

2017年03月25日

弘亚数控 (002833.SZ)

深度分析

乘板式家具之东风，装备数控化打开成长空间

投资要点

- ◆ **板式家具显锋芒，渐成消费主流**：近些年来房地产热度不减致家居行业有了持续扩张的需求。2005年人造板和实木板的产量持平，但从2009年两种板式的产量逐渐明显拉开差距，2011年人造板产量已达实木板两倍多；人造板具有形状小、色彩鲜艳、款式精美、不开裂、不易变形等特点，已逐渐成为家具市场主流材料；国家对产品质量的检测和监督在力度和范围上不断加强，大众对板式家具甲醛污染的担忧将逐步得到消除。
- ◆ **封边机技术领先，营收不断创新高**：公司为装备制造行业企业，主力产品是自动封边机、裁板锯和多排钻等，应用于人造板家具的生产和加工。2013年和2014年年营收增速稳定在35%至40%；2015年由于需求波动及为增强产品的市场竞争力，适当降低了部分型号产品的单价，营收略有下降；2016年恢复快速增长，收入同比增幅长42%，归母净利润同比增长74%。自动封边机是公司基础机型也拥有持续稳定的销售量，高速封边机和双端封边机是公司自主研发的两种创新机型。高速封边机采用高速齐头机构，高速跟踪机构等技术，2016年上半年销量快速增长，占2015年全年高速封边机销售收入比重的57%以上。边封机的毛利率远远高于裁板锯和多排钻，2016年上半年毛利率达到50%。封边机上的技术优势及板式家具渗透率的不断提高将持续推动公司体量提升。
- ◆ **进口替代及国货出海是大势所趋**：近20年来中国木工机械飞速发展，已由进口依赖型转成自主生产型。国产品牌价格优势明显，本地化服务及时高效，技术差距逐渐和国际一线品牌拉近，进口替代已成趋势；从2011年以来，木工机械行业的进出口情况整体来看，进口额在下降，而出口额趋势性向上。从中国海关数据，2007年木工机械进口额为8亿美元，而到2013年进口额降低至3.5亿美元；2007年出口额为5.87亿美元，2013年升至8.83亿美元；公司2015年出口销售额8982万元，占当年总营收的24%，外销产品毛利率略高于内销。
- ◆ **持续加大研发，抢占木工装备数控化技术制高点**：随着国内板式家具机械制造相关的自动控制、传感器、伺服驱动、软件等领域技术水平的提升，国产木工装备厂商已具备提供高性价比的数控木工设备的条件。目前发达国家的板式家具机械产品已将数控技术渗透到各个工序。更具柔性及工况适应性更强的自动化木工装备将有效降低用工成本，提升响应市场需求速度，符合当前国内的定制家具的潮流，将为公司形成强技术壁垒。
- ◆ **投资建议**：板材家具市场渗透率增速远高于实木家具，公司封边机技术领先，数控化设备布局刚起步，未来产业链的扩张将大有可为。我们预测公司2016-2018年营业收入分别为5.34亿元、7.53亿元、10.71亿元，每股收益分别为1.15元、1.48元、2.03元。我们以2017年PEG为1.19作为合理估值，2017年预期EPS为1.48元，同比增速41.01%，六个月目标价为72.22元，对应2017年PE为49倍，给予“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示**：行业竞争加剧致毛利率下滑；房地产市场增速放缓影响家具需求；出口萎缩风险；高端数控装备研发及推广市场进度不达预期。

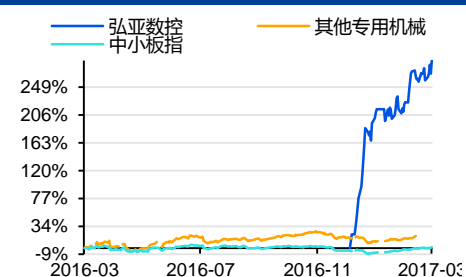
机械 | 其他专用机械 III

| | |
|----------------|----------|
| 投资评级 | 买入-A(上调) |
| 6个月目标价 | 72.22元 |
| 股价(2017-03-24) | 56.80元 |

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 7,574.85 |
| 流通市值(百万元) | 1,894.85 |
| 总股本(百万股) | 133.36 |
| 流通股本(百万股) | 33.36 |
| 12个月价格区间 | 13.34/56.80元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| | | | |
|------|-------|-------|------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | 22.03 | -5.59 | 0.39 |
| 绝对收益 | 25.55 | | |

分析师

张仲杰
 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn
 021-20655610

报告联系人

范益民
 fanyimin@huajinsec.cn
 021-20655736

相关报告

弘亚数控：木工装备龙头，受益于板式家具市场渗透率提升 2017-01-24

财务数据与估值

| 会计年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|---------|
| 主营收入(百万元) | 415.8 | 375.8 | 534.1 | 752.5 | 1,071.3 |
| 同比增长(%) | 41.9% | -9.6% | 42.1% | 40.9% | 42.4% |
| 营业利润(百万元) | 123.2 | 99.5 | 174.1 | 226.7 | 311.0 |
| 同比增长(%) | 53.8% | -19.2% | 74.9% | 30.2% | 37.2% |
| 净利润(百万元) | 108.3 | 89.1 | 152.9 | 197.6 | 270.8 |
| 同比增长(%) | 58.9% | -17.7% | 71.5% | 29.3% | 37.1% |
| 每股收益(元) | 0.81 | 0.67 | 1.15 | 1.48 | 2.03 |
| PE | 66.3 | 80.5 | 46.9 | 36.3 | 26.5 |
| PB | 28.3 | 21.7 | 9.6 | 7.9 | 6.4 |

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

| | | |
|-----------|----------------------------------|-----------|
| 一、 | 技术优势领跑行业，主营突出彰显优势 | 5 |
| (一) | 深耕木工机械，产品品类丰富 | 5 |
| (二) | 国内市场继续成长，国际市场初露锋芒 | 8 |
| 1、 | 国内城市化率提升，家具领域蓬勃发展 | 8 |
| 2、 | 技术水平不断提高，已初步具备参与国际竞争的实力 | 9 |
| 二、 | 板式家具渐成主流 | 11 |
| (一) | 人造板品种多样，价格优势明显 | 11 |
| 1、 | 人造板符合个性化消费需求，封边是重要加工环节 | 11 |
| 2、 | 人造板性价比优势明显 | 14 |
| (二) | 定制家具潮流助推板式家具渗透率持续提升 | 14 |
| (三) | 政策引导利于人造板市场良性发展 | 15 |
| 三、 | 以德国豪迈为标杆，加快抢占木工装备数控化技术制高点 | 16 |
| (一) | 德国豪迈是行业标杆 | 16 |
| (二) | 封边机独领风骚，研发逐显实力 | 17 |
| (三) | 木工装备数控化是行业发展趋势 | 20 |
| 四、 | 盈利预测与估值 | 22 |
| 五、 | 风险提示 | 23 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1：公司所处行业 | 5 |
| 图 2：公司股权结构（截止 2016 年 12 月 30 日） | 5 |
| 图 3：2016 年上半年营业收入构成 | 6 |
| 图 4：公司营业收入、增速和毛利率情况 | 7 |
| 图 5：公司经销商和销售收入地区分布（家，万元） | 8 |
| 图 6：公司人均产值和销售毛利率与同类公司（其他专用设备）比较（万元，%） | 8 |
| 图 7：2016 年商品房销售面积（万平方米） | 9 |
| 图 8：家具行业主营业务收入（亿元，%） | 9 |
| 图 9：各国城市化水平（%） | 9 |
| 图 10：中国城镇人口数量（万人） | 9 |
| 图 11：我国木工机械行业企业数量变化情况（家） | 10 |
| 图 12：我国木工机械行业进出口情况（亿美元，%） | 10 |
| 图 13：公司 2016 年上半年和 2015 年出口构成（万元） | 11 |
| 图 14：我国人造板制造行业（亿元，%） | 12 |
| 图 15：国内胶合板、刨花板、纤维板、细木工板产量对比（万立方米） | 13 |
| 图 16：人造板封边前后对比 | 13 |
| 图 17：人造板与实木板产量对比（立方米） | 14 |
| 图 18：人造板和实木板价格对比（元/立方米） | 14 |
| 图 19：主要定制家具上市公司营业收入及整体营收增速（亿元，%） | 15 |
| 图 20：新旧环保法对比 | 16 |
| 图 21：豪迈集团营业收入（亿欧元） | 17 |
| 图 22：人造板（胶合板）生产流程 | 17 |

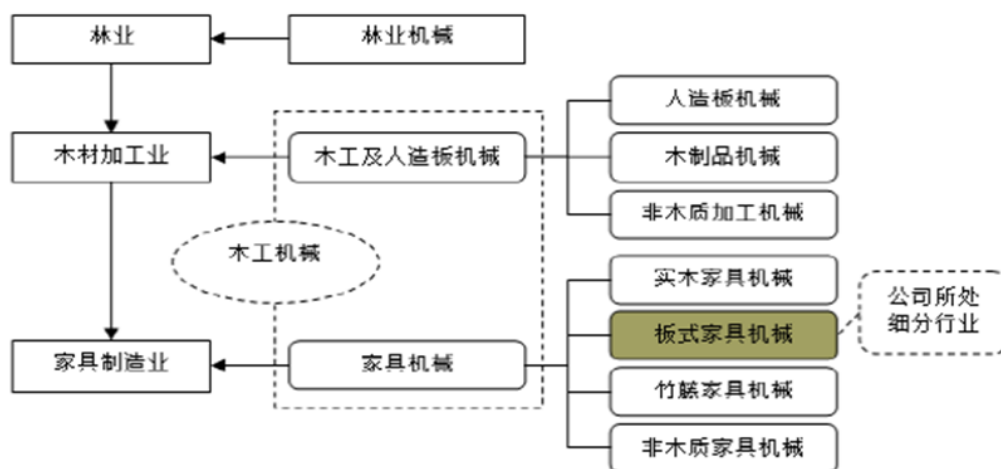
| | |
|------------------------------|----|
| 图 23：直线封边机工作流程 | 18 |
| 图 24：自动封边机 | 19 |
| 图 25：公司封边机系列产品构成 | 19 |
| 图 26：高速封边机 | 19 |
| 图 27：双端封边机 | 19 |
| | |
| 表 1：公司产品布局 | 6 |
| 表 2：四种人造板比较 | 12 |
| 表 3：三种粘胶比较 | 13 |
| 表 4：中、日、欧洲甲醛释放标准对比表 | 15 |
| 表 5：公司目前主要产品 | 18 |
| 表 6：公司封边机核心技术 | 19 |
| 表 7：主要产品介绍 | 20 |
| 表 8：公司用于裁板锯和多排钻生产的核心技术 | 21 |
| 表 9：公司在研项目 | 21 |
| 表 10：主要财务假设 | 22 |
| 表 11：可比公司市值、股价与估值 | 23 |

