

2017年04月21日

弘亚数控 (002833.SZ)

动态分析

持续受益定制家具高景气，加工中心高速增长

投资要点

◆ **营收快速成长，毛利率有所回升**：公司 2016 年实现营业总收入 5.34 亿元，同比增长 42.12%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比增长 74.01%。收入及利润的快速成长得益于封边机、裁板锯及加工中心产品销售保持了良好的成长势头；公司综合毛利率从 2015 年的 37.58% 回升至 40.13%，达到历史最好水平；封边机仍是重点业务，2016 年实现 3.12 亿元销售规模，同比增长 31.42%，占总营收比重为 58.43%；裁板锯实现收入 1.18 亿元，同比增长 52.91%，占总营收比重为 22.14%；多排钻实现收入 4115 万元，同比增长 9.07%，占总营收比重为 7.7%；加工中心高速增长，实现收入 2556 万元，同比增长 434%，占总营收比重提升至 4.79%。

◆ **定制家具高景气度推动业绩明显提升**：定制家具行业景气度高，正步入高速发展期，而定制家具一般都使用板式木材作为原材料进行加工。发达国家定制家具渗透率在 70% 以上，而我国目前仍不足 30%，还有很大的提升空间。定制家具因兼顾了实用性与空间利用率，又能充分展现出消费者对个性、时尚、舒适的追求，从而走俏家具消费市场，并逐步拓展到卧室、书房、客厅、餐厅以及厨房等全屋定制家具领域，市场份额及市场地位也在不断提升。近几年，国内定制家具企业规模发展迅猛，以索菲亚、尚品宅配、好莱客、曲美家居为代表的定制家具上市公司，近五年整体收入保持 40% 左右的稳健持续增长。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需求，公司将持续受益。

◆ **技术国内领先，进口替代担当，出口稳健增长**：公司 2016 年研发投入占营业收入比例为 5.42%，目前公司有自动跟踪仿形控制系统等自主研发的核心技术应用于产品，并有重型高速 PTP 加工中心项目等项目处于研发状态中，最近三年公司核心技术产品收入占营业收入的比例达到 80% 以上。我国板式家具机械设备的出口市场迅速增长，其中中高端产品在加工精度、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，但因具有明显的价格优势，出口市场竞争力较强。当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市场。公司产品已出口至伊朗、土耳其、澳大利亚、美国、俄罗斯、乌克兰及东南亚、南美洲等 40 多个国家和地区，近几年增速稳健。

◆ **投资建议**：我们认为公司未来几年将持续受益于国内板式家具渗透率提升，消费能力及消费结构的转变带来定制家具风潮将对公司产品销售有明显带动作用；公司封边机技术国内领先，初步具备与国际知名品牌竞争的能力；裁板锯及加工中心产品基数低，将继续保持高速增长；公司出口业务将继续保持稳健增长。我们预测公司 2017-2019 年主营收入分别为 7.84 亿元、10.86 亿元、15.05 亿元，每股收益分别为 1.70 元、2.25 元和 3.14 元，维持“买入-A”建议，6 个月目标价 72.22 元，相当于 2018 年 32 倍的动态市盈率。

◆ **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(维持)

6 个月目标价

72.22 元

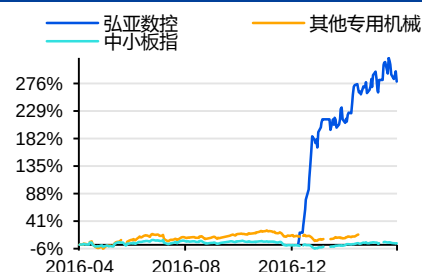
股价(2017-04-20)

55.15 元

交易数据

总市值 (百万元)	7,354.80
流通市值 (百万元)	1,839.80
总股本 (百万股)	133.36
流通股本 (百万股)	33.36
12 个月价格区间	13.34/62.70 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.81	21.97	-1.64
绝对收益	2.32	29.37	

