

海源机械 (002529.SZ)

2017 年 11 月 5 日

季节原因导致三季度单季业绩增速放缓，轻量化复材市场认可度高

投资评级：增持（维持）

投资要点

■ Q3 淡季盈利 600 万元，赔偿款影响全年业绩

公司发布 2017 年三季报，Q1-Q3 公司共实现收入 2.33 亿元，同比+27.57%，其中，Q3 单季度营业收入 6129.98 万元，同比-39.89%，主要系三季度高温天气放缓施工进度，导致公司所售复合材料板材有所下滑导致。前三季度公司共实现业绩 3204 万元，同比+7238.52%，主要系今年新材料公司业绩大幅提升，以及去年低基数亏损所致。其中，Q3 单季公司业绩 600.87 万元，同比-68.59%，而扣除政府补助等非经常性损益，2017Q3 单季公司亏损 99.5 万元。单季营收下滑未能摊薄当期三费是扣非净利未实现盈利的主要原因。此外，公司披露 2017 年全年业绩预告，受约 1300 万元赔偿款影响，公司预计全年业绩在 2350 万元-3350 万元之间，较去年亏损 3817 万元有大幅改善。

■ 毛利持续走高，收入下滑导致三费率提升

公司 2017Q1-Q3 销售毛利率 32.81%，同比+2.60pct，较 2017H1 的 32.42% 也有所增长。值得注意的是，公司管理费用等三费开支较为稳定，营收下滑导致三项费用率的提升，从而导致公司营业利润下滑。2017Q3 单季，公司销售费用率 10.07%，同比+5.09pct，管理费用率 18.73%，同比+7.61pct，财务费用率 4.67%，同比+4.92pct。单季度三项费用率累计大幅提升 17.62pct。2017Q3 单季度营业利润为-76.94 万元。由于政府补贴等营业外收入补充，公司单季实现业绩 600.87 万元。

■ 建筑模板市场认可度高，处于快速发展通道

公司生产的复合材料建筑模板为国内首家开发生产，应用领域广泛。目前，公司的建筑模板继续稳步推进在地铁项目、城市地下综合管廊及房地产等公建、房建施工中的应用。公司与参股子公司易安特公司继续加强与中铁系统、中冶集团等大型施工公司的合作，仅上半年，建筑模板已应用于上海、深圳、石家庄等百余个地铁轨交、18 个地下综合管廊项目。而 2017 年 10 月份，公司“LFT-D(长纤维增强热塑性材料)全自动模压生产线”荣获中国建材机械工业协会公示的 2017 年度全国建材机械行业“科技奖一等奖”，设备产线得到市场高度认可。

■ 汽车轻量化业务玻纤开路，已获得多家主流厂商认可

公司是全球少数掌握玻纤、碳纤复合材料全工艺厂商。其 LFT-D、SMC、高压 RTM 等复合材料工艺路径均已获得验证。目前公司主要供应包括乘用车、商用车的外覆盖件、电池内结构件等部件，与宁德时代新能源、吉利、华晨宝马等进行稳定供货合作。短期来看，由于玻纤单价较低，其在汽车轻量化市场有望率先放量，而随着碳纤维成本逐步下降，在其单价达到主流车企所能接受价格区间后，碳纤维优异的性能必将使其在汽车中用量大幅提升，成为公司未来业务重要增量。

■ 盈利预测与投资建议

公司玻纤复合材料在建筑、汽车轻量化市场正逐渐被市场接受，业务进入快速发展通道。受四季度赔偿款等事件对公司业绩影响，我们下调对公司业绩判断，预计公司 2017-2019 年 EPS 0.12、0.23、0.35 元。对应 PE 分别为 136、73、48X，维持“增持”评级。

风险提示：与下游公司合作不及预期，宏观经济波动，同行竞争加剧

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 倪正洋

021-60199769

nizhy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.85
一年最低/最高价	15.07/25.00
市净率	2.75
流通 A 股市值(百万元)	3370

基础数据

每股净资产(元)	6.13
资产负债率(%)	17.45
总股本(百万股)	260
流通 A 股(百万股)	200

相关研究

1. 海源机械：归母净利润+233%，轻量化已进入快车道 -20170824
2. 海源机械：2017Q1 扭亏，继续看好公司转型之路-20170428
3. 海源机械：三季报业绩亮丽，看好公司转型高端部件供应商 20161026

财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1034.4	1000.6	1369.8	1772.8	营业收入	205.2	333.5	467.6	619.2
现金	437.3	249.3	222.4	278.9	营业成本	147.4	221.1	307.7	406.7
应收款项	175.8	227.0	323.6	460.1	营业税金及附加	2.2	3.1	4.4	6.1
存货	375.0	454.2	590.0	724.2	营业费用	26.6	26.7	32.7	37.2
其他	46.3	70.1	233.8	309.6	管理费用	52.7	47.4	56.8	62.6
非流动资产	863.6	970.3	1045.3	1133.3	财务费用	3.1	2.0	8.9	12.7
长期股权投资	6.3	6.3	6.3	6.3	投资净收益	-0.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	521.7	629.1	704.7	793.4	其他	-25.2	18.7	10.7	10.7
无形资产	67.2	66.6	65.9	65.2	营业利润	-52.7	52.0	67.8	104.7
其他	268.4	268.4	268.4	268.4	营业外净收支	5.0	-14.0	3.0	3.0
资产总计	1898.0	1970.9	2415.1	2906.1	利润总额	-47.7	38.0	70.8	107.7
流动负债	225.7	278.4	682.6	1105.1	所得税费用	-9.6	5.7	10.6	16.1
短期借款	135.0	141.8	487.8	861.2	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	55.4	79.9	118.0	152.0	归属母公司净利润	-38.2	32.3	60.2	91.5
其他	35.3	56.7	76.7	91.9	EBIT	-19.0	36.0	66.7	107.4
非流动负债	111.9	107.9	102.7	102.7	EBITDA	23.7	60.6	96.2	141.9
长期借款	100.0	100.0	100.0	100.0					
其他	11.9	7.9	2.7	2.7	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	337.6	386.3	785.3	1207.7	每股收益(元)	-0.15	0.12	0.23	0.35
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	6.00	6.09	6.27	6.53
归属母公司股东权益	1560.4	1584.6	1629.8	1698.4	发行在外股份(百万股)	260.0	260.0	260.0	260.0
负债和股东权益总计	1898.0	1970.9	2415.1	2906.1	ROIC(%)	-1.1%	1.6%	2.8%	3.8%
					ROE(%)	-2.4%	2.0%	3.7%	5.4%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	27.1%	33.7%	34.2%	34.3%
经营活动现金流	-123.8	-85.2	-253.5	-171.4	EBIT Margin(%)	-9.3%	10.8%	14.3%	17.3%
投资活动现金流	-217.9	-101.5	-104.4	-122.6	销售净利率(%)	-18.6%	9.7%	12.9%	14.8%
筹资活动现金流	723.5	-1.3	331.0	350.5	资产负债率(%)	17.8%	19.6%	32.5%	41.6%
现金净增加额	382.2	-188.0	-26.9	56.5	收入增长率(%)	-10.8%	62.5%	40.2%	32.4%
企业自由现金流	-300.0	-188.4	-361.4	-294.2	净利润增长率(%)	-1460%	185%	86%	52%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>

