

上半年维持高速增长，向上拐点基本确立

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报, 2017H1 实现营业收入 1.7 亿元, 同比增长 112.7%; 实现归母净利润 2604 万元, 同比增长 233.0%; 实现扣非后归母净利润 1618 万元, 同比增长 175.8%。其中 2017 年二季度单季实现营业收入 8753 万元, 同比增长 110.4%, 环比增长 3.8%, 实现归母净利润 1617 万元, 同比增长 235.2%, 环比增长 63.8%, 公司预计 2017Q1-Q3 净利润区间在 3000 万元至 3500 万元, 去年同期净利润亏损 45 万元。
- **整体业绩符合我们预期。**2017H1 公司整体毛利率为 32.4%, 环比 Q1 下降 1.4pp, 相比 2016FY 提升 4.3pp, 业务条线理顺后各项费用率都呈现下降趋势。2017H1 整体费用率为 21%, 同比下降 27.6pp, 其中销售费用率下降 9.2pp, 管理费用率下降 15.7pp, 公司管理经营能力, 费用控制能力有明显提升。
- **复合材料业务高速增长, 盈利能力大幅提升。**公司上半年复合材料业务实现营业收入 7799 万元, 同比增长 138.2%, 毛利率达到 32.3%, 同比提升 6.3pp, 建筑复合材料业务方面, 子公司易安特继续加强与中铁系统、中冶集团、中国铁建、中国水利水电、中国电建等大型施工公司的合作, 产品已应用于国内多个省市; 汽车复合材料业务是公司发展的重要战略, 依托公司在复合材料装备和工艺技术等方面的优势, 子公司海源新材料已有多条生产线投产, 与宁德时代新能源、吉利、华晨宝马、宇通、柳汽等客户已陆续达成批量供货合作协议。
- **传统压机业务结构调整良好, 业绩回暖明显。**上半年压机装备业务实现营业收入 8023 万元, 同比增长 96.8%, 毛利率提升 1.65pp 至 29.6%, 一方面, 公司装备实现了出口, 另一方面, 经过 2016 年公司对压机业务的重新整合, 在 2017 年上半年呈现出了较显著的效果, 公司机械装备业务在业绩上取得了大幅增长。
- **碳纤维业务蓄势待发, 前景广阔。**公司的首条 HP-RTM 等工艺的碳纤维车身零部件生产线已经完成安装调试, 且具备批量生产能力, 公司目前已与多家客户在洽谈合作, 开发碳纤维零部件产品, 未来市场前景广阔。
- **持续加大研发投入, 后续发展有保障。**公司上半年研发投入达 3153 万元, 同比增长 59.8%, 占收入比例达到 18.3%, 主要投向公司的定增项目新能源汽车碳纤维车身部件生产工艺技术及生产线装备的研发及产业化项目及新能源汽车碳纤维车身部件生产示范项目。
- **盈利预测:** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.23 元、0.47 元、0.91 元, 对应 PE 分别为 76 倍、37 倍、19 倍, 考虑行业空间以及公司业绩后续的高增长潜力, 我们给予公司 2018 年 50 倍估值, 对应目标价 23.5 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 碳纤维产品推广或不及预期; 车市持续低迷, 产销量或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	205.21	440.13	836.43	1557.24
增长率	-10.83%	114.47%	90.04%	86.18%
归属母公司净利润 (百万元)	-38.18	59.71	121.70	236.66
增长率	-1460.48%	56.39%	103.83%	94.47%
每股收益 EPS (元)	-0.15	0.23	0.47	0.91
净资产收益率 ROE	-2.45%	3.68%	6.99%	12.01%
PE	-119	76	37	19
PB	2.90	2.79	2.60	2.30

数据来源: Wind, 西南证券

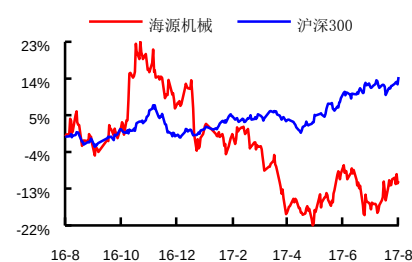
西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
 执业证号: S1250515030001
 电话: 023-67898841
 邮箱: gaoyx@swsc.com.cn

分析师: 张荫先
 执业证号: S1250517070001
 电话: 0755-23617478
 邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 石川
 电话: 023-67898871
 邮箱: sc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.60
流通 A 股(亿股)	2.00
52 周内股价区间(元)	15.25-24.19
总市值(亿元)	45.27
总资产(亿元)	18.91
每股净资产(元)	6.10