一、技术优势领跑行业，主营突出彰显优势

（一）深耕木工机械，产品品类丰富

广州弘亚数控机械股份有限公司成立于 2006 年，专业从事板式家具机械专用设备研发、生产和销售，致力于高端板式家具生产装备的整机及机械构造设计、数控技术研发、整机总装与软件系统集成以及提供数控化、信息化家具生产线的整体解决方案。公司旗下有两大品牌，分别是极东机械和迪码机械。

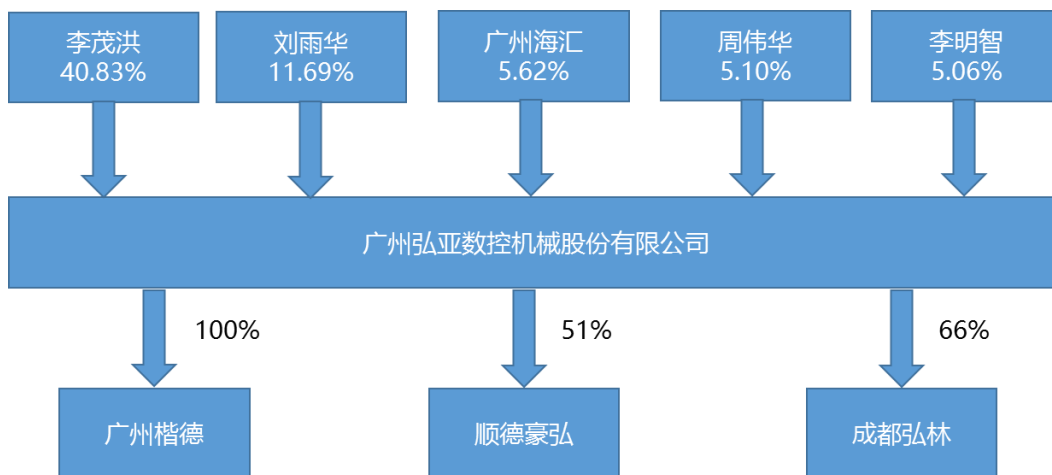
图 1：公司所处行业



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所整理

董事长兼总经理李茂洪和董事刘雨华控股公司 52.52% 股权，为公司的实际控制人。

图 2：公司股权结构（截止 2016 年 12 月 30 日）



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司主要生产和销售自动封边机、数控裁板锯、自动多排钻和木材加工中心四大系列产品。主要产品销售收入占公司营业收入比重超过 90%。公司研发能力和产品性能在行业内领先，主要应用于板式家具制造行业，客户主要有好莱客、索菲亚、全友家私、双虎家私、黎明家具等。

自动封边机是公司的基础机型，占据较大比重，高速封边机和双端封边机是公司自主研发的两种创新机型，这两年销售速度成倍数增长。公司提供全系列数控板式家具机械设备和成套自动化生产线解决方案，主要生产 KE 封边机系列、KS 锯切系列、KD 多排钻系列、KN 加工中心系列。

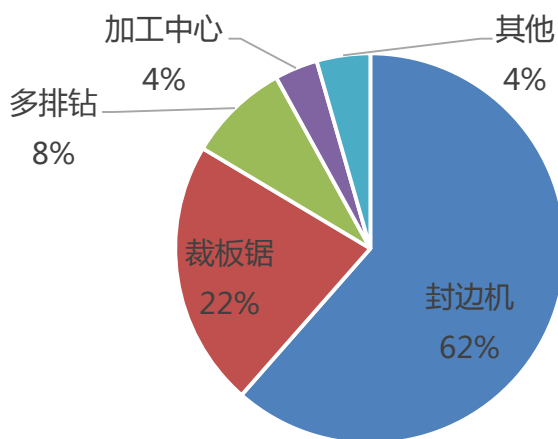
表 1：公司产品布局

| 产品 | 封边机系列 (KE) | 锯切系列(KS) | 钻孔机系列(KD) | 加工中心系列(KN) |
|------|---|--|---|--|
| 主要功能 |  <p>用于对板式家具部件边缘进行封贴的加工设备，是板式家具机械的主要品种之一。</p> |  <p>用于将人造板材纵剖、横截的开料设备，是板式家具机械的主要品种之一。</p> |  <p>用于对人造板材进行钻孔的专用设备，是板式家具机械的主要品种之一；根据上料自动化程度，分为自动多排钻和半自动多排钻。</p> |  <p>木材工件的柔性加工设备，与家具设 CAD/CAM 软件技术结合，可自动完成镂铣、钻孔、异型切割、开槽开榫等多种加工功能，适用于板式家具或实木家具的多样化工件加工。</p> |

资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

从 2010 年起，公司的营收一直持续快速增长的态势，综合毛利率稳定在 40%左右。封边机和裁板锯的销量占据营业收入的 80%以上，随着国内板式家具机械制造相关的自动控制、传感器、伺服驱动、控制软件等领域技术水平的提升，以数控化、自动化为特征的国产中高端板式家具机械设备已具备与主流国际品牌同台竞技的实力，进口替代在木工机械行业呈现加速趋势。

图 3：2016 年上半年营业收入构成

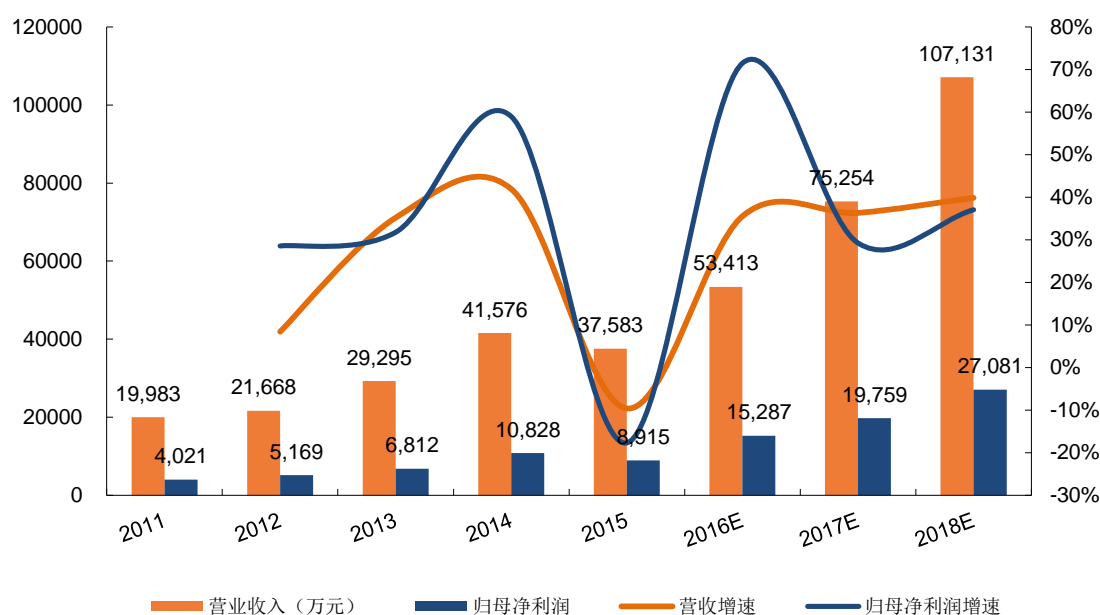


资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

2015 年人造板市场竞争加剧，木工机械产品需求减少。人造板行业的主要企业在人造板的营收上都呈现下降或者持平水平。2015 年 6 月，国家林业局公开表示，到 2017 年，我国天然林商业性采伐将要全部停止。禁止全部天然林商业采伐将减少行业供给，提升木材的市场价格。木质原料价格上涨将给予下游人造板企业更大的生存压力。根据国务院批复，全国“十三五”期间可采伐的人工林和天然林限额共计 25403.6 万立方米，较“十二五”期间的 27105.40 万立方

米有所下降，人造板产量增速持续下降。丰林集团的林木业务营收下降了 33%，人造板业务也第一次有了负增长，对于木工机械产品需求有了小幅下降。激烈的行业竞争将加深洗牌，提高了市场集中度，对以技术领先及客户资源优势明显的龙头企业将是持续利好，更有利于木工机械行业长远良性发展。据公司业绩快报，2016 年公司营业收入 5.34 亿元，同比上升 42.12%；归母净利润 1.55 亿元，同比上升 74.01%。我们认为，板材家具市场渗透率增速远高于实木家具，公司封边机技术领先，进口替代空间大，产业链的扩张将大有可为，未来三年将继续保持 35% 以上的净利润增速。

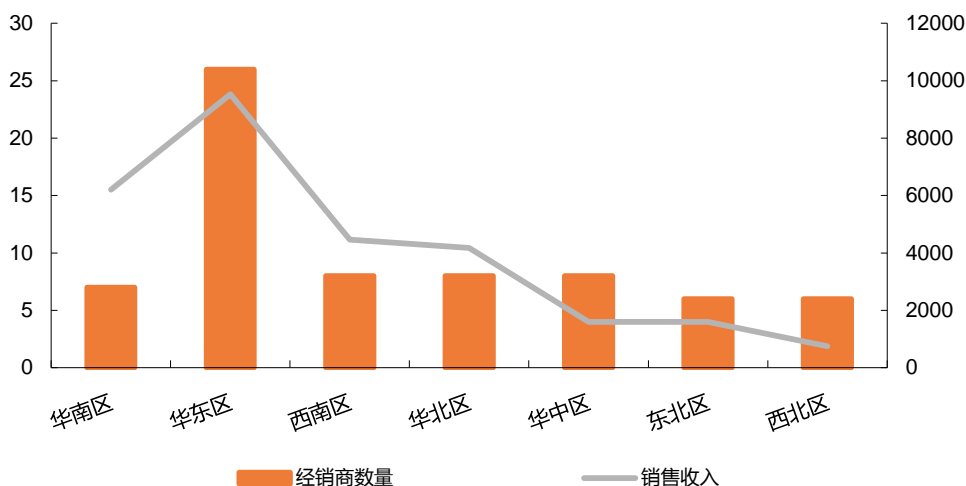
图 4：公司营业收入、增速和毛利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所预测

公司拟投资 2 亿元用于高端数控家具制造装备及其配套建设项目，加大研发投入以数控装备为代表的高端产品；同时提升产能，未来将达成新增板式家具机械产品年产能超过 3000 台；公司上市后有更充裕的资金打通和拓展优质下游渠道并进行分销商培养。目前公司的经销商主要集中在华东地区。

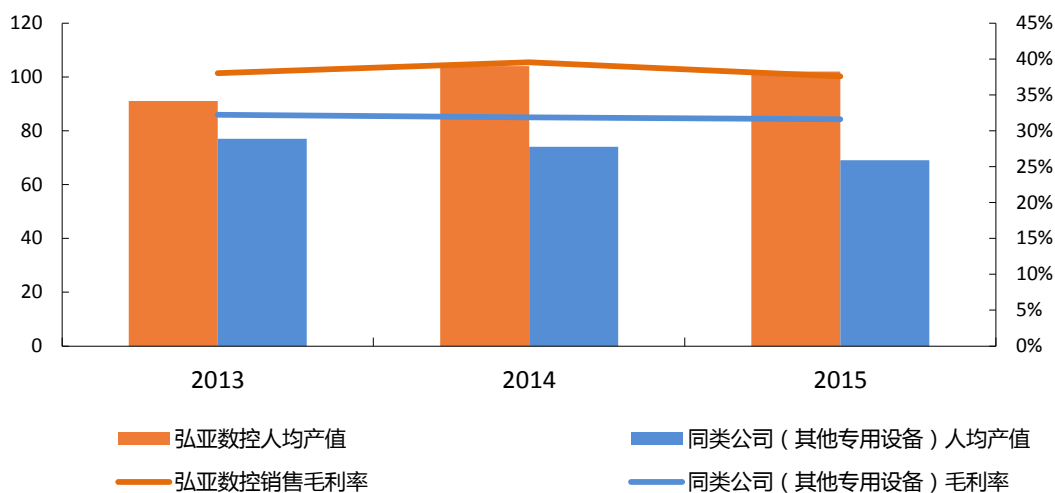
图 5：公司经销商和销售收入地区分布（家，万元）



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司毛利率稳定在 40%左右，明显高于同类型及上下游行业企业毛利率。公司主力产品是人造板自动封边机，其中高速封边机和双端封边机是公司自主研发的两种创新机型；**高速封边机采用高速齐头机构和高速跟踪机构，自动跟踪、高速封边技术业内领先**；公司的人均产值也明显高于行业平均水平；封边机产品毛利率远高于裁板锯和多排钻产品，2016 年上半年封边机毛利率达 50%。

图 6：公司人均产值和销售毛利率与同类公司（其他专用设备）比较（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所整理

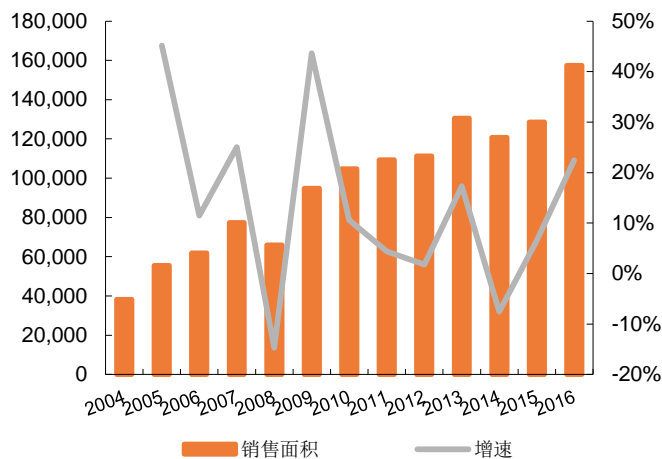
（二）国内市场继续成长，国际市场初露锋芒

1、国内城市化率提升，家具领域蓬勃发展

2011 年以后是我国全面建设小康社会的重要阶段，伴随着国民经济的发展，城市化水平的提高，住房消费必然会成为一个新的增长点，并推动家具制造业、木材加工业等下游行业，尤其

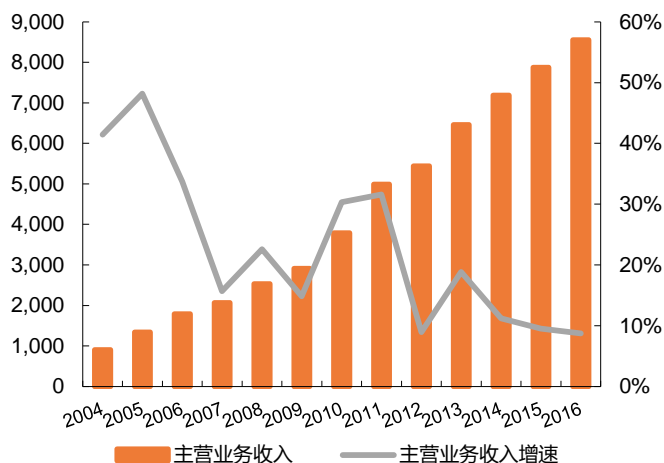
是板式家具行业的需求将高速增长。房地产行业近十几年以来一直受益于国内城市化率水平的提升及宽松的购房政策,成为房地产行业重要的发展时期。2016年商品房销售面积迎来历史新高,房地产行业的稳健发展也促使家具行业的需求居高不下。预计家具行业整体营收未来仍将继续保持10%左右的增速水平。

图7: 2016年商品房销售面积(万平方米)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

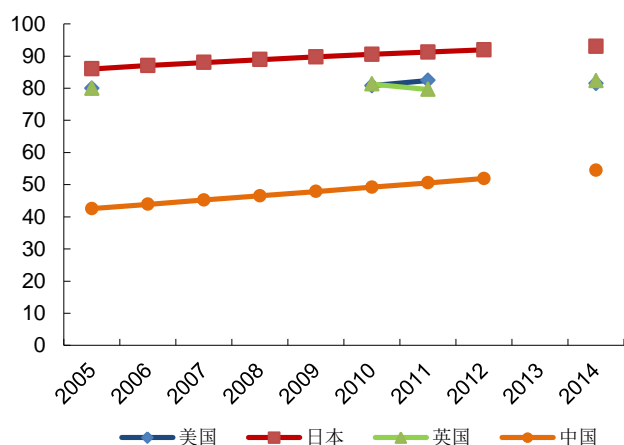
图8: 家具行业主营业务收入(亿元, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

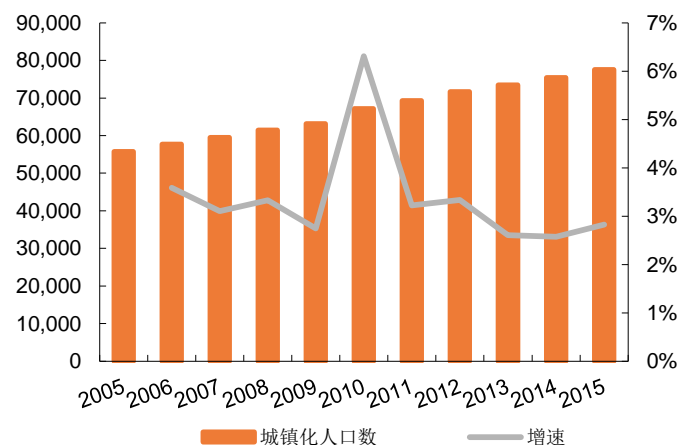
虽然商品房销售量增速减缓,但随着我国城市化率的继续提升,潜在市场空间依旧不容小觑。我国目前的城市化水平与欧美和其他发达国家仍有较大的差距,发达国家保持着80%-90%的城市化水平,而我国目前才刚超过50%,**我国的城市化水平还有很大的提升空间**,按城镇化率年提高1%计算,每年将有1,400多万农村人口进入城镇。预计未来长时间内商品房销量和家具产量会持续上升。

图9: 各国城市化水平(%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所整理

图10: 中国城镇人口数量(万人)



资料来源: Wind, 华金证券研究所整理

2、 技术水平不断提高, 已初步具备参与国际竞争的实力

板式家具机械的上游主要是电器件、五金件、元气件等标准零部件以及机架、零件、铸件等非标准零部件。标准零部件中,电器件主要包括电机、变频器、可编程控制器等;五金件主要包

括导轨、钻排、齿轮、链条等；元气件主要包括气缸、控制元件、辅助元件等。板式家具机械的标准零部件种类繁多，市场竞争较为充分，不存在上游垄断。板式家具机械下游主要是家居建材行业。

我国板式家具机械制造企业众多，数量逐年攀升，但整体普遍经营规模较小，行业集中度差。大部分企业并不拥有制造木工机械装备的核心技术，因此产品同构化、同质化情况严重，在竞争当中优胜劣汰非常明显。木工机械行业企业数量在 2010-2011 年经历了大幅下降以后，少数优势企业准确把握市场方向，凭借研发技术的积累以及创新能力的培养，逐渐在竞争中脱颖而出。随着这部分企业在规模和品牌影响力的增强，行业内的人才、资金、市场等资源将不断整合并最终流向少数企业，企业抗风险能力得到加强、规模效应更加显著。

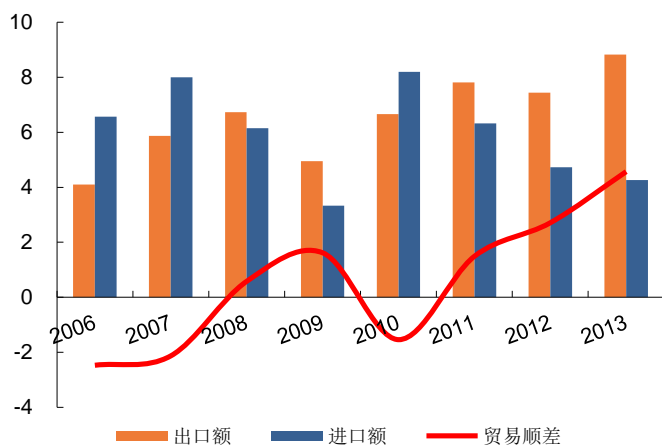
近 20 年来中国木工机械飞速发展，已由进口依赖型转变为自主生产型。尽管国外木工机械产品质量优良技术先进，但是价格过高不适用国内大部分的消费者。目前国内板式机械公司的技术已经开始向国外公司靠近，技术差距在逐渐缩小。随着技术的追赶，国内板式家具机械设备的性能品质不断提升，国内企业产品正在渐渐压缩进口设备在国内的市场份额。在市场规模总体增加的情况下，国内对木工机械设备的进口绝对额逐年下降。2011-2013 年，木工机械行业的进口额逐年下降，而出口额持续上升。2013 年进口额以下滑至 3.5 亿美元，是 2006 年的一半；同时，我国板式家具机械设备的出口市场迅速增长，其中中端产品在几何精度、产品外观、产品结构性能、噪音指标等方面与国际品牌相差不大，并具有明显的价格优势，出口市场竞争力较强。目前，国内板式家具机械设备出口市场以处在工业化进程中的发展中国家为主，同时也有一部分质量较好的产品出口到欧美。

