

海达股份深度报告

均衡向上，被忽视的橡胶小巨头

太平洋汽车团队

首席分析师：白宇 执业证书编号：S1190518020004

研究助理：赵水平

撰写日期：2020-01-01

目录

- 1 聚焦橡胶部件，深耕四大业务板块
- 2 汽车：夯实密封条，再添轻量化
- 3 轨交及其他：稳基底，有望再造辉煌
- 4 均衡发展，汽车、轨交双向上
- 5 盈利预测与风险提示

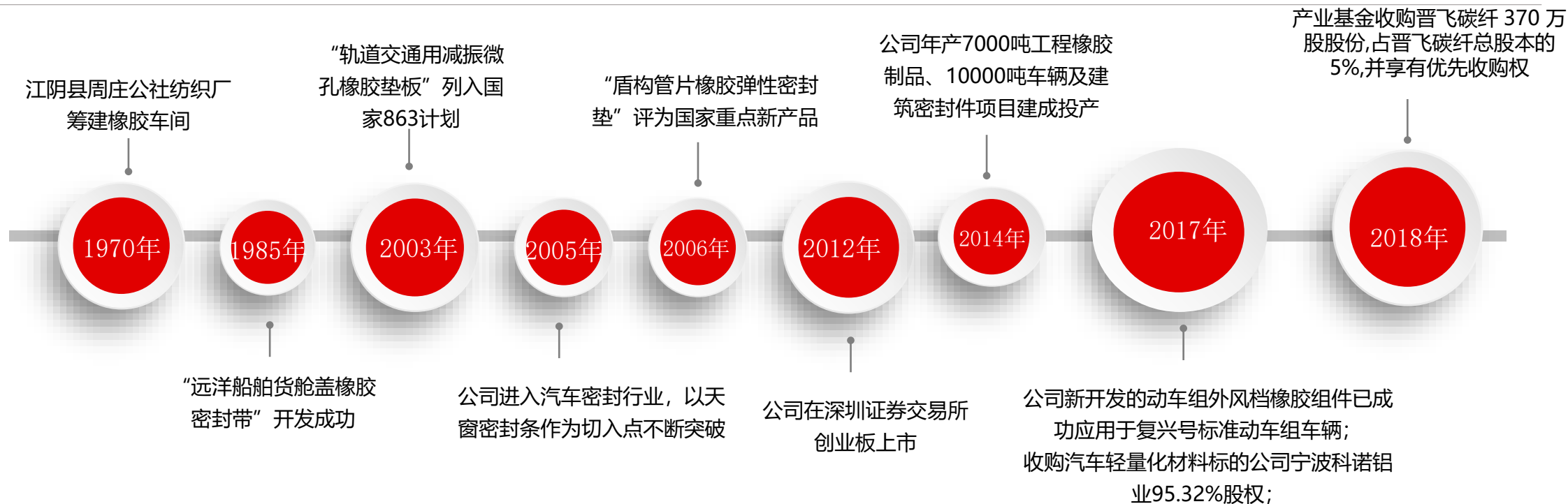
1. 聚焦橡胶部件，深耕四大业务板块

- ◆ 起于航运，兴于轨交、汽车，多领域齐发展
- ◆ 股权结构清晰稳定，分子公司优势互补
- ◆ 四大领域全面发展，天窗密封已然称王
- ◆ 轨交、汽车逐步放量，助力业绩大幅增长
- ◆ 财务状况稳健，盈利能力好于行业

精耕橡塑密封领域，起于航运、兴于轨交+汽车

- 公司始于1970年在江阴县周庄公社纺织厂筹建的橡胶车间；1985年，船舶货舱盖橡胶密封带成为公司核心产品，并以此起家；后逐步进入轨道交通密封领域。2005年，公司进入汽车密封行业，天窗密封作为切入点，并逐步渗透到整车密封领域；2017年公司新开发的动车组外风档橡胶已成功应用于复兴号标准动车组车辆；
- 2017年非公开募资收购科诺铝业,进军汽车轻量化领域；立足汽车天窗密封件龙头地位，切入整车密封，并拓展减震件；公司目前以汽车、轨交两大领域为核心，建筑、航运等为支撑实现均衡布局。

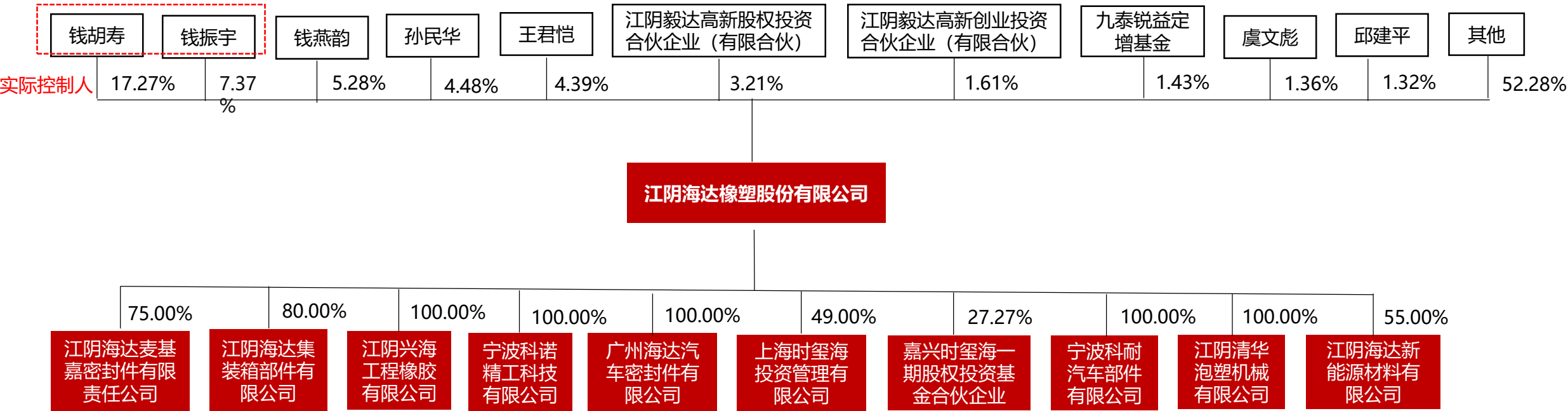
图表：海达股份发展历史



股权结构清晰稳定，分子公司协同发展

- 海达股份的创始人钱胡寿与其子钱振宇是目前公司的实际控制人，其持股比例分别为17.27%、7.37%。海达公司旗下目前存续的有4家全资子公司、1家间接全资子公司、1家子公司、3家控股子公司和2家联营企业。
- 海达的公司结构和管理都清晰明了，旗下子公司业务基本都是对母公司现有业务的延伸，公司的采购和销售渠道基本实现共用，可以在更大程度上实现协同。

图表：海达股份股权结构

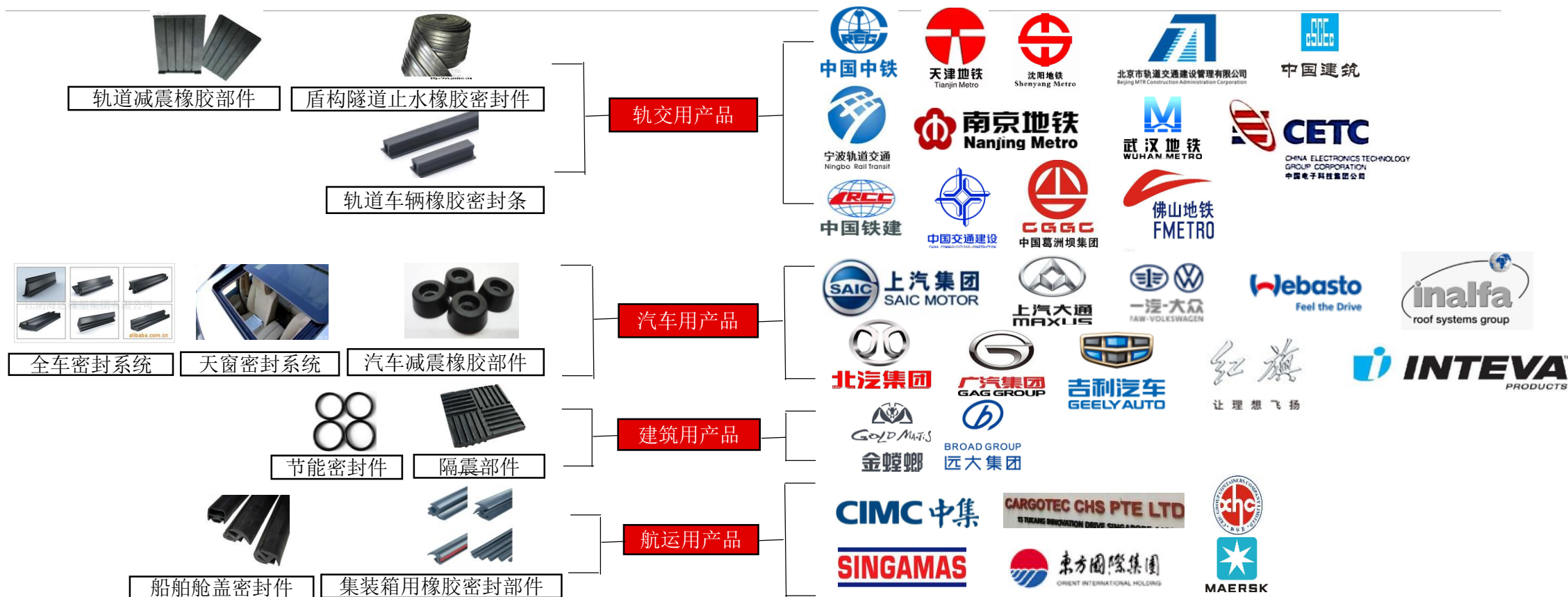


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

四大领域全面发展，天窗密封已然称王

- 公司以密封和减震橡胶部件为核心，深耕四大业务板块。在轨道交通领域是密封、减振部件的最主要供应商；在航运领域是国内率先研发生产远洋船舶舱盖橡胶密封部件和集装箱用橡胶密封部件的企业，并成功替代进口。
- 在汽车领域，天窗密封条在国内市场占有率接近50%，龙头地位显著，主要为伟巴斯特等全球天窗巨头供货，整车密封主要为一汽大众、吉利汽车、广汽三菱、上汽、一汽等整车厂供货。在建筑领域研发高效节能的密封、隔震部件。

图表：海达股份主要产品及客户分布

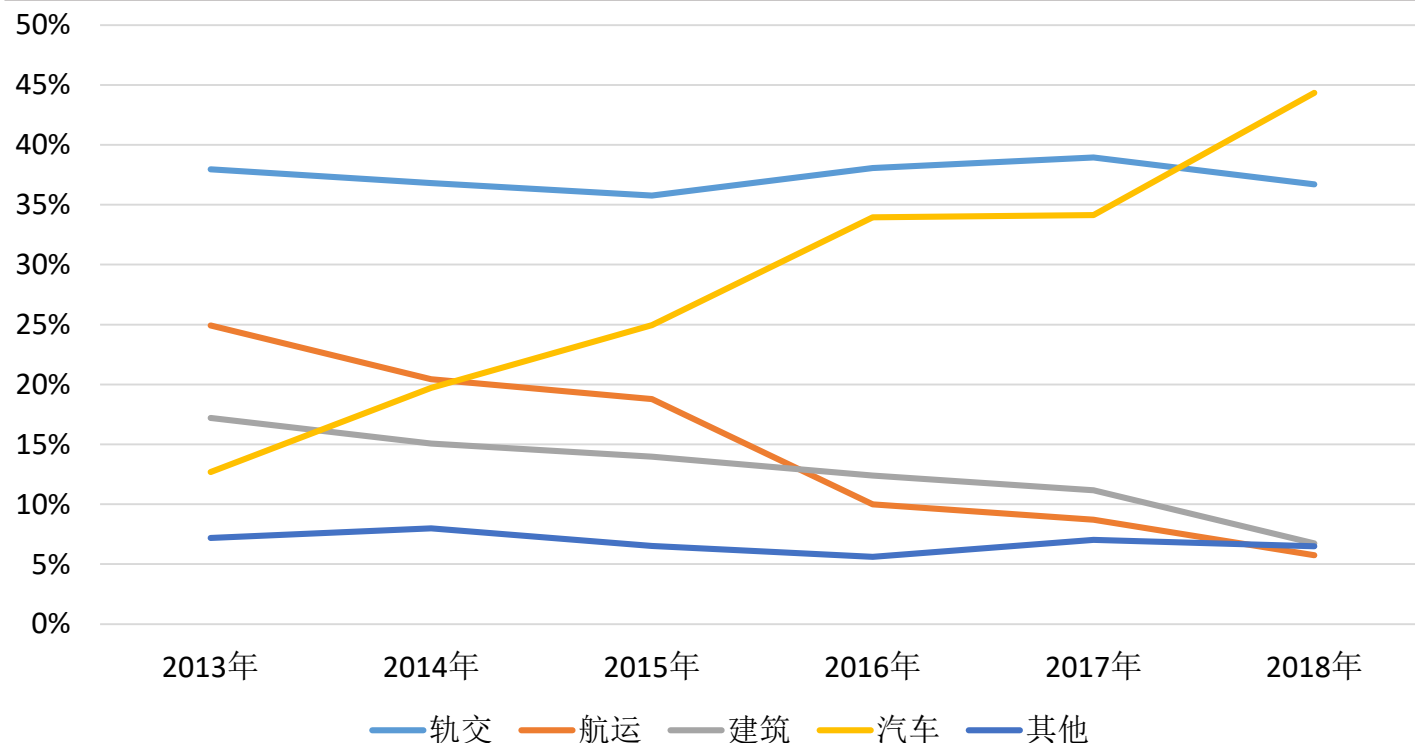


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

汽车跃居最大权重，轨交领域潜力仍存

- 2018年轨交、航运、建筑、汽车板块收入占比分别是37%、6%、7%、44%，公司轨交和汽车领域业务发展较好，汽车业务收入保持较大幅度增长。
- 轨交业务维持高增长，产品保持高市占率，受益近年城市轨道交通的通车高峰；汽车密封产品保持优势，减振产品取得订单：天窗密封保持优势，整车密封产品放量，新增科诺精工汽车天窗导轨型材业务。

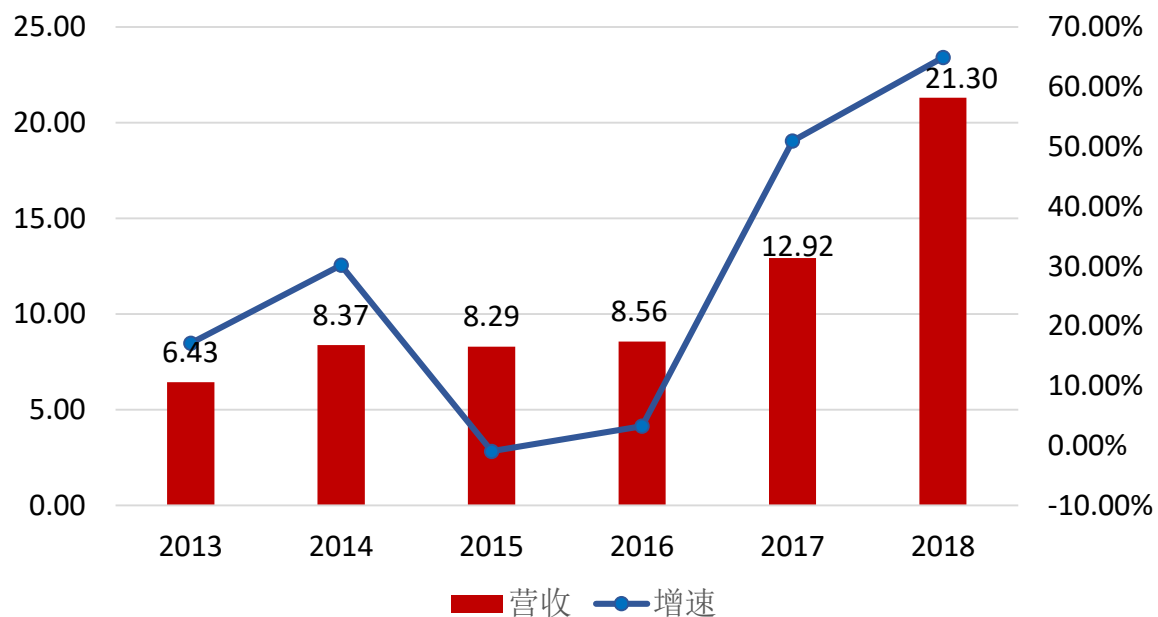
图表：海达股份各个板块收入占比情况及变化趋势



轨交、汽车逐步放量，助力业绩稳步增长

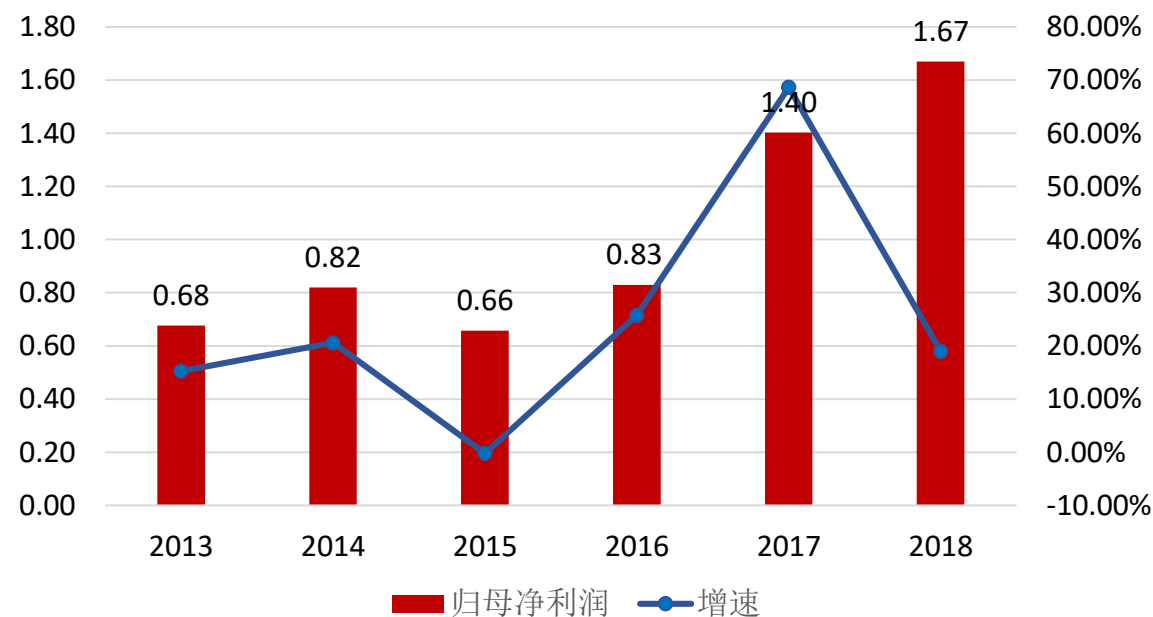
- 2015年以后公司营收持续稳步增长，得益于轨交领域、汽车天窗密封条快速渗透以及宁波科诺铝业并表增厚，2017及2018年营收实现高增长，比上年增加4.36亿元。
- 2015年以后利润同样实现稳步增长，2017年其归母净利润为1.40亿元，比上年增加0.57亿元，增幅70%左右。由于原材料涨价与产品模具开发带来的费用上升，2018年业绩增速放缓。2019年前三季度得益于原材料价格恢复毛利率逐步回升，以及整车密封客户放量，在汽车行业整体低迷及收入微增的背景下，利润依然实现20%以上增长，实现高质量发展。

图表：2013-2018公司营收及增速（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2013-2018公司归母净利润及增速（亿元）

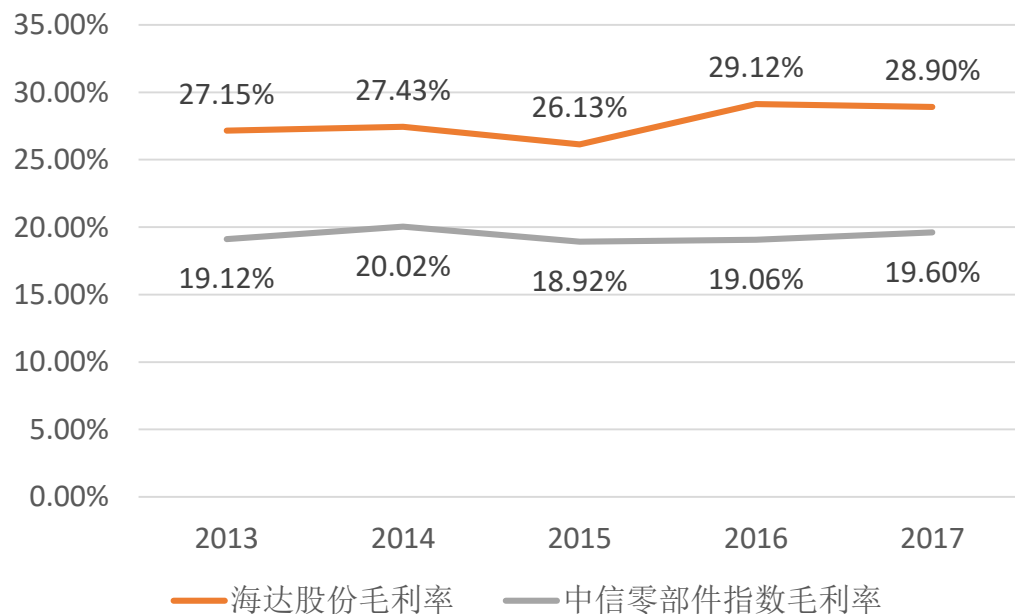


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

毛利率及盈利能力高于行业整体

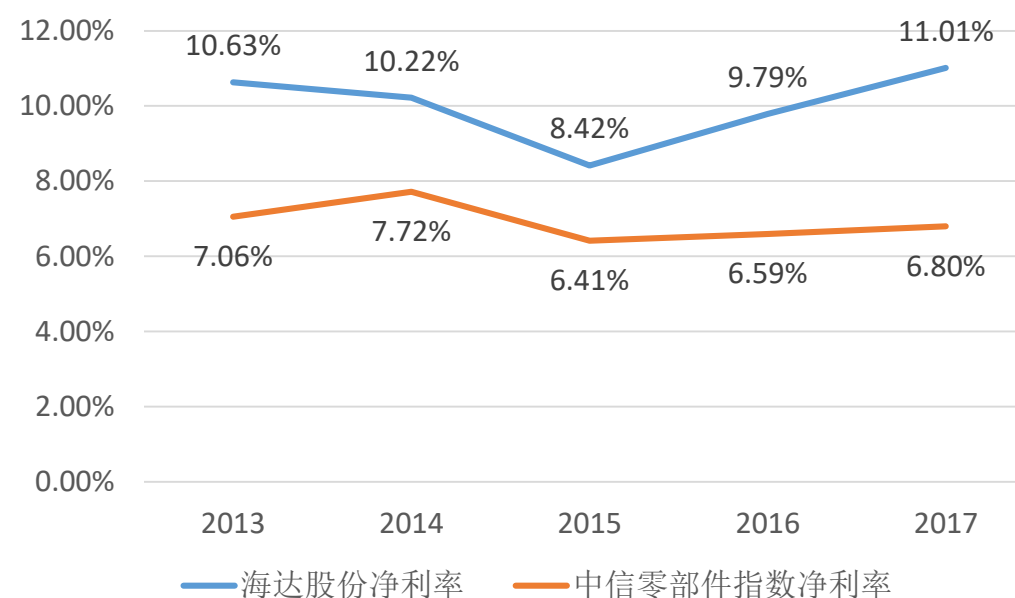
- 公司经营高效，严控成本及费用情况，与汽车行业整体相比有较高的毛利率和净利率。
- 销售毛利率从 2013 年的 27.15% 提升至 2017 年的 28.90%，提升了 1.75 个百分点，近 5 年高于行业平均水平 8 个 pct。销售净利率从 2013 年的 10.63% 提升至 2017 年的 11.01%，整体提升了 0.38 个百分点，近 5 年高于行业平均水平 4 个 pct。

图表：2013-2017 公司毛利率及零部件整体毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2013-2017 公司净利率及零部件整体净利率