相关研究

1. 海源机械 (002529): 优化整合完毕, 加速成长可期 (2017-06-13)
2. 海源机械 (002529): 复材轻量化业务高速增长, 未来值得期待 (2016-10-27)
3. 海源机械 (002529): 联手复材巨头 IP, 开启发展新篇章 (2016-09-06)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	205.21	440.13	836.43	1557.24	净利润	-38.18	59.71	121.70	236.66
营业成本	147.41	294.57	548.87	1008.74	折旧与摊销	42.82	46.01	54.39	66.50
营业税金及附加	2.22	4.36	8.55	15.75	财务费用	3.07	0.00	0.00	0.00
销售费用	26.64	24.21	41.82	77.86	资产减值损失	29.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	47.98	57.22	104.55	186.87	经营营运资本变动	-124.74	-412.87	-818.90	-1532.91
财务费用	3.07	0.00	0.00	0.00	其他	-36.66	-0.75	0.20	0.03
资产减值损失	29.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-123.84	-307.90	-642.61	-1229.72
投资收益	-0.75	0.00	0.00	0.00	资本支出	-66.29	-100.00	-200.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-151.58	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-217.86	-100.00	-200.00	-300.00
营业利润	-52.71	59.77	132.64	268.01	短期借款	36.00	13.40	885.08	1608.55
其他非经营损益	4.97	10.47	10.54	10.41	长期借款	100.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-47.74	70.24	143.17	278.43	股权融资	599.36	0.00	0.00	0.00
所得税	-9.56	10.54	21.48	41.76	支付股利	0.00	3.63	-2.84	-6.76
净利润	-38.18	59.71	121.70	236.66	其他	-11.85	-2.41	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	723.51	14.62	882.24	1601.80
归属母公司股东净利润	-38.18	59.71	121.70	236.66	现金流量净额	382.24	-393.28	39.63	72.08
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	437.29	44.01	83.64	155.72	成长能力				
应收和预付款项	216.24	385.83	748.49	1415.95	销售收入增长率	-10.83%	114.47%	90.04%	86.18%
存货	375.01	709.72	1330.49	2468.14	营业利润增长率	-337.87%	13.40%	121.92%	102.07%
其他流动资产	5.86	18.93	31.28	58.86	净利润增长率	-1460.48%	56.39%	103.83%	94.47%
长期股权投资	6.27	6.27	6.27	6.27	EBITDA 增长率	-131.83%	1451.35%	76.81%	78.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	521.66	580.64	731.25	969.75	毛利率	28.17%	33.07%	34.38%	35.22%
无形资产和开发支出	67.22	62.91	58.60	54.30	三费率	37.86%	18.50%	17.50%	17.00%
其他非流动资产	268.42	267.72	267.03	266.34	净利率	-18.60%	13.57%	14.55%	15.20%
资产总计	1897.97	2076.05	3257.06	5395.33	ROE	-2.45%	3.68%	6.99%	12.01%
短期借款	135.00	148.40	1033.48	2642.03	ROA	-2.01%	2.88%	3.74%	4.39%
应付和预收款项	86.95	173.30	331.96	606.53	ROIC	-3.85%	3.74%	5.36%	6.46%
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	EBITDA/销售收入	-3.32%	24.03%	22.36%	21.48%
其他负债	15.65	33.04	51.46	76.70	营运能力				
负债合计	337.59	454.74	1516.90	3425.26	总资产周转率	0.13	0.22	0.31	0.36
股本	260.00	260.00	260.00	260.00	固定资产周转率	0.51	1.01	1.60	2.36
资本公积	1163.12	1163.12	1163.12	1163.12	应收账款周转率	1.72	2.32	2.31	2.25
留存收益	134.85	198.19	317.05	546.96	存货周转率	0.41	0.54	0.54	0.53
归属母公司股东权益	1560.38	1621.31	1740.17	1970.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	46.87%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1560.38	1621.31	1740.17	1970.07	资产负债率	17.79%	21.90%	46.57%	63.49%
负债和股东权益合计	1897.97	2076.05	3257.06	5395.33	带息债务/总负债	69.61%	54.62%	74.72%	80.05%
					流动比率	4.58	3.38	1.56	1.24
					速动比率	2.92	1.31	0.61	0.49
					股利支付率	0.00%	-6.08%	2.33%	2.85%
					每股指标				
					每股收益	-0.15	0.23	0.47	0.91
					每股净资产	6.00	6.24	6.69	7.58
					每股经营现金	-0.48	-1.18	-2.47	-4.73
					每股股利	0.00	-0.01	0.01	0.03
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	-6.82	105.78	187.03	334.51					
PE	-118.57	75.82	37.20	19.13					
PB	2.90	2.79	2.60	2.30					
PS	22.06	10.28	5.41	2.91					
EV/EBITDA	-595.84	42.25	28.42	20.48					
股息率	0.00%	—	0.06%	0.15%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn