

华源控股（002787）年报点评

原材料价格波动影响短期业绩，产能释放在即

投资评级：买入（维持）

2018 年 4 月 20 日

事件：公司发布 2017 年年报，营收 11.49 亿（+14.19%）、归母净利润 0.93 亿（-13.24%），扣非归母净利润 0.89 亿（-8.88%）。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税），不以资本公积转增股本。

投资要点

■ 全年收入平稳增加，化工罐产品继续绑定大客户稳定增长

分季度看，一/二/三/四季度营收 2.6/3.0/3.2/2.7 亿元，同比 +28.59%/+14.70%/+14.88%/+2.10%；净利润 0.22/0.26/0.28/0.17 亿元，同比 -22.40%/-26.89%/+5.07%/+2.66%。全年营收平稳增加，但净利润出现下滑，主要是因为公司主要原材料马口铁价格持续大幅上涨所致。我们认为，随着钢价波动趋缓，原材料价格变化向下游逐步传导，2019 年毛利率将恢复性增长

分产品看，化工罐营收 8.3 亿元，同比 +16.94%，占营业收入的比重为 72.3%，占比同比 +1.7pct；印刷加工业务营收 2.30 亿元，同比 +16.26%，占营业收入的比重为 20.0%，占比同比 +0.4pct。

■ 综合毛利率 19.7%，受原材料价格上涨影响出现较大跌幅

2017 年综合毛利率 19.7%，同比 -5.0pct。分产品看，化工罐、印刷加工及销售的毛利率分别是 22.6%/9.61%，同比 -4.91/-3.06pct。由于马口铁的价格经历长期回落，从 2017 年开始进入涨价周期，化工罐毛利率下降明显。2017 年期间费用率合计为 9.80%，同比 -1.95pct，其中销售、管理、财务费用率分别为 2.86%/6.80%/0.14%，同比 -1.38 /-0.62/+0.05pct。财务费用增加主要是由公司短期借款增加所致。

■ 定增并购瑞杰科技过会，进军塑料包装市场

2017 年 12 月 29 日，公司收购瑞杰科技获得监管部门无条件通过。公司拟以 37.7 亿元的价格通过发行股份及支付现金结合方式，购买瑞杰科技 93.56% 的股权。标的公司承诺 2017-2019 年扣除非经常性损益后归母净利润分别不低于 2800 万元、3400 万元、3900 万元。2017 年瑞杰科技实现的扣非归母净利润未审计数据为 2800.26 万元，刚好完成业绩承诺。瑞杰科技专注于塑料包装行业，是壳牌、汉高、康普顿、立邦等知名企业的长期供应商。收购完成后，公司将拥有金属包装桶和塑料包装桶两大产品线，产品线进一步丰富。我们认为本次收购将提高公司抗市场风险能力，增厚公司业绩。

■ 募投项目产能逐步释放，公司业绩稳定增长

咸宁华源年产 3.6 万吨彩印马口铁项目已经投资完毕，2017 年内实现营业利润 1403.01 万元；中鲈华源年产 3780 万只化工罐的印铁及配件项目建设完毕，2017 年内实现营业利润 1118.28 万元，2018 年可达满产状态，预计将新增 3000 多万罐化工罐产能；苏州华源年产 7800 万只化工罐的印铁及配件项目基本投资完毕，2017 年净利润为 1186.74 万元；广州华源年产 1700 万只金属化工罐项目基本投资完毕，2017 年净利润为 271.25 万元。我们认为随着募投项目产能逐步释放、产能利用率的提升，2018 年业绩将有较快增长。

■ 盈利预测与投资建议

公司具有成熟的生产技术和良好的上下游合作关系，同时进军塑料包装市场提高抗市场风险能力，我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 是 0.41/0.55/0.75 元，对应 PE 为 25/18/14X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格持续上涨，大客户销量不及预期。