图 11：我国木工机械行业企业数量变化情况（家）



资料来源：Wind，华金证券研究所

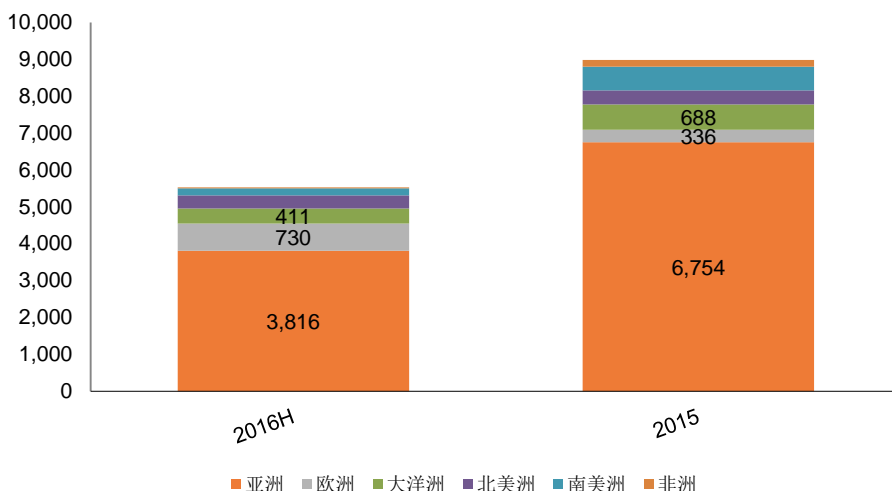
图 12：我国木工机械行业进出口情况（亿美元，%）



资料来源：中国海关，华金证券研究所

境外销售是公司收入重要来源，市场主要集中在亚洲（伊朗，土耳其），出口销售收入占总收入的 22%。由于 2015 年欧元贬值，当年出口收入同比下滑 25%；2016 年上半年境外收入为 2015 年全年的 62%，其中欧洲和北美洲销售收入增长较快尤其是对俄罗斯和乌克兰等国家的销售额恢复增长。

图 13：公司 2016 年上半年和 2015 年出口构成（万元）



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

二、板式家具渐成主流

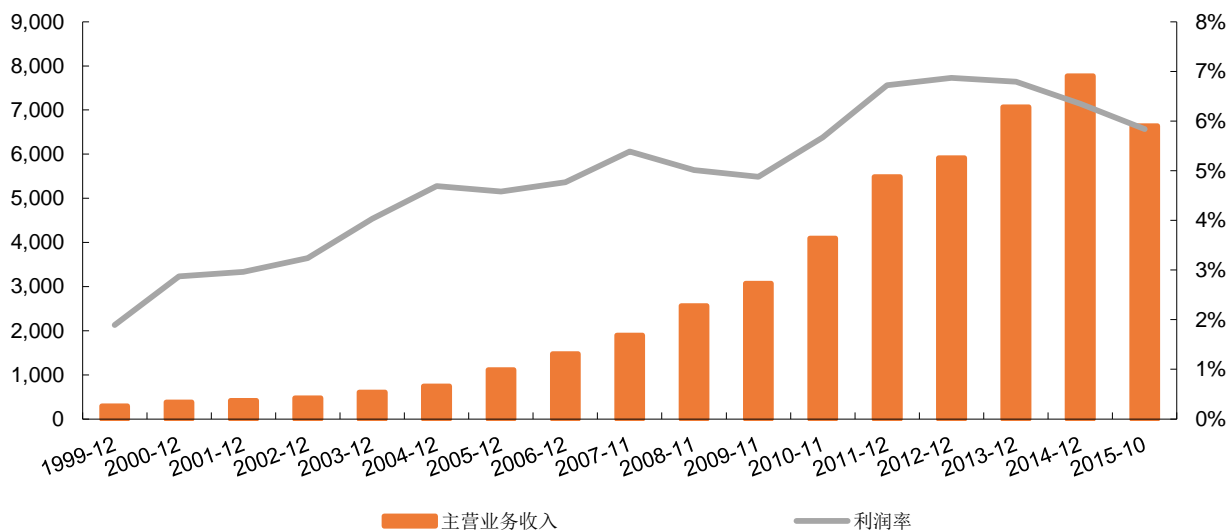
（一）人造板品种多样，价格优势明显

1、人造板符合个性化消费需求，封边是重要加工环节

国内家具主要分为三类：板式，实木和板木。**板式**即原材料为人造板，采用金属连接件和各种类型木质及塑料材料连接件组装制造的功能各异的家具；**实木**即原材料为锯材，这是一种按一定规格直接切割原木而成的板材，或者是多块锯齿状木板拼接而成的板材；**板木**则是一种板式和实木的结合的家具。

人造板打破实木原有的物理结构，相比于实木板，具有形状小、色彩鲜艳、款式精美、不开裂、不易变形等优点，已逐渐成为家具市场主流材料。公司主力产品是自动封边机、裁板锯和多排钻等产品主要应用于人造板的生产和加工。目前国内人造板企业的营收和盈利增速仍呈现良好的发展态势，近 10 年人造板制造行业收入规模增长了 10 倍，行业整体净利率水平持续向好。

图 14：我国人造板制造行业（亿元，%）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

市场上人造板主要有四种：胶合板、纤维板、刨花板和细木工板。

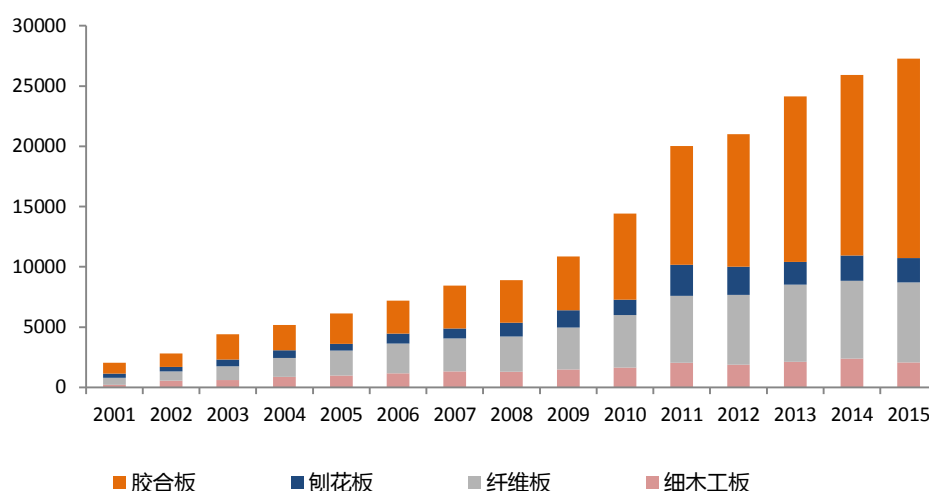
表 2：四种人造板比较

| 项目 | 中密度纤维板 | 刨花板 | 胶合板 | 细木工板 |
|------|-------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|---|
| 基材结构 | 木质纤维研磨成木浆再加压干燥而成 | 由木材或其他木质纤维素材料制成的碎料在热力和压力作用下胶合成 | 由单板或由木方刨切成薄木胶合而成 | 由两片单板中间胶压拼接木板而成 |
| 示意图 | | | | |
| 特点 | 表面平整光滑，机加工性能好，密度适中，变形量小；耐潮性较差，握钉力较差 | 有良好的吸音和隔音性能；用胶量较小，环保系数相对较高；颗粒状结构，不易铣型 | 强度高、抗弯抗压；施工方便，不宜曲翘；横纹抗拉力学性能好；面层易有毛刺 | 握螺钉力好，强度高；具有质坚、吸声、绝热特点；甲醛释放量普遍较高；抗弯压强度差 |

资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

胶合板在市场中占据比较大的比重，并且逐年扩大市场份额，增速稳定；其次是纤维板，近几年增长较快，中密度纤维板近似实木板，可进行雕刻镂洗等工序，高密度纤维板则耐压，表面结合力强，未来市场潜力巨大，纤维板和刨花板对于木材的利用率接近 100%，但是目前刨花板的生产设备不够成熟，普遍存在质量差以及甲醛超标等现象，所以市场份额一直无法扩大。

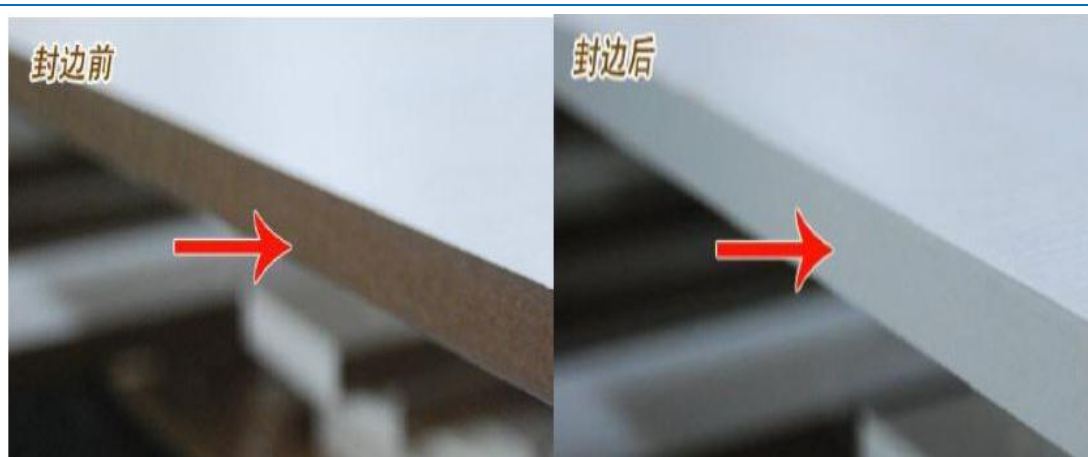
图 15：国内胶合板、刨花板、纤维板、细木工板产量对比（万立方米）



资料来源：Wind，华金证券研究所

人造板主要由基材和胶组成，基材是利用加工后的木质单元材料（刨花、纤维、木片、木芯等）添加胶粘剂压制而成的。做人造板之前还要进行贴面和封边。

图 16：人造板封边前后对比



资料来源：丰林集团招股说明书，华金证券研究所

封边是制成人造板流程中的一个非常重要的步骤。质量高的封边可以较好地改善家具的外观质量，避免家具在运输和使用过程中边角部损坏、或者时间使用久以后的爆边现象，同时可以防水、封闭有害气体的释放。在贴面封边时需要使用大量的胶粘剂，而胶粘剂是甲醛气体释放的主要来源。尤其是中纤维板每立方米将使用 150-190 千克的固体胶，对于国内厂商来说若使用不含甲醛的 MDI 胶则成本过高。兔宝宝和好莱客已经推出了 MDI 胶粘的人造板，甲醛问题并不会成为阻碍人造板销量的绊脚石。

表 3：三种粘胶比较

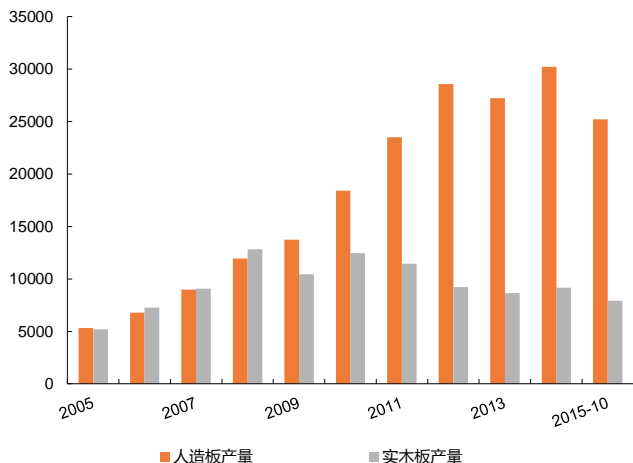
| | 简称 | 是否散发甲醛 | 价格（以固体计） |
|-----------|-------------|--------------------|------------|
| 普通脲醛胶 | UF 胶 | 是，游离甲醛较多 | 1600 元/吨左右 |
| 三聚氰胺改性脲醛胶 | MUF 胶/三聚氰胺胶 | 少 游离甲醛仅为 UF 的 1/10 | 7000 元/吨左右 |
| 聚异氰酸酯胶 | MDI 胶 | 否，不含甲醛 | 20000 元/左右 |

资料来源：中国胶粘剂网，华金证券研究所

2、人造板性价比优势明显

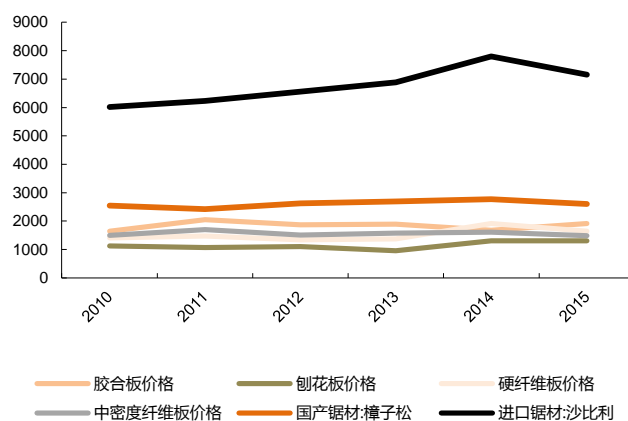
实木板保留了木材大部分的性能，保存成本较高且难度较大；实木板价格相对较高，国产实木板价格要比人造板高近 1000 元/立方米，进口实木板价格近是人造板的 5 倍。**人造板具有价格优势，在市场中更受消费者青睐。**2005 年国内人造板和实木板的产量相当，到 2014 年人造板的产量已经是实木板的 3 倍多。人造板逐渐占据了大部分的市场份额，对于以公司为代表的板式木工机械企业来说是非常好的契机。

图 17：人造板与实木板产量对比（立方米）



资料来源：Wind，华金证券研究所整理

图 18：人造板和实木板价格对比（元/立方米）



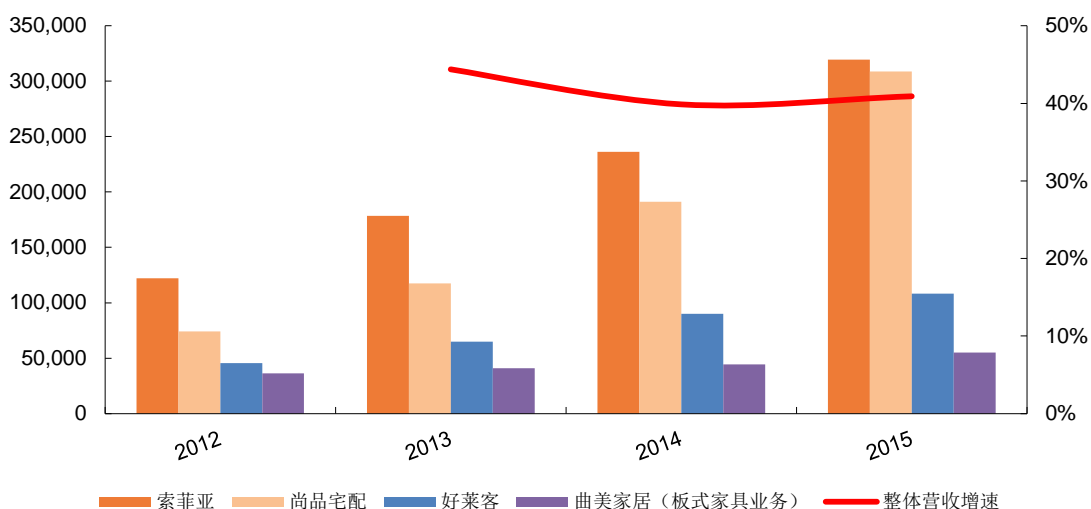
资料来源：Wind，华金证券研究所整理

（二）定制家具潮流助推板式家具渗透率持续提升

家居企业由于受到房地产的影响成为近年来的热门板块，随着年轻人逐渐成为家具消费的主题，整体市场的偏好也逐渐向个性化、品质化发展，定制家具潮流不可阻挡。

定制家具具有着先款后货的特点，现金流充足，对于消费者需求变化应对迅速，柔性化生产提高了产品质量，已经逐渐从一二线城市渗透到三四线城市中，市场份额持续快速得到提升。定制家具企业普遍没有受到国家对于木材采伐限额缩减的影响，行业龙头企业营业收入近五年内呈现上涨的趋势并且逐渐扩大市场份额，行业集中度增长较快。索菲亚、尚品宅配、好莱客为代表的定制家具上市公司，整体收入水平近三年保持 40%左右的持续增长。定制家具的风靡有效拉动了国内中高端人造板木工机械设备的的发展。

图 19：主要定制家具上市公司营业收入及整体营收增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）政策引导利于人造板市场良性发展

由于人造板行业小公司众多，在生产环节无显著差异、产品同质化现象严重，为了能够在价格上具有竞争优势，不少企业采取“低价竞争”策略，采用低价销售劣质产品和削减环保成本的方式来保证其盈利能力得以生存。

甲醛主要是由于板材生产中的胶水释放的，所以主要存在于复合地板、板式家具、其他使用胶水的装修材料中。我国现行人造板甲醛限量国家标准是参照欧盟甲醛限量标准制定和划分的，于 2002 年 7 月 1 日颁布实施《室内装饰装修材料有害物质限量 10 项强制性国家标准》，沿用了欧洲的 E1 和 E2 标准；2004 年，E0 级正式在国家标准《胶合板》中出现，国标 E0 级是目前我国人造板及其制品中甲醛释放限量的最高标准。E0 级相当于日本的 F★★★★，甲醛释放量低于 0.5mg/L。随着消费者环保意识不断增强，对家具的无污染性要求越来越高，使得甲醛含量过高的“劣质人造板”需求被大大压缩。国家对产品质量的检测和监督在力度和范围上不断加强，大众对板式家具甲醛污染的担忧将逐步得到消除。

表 4：中、日、欧洲甲醛释放标准对比表

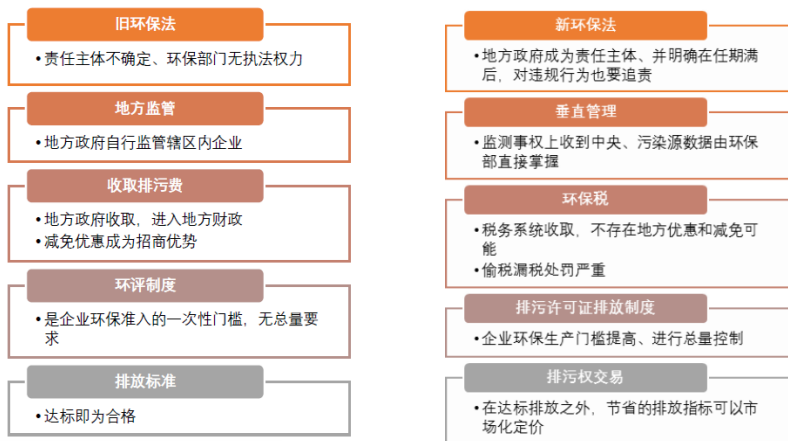
| 中国甲醛释放量要求 | 日本甲醛释放量要求 | 检测方法 | 欧洲甲醛释放量要求 | 检测方法 |
|------------|-------------|------|------------------------|------|
| F★★★★ | 平均值<0.3mg/L | 干燥器法 | | |
| E0≤0.5mg/L | 平均值<0.5mg/L | 干燥器法 | | |
| E1≤1.5mg/L | 平均值<1.5mg/L | 干燥器法 | 0.124mg/m ³ | 气候箱法 |
| E2≤5.0mg/L | 平均值<3.0mg/L | 干燥器法 | | |

资料来源：中外人造板甲醛释放限量标准对比，华金证券研究所整理

人造板在生产过程中会排放出废气、木屑、粉尘和刺鼻的甲醛气味。国家对环境污染的监管力度也逐渐加强，从 2015 年开始，国家出台了多项环保政策，在责任主体、监管体系、污染物收费、排污许可、排污权交易五个方面进行了重大改革。近日发改委印发了《“十三五”节能环保产业发展规划》，强调节能环保产业在国民经济中的重大作用，进一步指出要加强节能环保意识，促进

环保产业发展。国家对于环保监管的提升规范了人造板行业的竞争格局，将促进低端劣质人造板产能出清，下游人造板市场的行业集中度继续提升，也满足了人们对于高质量家具的需求，公司所处的高端木工机械领域预计迎来需求的巨大增长。

图 20：新旧环保法对比



资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

国家一直采用鼓励板式家具机械设备所属的木材加工机床的进出口政策，支持国内木工机械行业的发展，对于出口的木材加工机床实行 17% 的出口全额退税，对进口的木材加工机床征收最惠国 10%、普通 30% 的进口关税。这些财政政策可以降低进口国外品牌对于国内产品的冲击和企业出口的成本，促进我国板式家具机械设备出口规模扩大。

