了中欧(义乌)智造园, 主要生产由英国引进的 TX5 车型。该车型采用串联增程式动力系统、复合材料外覆盖件, 具备零排放能力, 综合成本可降低 40%左右。根据 2015 年国家主席习近平访英时签订订单, 吉利将向伦敦提供 35000 辆该款汽车。

2014 年, 我国民用汽车保有量 1.48 亿辆。假设我国民用汽车保有量年增长率 4%, 到 2020 年达到 1.87 亿辆, 复合材料渗透率 10%, 每辆车使用复合材料 100kg, 单价 30 元/kg 计算, 该业务市场空间将达到 560 亿元。

表 8：汽车领域常用的复合材料种类

名称	细分类型
片状模塑料 (SMC)	
固状模塑料 (BMC)	
长纤维增强热塑性复合材料 (LFT)	玻璃毡增强热塑性材料 (GMT) 小颗粒长纤维增强热塑性材料 (LFT-G) 直接长纤维增强热塑性材料 (LFT-D)
碳纤维增强聚合物基复合材料 (CFRP)	

资料来源：《中国汽车轻量化发展战略与路径》，安信证券研究中心

*注：表中标红的为公司涉足的产品

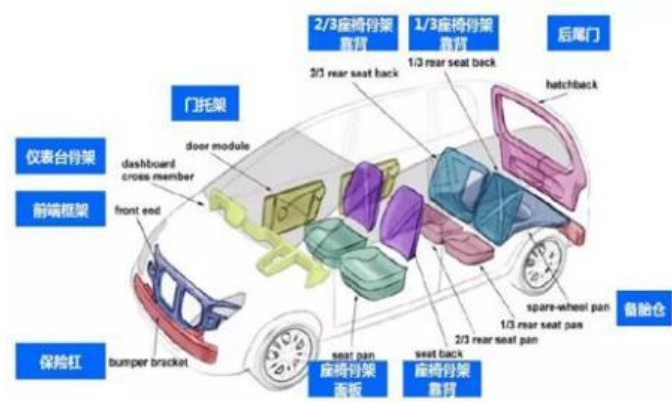
热塑性复合材料是当前复合材料行业中增长最快的子市场。它具有“高性价比、低成本化、绿色环保化”等特性，广泛应用于汽车、建筑、航天、高铁轻量化等领域。

公司生产的 LFT-D 材料较以往闭模加工工艺，公司的模压工艺具有减少生产循环、制品重量轻、可回收和可加工材料种类多的优势，同时增加了设计自由度和汽车组件的可回收性。相对 GMT 和 LFT-G 长玻纤产品成本降低 30%~50%

与其它 LFT-D 模压企业相比，公司也具有显著竞争优势：1) 在国内首家拥有自主知识产权的模压长玻纤材料生产工艺，可以根据客户需求快速调整生产线。而其它企业需进口海外生产线，设计能力差，响应速度慢；2) 复合材料零部件产品中，原材料仅占成本的 20%~30%，其它绝大部分为生产线折旧。公司自主研发的生产线成本仅为进口产品的 1/4，在自主品牌车型和合资品牌的中低端车型中具有明显价格优势。

公司还有三条 SMC 生产线，可以制造汽车后尾门。目前国内有 4 家企业可以生产 SMC 后尾门，但具有 A 级表面处理能力的仅有海源一家。

图 16：LFT-D/SMC 在乘用车中的使用



资料来源：公司宣传材料，安信证券研究中心

图 17：LFT-D/SMC 在商用车中的使用



资料来源：公司宣传材料，安信证券研究中心

3.3. 碳纤维复材：最理想汽车轻量化材料，公司破解应用瓶颈

碳纤维复合材料是最理想的汽车轻量化材料。其主要特点有：1) 质量轻。其密度仅为钢的 15%，用它制成的车体质量比铝材和钢材车体分别轻 30%和 50%以上，可减轻整车质量的 10%。2) 强度和刚度优异。其受力主要集中在纤维的定向流方向，通过优化其排列，其能

量吸收率可达到钢材的 4~5 倍。3) 可制成高度整合的车体。通过模具一体化制作, 可减少车体中零部件数量, 提高了生产效率。4) 震动阻尼大, 提高了驾驶舒适性。

表 9: 碳纤维复合材料是最理想的汽车轻量化材料

	密度(g/cm ³)	弹性模量(GPa)	抗拉强度(MPa)	比强度	比刚度	能量吸收率(KJ/kg)
碳纤维复合材料	1.2	130	1500	938	81	121
钢	7.85	196	1030	131	25	22
铝合金	2.8	71	524	187	25	25
镁合金	1.79	44.8	280	151	39	38

资料来源: 安信证券研究中心

价格高昂和加工效率低下是阻碍碳纤维复合材料批量使用的主要瓶颈。据罗兰贝格报告显示, 北美汽车制造商使用钢的成本是 0.8~1.0 美元/kg, 铝合金的成本是 2.4~2.6 美元/kg, 使用镁合金的成本是 3.75 美元/kg, 而使用碳纤维复合材料的成本达到 20 美元/kg。业内人士表示, 如果碳纤维复合材料成本能降低到 11 美元/kg 以下, 则会形成对金属材料的替代威胁。金属汽车零件多采用冲压制成, 一般需要 60 秒即可完成制造, 而碳纤维制品生产工艺复杂, 尤其最后灌模、冷却工序需要数小时时间, 这也制约了其使用。

宝马公司是碳纤维车的先驱。它通过采用高压树脂传递模塑 (HPRTM) 全自动化工艺, 将碳纤维部件加工时间从几个小时缩短到 10 分钟之内; 通过规模效应, 降低了使用成本, 并宣称通过不断提高材料及制造工艺水平, 2020 年碳纤维使用成本将降低到铝材水平。从而彻底解决碳纤维复合材料批量使用的瓶颈问题。

宝马 2014 年推出的 i3、i8 车型是最早的碳纤维复合材料量产车, 宝马 i3 车身采用碳纤维, 车架采用铝合金, 车身外覆盖件采用工程塑料。车重仅为比亚迪 E6 的一半, 百公里耗电 14.2kwh, E6 为 21.5kwh。宝马最新推出的宝马 7 系采用碳纤维和钢的混合结构, 实现减重 130kg。i3 全重 1250kg, 比传统电动车轻 250~350kg。i8 全重也仅为 1480kg。意大利豪车品牌 Alfa Romeo 也在 2015 年推出了碳纤维复合材料车身的 4C 车型。

图 18: 宝马 i3 使用碳纤维车身



资料来源: 新能源汽车网, 安信证券研究中心

图 19: Alfa Romeo 4C



资料来源: 网易新闻, 安信证券研究中心

宝马公司与德国西格里碳素公司 (SGL) 成立了专门生产碳纤维配件的合资公司。2014 年两公司宣布扩产计划, 追加投资 2 亿美元将碳纤维年产量提高了三倍。

碳纤维复合材料零部件需经过原丝生产、织物生产、复合材料生产、零部件生产四道环节。

公司是国内最先涉足零部件生产的企业，并与吉利等多家整车厂建立了合作关系，有望迅速占领国内市场，并保持其竞争优势。据估算，到 2020 年，国内碳纤维零部件需求将达到 31500 吨，按照 60 元/kg 计算，市场空间约 19 亿元。

表 10：碳纤维复合材料产业链主要厂家

工序	国外主要厂家	国内主要厂家
原丝生产	日本东丽、三菱、美国赫氏、卓尔泰	中复神鹰、江苏恒神、威海拓展、中
织物生产	克（被东丽收购）、土耳其阿克萨等	油吉化等
碳纤维复合材料生产	波音、宝马等	海源机械、宁波华翔、博云新材等
零部件生产	克劳斯玛菲、迪芬巴赫等	海源机械

资料来源：安信证券研究中心

表 11：2020 年碳纤维市场预测

	全球市场				中国市场	
	超级跑车	豪华汽车	普通汽车	新能源汽车	普通汽车	新能源汽车
汽车年产量 (万辆)	0.6	700	9500	300	3000	150
平均用量 (kg/辆)	200	150	50	100	100	100
渗透率	60%	15%	1%	1%	1%	1%
需求量(吨)	720	50750	47500	3000	30000	1500
合计(吨)	101970				31500	

资料来源：日本东丽，安信证券研究中心

4. 公建市场切入，建筑轻量化业绩持续放量增长

4.1. 替代传统建筑模板，市场空间超 4000 亿

建筑工程中需使用大量的建筑模板。建筑模板是一种临时性支护机构，使混凝土结构、构件按规定的位置、几何尺寸成形，保持其正确位置，并承受建筑模板自重和外部荷载。在现浇混凝土结构工程中，模板工程一般占混凝土结构工程造价的 20%~30%，占工程用工量的 30%~40%，占工期的 50%左右；模板使用量为单位建筑面积的 2.5 倍。按 2011 年建筑模板面积 100 亿平方米，当年 45 元/平方米单价计算，建筑模板市场空间至少达到 4500 亿。

目前常用的建筑模板以钢模或木模为主。然而，钢模过重，需要多个工人搬运，建设效率低，拆装困难。在目前中国人口老龄化、“民工荒”的大背景下，劳动密集型建筑施工企业用工成本持续提升，给企业带来沉重的负担。木模虽然重量较轻，但导热性不好，重复使用次数有限，大量使用耗费木材资源。

图 20：木制建筑模板



资料来源：安信证券研究中心

图 21：钢制建筑模板



资料来源：安信证券研究中心

公司生产的复合材料建筑模板具有高重复性、环保性、轻便性、快捷性、耐腐蚀等优势，对钢模和木模有很强的替代性。目前复合材料建筑模板仍处在导入期，国内仅公司一家提供，市场潜力巨大。

图 22：公司的建筑模板产品



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

表 12：复合材料的优势

优势	详细说明
高重复性	平均可重复使用 100 次，大幅降低材料使用分摊成本
环保性	无需砍伐树木
轻便性	重量只有钢模板的 1/5，大大降低施工强度
快捷性	安装拆卸方便，提高施工效率 30% 以上，对冲工人工资上涨
耐腐蚀	

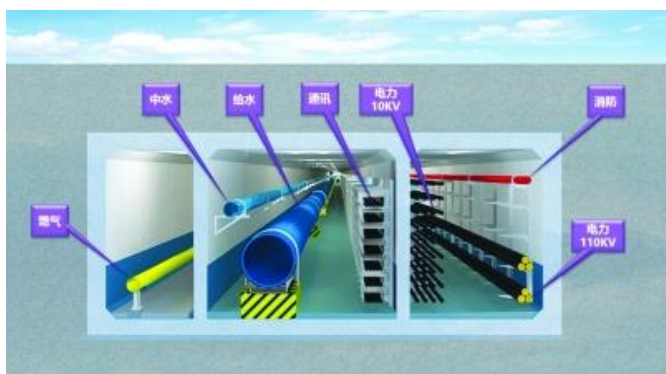
资料来源：安信证券研究中心

4.2. 地铁及地下管廊密集建设，公司顺势切入

地下管廊是建造在城市地下的隧道空间，管廊将电力、通讯、燃气、供热、给排水等各种工程管线集于一体，并设有检修口、吊装口和监测系统，是保障城市运行的重要公用设施。

地下管廊可有效解决“空中蜘蛛网”和“拉链路”问题，近年来我国政府密集出台一系列政策和技术标准推动地下管廊建设。并以财政补贴的形式鼓励 PPP 模式的使用。政策颁布后，地方政府建设综合管廊的参与度空前提高。据前瞻产业网数据，2015 年全国 69 个城市在建地下综合管廊约 1000 公里，总投资 880 亿元。根据各省份建设规划，我国未来五年将完成约 1.2 万公里长度地下管廊。今年两会上，总理工作报告提出“要再开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上”，城市地下管廊建设加速。

图 23：地下综合管廊示意图



资料来源：搜狐新闻，安信证券研究中心

图 24：地铁车站混凝土工程均需使用建筑模板



资料来源：汇图网，安信证券研究中心

表 13：我国地下管廊鼓励政策及事件

时间	政策及事件
2013 年	《关于开展中央财政支持地下综合管廊试点工作的通知》
2015 年 5 月	《城市地下综合管廊工程规划编制指引》
2015 年 5 月	《城市综合管廊工程技术规范》
2015 年 10 月	《关于推进开发金融支持城市地下综合管廊建设的通知》
2015 年 11 月	《住房和城乡建设部关于城市地下综合管廊实行有偿使用制度的指导意见》
2016 年 3 月	李克强总理提出 2016 年开工建设至少超过 2000 公里城市综合管廊的目标
2016 年 6 月	《关于推进电力管线纳入城市地下综合管廊的意见》

资料来源：相关政府网站，安信证券研究中心

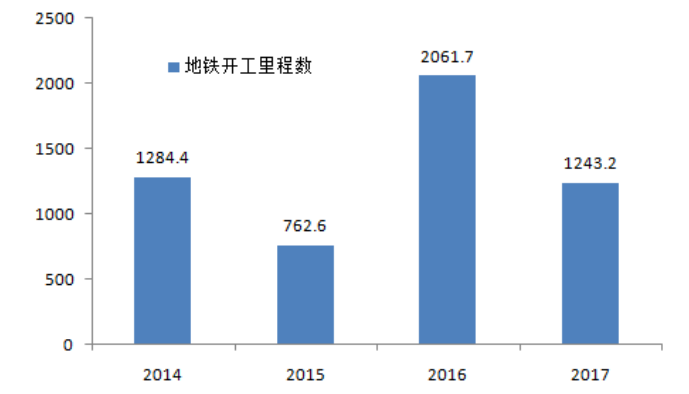
按照建设规划，我国未来五年地下管廊将产生 6 亿平方米建筑模板的使用需求，按照 300 元/平方米的单价计算，市场空间达 1800 亿元。

同样受益于政策支持和 PPP 模式的采用，地铁建设也迎来了高峰。目前全国共有 38 个城市批准进行轨道建设规划，今年开工项目里程数更是达到了历史性的 2061.7 公里，同比增长 170%，处于历史高位。

建筑模板主要在地铁站台建设中使用，截至 2015 年底，我国共有 25 座城市开通轨道交通线路 112 条，站台 2257 座。根据发改委批复情况，2020 年我国预计将拥有站台 4800 座，新

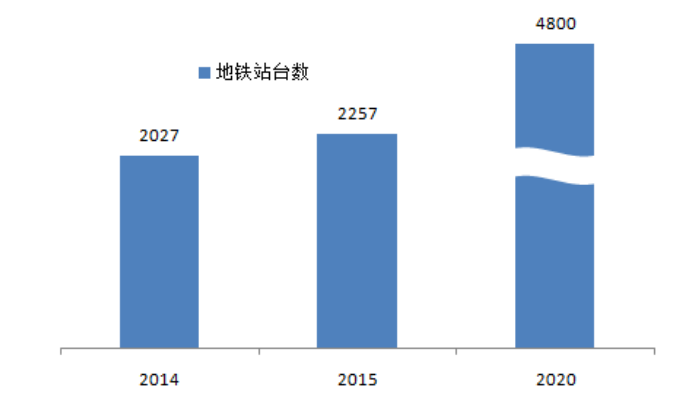
增 2543 座。按照单座站台需建筑模板 10000 平方米，单价 300 元/平方米计算，未来五年地铁使用建筑模板 76.29 亿元。

图 25：我国正处于地铁建设高峰期



资料来源：中国轨道交通网，安信证券研究中心

图 26：地铁站台数增长迅速



资料来源：中国轨道交通网，安信证券研究中心

考虑到地铁、地下管廊等公建市场巨大的市场空间，和相对比较集中的竞争格局，公司将它们作为市场切入点，积极推进“大客户”策略，结合施工要求逐步完善产品系列。地铁方面，公司与深圳松岗站合作，获得 50 米站台建设项目，并将跟随中铁进入全国各地地铁工程市场；地下管廊方面，公司中标了海南省海口市地下管廊 2 亿元模板项目。

5. 3D 业务稳步推进，打造下一个业务爆发点

2013 年 3 月，公司建立 3D 打印制造实验室，正式进入 3D 设备领域，通过公司总部及参股的福建海源三维打印高科技有限公司进行相关设备研发。目前公司总部开发的 3D 大型建筑打印机取得了阶段性突破，参股公司在大力开拓桌面打印机业务，并积极尝试 3D 打印在教育、医疗等领域的应用服务。

6. 盈利预测与估值

6.1. 主营业务预测

核心假设：

- 1) 由于“海绵城市”建设大力推进，渗水砖压机销量大增，主业对业绩拖累减轻；
- 2) 复合材料在汽车和建筑轻量化领域的销售将持续放量，拉动整个业绩上涨；
- 3) 碳纤维复合材料达产后业绩也将高速增长，成为继长玻纤复合材料后的又一个增长极。

表 14：分业务业绩预测

报告期	2013 年报	2014 年报	2015 年报	2016 年报	2017E	2018E	2019E	2020E
合计								
收入	2.52	2.08	2.30	2.05	4.95	6.85	10.01	11.08
增长率		-17.46%	10.58%	-10.87%	141.46%	38.38%	46.13%	10.71%
成本	1.74	1.30	1.59	1.47	3.29	4.45	6.25	7.20

增长率		-25.29%	22.31%	-7.55%	123.81%	35.25%	40.38%	15.33%
毛利	0.78	0.78	0.71	0.58	1.66	2.40	3.76	3.88
毛利率(%)	30.95%	37.50%	30.87%	28.29%	33.54%	35.04%	37.60%	35.00%
汽车轻量化								
收入					0.80	2.50	5.00	5.50
增长率						212.50%	100.00%	10.00%
成本					0.50	1.50	2.85	3.42
增长率						200%	90%	20%
毛利					0.30	1.00	2.15	2.08
毛利率(%)					37.50%	40.00%	43.00%	37.82%
建筑模板及配件								
收入	0.08	0.22	0.78	1.22	2.00	2.20	2.86	3.432
增长率		175.00%	254.55%	56.41%	63.93%	30.00%	30.00%	20.00%
成本	0.06	0.16	0.50	0.84	1.33	1.4896	1.94	2.32
增长率		166.67%	212.50%	68.00%	58.33%	12.00%	30.00%	20.00%
毛利	0.01	0.06	0.28	0.38	0.67	0.71	0.92	1.11
毛利率(%)	19.59	28.68	35.74	31.02	33.50%	32.29%	32.29%	32.29%
代购代销配套								
收入	0.40	0.38	0.26	0.24	0.30	0.30	0.30	0.30
增长率		-5.00%	-31.58%	-7.69%	0%	0%	0%	0%
成本	0.30	0.24	0.17	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
增长率		-20.00%	-29.17%	17.65%	0%	0%	0%	0%
毛利	0.10	0.14	0.08	0.04	0.10	0.10	0.10	0.10
毛利率(%)	25.47	37.35	32.60	17.50	33.33%	33.33%	33.33%	33.33%
液压成型设备								
收入	2.01	1.29	0.85	0.42	1.60	1.60	1.60	1.60
增长率		-35.82%	-34.11%	-50.59%	280.95%	0%	0%	0%
成本	1.37	0.82	0.65	0.37	1.15	1.15	1.15	1.15
增长率		-40.15%	-20.73%	-43.08%	210.81%	0%	0%	0%
毛利	0.64	0.47	0.20	0.05	0.45	0.45	0.45	0.45
毛利率(%)	31.81	36.42	23.75	11.05	28.13%	28.13%	28.13%	28.13%
工程项目								
收入		0.08	0.24	0.03	0.10	0.10	0.10	0.10
增长率			200.00%	-87.50%	233.33%	0%	0%	0%
成本		0.06	0.21	0.02	0.07	0.07	0.07	0.07
增长率			250.00%	-90.48%	250.00%	0%	0%	0%
毛利		0.01	0.04	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03
毛利率(%)		18.49	14.79	42.37	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务								
收入	0.03	0.11	0.17	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15
增长率		266.67%	54.55%	-17.65%	7.14%	0%	0%	0%
成本	0.01	0.02	0.06	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
增长率		100.00%	200.00%	-33.33%	0.00%	0%	0%	0%
毛利	0.03	0.09	0.11	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11
毛利率(%)	79.10	84.77	65.40	70.64	73.33%	73.33%	73.33%	73.33%

资料来源：安信证券研究中心

6.2. 估值与评级

我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 4.95、6.85、10.02 亿元，净利润分别为 0.6、1.07、1.97 亿元。首次覆盖给予“买入-A”评级，6 个月目标价为 21 元。

7. 风险提示

复合材料市场开拓不达预期；新进入者争夺市场空间。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	230.1	205.2	495.5	685.7	1,002.0	成长性					
减:营业成本	158.9	147.4	329.3	445.4	625.3	营业收入增长率	11.3%	-10.8%	141.5%	38.4%	46.1%
营业税费	1.9	2.2	4.5	6.4	9.8	营业利润增长率	1161.1%	137.9%	-213.2%	87.1%	90.8%
销售费用	30.7	26.6	34.7	48.0	60.1	净利润增长率	-13.3%	-1460.5	-257.1%	77.9%	85.4%
管理费用	46.9	48.0	54.5	61.7	80.2	EBITDA 增长率	-33.8%	-132.4%	-1568.8	46.7%	66.5%
财务费用	5.6	3.1	-0.4	-4.8	-6.6	EBIT 增长率	718.3%	200.6%	-219.3%	80.4%	93.1%
资产减值损失	7.7	29.8	12.4	16.6	19.6	NOPLAT 增长率	4377.4%	-68.0%	-234.2%	80.4%	93.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1.7%	16.6%	6.2%	1.3%	4.8%
投资和汇兑收益	-0.5	-0.7	-0.8	-0.7	-0.8	净资产增长率	0.4%	56.2%	-0.4%	7.6%	12.6%
营业利润	-22.2	-52.7	59.6	111.6	212.8	利润率					
加:营业外净收支	22.5	5.0	7.0	7.0	7.0	毛利率	31.0%	28.2%	33.5%	35.0%	37.6%
利润总额	0.4	-47.7	66.6	118.6	219.8	营业利润率	-9.6%	-25.7%	12.0%	16.3%	21.2%
减:所得税	-2.4	-9.6	6.7	11.9	22.0	净利润率	1.2%	-18.6%	12.1%	15.6%	19.7%
净利润	2.8	-38.2	60.0	106.7	197.8	EBITDA/营业收入	9.3%	-3.4%	20.6%	21.8%	24.8%
						EBIT/营业收入	-7.2%	-24.2%	11.9%	15.6%	20.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	620	707	278	181	110
货币资金	53.0	437.3	241.6	320.7	454.8	流动营业资本周转天数	631	786	408	338	259
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	858	1,401	811	637	548
应收账款	113.9	139.7	398.4	356.8	786.5	应收账款周转天数	177	222	195	198	205
应收票据	10.1	36.1	57.1	68.7	130.5	存货周转天数	515	630	281	203	115
预付账款	33.1	40.5	92.4	97.0	179.7	总资产周转天数	1,842	2,735	1,382	1,004	792
存货	343.6	375.0	397.7	375.5	262.6	投资资本周转天数	1,450	1,776	816	611	431
其他流动资产	8.8	5.9	11.5	8.7	8.7	投资回报率					
可供出售金融资产	5.5	99.0	34.8	46.4	60.1	ROE	0.3%	-2.4%	3.9%	6.4%	10.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.2%	-2.0%	3.1%	5.6%	7.9%
