

2018年03月22日

证券研究报告·动态跟踪报告

海源机械(002529) 机械设备

增持(下调)

当前价: 16.67元

目标价: 18.50元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 投资义乌基地，与吉利全方位合作拉开序幕

### 投资要点

- **事件:** 近日，海源机械与义乌经济技术开发区管委会签订了投资意向书，双方约定海源新材料拟在义乌经济技术开发区内且紧邻吉利新能源公司的区域投资建设“海源新材料义乌生产基地项目”，项目总投资预计约为12亿元人民币。
- **大投资，大规划，看好未来发展前景。** 项目规划用地面积约240亩，一期用地约104亩地，二期用地约136亩地，项目总投资约12亿元，为公司历年来最大规模的项目投资。一期工程预计在24个月内完成项目建设并投产；二期在2019年开工建设。一期计划投入两条标准产能400吨/年的车用轻型复合材料生产线，以及两条碳纤维生产线；二期计划投入四条轻量化制品生产线和四条碳纤维生产线，以上产能规划也是公司历年之最。
- **项目意义重大，与吉利全方位合作拉开序幕。** 公司本次的投资设厂，将进一步加强与吉利汽车在新能源、新材料、轻量化上广泛而深入的合作。项目的实施将为海源机械和吉利汽车带来双赢结果，吉利将获得稳定的轻量化零部件供给支持，有利于新能源业务的开展，海源也会获得更多的销售渠道，有利于轻量化业务快速做大做强，为成为国内领先的轻量化材料龙头打下坚实基础。
- **成本涨价与出货延迟影响短期业绩，不改长期增长趋势。** 受国家污染防治政策影响，北方地区建筑及基础设施工程大面积停工，使得公司在北方地区建筑轻量化制品订单供货时间有所推迟，另外，大宗商品原材料价格在2017年下半年以来增长较多，使得公司2017Q4的采购单价环比增长20%左右。原材料价格波动及订单供货时间推迟使得公司2017Q4经营业绩较2017Q3有所下降。
- **盈利预测与评级。** 结合公司2017年业绩快报预测，我们下调公司2017-2019年EPS的预测，分别为0.03元(0.12元)、0.37元(0.42元)、0.71元(0.80元)，对应PE分别为592倍、46倍、24倍，考虑行业空间以及公司业绩后续的高增长潜质，我们给予公司2018年50倍估值，对应目标价18.5元，调整为“增持”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	276.75	624.96	1181.86
增长率	-10.83%	34.86%	125.82%	89.11%
归属母公司净利润(百万元)	-38.18	7.57	96.89	184.24
增长率	-1460.48%	-80.17%	1179.98%	90.16%
每股收益EPS(元)	-0.15	0.03	0.37	0.71
净资产收益率ROE	-2.45%	0.48%	5.82%	9.99%
PE	-117	592	46	24
PB	2.87	2.86	2.69	2.43

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: gaiox@swsc.com.cn

分析师: 张荫先

执业证号: S1250517070001

电话: 0755-23617478

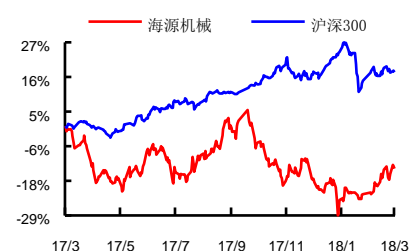
邮箱: zyx@swsc.com.cn

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)	13.78-20.28
总市值(亿元)	43.34
总资产(亿元)	19.29
每股净资产(元)	6.13

### 相关研究

1. 海源机械(002529): 与吉利开展轻量化战略合作, 锁定未来成长 (2017-12-11)
2. 海源机械(002529): 诉讼费用影响全年业绩, 长期看好逻辑不变 (2017-11-03)
3. 海源机械(002529): 半年维持高速增长, 向上拐点基本确立 (2017-08-28)
4. 海源机械(002529): 优化整合完毕, 加速成长可期 (2017-06-13)

### 关键假设：

假设 1：公司建筑模板 2017-2019 年销量增速分别为 10%、70%、50%，毛利率分别为 30%、35%、35%；

假设 2：玻璃纤维零部件 2017 年开始放量，2018-2019 年销量增速为 300%、150%，毛利率分别为 33%、35%、35%；

假设 3：液压成型设备 2017-2019 年销量增速分别为 10%、150%、50%，毛利率分别为 20%、30%、35%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：万元		2016A	2017E	2018E	2019E
配套和配件等	收入	14,676.89	15,412.56	24,834.90	36,276.32
	增速	41.00%	5.01%	61.13%	46.07%
	毛利率	28.77%	28.35%	33.59%	34.03%
建筑模板及配件	收入	12,236.81	13,460.49	22,882.83	34,324.25
	增速	56.05%	10.00%	70.00%	50.00%
	毛利率	31.02%	30.00%	35.00%	35.00%
代购代销配套	收入	2,440.08	1,952.06	1,952.06	1,952.06
	增速	-4.98%	-20.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	17.50%	17.00%	17.00%	17.00%
汽车复合材料零部件	收入		6,000.00	24,500.00	63,000.00
	增速			308.33%	157.14%
	毛利率		33.00%	34.69%	34.76%
玻璃纤维零部件	收入		6,000.00	24,000.00	60,000.00
	增速			300.00%	150.00%
	毛利率		33.00%	35.00%	35.00%
碳纤维零部件	收入			500.00	3,000.00
	增速				500.00%
	毛利率			20.00%	30.00%
液压成型设备	收入	4,180.92	4,599.01	11,497.53	17,246.30
	增速	-50.67%	10.00%	150.00%	50.00%
	毛利率	11.05%	20.00%	30.00%	35.00%
合计	收入	20,521.32	27,675.08	62,495.94	118,186.12
	增速	-3.93%	34.86%	125.82%	89.11%
	毛利率	30.15%	31.67%	34.86%	35.35%