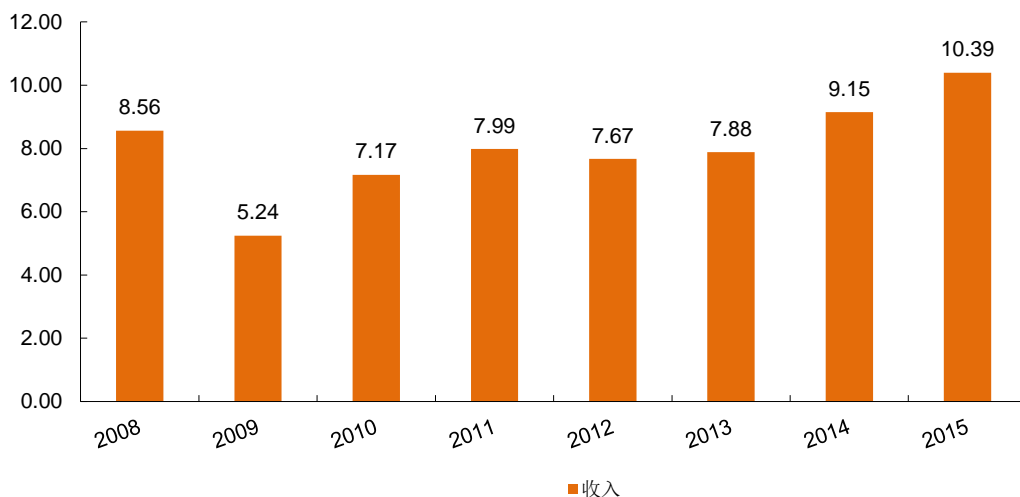
财政部、国家税务总局于 2015 年联合印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，其中规定纤维板、刨花板等综合利用产品的增值税退税比例为 70%。高额的增值税退税比例降低了人造板企业的经营成本，鼓励人造板企业生产经营。并且根据财政部、国家税务总局于 2008 年印发的《资源综合利用企业所得税优惠目录》，以锯末、树皮、枝丫材为主要原材料生产人造板及其制品的企业在计算该部分产品的应纳税所得额时，可减按 90% 计入当年收入总额。一系列的政策都给人造板行业提供了良好的发展环境。

三、以德国豪迈为标杆，加快抢占木工装备数控化技术制高点

（一）德国豪迈是行业标杆

德国豪迈成立于 1960 年，是全球综合实力最强的木工机械企业之一，从技术到市场都处于行业领先地位，产品几乎覆盖木工机械所涉及的全部 1000 余种设备；1994 年，豪迈集团进入中国，成立豪德机械（上海）有限公司。2014 年豪迈集团收入为 9.15 亿欧元，其中在华销售额达 1.1 亿欧元。目前德国豪迈在全球拥有 15 家生产企业，22 家全资的销售和服务公司，约 60 家独家销售合作伙伴以及 150 家独立经销商，销售网络遍布全球。豪迈的主要产品有封边机、电子锯、加工中心、地板线、砂光机及油漆线。2014 年世界最大涂装线制造商杜尔集团以 2.19 亿欧元收购豪迈集团 53.7% 的股份，成为最大股东。

图 21：豪迈集团营业收入（亿欧元）



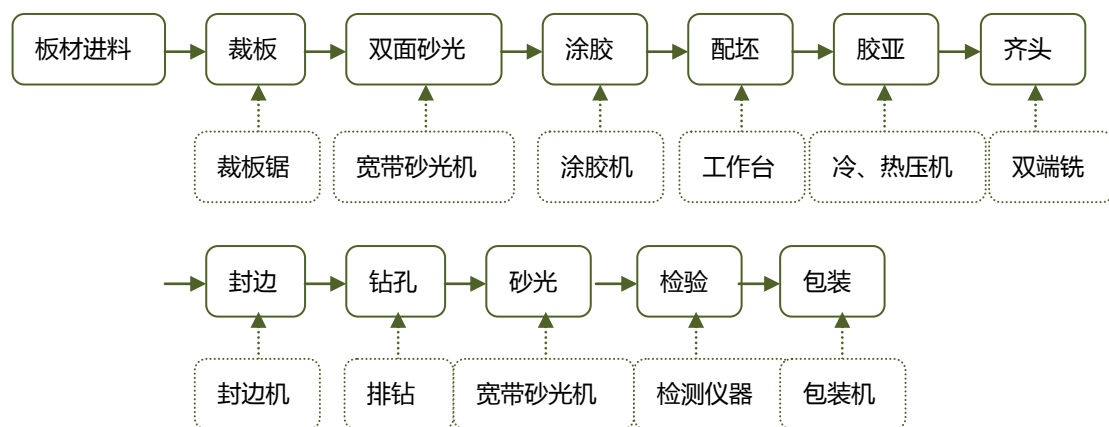
资料来源：豪迈集团年报，杜尔集团年报，华金证券研究所

备注：2015 年为杜尔集团年报披露的集团下所有木工机械和系统业务的收入

（二）封边机独领风骚，研发逐显实力

板式家具一级板材加工的生产过程主要以人造板为原材料，按照设计要求批量生产标准化部件，然后采用金属、木质或塑料连接件等连接部件进行组装，因此板式家具的加工重点主要体现在对人造板等木制品的封边、锯切、钻孔等。

图 22：人造板（胶合板）生产流程



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所整理

公司主要生产和销售封边机、裁板锯、多排钻和加工中心四大系列产品。主要产品销售收入占公司营业收入的比重超过 90%，其中自动封边机、数控裁板锯、自动多排钻和木材加工中心等产品是公司的核心产品。2013 年、2014 年、2015 年公司封边机营收占比分别为 67%、64% 和 63%，裁板锯也是公司重要产品，营收占比分别为 17%、20% 和 21%。封边机和裁板锯占据公司总营业收入的 80% 以上。多排钻的占比一直比较稳定，保持在 11% 左右。加工中心为公司

新研发的产品，2014 年开始投入市场，近两年发展较快，2016 年上半年营收已经超过 2015 年全年的总额。

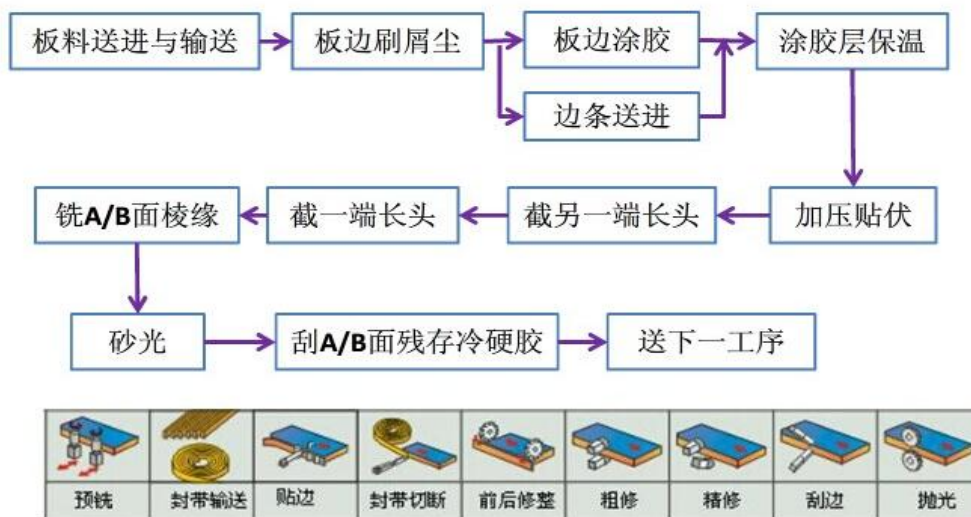
表 5：公司目前主要产品

| 类型 | 主要产品品种 |
|------|--------------------|
| 封边机 | 自动封边机、高速封边机、双端封边机 |
| 截板锯 | 数控截板锯、往复式截板锯、精密截板锯 |
| 多排钻 | 自动多排钻、办自动多排钻 |
| 加工中心 | 重型木材加工中心 |

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

封边机是指刨切单板、三聚氰胺装饰板等将板式家具部件边缘封贴起来的加工设备，加工单元主要有预铣、涂胶、封边、齐头、粗修、精修、仿形跟踪、刮边、平刮、抛光、开槽等。

图 23：直线封边机工作流程



资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

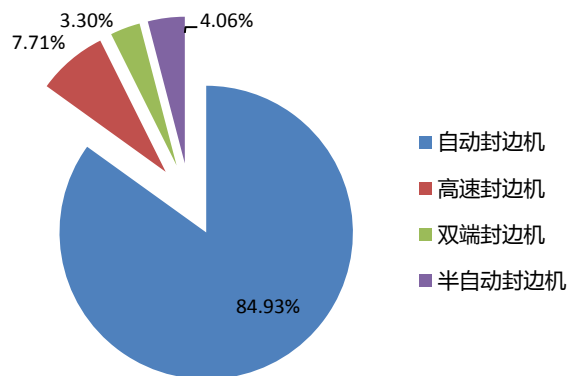
自动封边机主要机型为 KDT-36X、KDT-46X 及 KE-36X、KE-46X 等系列产品。产品采用高清晰触摸屏控制，具有涂胶、压贴、齐头、修边、刮边、抛光等基本功能，可选择预铣、粗修、开槽、平刮边、跟踪修角、压梁电动升降等功能，还可选配移动式多带存带机构、气动控制调节封边带厚度等功能。

图 24：自动封边机



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 25：公司封边机系列产品构成



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

自动封边机是公司基础机型也拥有持续稳定的销售量，高速封边机和双端封边机是公司自主研发的两种创新机型。高速封边机采用高速齐头机构，高速跟踪机构等技术，2016 上半年销量快速增长，占 2015 年全年高速封边机销售收入比重的 57%以上。双端封边机可实现木板的双端同步封边，机架结构进一步优化，板宽调节采用进口滚珠丝杆传动控制结构，可确保两台封边机的高精度自动同步定位。封边机的毛利率远远高于裁板锯和多排钻，2016 年上半年毛利率达到 50%。

图 26：高速封边机



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 27：双端封边机



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司封边机产品的毛利率远高于同行业其他公司，裁板锯和多排钻上毛利率相对较低。公司在封边机上的技术优势带动了公司的盈利水平，公司整体毛利率高于同类公司，在市场中有较大的竞争力。

表 6：公司封边机核心技术

| 序号 | 核心技术 | 技术描述 | 技术来源 | 适用对象 | 所处阶段 |
|----|------------|---|------|-------------|-------|
| 1 | 自动跟踪仿形控制系统 | 国内率先推出自动仿形修边系统，拥有或正在申请多项专利和控制系统软件著作权。2012 年又在国内率先推出高速仿形修边系统，大幅提高整机效率。 | 自主研发 | 带仿形功能的直线封边机 | 大批量生产 |
| 2 | 新型封边涂胶装置 | 已获国家发明专利授权，在涂胶系统的行业传统难题—漏胶和寿命问题上有突破性的解 | 自主研发 | 直线封边机 | 大批量生产 |

| 序号 | 核心技术 | 技术描述 | 技术来源 | 适用对象 | 所处阶段 |
|----|-----------|--|------|-------------|-------|
| 3 | 新型封边机开槽机构 | 已获国家实用新型专利授权。改进在封边过程中的开槽精度和长期稳定性，减少震动和噪音，易于调整。 | 自主研发 | 带开槽功能的直线封边机 | 大批量生产 |
| 4 | 伺服控制修边机构 | 可以根据封边带厚度无级调整修边和刮边机构以达到最佳修边效果，结构牢固稳定，减少人工调整时间。 | 自主研发 | 高端直线封边机 | 试生产 |

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所整理




（三）木工装备数控化是行业发展趋势



公司在裁板锯和多排钻也已占有较大的收入比重。2013-2015 年公司裁板锯营收占比分别为 17%、20%和 21%；多排钻的占比一直比较稳定，保持在 11%左右。

裁板锯是用于将人造板材纵剖、横截的开料设备，是对板材进行剖切的通用设备，是板式家具机械的主要品种之一。在家具制造过程中，板件的锯切速度和精准度标准如何，直接影响到人造板材的利用率、产品的成本和产能。通过裁板锯开料作业，可对各种人造板进行纵剖、横截或成角度的批量锯切加工，获得尺寸符合要求的板件，以降低成本、提高生产效率。2014 年裁板锯销售收入较 2013 年增加 3,373 万元，增长了 70%，主要在于数控裁板锯和精密裁板锯销售收入的快速增长。2015 年裁板锯销售收入较 2014 年减少 444 万元，下降了 5%，主要原因是数控裁板锯销售单价和往复式裁板锯销售数量下降所致。2016 年上半年，裁板锯销售收入有所增长，占 2015 年全年裁板锯销售收入的比重为 66%。

多排钻即多轴多排钻孔机，是板式家具的钻孔专用设备，用于板式家具圆榫结合的榫孔加工。公司自主创新的智能快速回程技术和气动锁紧技术，可在确保钻孔的孔位尺寸和精度的基础上，保证加工效率和调整速度。

表 7：主要产品介绍

| 产品 | 性能介绍 |
|---|--|
|  | 自动多排钻 是大型的高速自动送料排钻产品，自动送料速度可达 22 块板/min；可以从板料的底面、顶面和两侧面四个方向同时进行自动钻孔；可以作为单机使用，也可以接入自动生产线使用。 |
|  | 半自动多排钻 可以从板料的底面和两侧面三个方向同时进行自动钻孔；采用 PLC 控制系统，运行可靠，操作简单方便。 |
|  | 数控裁板锯 采用先进的电脑控制界面，具有效率高和高精度的特点，可对板料的锯切过程进行实时监测和控制，并可自动优化裁板方案，既节约了板料又提高了锯切效率。公司在锯身制造过程中需要的厚钣金结构件的现代设计和精密加工方面具有优势，生产的裁板锯结构坚固、稳定，零件安装配合精度较高。 |

| 产品 | 性能介绍 |
|---|---|
|  | 往复式裁板锯 可实现多层板锯切,最大锯切厚度可达 90mm,保证锯切质量并控制成本;锯车牵引采用齿轮齿条结构,变频无级调速,牵引强劲,运行平稳;采用触摸屏控制,功能全面可靠,操作简洁大方。 |
|  | 精密裁板锯 主锯片转速 4000/5000r/min,锯片可倾角 45°,采用优质加厚钢板及厚壁方管方框结构的重型机架设计,具有低噪音、低振动、高精度、坚固耐用等特点。 |

资料来源:公开资料整理,华金证券研究所

公司在裁板锯和多排钻具备一定的核心技术。

表 8: 公司用于裁板锯和多排钻生产的核心技术

| 序号 | 核心技术 | 技术描述 | 技术来源 | 适用对象 | 所处阶段 |
|----|--------------|--|------|-----------|-------|
| 1 | 电子锯控制和优化系统 | 现代的人机控制界面,对数控裁板锯各子系统进行实时控制和监测,对裁板方案进行优化以节约板料并提高锯切效率。 | 自主研发 | 电脑控制数控裁板锯 | 大批量生产 |
| 2 | 电子开料锯机械手机构 | 新型机械手机构,已获实用新型专利。提高了板料抓取的可靠性和效率,减少对板料可能的划伤。 | 自主研发 | 数控裁板锯 | 大批量生产 |
| 3 | 钻排气动锁紧装置 | 可以对钻排进行气动锁紧和解锁,钻排定位操作方便快捷,钻排钻孔过程中位置稳定。 | 自主研发 | 自动送料多排钻 | 大批量生产 |
| 4 | 自动生产线中央控制系统 | 集中控制板式家具自动化生产线的硬件、软件系统,实现集中监控报警和安全自锁功能。 | 自主研发 | 自动送料多排钻 | 批量生产 |
| 5 | 数控钻双抓手协同送板技术 | 双模式移动抓手创新技术,保证各种孔位分布的板件的高效钻孔;双抓手送料,一次实现上、前、后、左、右 5 面钻孔。可实现孔位避让,减少回转加工。 | 自主研发 | 数控钻孔中心 | 小批量生产 |

资料来源:公司招股说明书,华金证券研究所

木工装备的数控化是行业趋势,目前发达国家的板式家具机械产品已将数控技术渗透到各个工序。而随着国产品牌基础部件(运动控制、伺服系统、传感器等)水平的提升,国产木工装备厂商已具备提供高性价比的数控木工设备的条件。更具柔性,工况适应性更强的自动化木工装备将有效降低用工成本,提升响应市场需求速度,符合当前国内的定制家具的潮流。

表 9: 公司在研项目

| 序号 | 公司在研项目 | 简要介绍 |
|----|------------------|---|
| 1 | 平台式 CNC 木工加工中心项目 | 实现 3 至 4 轴加工能力,形成固定平台和移动平台两大系列产品,可实现高速重型铣型、整板套裁下料、多向钻孔、锯片开槽等多种功能,圆盘式移动自动换刀系统实现高效换刀,X、Y 轴最高移动速度达到 80m/min,加工精度达到 0.05mm。 |
| 2 | 柔性高速自动封边机项目 | 应用数控伺服控制技术,可实现机器使用过程中的封边带自动切换与修边、刮边的无级自动调整 |

| 序号 | 公司在研项目 | 简要介绍 |
|----|---------------|--|
| 3 | 重型高速自动裁板控项目 | 研制成功后将达到欧洲著名厂商的主流中高端数控裁板锯的技术水平 |
| 4 | 板式家具制造通用机械手项目 | 可在板式家具制造过程中替代劳动量繁重和工作环境较恶劣的工种如上下料搬运、辅助加工、表面处理、包装等，提高工作效率和质量。 |
| 5 | 高速通过式数控钻孔中心项目 | 采用先进的双抓手、长送料行程的方案，大幅提高长板件的加工速度，减少上下料时间，加工过程板件可单向流动简化生产流程，PC 操作界面配备 CAD/CAM 软件和网络信息化接口。 |

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所整理

四、盈利预测与估值

据公司业绩快报，2016 年实现营收 5.34 亿元，同比增长 42.12%，归属母公司净利润 1.55 亿元，同比增长 74.01%。经营业绩上升的主要影响因素为 2016 年下游家具行业发展态势良好，对家具机械设备产品需求有所增加，公司封边机、裁板锯、多排钻及其他产品市场需求旺盛，销售收入稳步增长，且部分产品毛利率较上年同期有所提高。公司未来几年各业务板块主要财务指标如下：

封边机业务将继续保持高速增长：公司封边机产品主要为自动封边机、高速封边机和双端封边机，下游客户家具制造厂商营业收入稳定增长，上市家具厂商如好莱客、索菲亚发展态势良好。我们判断封边机业务将继续保持高速增长，毛利率将稳定在 50%左右，整体技术水平和规模仍将保持封边机行业领先地位。

裁板锯和多排钻业务销售规模基数低，提升空间大：家具市场容量在未来有较大空间提升，裁板锯和多排钻也是板式家具加工重要的部件。我们判断裁板锯业务基数较低，有很大的提升空间，未来将保持每年 40-50%左右的增速，毛利率将随着销售体量的增加持续提升。

加工中心业务增长势不可挡：公司加工中心业务起步于 2014 年，2015 年业务收入 478 万元，2016 年预计将超过 800 万元。目前加工中心业务市场需求量呈现较快速的释放趋势，公司订单充足。我们判断随着木工机械市场的进一步打开，公司加工中心业务未来仍将保持高速发展。

表 10：主要财务假设

| 单位：万元 | | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------|------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 封边机 | 营业收入 | 19,392 | 26,519 | 23,751 | 33,014 | 44,568 | 59,276 |
| | 增长率 | | 36.75% | -10.44% | 39.00% | 35.00% | 33.00% |
| | 营业成本 | 10,668 | 14,126 | 12,643 | 15,847 | 22,284 | 30,231 |
| | 毛利率 | 44.99% | 46.73% | 46.77% | 52.00% | 50.00% | 49.00% |
| 裁板锯 | 营业收入 | 4,840 | 8,212 | 7,768 | 12,041 | 18,061 | 26,189 |
| | 增长率 | | 69.69% | -5.41% | 55.00% | 50.00% | 45.00% |
| | 营业成本 | 3,706 | 5,924 | 6,089 | 8,429 | 12,643 | 18,070 |
| | 毛利率 | 23.43% | 27.86% | 21.62% | 30.00% | 30.00% | 31.00% |
| 多排钻 | 营业收入 | 3,208 | 4,603 | 3,772 | 5,470 | 7,658 | 10,721 |
| | 增长率 | | 43.46% | -18.04% | 45.00% | 40.00% | 40.00% |
| | 营业成本 | 2,581 | 3,598 | 3,130 | 4,048 | 5,667 | 7,826 |
| | 毛利率 | 19.55% | 21.83% | 17.02% | 26.00% | 26.00% | 27.00% |
| 加工中心 | 营业收入 | | 129 | 478 | 956 | 2,869 | 8,608 |

| | | | | | | |
|----|------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 增长率 | | 271.94% | 100.00% | 200.00% | 200.00% |
| | 营业成本 | 129 | 459 | 813 | 2,295 | 6,456 |
| | 毛利率 | 0.03% | 3.96% | 15.00% | 20.00% | 25.00% |
| | 营业收入 | 1,562 | 1,867 | 1,530 | 1,530 | 1,530 |
| 其他 | 增长率 | | 19.51% | -18.07% | 0.00% | 0.00% |
| | 营业成本 | 1,012 | 1,228 | 974 | 1,025 | 1,025 |
| | 毛利率 | 35.21% | 34.21% | 36.30% | 33.00% | 33.00% |
| 合计 | 营业收入 | 29,002 | 41,330 | 37,299 | 53,010 | 74,686 |
| | 增长率 | | 42.51% | -9.75% | 42.12% | 40.89% |
| | 营业成本 | 17,967 | 25,005 | 23,296 | 30,161 | 43,914 |
| | 毛利率 | 38.05% | 39.50% | 37.54% | 43.10% | 41.20% |

资料来源：华金证券研究所

我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 5.34 亿元、7.53 亿元、10.71 亿元，实现净利润分别为 1.38 亿元、1.82 亿元、2.45 亿元；每股收益分别为 1.15 元、1.48 元、2.03 元。

