

## 海源机械 (002529)

公司研究/动态报告

# 绑定优质客户，深度布局轻量复材

## —海源机械年报及一季报交流

动态研究报告/机械

2018年05月31日

### 报告摘要：

#### ● 车企+供应商伙伴模式，轻量化复材迎来窗口期

新能源车续航里程与减重质量存在线性关系，每减重 10% 对应汽车的续航里程提升 5%~10%。双积分和补贴政策激励车企加速布局轻量化复材。轻量化材料中，碳纤和玻纤密度不到钢材的四分之一，强度是钢材的 5~7 倍，是中高端车企减重的首选。根据智研咨询测算，目前国内新能源汽车复材市场空间不到 20 亿元，到 2020 年将超过 60 亿元，加上传统汽车市场空间近千亿。2017 年国内有吉利+海源、北汽+云海金属、康得新+北汽在内的“车企+供应商”模式代表。从已有的车企产能规划看，2019 年是行业产能释放的重要拐点。海源自主研发的复合材料全自动液压机、LFT-D 和 SMC 生产线及 HP-RTM 工艺碳纤维制品在行业内具备先发优势。

#### ● 供货吉利、宝马、CATL，具备大客户优势订单充足

公司与宁德时代、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。**吉利**：公司在义乌投建工厂，贴近吉利生产基地，配套供应 SMC 轻量化制品、LFT-D 轻量化制品和碳纤维制品。目前已基本完成 MPC-1 项目模具开发工作，该车型预计于 2018 年内批量上市，生命周期内预计实现销售收入 4.5 亿元。根据我们预测，吉利汽车复合材料市场空间目前在 23 亿元左右。**宝马**：公司通过欧拓成为宝马的二级供应商，有望供应备箱隔音件、底盘隔热件、发动机舱隔热及隔音部件等；**宁德时代**：公司为宁德时代电池盒上盖项目的定点供应商，再次收到 CATL 电池盒上盖项目的定点及开模指令的通知，预计 2018 年开始逐步进入批量生产阶段，生命周期内预计实现销售收入合计 1.5 亿元。

#### ● 产能投放顺利，预计 2019 年释放

义乌产能规划：一期计划投入两条标准产能 400 吨/年的汽车用 SMC 轻量化制品和 LFT-D 轻量化制品生产线以及两条碳纤维生产线。二期计划投入四条 SMC 轻量化制品生产线和四条碳纤维生产线。一期在获得施工许可证后 24 个月内完成项目建设并实现投产，二期在 2019 年开工建设。预计公司将在 2019 年迎来产能和业绩的释放期。

#### ● 盈利预测

预计 2018~2020 年，公司实现的归母净利润分别为 1.16、1.63 和 2.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.45、0.63 和 1.12 元，对应 PE 分别为 38、27 和 15 倍，维持“强烈推荐”评级。

#### ● 风险提示

扩产进度不及预期；竞争加剧产品价格下滑。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	272	580	1,100	1,720
增长率（%）	32.7%	113.0%	89.7%	56.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	7	116	163	292
增长率（%）	1	1553.3%	40.8%	79.0%
每股收益（元）	0.03	0.45	0.63	1.12
PE（现价）	631	38	27	15
PB	2.8	2.6	2.4	2.1

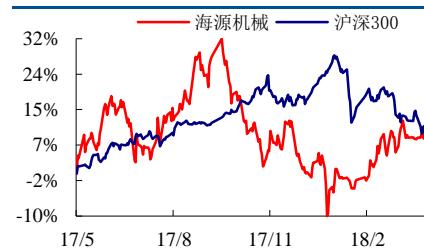
资料来源：公司公告、民生证券研究院

**强烈推荐** 维持评级

**当前价格：** 17.04 元

交易数据	2018-5-30
近 12 个月最高/最低	20.28/13.78
总股本（百万股）	260.00
流通股本（百万股）	200.00
流通股比例%	77%
总市值（亿元）	44.30
流通市值（亿元）	34.08

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind, 民生证券研究院

**分析师：刘振宇**

执业证号：S0100517050004

电话：010-85127653

邮箱：liuzhenyu@mszq.com

### 相关研究

- 【民生研究高端装备系列 03】海源机械 (002529)：配套吉利与 CATL，深度布局轻量复材

## 目录

一、车企+供应商伙伴模式，轻量化复材迎来窗口期 .....	2
(一) 高续航推动汽车轻量化，复材市场前景广阔 .....	3
(二) 公司复材技术领先，缺乏国内竞争对手 .....	4
(三) “车企+供应商”模式，绑定优质客户 .....	4
二、供货吉利、宝马、CATL，产能投放顺利 .....	5
(一) 供货吉利、宝马、CATL，具备大客户优势订单充足 .....	5
(二) 陆续收到开模指令，量产可期 .....	6
插图目录 .....	7
表格目录 .....	7

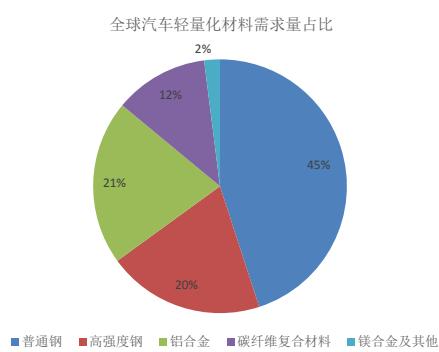
## 一、车企+供应商伙伴模式，轻量化复材迎来窗口期

## (一) 高续航推动汽车轻量化，复材市场前景广阔

公司 2017 年收入增长超过 30%，利润扭亏为盈，一季报快速增长，收入略增加，利润达到 2000 万，增长超过 100%。公司今年进入全面快速发展的新阶段，其中，收入业绩的增量绝大部分会来自于轻量化业务。

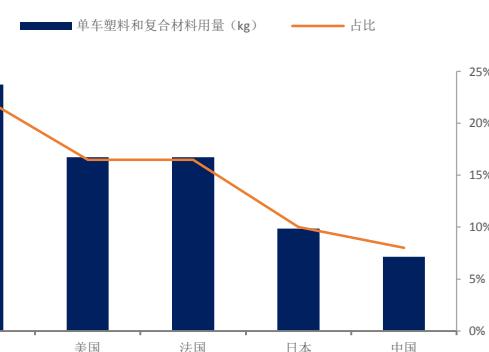
新能源车续航里程与减重质量存在线性关系，每减重 10% 对应汽车的续航里程提升 5%~10%。目前汽车轻量化的路径有三条：轻量化材料、结构设计和制造工艺，其中材料是目前的主流。轻量化材料包括高强度钢材、铝合金、镁合金和复合材料，复合材料又分为玻纤和碳纤等。短期看，玻纤的性价比优于碳纤维，但长期看，随着碳纤维成本的降低，碳纤维材料将成为轻量化复材的主力。

图 1：全球汽车轻量化材料需求占比



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图 2：不同国家复合材料整车占比



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

汽车更新换代需要一批一批，老车上换件比较困难，需要一个批次的时间。汽车设计到上市至少要 5 年，上市前 1 年半就要确定零部件厂商，从接到订单、投产、量产、产出配件具有滞后性，一般投产后需要 1 年左右才能批量供货，后面增速就会很高，达到 100% 甚至超过 100%。

轻量化材料中，碳纤和玻纤密度不到钢材的四分之一，强度是钢材的 5~7 倍，是中高端车企减重的首选。根据智研咨询测算，目前国内新能源汽车复材市场空间不到 20 亿元，到 2020 年将超过 60 亿元，加上传统汽车市场空间近千亿。新能源汽车续航能力需求会催生对汽车轻量化的需求，是一个千亿的市场。轻量化在新能源汽车方面是一个催化剂，短期估值偏高，但要考虑到成长性，市场空间很大。

表 1：复合材料市场空间

	2017 (新能源汽车)	2020E (新能源汽车)	2020E (传统汽车)
汽车年产量 (万辆)	79	200	3000
平均整备质量 (吨)	1.4	1.1	1.1
增强塑料用量目标占比	8%	15%	15%
增强塑料使用总量 (万吨)	5.7	33	33
单价 (万/吨)	2	2	2
市场规模	17.7	66	990