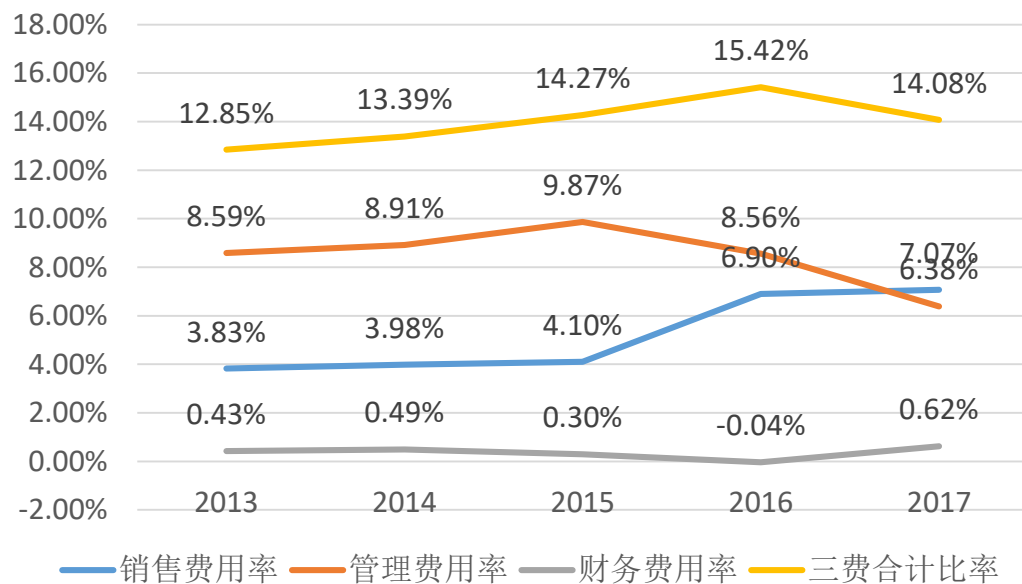


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

费用控制稳中提升，资产收益率逐渐回升

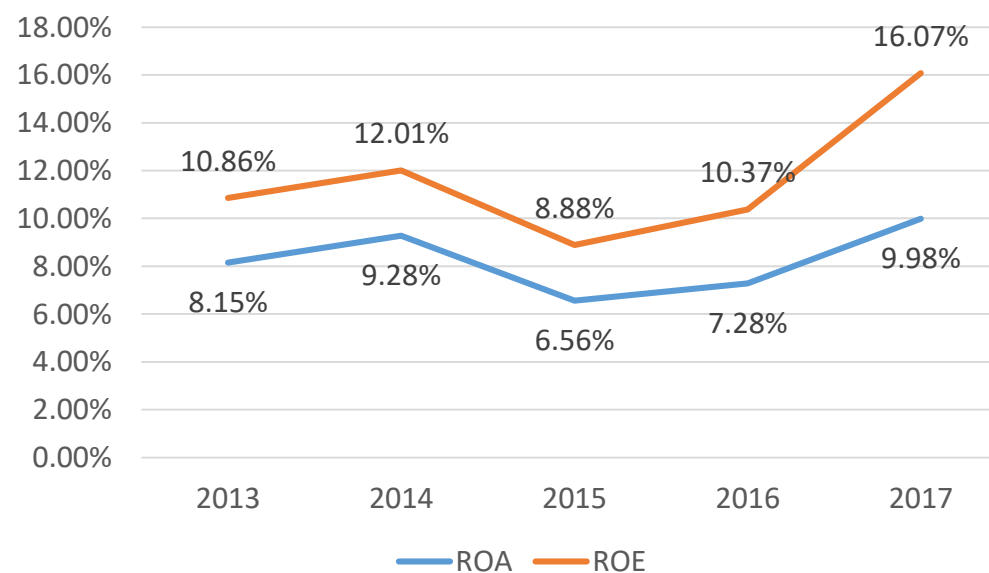
- 公司的三项费用支出占比保持稳定.从 2013 年到 2017 年仅销售费用呈现小幅增长，管理费用率和财务费用维持比例稳定。三费合计比率总体维持在14%左右。
- 在15年后汽车业务收入保持较大幅度增长，资产收益率逐渐回升。

图表：2013-2017公司三费费用率变化情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2013-2017 ROE及ROA变化情况

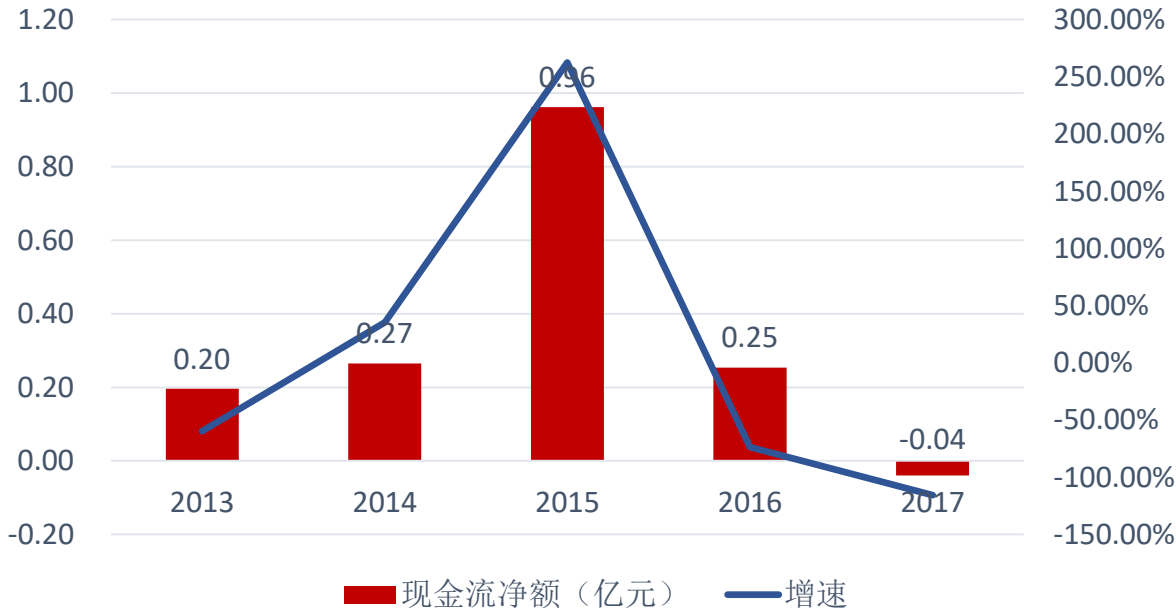


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

收购带来现金短期压力，负债率低行业水平

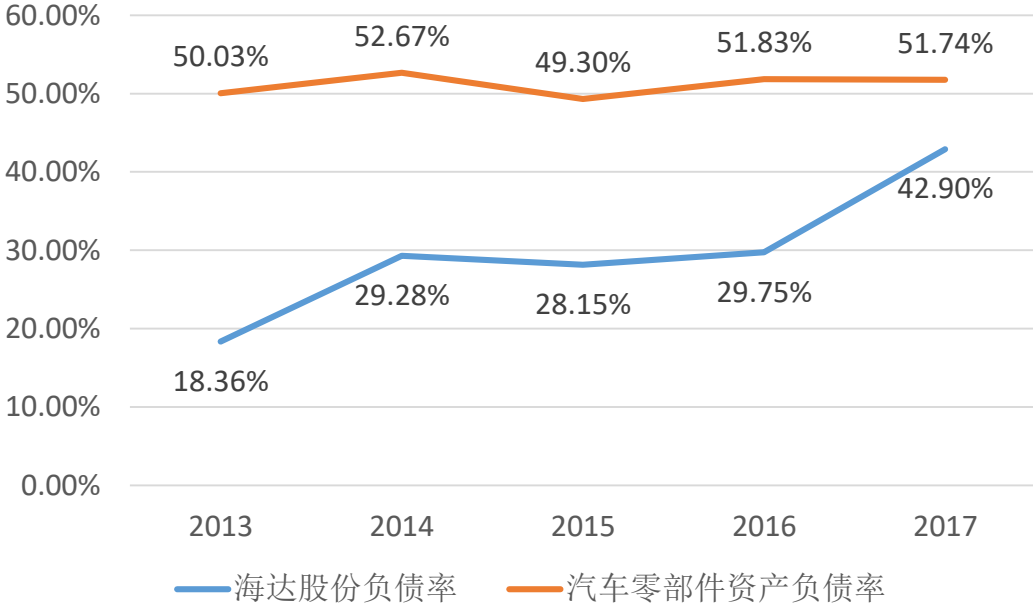
- 公司拥有较好的现金储备，资产负债率低于行业平均水平，收购宁波科诺铝业、进一步拓展汽车轻量化业务。
- 公司天窗密封条在行业享有较高知名度，市占率可达到50%左右，优质的产品有助于公司立于不败之地，而持续的研发投入将不断维持领先优势，稳定的现金流和较低的负债率将使得企业能够抵御行业下行及各类风险。

图表：2013-2017公司现金流及增速（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2013-2017 公司资产负债率与汽车零部件行业变化



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

2.汽车板块：夯实密封条，再增轻量化

- ◆ 主攻汽车天窗密封件，内联外引带动整车密封
- ◆ 市场格局分散，密封条行业机遇犹存
- ◆ 天窗密封进军海外，整车密封步入高增长
- ◆ 收购科诺精工，进军汽车轻量化板块
- ◆ 内生增长+外延并购，逐步推动业务发展



主攻汽车天窗密封件，内联外引带动整车密封

- 公司汽车产品由点带面，为天窗密封件龙头，细分市场优势明显，客户认可度高。通过天窗密封条积累的客户经验与技术优势，逐步开始拓展整车密封件和汽车减震业务。
- 海达汽车密封件有限公司主要从事汽车密封条产品的生产与销售业务。按使用密封条的车身部位，可以分为门框密封条、窗框密封条、屏蔽门密封条、车门内外水切、前后挡风玻璃密封条、发动机舱密封条、车顶饰条等几大类。

图表：汽车密封条主要产品



天窗密封条



后备箱密封条



门下密封条



车窗密封条



车门密封条

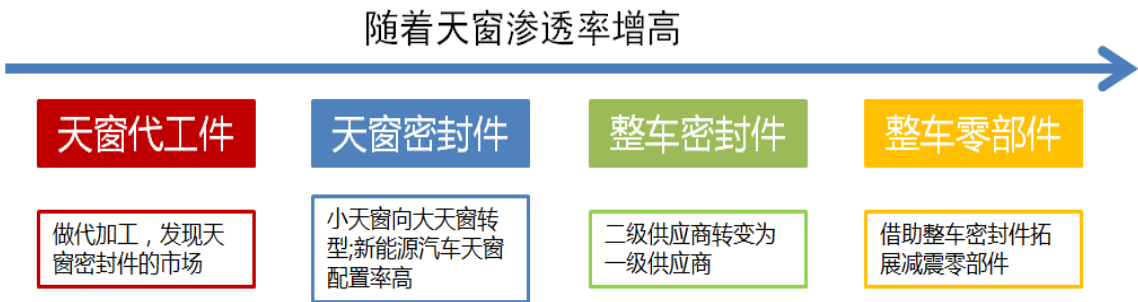


发动机盖密封条

以点带面不断拓展，二级供应升为一级供应

- 公司由天窗密封作为切入点，逐步进入整车密封；以汽车密封带动汽车减振，由二级供应商逐步升级为一级供应商。
- 公司抓住机遇跟随天窗巨头伟巴斯特等逐步成长，通过二级供应商进入汽车行业，成为伟巴斯特、英纳法、恩坦华等天窗供应商的首选合作伙伴；随着研发技术的积累，逐步开始直接与主机厂进行整车配套，与吉利领克、广汽三菱、一汽大众捷达、一汽红旗、上汽等整车厂的合作更加紧密，参与车型的部件同步开发。

图表：汽车密封产品线发展历程



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：汽车密封领域主要客户



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

市场格局分散，密封条行业机遇犹存

- 我国汽车密封条行业市场规模在150-200亿元左右，主要的33家企业占据了95%左右的市场份额，其中外资与合资企业市场份额约为63%，本土密封条生产企业的市场份额约为32%，市场较为分散，内资、外资、合资企业占领国内密封条市场，海达股份在汽车天窗橡胶密封条市场份额在50%左右，但整车密封条目前不足1%，潜力与成长性较好。
- 公司是国内汽车密封条本土企业中的佼佼者。汽车密封条行业进口替代催生百亿市场，公司挤入自主企业销售额前十，市场地位与规模效应双双领先。海达股份目前国内主要竞争对手为浙江仙通、浙江兴宇、贵航股份、库博、瀚德等，未来随着整车密封和汽车减振产品的拓展，有望进一步扩大市场份额。

图表：密封条市场产业链及市场格局

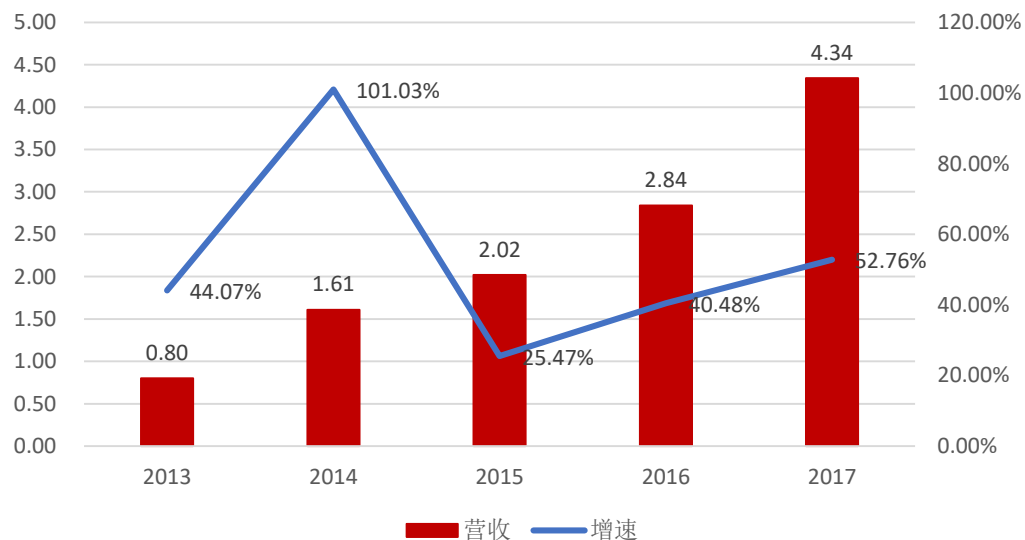


资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

天窗密封进军海外，整车密封步入高增长

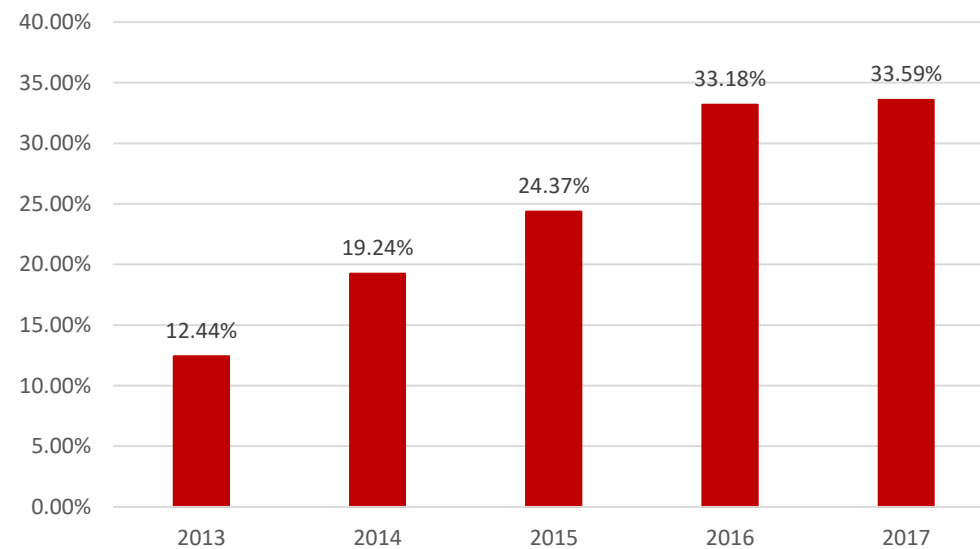
- 伴随天窗的逐步渗透以及从小天窗到全景天窗的升级，公司汽车板块营收增长较快，占比逐步提升。公司在汽车全车密封件和减振件研发和生产方面已达到了中高端水平，已成为多家知名汽车主机厂的合格供应商。随着汽车全景天窗成为主流趋势，整车密封不断取得突破，预计公司汽车板块业务也将全面推进。
- 天窗密封条领域国内市场占有率近50%份额稳定，并已开启进军海外之路。整车密封随着下游客户的放量，同时不断拓展新的客户，整车密封已步入高增长期。

图表：汽车板块（不含科诺精工）历史营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：汽车板块（不含科诺精工）在公司总营收的占比

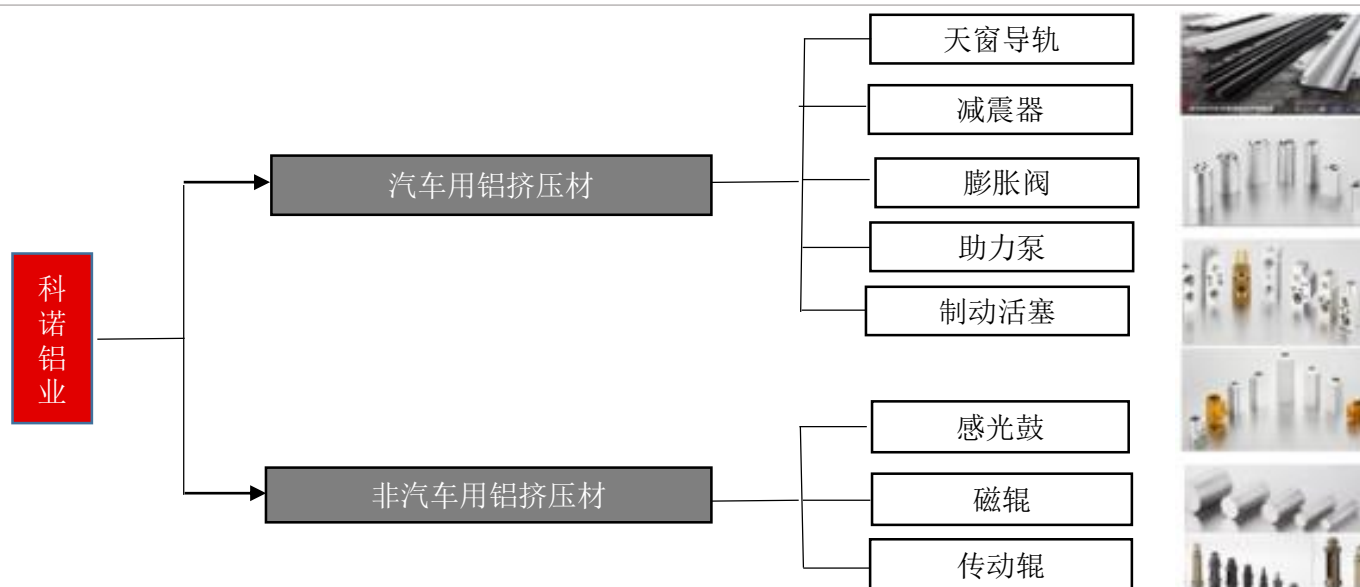


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

收购科诺精工, 进军汽车轻量化板块

- 公司以3.29亿收购宁波科诺精工, 进一步推动汽车领域业务发展。科诺精工主营天窗导轨型材等铝制汽车零部件, 产品广泛用于宝马、奔驰、奥迪、大众、通用、福特等多种车型。同时公司将进一步拓展汽车轻量化业务, 拟投入 2.3 亿元用于“年产3万吨汽车轻量化铝合金新材料项目”, 进军汽车轻量化市场。汽车轻量化能够兼顾提高燃油经济性和环保性的双重目标, 作为节能汽车和新能源汽车的共性核心技术, 轻量化存在巨大的市场空间。预计到2020年汽车轻量化材料和工艺的应用将在 2020年带来250亿以上的市场机会, 此次收购将为公司打开新的增长空间。
- 科诺主营汽车天窗铝挤压型材, 与海达在下游客户类似, 以此形成汽车密封与轻量化的双重布局。

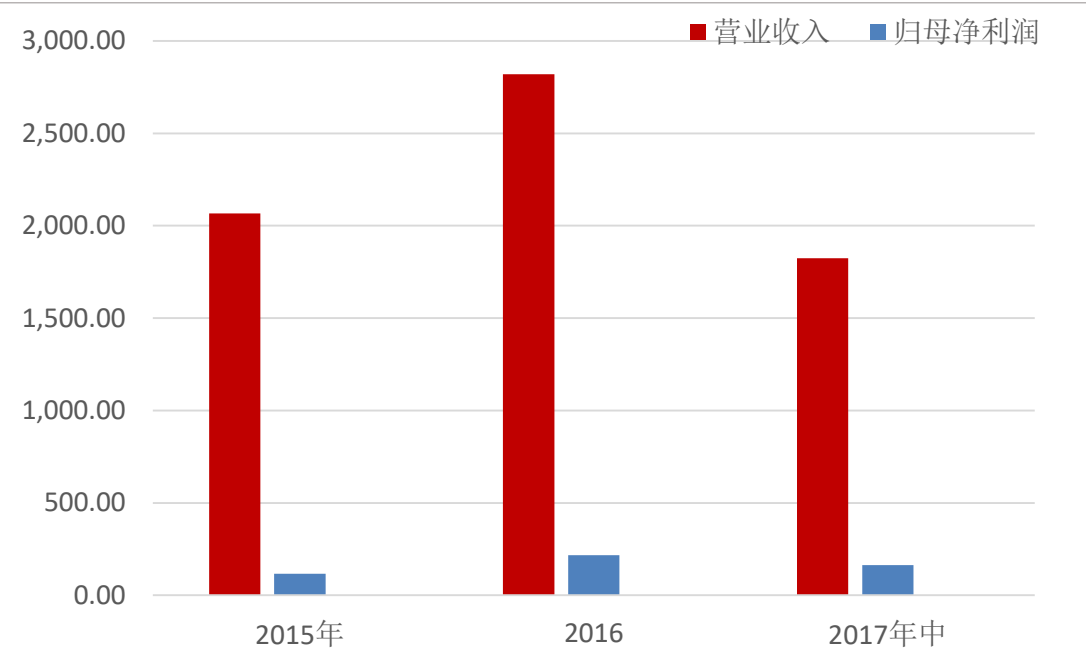
图表: 科诺铝业主要产品



科诺精工工业绩稳步增长，助力海达增厚业绩

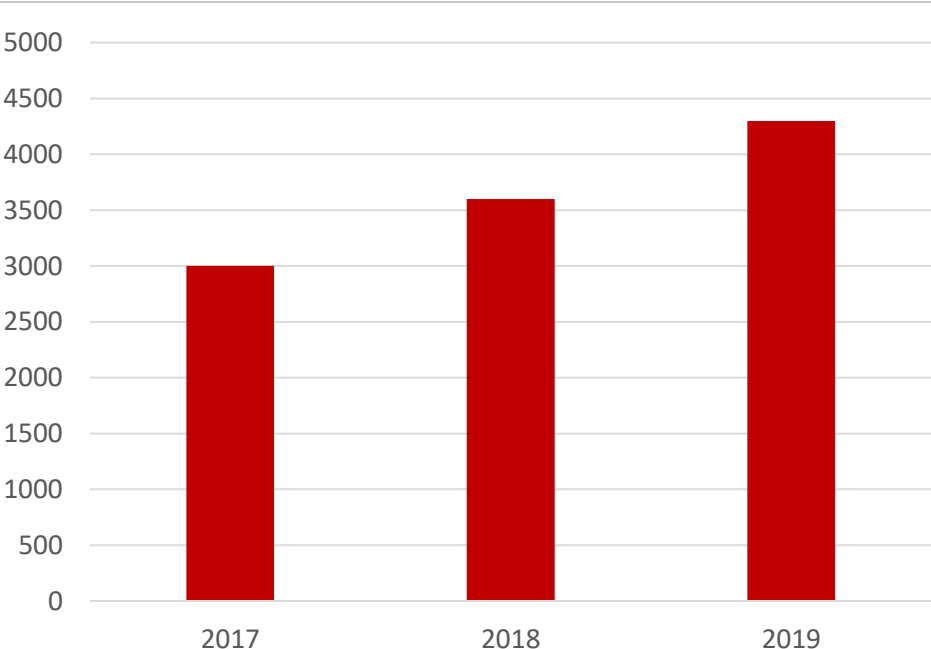
- 科诺精工是汽车天窗导轨龙头，利润承诺进一步确保公司业绩。科诺精工是汽车天窗导轨龙头，2015年~2017年年上半年分别实现营收 2.07 亿元、2.82 亿元和 1.82 亿元，归母净利润 1157.03 万元、2161.63 万元和 1641.11 万元，公司经营情况良好，营收和利润实现稳步增长。同时公司承诺2017~2019年净利润3000万元、3600万元和4300万元，利润承诺将进一步确保公司业绩。
- 此次收购预计将产生良好的协同作用,共同助推公司汽车板块更上一层楼。

图表：科诺铝业利润和归母净利润（万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：科诺铝业未来三年业绩承诺（万元）

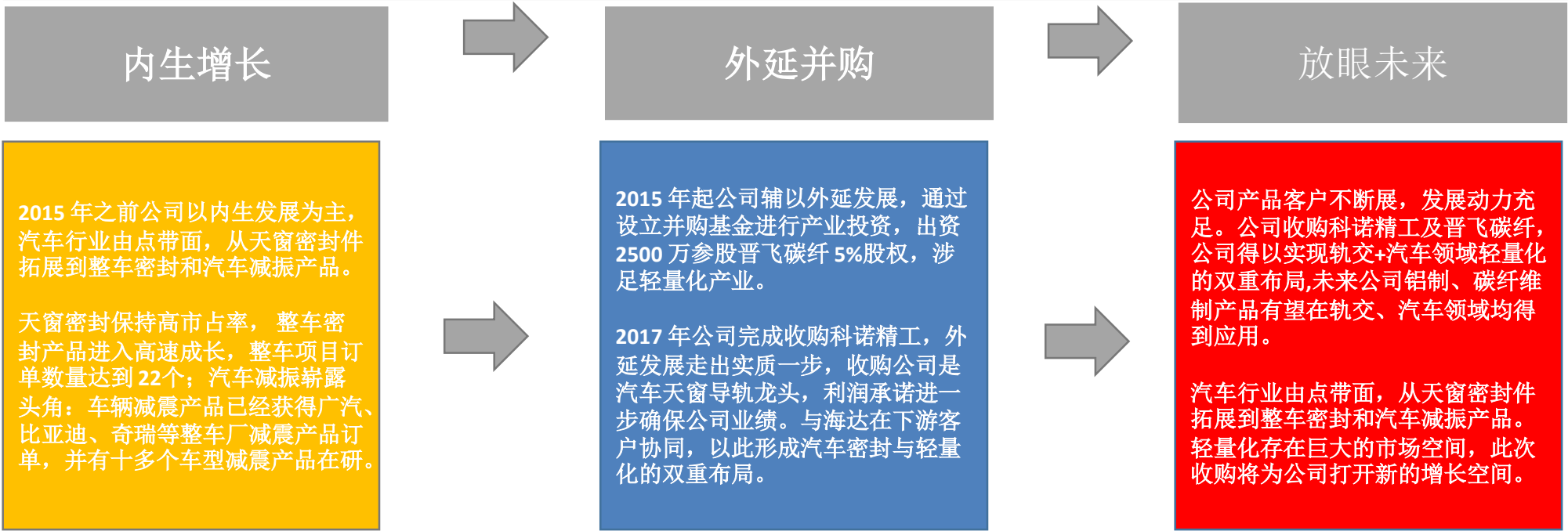


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

内生增长+外延并购，逐步推动业务发展

- 2015 年之前公司以内生发展为主，围绕橡胶密封和减振，在产品和下游领域深耕细作。汽车行业由点带面，从天窗密封件拓展到整车密封和汽车减振产品。从以天窗密封件为二级供应商身份转变成以整车密封件为一级供应商身份进入的主机厂，实现产品品类与价值量的较大飞跃。
- 2015 年起公司辅以外延发展，通过设立并购基金进行产业投资，出资2500万参股晋飞碳纤5%股权，2017年公司完成收购科诺精工，进军汽车轻量化业务，作为上市公司现有汽车产品业务的延伸，将进一步推动上市公司的业务发展。

图表：汽车板块发展路径



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

3. 轨交及其他：稳基底，有望再造辉煌

- ◆ 轨交在手订单充裕，未来潜力有待释放
- ◆ 竣工产业链回暖，建筑领域支撑性强
- ◆ 航运业务国内称雄、大周期底部风险较小



轨交在手订单充裕，未来潜力有待释放

- 公司目前轨道交通业务的产品是密封件和减震件，分为隧道盾构止水，车辆密封、轨道减震等三大类。产品品类较多，主要订单获取为招投标形式，主要客户为中车集团、中国铁建、中铁隧道、中国建筑等公司；
- 虽然目前公司的轨道交通业务体量已被汽车板块超越，但毛利率依旧相对较高。随着近两年高铁及城市轨道交通项目逐步获批，2020年为十三五收官之年，基建投资有望托底经济，未来依然具有较大潜力。

图表：轨道交通业务主要产品



盾构隧道止水橡胶密封件



轨道工程用减振部件



轨道车辆密封和减振部件



轨道车辆密封和减振部件

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

图表：主要客户与业务状况简介



中国轨道交通的规模在不断扩大，公司该业务产品的种类也在不断增多



公司轨道交通业务每年的营收都在6~7亿元人民币



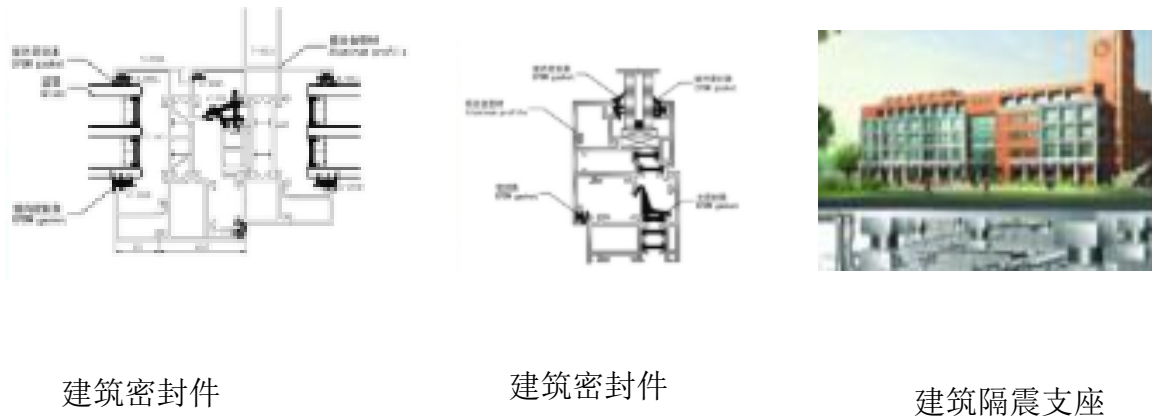
除轨道交通，公司轨交业务已延伸到城市管道建设

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

竣工产业链回暖，建筑领域支撑性强

- 公司建筑领域以绿色建筑、节能环保为研发方向，研发高效节能的建筑领域用密封、隔震部件，为中国建筑金属结构协会常务理事单位，并被协会认定为中国建筑门窗配套件科技产业化基地和中国建筑幕墙50强企业核心合作伙伴。获得“推拉门或推拉窗新型动态密封条”等多项发明和实用新型专利
- 海达品牌在建筑行业密封件领域享有盛誉，同时从幕墙为主拓展至家装领域，与多家地产公司具有合作关系，目前竣工面积逐步回暖，未来地产韧性较强，建筑领域未来仍有较强支撑。

图表：公司建筑领域主要产品



资料来源：公司官网及公告，太平洋证券研究院整理

图表：建筑领域主要客户



资料来源：公司官网及公告，太平洋证券研究院整理

航运业务国内称雄、大周期底部风险较小

- 公司的船舶航运业务主要涉及产品为船用舱盖橡胶部件、集装箱橡胶部件。由于海上环境高盐、高湿，橡胶产品质量要求特殊，市场门槛高，目前公司船用舱盖橡胶部件全球市场占有率已经超过60%，处于龙头地位；
- 考虑到目前影响国际贸易不稳定的因素增加，当前处于航运大周期的底部阶段，风险较小。同时航运领域为公司最早进行的业务，目前在公司总收入规模占比较小，航运行业低景气度对整体影响较小。同时在未来几年，公司航运业务产品市占率预计仍有望小幅提升。

图表：公司航运业务主要产品及客户

主要产品



集装箱密封件



弹性支撑



水密门密封件



舱盖密封件

主要客户



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

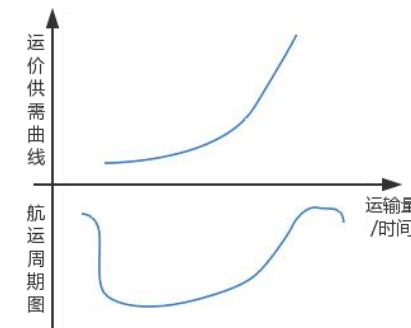
图表：航运业状况简介



2015年，全球集装箱运输需求量接近于零增长，运力增长则达到了8%，“运力过剩”使得航运业艰难走低；



2017年，受大宗货物市场惨淡、油运市场供需严重失衡、中国原油购买力接近极限、和美元势头强劲的综合影响，航运业依然处于复苏前夜；



航运业是典型的“牛短熊长”