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：乘板式家具之东风，装备数控化打开成长空间 2017-03-26

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	375.8	534.1	784.2	1,086.1	1,505.0
同比增长(%)	-9.6%	42.1%	46.8%	38.5%	38.6%
营业利润(百万元)	99.5	177.3	261.0	344.2	479.9
同比增长(%)	-19.2%	78.1%	47.2%	31.9%	39.4%
净利润(百万元)	89.1	155.1	227.1	300.0	418.3
同比增长(%)	-17.7%	74.0%	46.4%	32.1%	39.4%
每股收益(元)	0.67	1.16	1.70	2.25	3.14
PE	82.5	47.4	32.4	24.5	17.6
PB	22.3	10.4	8.4	6.6	5.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、	收入快速成长，毛利率有所回升.....	4
二、	定制家具高景气度推动业绩明显提升.....	5
三、	技术国内领先，进口替代担当	6
四、	盈利预测及投资建议.....	7
五、	风险提示	7

图表目录

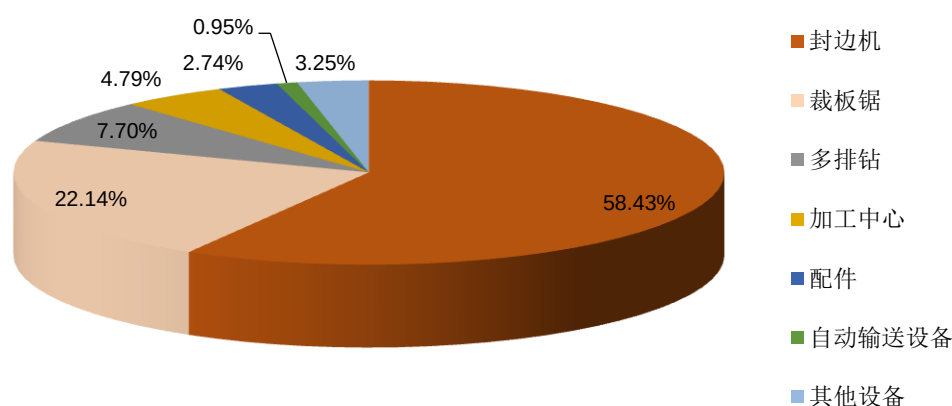
图 1：公司 2016 年主营业务收入构成	4
图 2：公司营业收入及增速、归母净利润及增速(万元，%).....	4
图 3：宜家家居中国销售额及增速（亿元，%）	5
图 4：国内主要定制家具品牌营业收入及整体营收增速（亿元，%）	5
图 5：房地产开发投资完成额（累计同比，万平方米）	6
图 6：商品房销售面积（累计同比，%）	6
图 7：房地产开发投资额（累计同比，%）.....	6
图 8：公司研发投入及研发投入占营收比重（万元，%）	7
图 9：海外收入及海外收入占比（亿元，%）	7

一、收入快速成长，毛利率有所回升

公司 2016 年实现营业总收入 5.34 亿元，同比增长 42.12%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比增长 74.01%。收入及利润的快速增长得益于封边机、裁板锯及加工中心产品销售保持良好的增长势头；公司综合毛利率从 2015 年的 37.58% 回升至 40.13%，达到历史最好水平。

封边机仍是公司主要收入来源，2016 年实现 3.12 亿元销售规模，同比增长 31.42%，占总营收比重为 58.43%；裁板锯实现收入 1.18 亿元，同比增长 52.91%，占总营收比重为 22.14%；多排钻实现收入 4115 万元，同比增长 9.07%，占总营收比重为 7.7%；加工中心高速增长，实现收入 2556 万元，同比增长 434%，占总营收比重提升至 4.79%。