资料来源：中国汽车塑料网，民生证券研究院

对于塑料及复合材料，对比各个国家的情况来看，德国已经达到了单车 300-365kg，占到整个汽车的 22.5%；美国、法国是 220-249kg，占比 16.5%；日本是 126-150kg，占比 10% 左右；中国大约是 90-110kg，占 8%。按照至 2020 年，我国新能源汽车产量 200 万辆、平均整备质量 1100kg、增强塑料用量占比 15% 估计，需求量将达到 33 万吨。以 2 万/吨的单价测算，仅在新能源市场中的空间就高达 66 亿元，相比 2016 年全年增加近 55 亿。按照 2020 年 3000 万辆的汽车总规划量，在整个汽车市场的规模达到 990 亿元。

## （二）公司复材技术领先，缺乏国内竞争对手

公司前身做建筑压机，12 年开始转型轻量化，轻量化分为两块，汽车轻量化和建筑轻量化，在这里面公司主要做复合材料，玻璃纤维轻量化和碳纤维轻量化。当前轻量化产品中绝大部分都是玻璃纤维，碳纤维还在生产调试当中，还没有具体的合作伙伴，多个项目在洽谈当中。

轻量化方面，公司在国内竞争对手不是很多，特别是能够做到良品率很高、质量很高、可以大批量生产的国内基本没有。尤其是能做到复合材料汽车 A 级表面也基本没有。对于钢材来说，需要通过涂装对覆盖件进行表面处理，达到 A 级表面及光滑度要求。但复合材料无涂装过程，因此复合材料 A 级表面会比钢难很多，国内基本没有做的出来的。公司在 5、6 年前就开始和国外合作，技术成熟，国内基本无竞争对手。压机，生产工艺是公司核心竞争力，生产工艺 12 年切入领域，技术完备，公司良品率比较高，质量好。

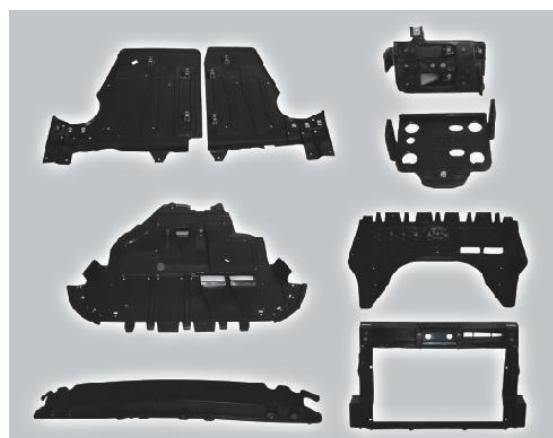
自 2010 年公司开始布局复合材料业务以来，目前具备了 LFT-D、SMC 工艺的玻璃纤维制品和 HP-RTM 等工艺的碳纤维制品的生产能力。

图 3：复合材料全自动液压机 HET-2500



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 4：LFT-D 应用到的汽车部件



资料来源：公司官网，民生证券研究院

## （三）“车企+供应商”模式，绑定优质客户

根据 2016 年中国汽车工程学年会发布的节能与新能源汽车技术路线图，2020 年、2025 年和 2030 年，整车比 2015 年减重分别为 10%、20% 和 35%。国内自 2017 年以来，主要车企对汽车轻量化布局加速，其中包括康得新联合北汽集团、常高新，北汽联合云海金属，吉

利集团联合海源机械等。首期项目一般要等到 2019 年下半年开始投产。

2017 年国内有吉利+海源、北汽+云海金属、康得新+北汽在内的“车企+供应商”模式代表。从已有的车企产能规划看，2019 年是行业产能释放的重要拐点。海源自主研发的复合材料全自动液压机、LFT-D 和 SMC 生产线及 HP-RTM 工艺碳纤维制品在行业内具备先发优势。

**表 2：主要车企复合材料领域的布局**

公司	康得新、北汽集团、常高新	北汽与云海金属	吉利集团与海源机械
时间	2017 年 11 月 6 日	2017 年 9 月 30 日	2018 年 03 月 22 日
地址	常州	安徽巢湖	义乌
布局	康得集团、北汽集团、常高新共同投资 120 亿元，设计年产能 600 万件碳纤维车体及部件项目，分三期建成。首期项目将于 2019 年 6 月建成。	开展高性能低成本镁合金零部件的开发和应用探讨。	项目总投资约 12 亿元，一期计划投入两条标准产能 400 吨/年的汽车用 SMC 轻量化制品和 LFT-D 轻量化制品生产线，以及两条碳纤维生产线。二期计划投入四条 SMC 轻量化制品生产线和四条碳纤维生产线。一期在获得施工许可证后 24 个月内完成项目建设并实现投产。二期在 2019 年开工建设

资料来源：民生证券研究院整理

在玻璃纤维轻量化汽车方面，公司与吉利、宁德、华晨宝马、宇通、东风已有订单或已批量供货。今年将会有更多优质客户订单，公司在汽车轻量化领域是市场上唯一做复合材料外设件或者说电池能够大规模批量生产的企业。2016 年开始，轻量化占比超过了总收入 50% 以上，17 年更高一些，18 年会更高，估计到 80%，90%。

## 二、供货吉利、宝马、CATL，产能投放顺利

### (一) 供货吉利、宝马、CATL，具备大客户优势订单充足

海源机械是目前市场上为数不多的，有真实销售的轻量化标的，并且绑定了吉利、宝马、CATL 等优质客户，目前新材料复材业务占比已经超过 70%，一季报利润增长 166%，业务增长进入了快车道。公司与宁德时代、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。

**吉利：**公司在义乌投建工厂，贴近吉利生产基地，配套供应 SMC 轻量化制品、LFT-D 轻量化制品和碳纤维制品。目前已基本完成 MPC-1 项目模具开发工作，该车型预计于 2018 年内批量上市，生命周期内预计实现销售收入 4.5 亿元。根据我们预测，吉利汽车复合材料市场空间目前在 23 亿元左右。

**图 5：吉利汽车产量及增速**

**图 6：吉利汽车复合材料市场空间**



资料来源：Wind，民生证券研究院



资料来源：民生证券研究院整理

**宝马：**公司通过欧拓成为宝马的二级供应商，有望供应备箱隔音件、底盘隔热件、发动机舱隔热及隔音部件等，公司此次为欧拓沈阳生产的底护板项目正是为宝马汽车提供零部件配套供货。这是宝马第一个也是目前唯一一个在中国境内生产的 LFT-D 项目落户中国企业该车型预计于 2019 年初批量上市，生命周期内预计实现销售收入 4000 万元。

**宁德时代：**公司为宁德时代电池盒上盖项目的定点供应商，之前宁德时代电池盒上下盖都是钢的，上盖逐渐在转复合材料，下盖转铝，碳纤维。目前宁德上盖一批一批换，新车型逐渐在换复合材料，换复合材料的上盖中公司占比很高。主要要考虑成本问题，整车厂对于电池有成本控制，宁德对上盖又有成本控制。上盖大厂逐步全面替换，下盖还在协商，公司未来与宁德时代的市场空间较大。预计 2018 年开始逐步进入批量生产阶段，生命周期内预计实现销售收入合计 1.5 亿元。

## （二）陆续收到开模指令，量产可期

公司目前陆续收到吉利、宝马、CATL 的开模通知，所谓开模是指整车厂委托公司拿着件模具公司设计模具，之后是试模，即模具公司将模具运到公司，公司再用压机压零部件，看看模具有没有问题，下一步进行批量生产或者小批量生产，所以这个试模一旦完毕，在未来的几个月或者半年内，就会开始生产，从而产生收入了。整个流程为开模-试模-批量生产，其中，批量的量取决于整车的销量情况和销售进度。

目前宝马、吉利已经完成了试模阶段，特别是吉利项目，其义乌产能规划为一期计划投入两条标准产能 400 吨/年的汽车用 SMC 轻量化制品、LFT-D 轻量化制品生产线，以及两条碳纤维生产线。二期计划投入四条 SMC 轻量化制品生产线和四条碳纤维生产线。一期在获得施工许可证后 24 个月内完成项目建设并实现投产，二期在 2019 年开工建设。预计公司将在 2019 年迎来产能和业绩的释放期。

## 插图目录

图 1: 全球汽车轻量化材料需求占比.....	3
图 2: 不同国家复合材料整车占比.....	3
图 3: 复合材料全自动液压机 HET-2500.....	4
图 4: LFT-D 应用到的汽车部件.....	4
图 5: 吉利汽车产量及增速.....	5
图 6: 吉利汽车复合材料市场空间.....	5

## 表格目录

表 1: 复合材料市场空间 .....	3
表 2: 主要车企复合材料领域的布局 .....	5

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业总收入</b>	272	580	1,100	1,720
营业成本	189	400	759	1,187
营业税金及附加	4	6	11	17
销售费用	30	35	66	103
管理费用	56	58	143	224
EBIT	-7.12	81.20	121.00	189.20
财务费用	8.78	4.48	17.07	30.61
资产减值损失	8.12	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.25	2.25	2.25	2.25
<b>营业利润</b>	7	79	106	161
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	7	79	106	161
所得税	0	2	3	5
<b>净利润</b>	7	76	103	156
<b>归属于母公司净利润</b>	7	76	103	156
<b>EBITDA</b>	38	124	164	232
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	437	302	563	576
应收账款及票据	169	210	460	930
预付款项	40	55	109	216
存货	375	485	970	—
其他流动资产	6	6	6	6
<b>流动资产合计</b>	1034	1066	1257	1653
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	402	400	398	396
无形资产	64	59	53	48
<b>非流动资产合计</b>	1024	1060	1101	1146
<b>资产合计</b>	1899	2385	3601	4680
短期借款	110	382	1267	1917
应付账款及票据	72	159	302	472
其他流动负债	1	1	1	1
<b>流动负债合计</b>	254	664	1777	2700
长期借款	75	75	75	75
其他长期负债	2	2	2	2
<b>非流动负债合计</b>	77	77	77	77
<b>负债合计</b>	331	741	1855	2778
股本	260	260	260	260
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	1568	1644	1747	1902
<b>负债和股东权益合计</b>	1899	2385	3601	4680

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	32.7%	113.0%	89.7%	56.4%
EBIT 增长率	62.6%	1240.9%	49.0%	56.4%
净利润增长率	118.4%	988.8%	34.5%	51.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	30.7%	31.0%	31.0%	31.0%
净利润率	2.6%	13.2%	9.3%	9.0%
总资产收益率 ROA	0.4%	3.2%	2.9%	3.3%
净资产收益率 ROE	0.4%	4.6%	5.9%	8.2%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.6	4.3	3.4	2.8
速动比率	2.9	2.3	0.8	-0.4
现金比率	1.9	1.2	-0.8	-2.4
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.3
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	212.2	212.2	212.2	212.2
存货周转天数	889.7	889.7	889.7	889.7
总资产周转率	0.1	0.1	0.3	0.5
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.2	0.0	0.3	0.6
每股净资产	6.0	6.0	6.3	7.0
每股经营现金流	-0.5	-0.4	-2.3	-4.4
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	-102.2	593.9	55.6	25.6
PB	2.8	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	173.0	114.5	45.7	31.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<hr/>				
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	7	76	103	156
折旧和摊销	54	43	43	43
营运资金变动	-102	-541	-946	-1,128
<b>经营活动现金流</b>	-39	-418	-785	-899
资本开支	131	78	85	88
投资	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-131	-76	-83	-86
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-25	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(32)	267	868	618
<b>现金净流量</b>	(202)	-228	0	-367

## 分析师简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料学专业本科及硕士。曾任中国中冶控制经理岗，北京市规划委规划验收岗，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。