资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

4.均衡发展，汽车、轨交双向上

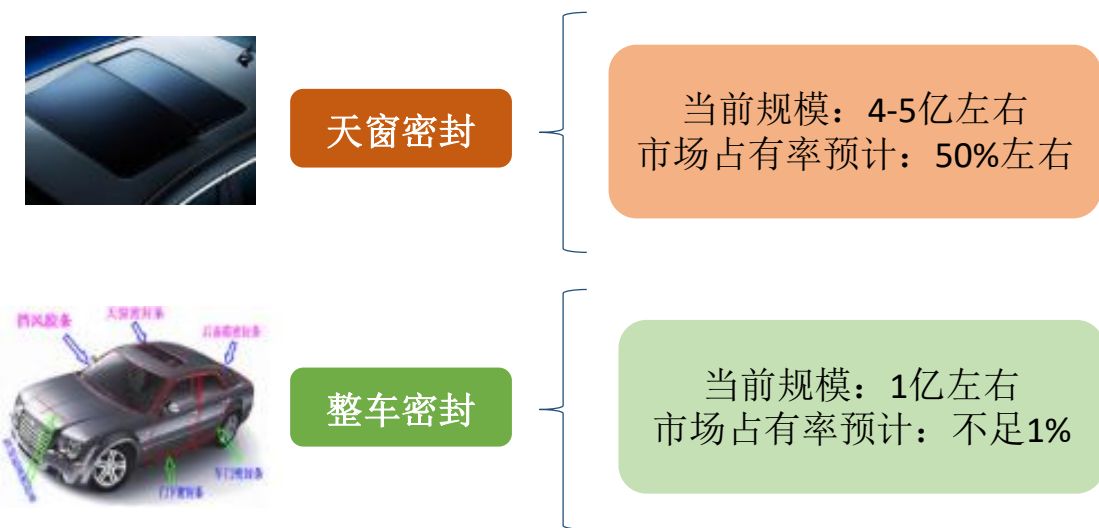
- ◆ 汽车行业底部向上复苏，整车密封有望全面突破
- ◆ 轨交基建热情不减、轨交密封有望再创佳绩
- ◆ 均衡发展稳中向好、面向未来大有可为



汽车行业底部向上复苏，整车密封有望全面突破

- 汽车行业在经历2018、2019年两年的负增长筑底之后，有望在2020年开启底部复苏之路，行业层面风险较小，再加之公司下游客户新品逐步步入放量期，整车密封有望取得全面突破。
- 目前公司的天窗密封件国内已有较高市占率、已开启进军海外市场之路。整车密封条业务公司目前仅有1个亿左右规模，国内市场占有率不足1%，未来具有较大潜力与空间，当前新客户逐步放量，已步入高成长期，未来三到五年整车密封业务预计有望与天窗密封保持同等规模。

图表：公司密封条业务结构及规划



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：公司整车密封条主要竞争对手



资料来源：太平洋证券研究院整理

轨交基建热情不减、轨交密封有望再创佳绩

- 2019年1月，发改委通过了江苏省关于建设沿江城际铁路的建设规划，预计会对江浙沪经济一体化起到良好的促进作用，并且对加速安徽加入该地区也有积极意义；
- 在2018年批准高铁建设规划大部分是到2022年，而在今年年初，批准建设规划已至2025年。包括上海、重庆、杭州、济南、长春等多省市均有铁路或城市轨道建设计划，预计建设需求增长将是长期稳定的。

图表：中国高速铁路规划（至2020年）及部分投资项目



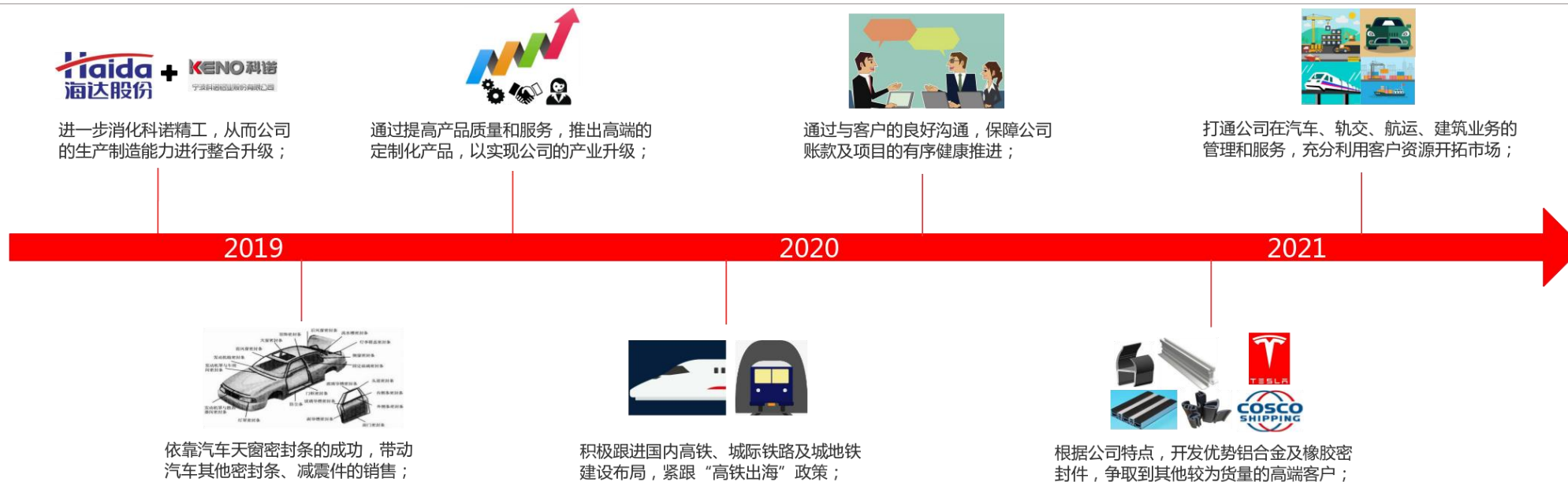
开工项目	计划总投资（亿元）	预计开工时间
重庆-昆明	1170	2018
广州-湛江	840	2019
鲁南高铁	750	2017
襄阳-常德	662	2019
深圳-江门	652	2019
沈阳-白河	621	2018
长沙-赣州	595	2019
西安-十堰	582	2018
郑州-济南	547	2018

资料来源：中国指数研究院、发改委；太平洋证券研究院整理

均衡发展稳中向好、面向未来大有可为

- 随着天窗逐步成为标配且全景天窗越来越多，天窗密封条仍有潜力，此外公司已逐步开拓整车厂客户逐步开始供应全车密封条，考虑到公司在天窗密封条领域的口碑、技术工艺积累，产品业务拓展至全车密封条具备顺延性。此外随着收购科诺铝业后逐步消化，未来汽车板块也会逐渐扩展到更多的领域；
- 公司的轨交业务，与城际轨道建设及中车海外发展关联较大，目前该部分需求客观存在，预计前景较好；而公司的航运业受国际航运市场影响，营收状况预期不会有太大改变。

图表：公司未来3年愿景



资料来源：太平洋证券研究院整理

5. 盈利预测与风险提示

- ◆ 投资建议及盈利预测
- ◆ 风险提示



投资建议与盈利预测

- 公司是天窗密封条领域龙头企业，整车密封业务开启快速增长模式。同时在轨道交通密封领域具备较强实力，航运与建筑领域基础扎实，各个板块呈现犄角互补之势，支撑公司整体业绩稳定增长。
- 我们看好公司的未来发展前景，考虑到公司整车密封条客户逐步放量打开新的成长空间，同时未来两到三年内高铁与城市轨道交通项目投资批复较多，有望带动轨交领域密封再上新台阶。我们预计公司2019年、2020年营收分别为22.16亿元、24.78亿元，归母净利润分别为2.02亿元、2.48亿元，EPS分别为0.34元、0.41元，当前股价对应2019/2020年估值分别为14倍/11倍，维持“买入”评级。

图表：公司盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,292	2,130	2,216	2,478	2,754
同比	50.94	64.91	4.05	11.82	11.13
归母净利润 (百万元)	140	167	202	248	288
同比	69.05	19.04	21.09	22.61	16.21
EPS (元)	0.27	0.28	0.34	0.41	0.48
PE	18	17	14	11	10

资料来源：wind，太平洋证券研究院预测整理



风险提示

- 宏观经济或汽车行业整体销量不达预期；
- 整车密封条客户拓展进度不达预期；
- 下游轨道交通基建投资增速不达预期。

行业评级

看好 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

中性 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

看淡 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

公司评级

买入 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

增持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

持有 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

减持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

卖出 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。