数据来源：Wind，西南证券

**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	276.75	624.96	1181.86	净利润	-38.18	7.57	96.89	184.24
营业成本	147.41	189.10	407.10	764.09	折旧与摊销	42.82	46.01	54.39	66.50
营业税金及附加	2.22	2.74	6.38	11.96	财务费用	3.07	5.54	0.00	0.00
销售费用	26.64	17.99	31.25	59.09	资产减值损失	29.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	47.98	51.20	78.12	141.82	经营营运资本变动	-124.74	-78.67	-706.06	-1187.18
财务费用	3.07	5.54	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	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-123.84</b>	<b>-20.30</b>	<b>-554.58</b>	<b>-936.41</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-217.86</b>	<b>-100.00</b>	<b>-200.00</b>	<b>-300.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-52.71</b>	<b>10.19</b>	<b>102.11</b>	<b>204.90</b>	短期借款	36.00	-135.00	639.76	1297.48
其他非经营损益	4.97	-1.28	11.88	11.85	长期借款	100.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-47.74</b>	<b>8.91</b>	<b>113.99</b>	<b>216.76</b>	股权融资	599.36	0.00	0.00	0.00
所得税	-9.56	1.34	17.10	32.51	支付股利	0.00	3.63	-0.36	-5.38
净利润	-38.18	7.57	96.89	184.24	其他	-11.85	-7.94	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>723.51</b>	<b>-139.31</b>	<b>639.40</b>	<b>1292.10</b>
归属母公司股东净利润	-38.18	7.57	96.89	184.24	<b>现金流量净额</b>	<b>382.24</b>	<b>-259.61</b>	<b>-115.18</b>	<b>55.69</b>
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	177.68	62.50	118.19	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	216.24	243.54	558.51	1074.26	销售收入增长率	-10.83%	34.86%	125.82%	89.11%
存货	375.01	454.47	985.97	1868.73	营业利润增长率	-337.87%	-80.67%	902.11%	100.68%
其他流动资产	5.86	11.90	23.37	44.67	净利润增长率	-1460.48%	-80.17%	1179.98%	90.16%
长期股权投资	6.27	6.27	6.27	6.27	EBITDA 增长率	-131.83%	805.42%	153.49%	73.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	521.66	580.64	731.25	969.75	毛利率	28.17%	31.67%	34.86%	35.35%
无形资产和开发支出	67.22	62.91	58.60	54.30	三费率	37.86%	27.00%	17.50%	17.00%
其他非流动资产	268.42	267.72	267.03	266.34	净利率	-18.60%	2.74%	15.50%	15.59%
<b>资产总计</b>	<b>1897.97</b>	<b>1805.15</b>	<b>2693.51</b>	<b>4402.50</b>	ROE	-2.45%	0.48%	5.82%	9.99%
短期借款	135.00	0.00	639.76	1937.23	ROA	-2.01%	0.42%	3.60%	4.18%
应付和预收款项	86.95	110.51	246.81	459.73	ROIC	-3.85%	1.13%	5.12%	6.05%
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	EBITDA/销售收入	-3.32%	22.31%	25.04%	22.96%
其他负债	15.65	25.46	41.24	60.98	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>337.59</b>	<b>235.98</b>	<b>1027.81</b>	<b>2557.93</b>	总资产周转率	0.13	0.15	0.28	0.33
股本	260.00	260.00	260.00	260.00	固定资产周转率	0.51	0.63	1.19	1.79
资本公积	1163.12	1163.12	1163.12	1163.12	应收账款周转率	1.72	1.92	2.44	2.26
留存收益	134.85	146.06	242.58	421.45	存货周转率	0.41	0.45	0.56	0.53
归属母公司股东权益	1560.38	1569.17	1665.70	1844.56	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1560.38</b>	<b>1569.17</b>	<b>1665.70</b>	<b>1844.56</b>	资产负债率	17.79%	13.07%	38.16%	58.10%
负债和股东权益合计	1897.97	1805.15	2693.51	4402.50	带息债务/总负债	69.61%	42.38%	71.97%	79.64%
					流动比率	4.58	7.15	1.78	1.27
					速动比率	2.92	3.49	0.70	0.51
					股利支付率	0.00%	-47.99%	0.37%	2.92%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.15	0.03	0.37	0.71
					每股净资产	6.00	6.04	6.41	7.09
					每股经营现金	-0.48	-0.08	-2.13	-3.60
					每股股利	0.00	-0.01	0.00	0.02
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	-6.82	61.74	156.50	271.40					
PE	-117.41	592.16	46.26	24.33					
PB	2.87	2.86	2.69	2.43					
PS	21.84	16.20	7.17	3.79					
EV/EBITDA	-589.36	67.11	31.30	22.62					
股息率	0.00%	—	0.01%	0.12%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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	021-68416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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