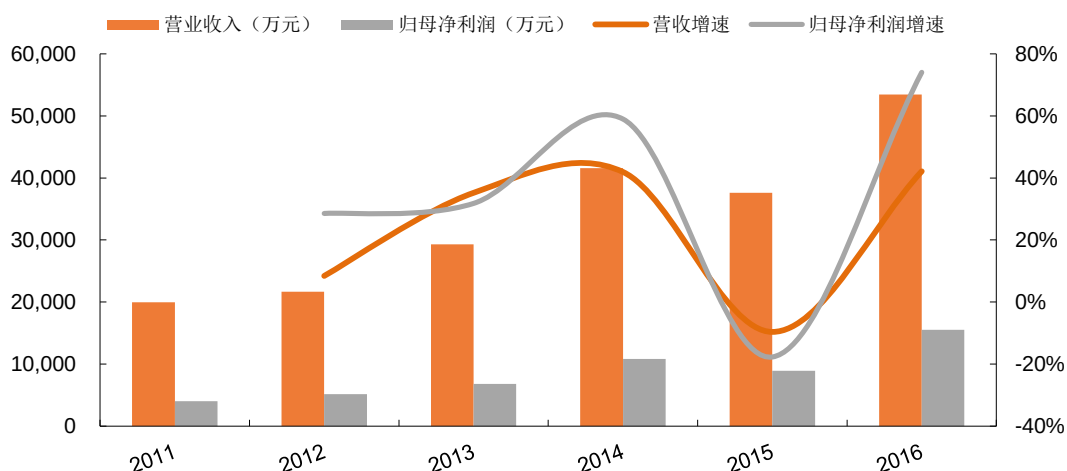
图 1：公司 2016 年主营业务收入构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

据公司业绩快报，2017 年一季度实现归母净利润 4500-5500 万元，较上年同期增长 112%-159%，保持了较快的增长势头。另外，公司在二季度出售部分闲置房产，两处房产标的将为公司带来处置收益 686.7 万元。

图 2：公司营业收入及增速、归母净利润及增速(万元，%)

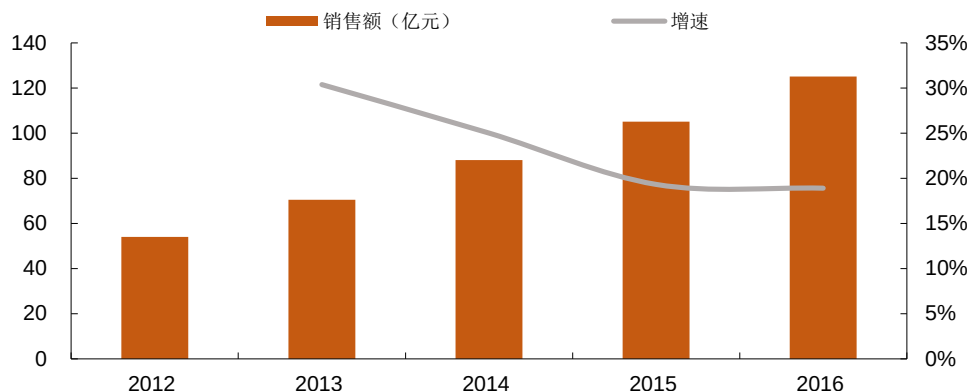


资料来源：Wind，华金证券研究所

二、定制家具高景气度推动业绩明显提升

近几年，以板式家具为主的宜家家居在中国销售额增速保持在 20%。随着国内消费能力的提升及消费结构向个性化、环保型偏好的转变，板式家具的渗透率将得到持续提升。

图 3：宜家家居中国销售额及增速（亿元，%）

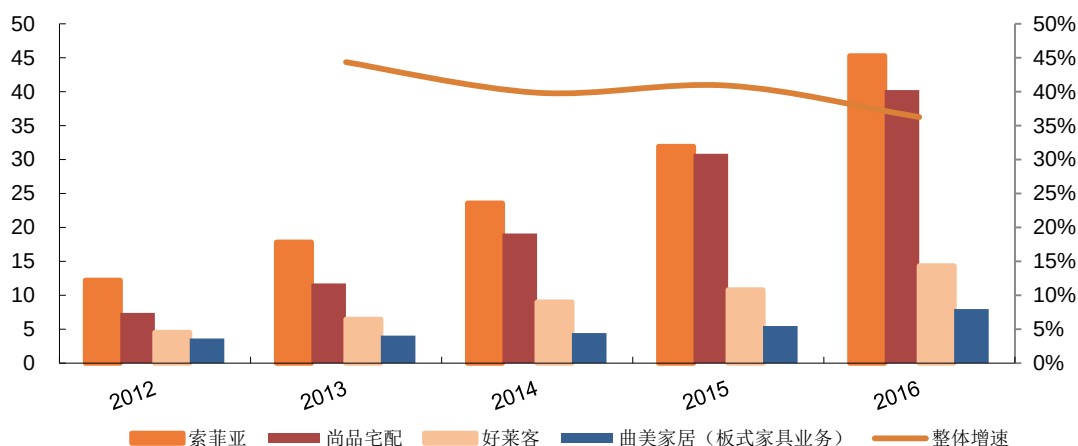


资料来源：新闻整理，华金证券研究所

定制家具行业景气度高，正步入高速发展期，而定制家具一般都用板式木材作为原材料进行加工。发达国家定制家具渗透率在 70% 以上，而我国定制家具渗透率仍不足 30%，还有很大的提升空间。定制家具因兼顾了实用性与空间利用率，又能充分展现出消费者对个性、时尚、舒适的追求，从而走俏家具消费市场，并逐步拓展到卧室、书房、客厅、餐厅以及厨房等全屋定制家具领域，市场份额及市场地位也在不断提升。

近几年，国内定制家具企业规模发展迅猛，以索菲亚、尚品宅配、好莱客、曲美家居为代表的定制家具上市公司，近五年整体收入保持 40% 左右的稳健持续增长。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需求。

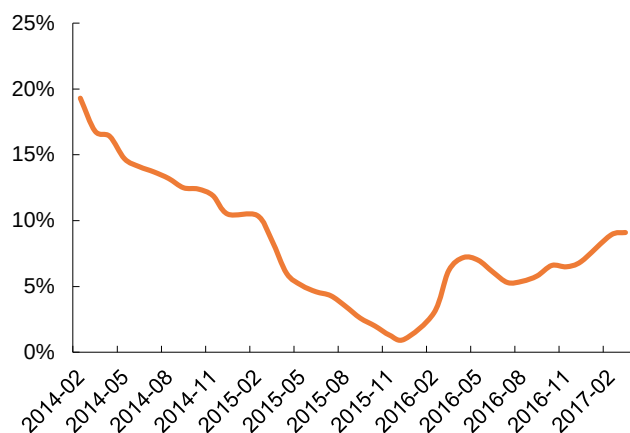
图 4：国内主要定制家具品牌营业收入及整体营收增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

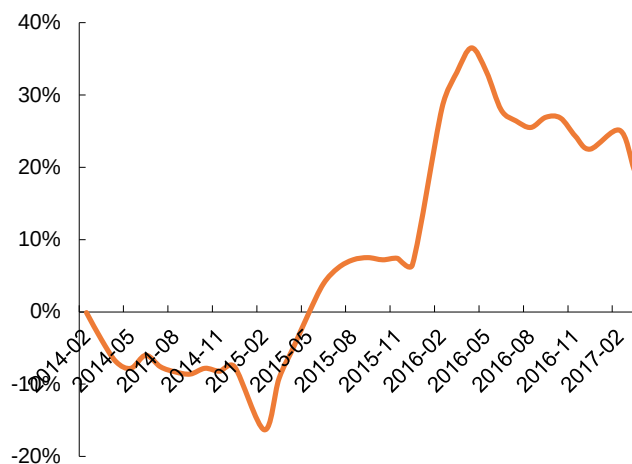
房地产行业近十几年以来一直受益于国内城市化率水平的提升及宽松的购房政策,成为房地产行业重要的发展时期。2016 年商品房销售面积迎来历史新高,房地产行业的稳健发展也促使家具行业的需求居高不下。

图 5：房地产开发投资完成额（累计同比，万平方米）



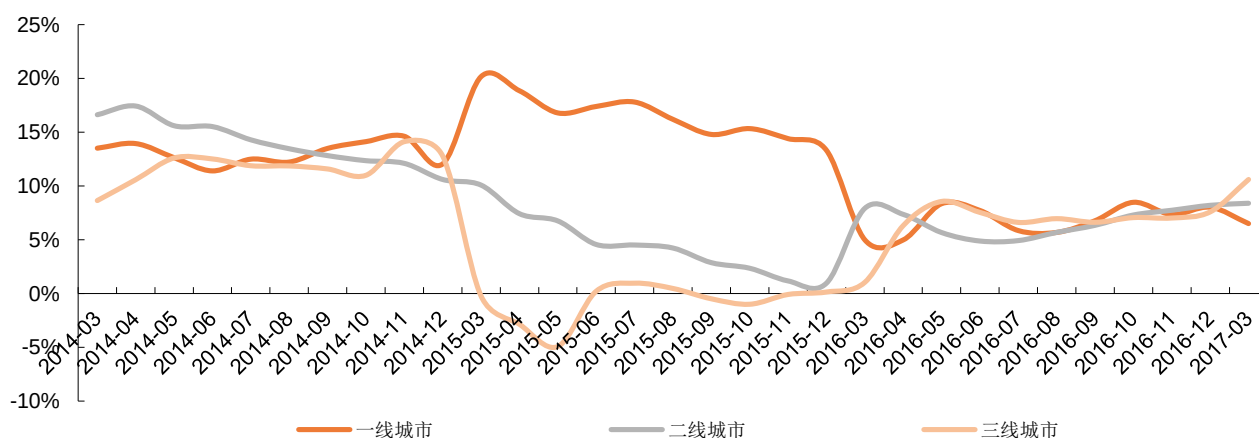
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：商品房销售面积（累计同比，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：房地产开发投资额（累计同比，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

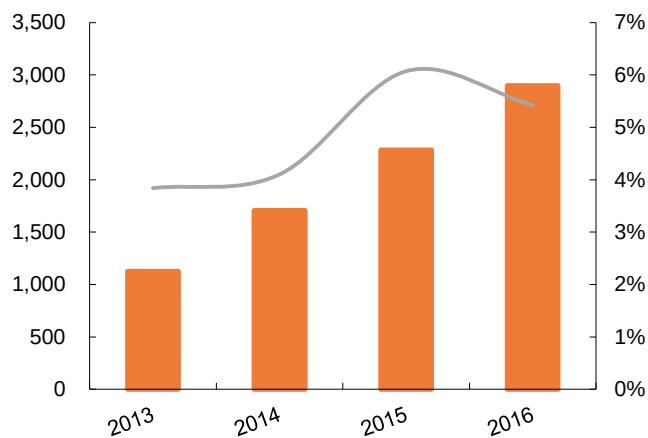
三、技术国内领先，进口替代担当

公司 2016 年研发投入占营业收入比例为 5.42%，目前公司有自动跟踪仿形控制系统等自主研发的核心技术应用于产品，并有重型高速 PTP 加工中心项目等项目处于研发状态中，最近三年公司核心技术产品收入占营业收入的比例达到 80%以上。

我国板式家具机械设备的出口市场迅速增长，其中中高端产品在加工精度、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，但因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