表 11：可比公司市值、股价与估值

| 可比公司 (2017 年 2 月 6 日) | 代码 | 市值 (亿元) | 最新股价 | PE(2017) | PEG(2017) |
|-----------------------|-----------|---------|-------|----------|-----------|
| 南兴装备 | 002757.SZ | 47 | 43.03 | | |
| 田中精机 | 300461.SZ | 48 | 72.48 | 241 | 2.30 |
| 伊之密 | 300415.SZ | 53 | 22.15 | 50 | 1.48 |
| 海鸥卫浴 | 002084.SZ | 48 | 10.53 | 69 | 1.20 |
| 联得装备 | 300545.SZ | 54 | 75.22 | | |
| 信捷电气 | 603416.SH | 63 | 62.73 | | |
| 海源机械 | 002529.SZ | 50 | 19.07 | 815 | 2.02 |
| 丰林集团 | 601996.SH | 58 | 12.18 | 62 | 1.14 |
| 升达林业 | 002259.SZ | 72 | 9.61 | 293 | 2.92 |
| 曲美家居 | 603818.SH | 87 | 17.89 | 46 | 0.97 |
| 京山轻机 | 000821.SZ | 78 | 16.24 | 66 | 0.73 |
| 雪人股份 | 002639.SZ | 85 | 12.60 | 164 | 1.19 |
| 好莱客 | 603898.SH | 108 | 35.94 | 44 | 0.99 |
| 德尔未来 | 002631.SZ | 113 | 17.44 | 42 | 1.11 |
| 美亚光电 | 002690.SZ | 129 | 19.04 | 39 | 1.83 |
| 索菲亚 | 002572.SZ | 311 | 67.35 | 35 | 0.95 |
| 可比公司中位数 | | 68 | 19.06 | 62 | 1.19 |
| 可比公司均值 | | 88 | 32.09 | 151 | 1.45 |
| 弘亚数控 | 002833.SZ | 76 | 56.80 | 38 | 0.93 |

资料来源：wind, 华金证券研究所

我们在其他专用设备等相关板块挑选了存在类似业务并具有一定可比性的上市公司。以 PEG 作为估值标准可以较公平地兼顾预期市盈率和公司未来良好成长性，我们以可比公司 PEG 中位数 1.19 为合理预期，预测的公司 2017 年 EPS 为 1.48 元，预期同比增速 41.01%，合理 PE 为 48.80 倍，则合理股价为 72.22 元，给予“买入-A”评级。

五、风险提示

行业竞争加剧致毛利率下滑；房地产市场增速放缓影响家具需求；出口萎缩风险；高端数控装备研发及推广市场进度不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|--------|-------|---------|---------|---------|----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 415.8 | 375.8 | 534.1 | 752.5 | 1,071.3 | 年增长率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 251.4 | 234.6 | 303.9 | 442.5 | 640.9 | 营业收入增长率 | 41.9% | -9.6% | 42.1% | 40.9% | 42.4% |
| 营业税费 | 3.3 | 3.5 | 4.5 | 6.4 | 9.4 | 营业利润增长率 | 53.8% | -19.2% | 74.9% | 30.2% | 37.2% |
| 销售费用 | 4.8 | 5.5 | 6.9 | 9.7 | 14.4 | 净利润增长率 | 58.9% | -17.7% | 71.5% | 29.3% | 37.1% |
| 管理费用 | 34.0 | 32.8 | 43.3 | 62.7 | 89.8 | EBITDA 增长率 | 52.0% | -16.7% | 67.7% | 30.4% | 35.7% |
| 财务费用 | 1.4 | 0.4 | 2.6 | 5.8 | 6.7 | EBIT 增长率 | 55.6% | -19.8% | 76.8% | 31.6% | 36.7% |
| 资产减值损失 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | NOPLAT 增长率 | 58.7% | -19.8% | 78.6% | 30.6% | 36.8% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 10.0% | 109.8% | -7.7% | 15.7% | -3.7% |
| 投资和汇兑收益 | 2.6 | 0.5 | 1.2 | 1.4 | 1.0 | 净资产增长率 | 46.7% | 31.0% | 120.6% | 20.6% | 23.4% |
| 营业利润 | 123.2 | 99.5 | 174.1 | 226.7 | 311.0 | 盈利能力 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 2.0 | 2.6 | 1.7 | 2.1 | 2.1 | 毛利率 | 39.5% | 37.6% | 43.1% | 41.2% | 40.2% |
| 利润总额 | 125.2 | 102.1 | 175.7 | 228.7 | 313.1 | 营业利润率 | 29.6% | 26.5% | 32.6% | 30.1% | 29.0% |
| 减:所得税 | 17.5 | 14.2 | 22.8 | 31.2 | 42.3 | 净利润率 | 26.0% | 23.7% | 28.6% | 26.3% | 25.3% |
| 净利润 | 108.3 | 89.1 | 152.9 | 197.6 | 270.8 | EBITDA/营业收入 | 31.5% | 29.1% | 34.3% | 31.8% | 30.3% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 30.0% | 26.6% | 33.1% | 30.9% | 29.7% |
| 资产负债表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 资产负债率 | 25.1% | 15.0% | 26.5% | 26.7% | 26.9% |
| 货币资金 | 4.3 | 45.9 | 617.6 | 759.1 | 1,044.1 | 负债权益比 | 33.6% | 17.7% | 36.1% | 36.3% | 36.8% |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 1.21 | 2.58 | 3.37 | 3.56 | 3.76 |
| 应收帐款 | 20.0 | 21.1 | 24.1 | 46.6 | 56.2 | 速动比率 | 0.38 | 1.56 | 3.05 | 3.12 | 3.32 |
| 应收票据 | - | 0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 利息保障倍数 | 87.66 | 244.89 | 68.33 | 40.39 | 47.72 |
| 预付帐款 | 0.5 | 0.2 | 3.1 | 0.9 | 4.0 | 营运能力 | | | | | |
| 存货 | 60.1 | 45.5 | 66.3 | 115.3 | 147.2 | 固定资产周转天数 | 85 | 170 | 158 | 109 | 75 |
| 其他流动资产 | 2.9 | 1.9 | 1.7 | 2.2 | 1.9 | 流动营业资本周转天数 | 9 | 17 | 11 | 15 | 18 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 86 | 97 | 279 | 392 | 366 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 16 | 20 | 15 | 17 | 17 |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | 存货周转天数 | 45 | 51 | 38 | 43 | 44 |
| 投资性房地产 | 3.0 | 26.3 | 26.3 | 26.3 | 26.3 | 总资产周转天数 | 261 | 366 | 490 | 551 | 474 |
| 固定资产 | 118.3 | 237.1 | 231.4 | 225.7 | 220.0 | 投资资本周转天数 | 106 | 191 | 175 | 128 | 95 |
| 在建工程 | 0.7 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 15.0 | 23.8 | 23.0 | 22.1 | 21.2 | 销售费用率 | 1.1% | 1.5% | 1.3% | 1.3% | 1.3% |
| 其他非流动资产 | 129.6 | 5.8 | 49.0 | 61.3 | 38.7 | 管理费用率 | 8.2% | 8.7% | 8.1% | 8.3% | 8.4% |
| 资产总额 | 354.3 | 409.0 | 1,043.6 | 1,260.7 | 1,560.9 | 财务费用率 | 0.3% | 0.1% | 0.5% | 0.8% | 0.6% |
| 短期债务 | - | - | 125.0 | 150.0 | 175.0 | 三费/营业收入 | 9.7% | 10.3% | 9.9% | 10.4% | 10.4% |
| 应付帐款 | 47.8 | 25.5 | 58.5 | 76.6 | 114.5 | 投资回报率 | | | | | |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | ROE | 42.7% | 27.0% | 20.4% | 21.8% | 24.1% |
| 其他流动负债 | 24.6 | 19.0 | 28.1 | 33.1 | 43.9 | ROA | 30.4% | 21.5% | 14.6% | 15.7% | 17.3% |
| 长期借款 | - | - | 50.0 | 60.0 | 70.0 | ROIC | 91.8% | 67.0% | 57.0% | 80.7% | 95.4% |
| 其他非流动负债 | 16.7 | 17.0 | 15.3 | 16.3 | 16.2 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 89.1 | 61.5 | 277.0 | 336.0 | 419.5 | DPS(元) | - | 0.34 | 0.23 | 0.30 | 0.41 |
| 少数股东权益 | 11.4 | 17.6 | 17.6 | 17.6 | 17.6 | 分红比率 | 0.0% | 50.5% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 股本 | 100.0 | 100.0 | 133.4 | 133.4 | 133.4 | 股息收益率 | 0.0% | 0.6% | 0.4% | 0.6% | 0.8% |
| 留存收益 | 149.1 | 223.3 | 615.7 | 773.8 | 990.4 | | | | | | |
| 股东权益 | 265.2 | 347.5 | 766.6 | 924.7 | 1,141.4 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 107.7 | 87.9 | 152.9 | 197.6 | 270.8 | EPS(元) | 0.81 | 0.67 | 1.15 | 1.48 | 2.03 |
| 加:折旧和摊销 | 8.0 | 9.7 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | BVPS(元) | 1.90 | 2.47 | 5.62 | 6.80 | 8.43 |
| 资产减值准备 | 0.2 | 0.1 | - | - | - | PE(X) | 66.3 | 80.5 | 46.9 | 36.3 | 26.5 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 28.3 | 21.7 | 9.6 | 7.9 | 6.4 |
| 财务费用 | 1.3 | 0.2 | 2.6 | 5.8 | 6.7 | P/FCF | 74.2 | -138.3 | 20.6 | 37.1 | 22.7 |
| 投资损失 | -2.6 | -0.5 | -1.2 | -1.4 | -1.0 | P/S | 17.3 | 19.1 | 13.4 | 9.5 | 6.7 |
| 少数股东损益 | -0.5 | -1.3 | - | - | - | EV/EBITDA | 40.1 | 48.7 | 36.4 | 27.4 | 19.5 |
| 营运资金的变动 | -124.5 | 136.4 | -29.1 | -58.1 | 26.8 | CAGR(%) | 22.4% | 45.5% | 31.0% | 22.4% | 45.5% |
| 经营活动产生现金流量 | 107.2 | 112.6 | 131.8 | 150.4 | 309.8 | PEG | 3.0 | 1.8 | 1.5 | 1.6 | 0.6 |
| 投资活动产生现金流量 | -137.5 | -44.0 | 1.2 | 1.4 | 1.0 | ROIC/WACC | 8.9 | 6.5 | 5.5 | 7.8 | 9.2 |
| 融资活动产生现金流量 | -11.6 | -27.3 | 438.7 | -10.3 | -25.8 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn