

2017 年 05 月 15 日

公司研究·证券研究报告

南兴装备 (002757.SZ)

公司快报

产品线布局完善，定制家具整体解决方案供应商

投资要点

- ◆ **产品品类齐全，综合优势明显**：公司一季度实现收入 1.39 亿元，同比增长 48.85%；归母净利润 1733 万元，同比增长 71.04%。公司预计，今年上半年实现归母净利润 3627-4534 万元，同比增长 20-50%。公司产品面向板式家具行业，主要产品包括自动封边机、数控裁板锯、多排多轴钻、精密推台锯、加工中心五大系列；公司产品品类齐全，能为客户从单机模式提升到更具柔性的连线生产，为定制家具智能化生产提供整体解决方案。
- ◆ **定制家具高景气度仍能持续**：2005 年，国内人造板和实木板产量持平，到 2011 年时人造板产量已经是实木板的两倍多，人造板产量增速明显高于实木板。国内定制家具产业近几年发展迅猛，而定制家具均使用人造板为原材料。定制家具由于符合年轻人及小户型居住对提高空间利用率需求，充分展现出个性消费，从而走俏家具市场，并逐步拓展至全屋定制，市场份额及市场地位得到不断提升。以索菲亚、尚品宅配、好莱客等为代表的国内定制家具上市企业，近五年整体收入保持 40% 左右的较快速持续增长。定制家具多为多品种、小批量、追求环保及品质，因此明显拉动了国内中高端木工加工设备的需求；公司产品瞄准国内中高端市场，将长期受益定制家具行业的蓬勃发展。
- ◆ **数控化装备需求旺盛，市场集中度将得到提升**：国内木工机械装备行业低端产能过剩，中高端产能不足且主要为外资品牌及有一定竞争力的国内品牌占据。目前本土品牌在中高端市场市占率尚低，提升空间很大。尽管国外品牌的木工机械装备技术领先且质量优异，但目前国内主要龙头企业在关键技术提升明显，差距逐渐缩小，并在产品性价比和本地化服务上更有竞争优势。国内市场已从拼价格和营销，迈入技术和服务为先的发展轨道。公司在板式家具机械研发生产上已经积累了二十年的行业经验，众多产品在技术上处于国内领先水平，部分技术达到国际同类产品先进水平，可以替代进口设备。随着公司向市场推出新型高速电脑裁板锯、六面数控钻、通过式数控钻孔中心等高端数控新产品，技术差异将提升公司产品的品牌溢价，从而在装备柔性化和数控化的趋势下占领技术制高点，获得更多的市场占有率。
- ◆ **投资建议**：定制家具景气度仍能维持，同时三四线城市地产销售增长及棚户改造等都将是国内家具市场增长的强劲动力。公司产品定位国内中高端木工机械品牌，产品渗透率有很大的提升空间。我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 6.44 亿元、8.33 亿元、10.78 亿元，每股收益分别为 0.86 元、1.16 元、1.56 元。给予“增持-A”投资评级，6 个月目标价为 38.59 元，相当于 2017 年 45 倍的市盈率。
- ◆ **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市场需求；出口萎缩风险等。

机械 | 其他通用机械 III

投资评级

增持-A(首次)

6 个月目标价

38.59 元

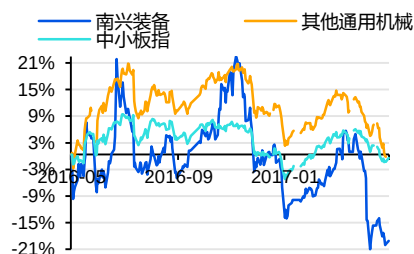
股价(2017-05-15)

33.08 元

交易数据

总市值 (百万元)	3,616.97
流通市值 (百万元)	1,268.83
总股本 (百万股)	109.34
流通股本 (百万股)	38.36
12 个月价格区间	31.46/51.68 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.79	-11.88	-17.09
绝对收益	-19.43	-12.56	-16.12

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

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	464.4	502.7	644.0	832.8	1,078.2
同比增长(%)	-14.5%	8.3%	28.1%	29.3%	29.5%
营业利润(百万元)	56.1	74.1	106.3	144.3	194.4
同比增长(%)	-23.0%	32.1%	43.5%	35.8%	34.7%
净利润(百万元)	50.1	66.4	93.9	126.7	170.1
同比增长(%)	-20.9%	32.4%	41.3%	35.0%	34.2%
每股收益(元)	0.46	0.61	0.86	1.16	1.56
PE	73.7	55.7	39.4	29.2	21.7
PB	5.1	4.8	4.4	3.9	3.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

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	464.4	502.7	644.0	832.8	1,078.2	年增长率					
减:营业成本	327.6	350.7	443.6	567.2	729.5	营业收入增长率	-14.5%	8.3%	28.1%	29.3%	29.5%
营业税费	3.6	5.3	5.3	7.3	9.9	营业利润增长率	-23.0%	32.1%	43.5%	35.8%	34.7%
销售费用	18.0	17.8	21.9	27.5	34.5	净利润增长率	-20.9%	32.4%	41.3%	35.0%	34.2%
管理费用	49.3	54.6	67.6	87.4	113.2	EBITDA 增长率	-18.3%	15.0%	24.7%	30.6%	29.8%
财务费用	6.3	2.2	0.9	2.4	2.7	EBIT 增长率	-25.0%	22.2%	40.5%	36.9%	34.3%
资产减值损失	3.5	-0.0	1.4	1.6	1.0	NOPLAT 增长率	-23.6%	22.2%	40.8%	36.9%	34.3%
加:公允价值变动收益	-	0.4	-	-	-	投资资本增长率	16.0%	7.3%	4.7%	7.0%	11.1%
投资和汇兑收益	-	1.5	3.0	5.0	7.0	净资产增长率	106.9%	7.7%	9.7%	11.9%	14.3%
营业利润	56.1	74.1	106.3	144.3	194.4						
加:营业外净收支	2.2	3.0	2.5	2.5	2.7	盈利能力					
利润总额	58.2	77.1	108.8	146.9	197.0	毛利率	29.5%	30.2%	31.1%	31.9%	32.3%
减:所得税	8.1	10.7	14.9	20.1	27.0	营业利润率	12.1%	14.7%	16.5%	17.3%	18.0%
净利润	50.1	66.4	93.9	126.7	170.1	净利润率	10.8%	13.2%	14.6%	15.2%	15.8%
						EBITDA/营业收入	19.4%	20.6%	20.1%	20.3%	20.3%
						EBIT/营业收入	13.4%	15.2%	16.6%	17.6%	18.3%
						偿债能力					
						资产负债率	17.2%	20.0%	24.3%	30.7%	28.0%
						负债权益比	20.7%	24.9%	32.2%	44.2%	38.8%
						流动比率	3.79	2.92	3.37	2.82	3.35
						速动比率	2.81	1.96	2.43	2.02	2.35
						利息保障倍数	9.87	35.10	122.55	61.87	72.64
						营运能力					
						固定资产周转天数	161	179	164	118	84
						流动营业资本周转天数	115	132	124	121	121
						流动资产周转天数	281	364	357	373	360
						应收帐款周转天数	52	66	46	55	55
						存货周转天数	107	108	107	105	105
						总资产周转天数	579	657	584	539	481
						投资资本周转天数	405	417	345	282	238
						费用率					
						销售费用率	3.9%	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%
						管理费用率	10.6%	10.9%	10.5%	10.5%	10.5%
						财务费用率	1.4%	0.4%	0.1%	0.3%	0.3%
						三费/营业收入	15.9%	14.8%	14.0%	14.1%	14.0%
						投资回报率					
						ROE	7.0%	8.6%	11.1%	13.3%	15.7%
						ROA	5.8%	6.9%	8.4%	9.2%	11.3%
						ROIC	11.1%	11.7%	15.3%	20.1%	25.2%
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.10	0.17	0.23	0.31
						分红比率	21.8%	16.5%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
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	239.3	146.5	413.7	500.4	597.9	EPS(元)	0.46	0.61	0.86	1.16	1.56
交易性金融资产	-	70.4	-	-	-	BVPS(元)	6.57	7.08	7.76	8.69	9.94
应收帐款	100.2	83.1	80.6	171.8	159.5	PE(X)	73.7	55.7	39.4	29.2	21.7
应收票据	2.0	-	3.1	1.0	3.9	PB(X)	5.1	4.8	4.4	3.9	3.4
预付帐款	6.1	12.8	9.5	18.1	19.1	P/FCF	-26.3	-454.6	17.4	32.9	28.0
存货	121.3	180.6	203.0	283.0	344.9	P/S	8.0	7.4	5.7	4.4	3.4
其他流动资产	-0.0	54.4	18.1	24.2	32.2	EV/EBITDA	39.3	34.0	26.9	20.3	15.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	CAGR(%)	36.2%	36.8%	14.0%	36.2%	36.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	2.0	1.5	2.8	0.8	0.6
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC/WACC	1.1	1.2	1.5	2.0	2.5
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	198.5	302.8	282.6	262.5	242.4						
在建工程	140.6	55.6	55.6	55.6	55.6						
无形资产	56.4	54.3	52.3	50.3	48.4						
其他非流动资产	2.9	6.2	3.4	3.6	4.0						
资产总额	867.2	966.8	1,121.9	1,370.5	1,507.9						
短期债务	54.0	34.0	125.0	150.0	175.0						
应付帐款	37.0	87.3	36.3	127.0	97.0						
应付票据	-	-	-	-	-						
其他流动负债	32.7	66.2	55.0	76.8	73.3						
长期借款	18.0	-	50.0	60.0	70.0						
其他非流动负债	7.1	5.5	6.7	6.4	6.2						
负债总额	148.9	193.0	273.0	420.2	421.6						
少数股东权益	-	-	-	-	-						
股本	109.3	109.3	109.3	109.3	109.3						
留存收益	609.0	664.5	739.6	841.0	977.0						
股东权益	718.4	773.8	848.9	950.3	1,086.4						
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	50.1	66.4	93.9	126.7	170.1						
加:折旧和摊销	28.1	27.8	22.1	22.1	22.1						
资产减值准备	3.5	-0.0	-	-	-						
公允价值变动损失	-	-0.4	-	-	-						
财务费用	7.4	4.0	0.9	2.4	2.7						
投资损失	-	-1.5	-3.0	-5.0	-7.0						
少数股东损益	-	-	-	-	-						
营运资金的变动	-57.5	-32.2	-47.3	-66.5	-97.2						
经营活动产生现金流量	31.6	119.5	66.5	79.7	90.6						
投资活动产生现金流量	-56.5	-163.5	73.4	5.0	7.0						
融资活动产生现金流量	205.2	-48.7	127.3	1.9	-0.1						

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