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

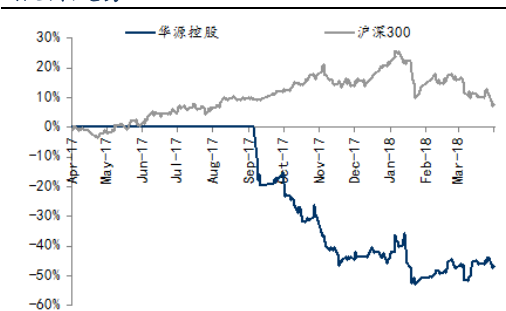
证券分析师 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.08
一年最低价/最高价	8.68/18.91
市净率	2.9
流通 A 股市值（百万元）	1043.3

基础数据

每股净资产（元）	3.49
资产负债率	25.72
总股本（百万股）	288.12
流通 A 股（百万股）	103.50

相关研究

公司点评：业绩符合预期，投资润天智开启公司转型之路 20170413
公司点评：三季报高增长，股权激励出台看好未来发展 20161020
公司点评：中报业绩+62%符合预期，金属包装龙头地位 20160824
公司点评：业绩高增速的金属包装行业龙头 20160714

华源控股财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	806.9	1236.0	1517.4	1902.3	营业收入	1149.4	1413.7	1767.2	2226.6
现金	246.7	500.0	600.0	750.0	营业成本	922.8	1119.7	1387.2	1731.2
应收款项	233.6	426.1	532.6	671.0	营业税金及附加	9.7	4.2	5.3	6.7
存货	250.3	239.3	296.4	370.0	营业费用	32.9	46.7	58.3	73.5
其他	76.2	70.7	88.4	111.3	管理费用	79.9	101.2	117.1	146.9
非流动资产	546.8	524.7	501.9	476.6	财务费用	1.6	1.1	7.3	8.7
长期股权投资	91.0	91.0	91.0	91.0	投资净收益	5.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	366.4	346.5	325.8	302.7	其他	7.1	2.2	2.2	2.2
无形资产	66.0	63.8	61.6	59.4	营业利润	114.8	143.1	194.1	261.8
其他	23.4	23.4	23.4	23.4	营业外净收支	-0.7	0.0	0.0	0.0
资产总计	1353.7	1760.7	2019.3	2378.9	利润总额	114.1	143.1	194.1	261.8
流动负债	325.3	638.5	769.6	957.5	所得税费用	20.8	25.8	34.9	47.1
短期借款	45.0	370.4	437.8	543.3	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	199.3	230.1	285.0	355.7	归属母公司净利	93.3	117.4	159.2	214.7
其他	81.0	38.0	46.8	58.5	EBIT	105.9	144.2	201.5	270.5
非流动负债	22.9	22.9	22.9	22.9	EBITDA	142.1	181.3	241.1	312.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值				
其他	22.9	22.9	22.9	22.9	指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	348.2	661.4	792.5	980.4	每股收益(元)	0.32	0.41	0.55	0.75
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	3.49	3.82	4.26	4.85
归属母公司股东					发行在外股份(百				
权益	1005.5	1099.4	1226.7	1398.5	万股)	288.1	288.1	288.1	288.1
负债和股东权益总					ROIC(%)	9.1%	10.0%	11.1%	13.0%
计	1353.7	1760.7	2019.3	2378.9	ROE(%)	9.3%	10.7%	13.0%	15.4%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	18.9%	20.5%	21.2%	22.0%
	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT Margin(%)	9.2%	10.2%	11.4%	12.2%
经营活动现金流	150.9	-32.0	81.3	103.5	销售净利率(%)	8.1%	8.3%	9.0%	9.6%
投资活动现金流	-35.6	-16.6	-16.8	-16.1	资产负债率(%)	25.7%	37.6%	39.2%	41.2%
筹资活动现金流	-51.8	302.0	35.5	62.6	收入增长率(%)	14.2%	23.0%	25.0%	26.0%
现金净增加额	63.5	253.3	100.0	150.0	净利润增长率(%)	-13.2%	25.8%	35.6%	34.9%
折旧和摊销	36.2	37.1	39.7	41.4	P/E	31.13	24.74	18.25	13.53
资本开支	-47.7	-16.6	-16.8	-16.1	P/B	2.89	2.64	2.37	2.08
营运资本变动	87.6	-186.5	-117.5	-152.6	EV/EBITDA	22.88	19.67	15.33	12.45
企业自由现金流	181.1	-47.8	70.5	94.5					

资料来源: 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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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>