长期股权投资	4.8	6.3	6.3	6.3	6.3	ROIC	-13.5%	-4.2%	4.9%	8.3%	15.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	404.2	402.1	364.0	325.9	287.7	销售费用率	13.4%	13.0%	7.0%	7.0%	6.0%
在建工程	67.8	119.5	119.5	119.5	119.5	管理费用率	20.4%	23.4%	11.0%	9.0%	8.0%
无形资产	71.3	67.2	62.7	58.1	53.6	财务费用率	2.5%	1.5%	-0.1%	-0.7%	-0.7%
其他非流动资产	104.6	169.4	120.4	133.4	140.6	三费/营业收入	36.2%	37.9%	17.9%	15.3%	13.3%
资产总额	1,220.7	1,898.0	1,906.4	1,917.0	2,490.6	偿债能力					
短期债务	99.0	135.0	-	-	-	资产负债率	18.2%	17.8%	18.5%	12.8%	24.4%
应付账款	55.0	41.8	152.0	106.7	274.0	负债权益比	22.2%	21.6%	22.7%	14.6%	32.2%
应付票据	36.8	16.2	93.8	58.9	157.3	流动比率	2.57	4.58	3.53	5.21	3.06
其他流动负债	28.0	32.6	94.1	70.2	164.5	速动比率	1.00	2.92	2.36	3.61	2.62
长期借款	-	100.0	-	-	-	利息保障倍数	-2.92	-16.17	-137.11	-22.43	-31.42
其他非流动负债	2.9	11.9	12.7	9.2	11.3	分红指标					
负债总额	221.7	337.6	352.6	244.9	607.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	200.0	260.0	260.0	260.0	260.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	796.8	1,298.0	1,293.8	1,412.1	1,623.6						
股东权益	998.9	1,560.4	1,553.8	1,672.1	1,883.6						

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	2.8	-38.2	60.0	106.7	197.8	EPS(元)	0.01	-0.15	0.23	0.41	0.76
加:折旧和摊销	37.9	42.8	42.7	42.7	42.7	BVPS(元)	3.84	6.00	5.98	6.43	7.24
资产减值准备	7.7	29.8	-	-	-	PE(X)	1,524.1	-112.0	71.3	40.1	21.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	2.7	2.8	2.6	2.3
财务费用	5.9	7.1	-0.4	-4.8	-6.6	P/FCF	89.5	-75.0	-17.7	46.5	30.3
投资损失	0.5	0.7	0.8	0.7	0.8	P/S	18.6	20.8	8.6	6.2	4.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	236.9	-724.6	38.1	25.3	14.5
营运资金的变动	-103.0	-188.1	-61.2	-70.1	-106.5	CAGR(%)	236.3%	-273.1%	164.7%	236.3%	-273.1%
经营活动产生现金流量	-29.2	-123.8	41.9	75.2	128.3	PEG	6.5	0.4	0.4	0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-23.4	-217.9	63.3	-12.3	-14.4	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	57.1	723.5	-300.9	16.2	20.2	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王伟伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034