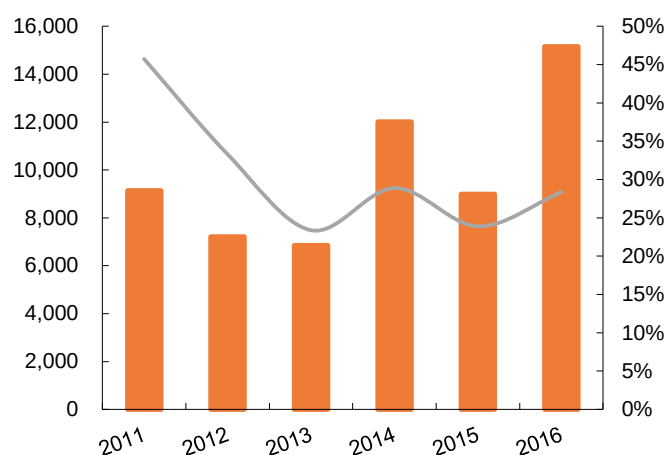
部分质量较好的产品出口到欧美市场。公司产品出口伊朗、土耳其、澳大利亚、美国、俄罗斯、乌克兰及东南亚、南美洲等 40 多个国家和地区。

图 8：公司研发投入及研发投入占营收比重（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：海外收入及海外收入占比（亿元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

我们认为公司未来几年将持续受益于国内板式家具渗透率提升，消费能力及消费结构的转变带来定制家具风潮将对公司产品销售有明显带动作用；公司封边机技术国内领先，初步具备与国际知名品牌竞争的能力；裁板锯及加工中心产品基数低，将继续保持高速增长；公司出口业务将继续保持稳健增长。我们预测公司 2017-2019 年主营收入分别为 7.84 亿元、10.86 亿元、15.05 亿元，每股收益分别为 1.70 元、2.25 元和 3.14 元，维持“买入-A”建议，6 个月目标价 72.22 元，相当于 2018 年 32 倍的动态市盈率。

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	375.8	534.1	784.2	1,086.1	1,505.0	年增长率					
减:营业成本	234.6	319.8	468.4	645.7	890.3	营业收入增长率	-9.6%	42.1%	46.8%	38.5%	38.6%
营业税费	3.5	6.9	7.9	11.8	17.0	营业利润增长率	-19.2%	78.1%	47.2%	31.9%	39.4%
销售费用	5.5	7.6	11.0	14.7	19.6	净利润增长率	-17.7%	74.0%	46.4%	32.1%	39.4%
管理费用	32.8	37.9	54.9	76.0	105.3	EBITDA 增长率	-16.7%	73.8%	46.1%	31.3%	37.6%
财务费用	0.4	-0.1	2.9	6.5	7.7	EBIT 增长率	-19.8%	77.3%	48.9%	32.9%	39.0%
资产减值损失	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	NOPLAT 增长率	-19.8%	76.9%	49.2%	33.4%	39.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	109.8%	22.6%	-6.3%	-8.2%	19.7%
投资和汇兑收益	0.5	15.5	22.0	13.0	15.0	净资产增长率	31.0%	108.6%	23.9%	26.7%	29.4%
营业利润	99.5	177.3	261.0	344.2	479.9						
加:营业外净收支	2.6	4.6	3.0	3.4	3.7	盈利能力					
利润总额	102.1	181.8	264.0	347.6	483.5	毛利率	37.6%	40.1%	40.3%	40.5%	40.8%
减:所得税	14.2	25.7	37.0	47.6	65.3	营业利润率	26.5%	33.2%	33.3%	31.7%	31.9%
净利润	89.1	155.1	227.1	300.0	418.3	净利润率	23.7%	29.0%	29.0%	27.6%	27.8%
						EBITDA/营业收入	29.1%	35.5%	35.4%	33.5%	33.3%
						EBIT/营业收入	26.6%	33.2%	33.7%	32.3%	32.4%
						偿债能力					
						资产负债率	15.0%	12.6%	25.5%	24.9%	23.9%
						负债权益比	17.7%	14.4%	34.3%	33.2%	31.4%
						流动比率	2.58	5.65	3.63	4.06	4.37
						速动比率	1.56	4.98	3.12	3.62	3.83
						利息保障倍数	244.89	-1,905.	90.19	53.56	63.53
						营运能力					
						固定资产周转天数	170	151	94	64	43
						流动营业资本周转天数	17	40	43	29	27
						流动资产周转天数	97	220	326	351	347
						应收帐款周转天数	20	15	17	17	17
						存货周转天数	51	37	43	43	41
						总资产周转天数	366	417	467	451	413
						投资资本周转天数	191	202	147	98	75
						费用率					
						销售费用率	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
						管理费用率	8.7%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
						财务费用率	0.1%	0.0%	0.4%	0.6%	0.5%
						三费/营业收入	10.3%	8.5%	8.8%	9.0%	8.8%
						投资回报率					
						ROE	27.0%	22.0%	25.8%	26.8%	28.8%
						ROA	21.5%	18.8%	18.8%	19.8%	21.6%
						ROIC	67.0%	56.5%	68.7%	97.8%	148.5%
						分红指标					
						DPS(元)	0.34	0.16	0.34	0.45	0.63
						分红比率	50.5%	13.8%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.6%	0.3%	0.6%	0.8%	1.1%
资产负债表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	45.9	347.7	673.1	1,001.4	1,311.2	EPS(元)	0.67	1.16	1.70	2.25	3.14
交易性金融资产	-	-	-	-	-	BVPS(元)	2.47	5.30	6.60	8.40	10.91
应收帐款	21.1	24.5	49.4	55.2	83.2	PE(X)	82.5	47.4	32.4	24.5	17.6
应收票据	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4	PB(X)	22.3	10.4	8.4	6.6	5.1
预付帐款	0.2	0.6	2.4	0.2	3.6	P/FCF	-141.7	78.0	17.4	20.4	18.5
存货	45.5	64.0	124.2	132.9	206.1	P/S	19.6	13.8	9.4	6.8	4.9
其他流动资产	1.9	101.1	35.3	46.1	60.8	EV/EBITDA	49.9	36.8	24.5	17.9	12.5
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	CAGR(%)	50.6%	38.9%	28.2%	50.6%	38.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	1.6	1.2	1.1	0.5	0.5
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC/WACC	6.5	5.5	6.7	9.5	14.4
投资性房地产	26.3	45.6	45.6	45.6	45.6						
固定资产	237.1	211.9	199.4	186.9	174.4						
在建工程	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0						
无形资产	23.8	31.4	30.4	29.5	28.5						
其他非流动资产	5.8	1.4	45.4	17.5	21.4						
资产总额	409.0	829.2	1,206.4	1,516.6	1,936.4						
短期债务	-	-	125.0	150.0	175.0						
应付帐款	25.5	44.0	89.8	85.8	144.2						
应付票据	-	-	-	-	-						
其他流动负债	19.0	51.1	28.8	68.8	61.8						
长期借款	-	-	50.0	60.0	70.0						
其他非流动负债	17.0	9.1	14.3	13.5	12.3						
负债总额	61.5	104.2	307.8	378.0	463.2						
少数股东权益	17.6	18.8	18.8	18.8	18.8						
股本	100.0	133.4	133.4	133.4	133.4						
留存收益	223.3	564.7	746.4	986.4	1,321.0						
股东权益	347.5	725.0	898.6	1,138.5	1,473.2						
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	87.9	156.1	227.1	300.0	418.3						
加:折旧和摊销	9.7	12.7	13.4	13.4	13.4						
资产减值准备	0.1	0.2	-	-	-						
公允价值变动损失	-	-	-	-	-						
财务费用	0.2	-0.1	2.9	6.5	7.7						
投资损失	-0.5	-15.5	-22.0	-13.0	-15.0						
少数股东损益	-1.3	1.0	-	-	-						
营运资金的变动	136.4	-91.6	-36.6	39.9	-73.2						
经营活动产生现金流量	112.6	159.3	184.8	346.8	351.2						
投资活动产生现金流量	-44.0	8.9	22.0	13.0	15.0						
融资活动产生现金流量	-27.3	229.2	118.6	-31.5	-56.3						

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