

弘亚数控(002833.SZ)

其它专用设备行业

评级：买入 首次评级

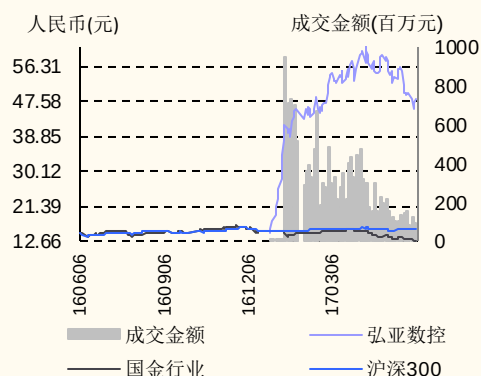
公司研究

市场价格(人民币): 48.10 元
目标价格(人民币): 58.00-64.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 33.36
总市值(百万元) 6,414.62
年内股价最高最低(元) 61.09/14.56
沪深 300 指数 3468.75
深证成指 9842.60



受益消费升级+地产后周期, 板式家具设备龙头实现高增长

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.891	1.163	1.647	2.166	2.819
每股净资产(元)	3.30	5.30	6.94	9.10	11.91
每股经营性现金流(元)	1.13	1.19	1.65	2.23	2.94
市盈率(倍)	N/A	15.15	29.21	22.20	17.06
行业优化市盈率(倍)	67.60	56.01	50.20	50.20	50.20
净利润增长率(%)	-17.67%	74.01%	41.57%	31.54%	30.13%
净资产收益率(%)	27.02%	21.97%	23.73%	23.81%	23.67%
总股本(百万股)	100.00	133.36	133.36	133.36	133.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是国内板式家具机械龙头企业, 产品定位中高端领域, 近年业绩高速增长。弘亚数控是国内板式家具机械行业代表性企业之一, 产品定位于中高端板式家具生产装备的制造和解决方案。公司以封边机为主打, 产品范围覆盖封边机、裁板锯、多排钻等主要板式家具机械, 终端用户包括全友家私、好莱客衣柜、索菲亚、欧派橱柜等知名家具企业。公司于 2016 年 12 月实现上市, 募集资金 3.37 亿元, 投向高端数控家具制造装备产业化建设、高端数控家具制造装备产业化配套建设等项目, 扩充高端数控产品产能、增强规模优势。受益下游家具制造业需求增长, 2012-2016 年间公司业绩快速增长, 收入复合增速达 25.3%, 净利润复合增速 31.6%; 2016 年公司收入达 5.34 亿元、同比增长 42%, 预收款项相比期初增加 326%, 反映公司订单规模扩大; 进入 2017Q1, 公司业绩增速再上台阶, 收入同比增长 83%, 归母净利润同比增长 153%。
- 受益消费升级+短期地产后周期, 定制家具需求上升迎来设备投资旺盛期。我国家具行业经历过去十多年发展已成为世界第一大生产国和出口国, 2016 年家具制造业收入规模达 8560 亿元, 同比增长 8.6%。板式定制家具由于能够充分展现消费者对于个性、时尚与舒适的追求, 同时兼顾实用性与空间利用率, 逐步得到消费者认可、市场份额不断提高。长期来看, 定制家具目前市场份额仍较低(不到 20%), 受益消费升级将保持高速增长; 短期来看, 去年 2 月以来商品房销售的高增长将动今年家具市场需求增加。从财务数据看, 5 家主要定制家具上市公司近年收入增速超过 30%, 明显高于家具行业整体水平。下游定制家具行业市场规模的不断增长, 带动新增产能陆续建设投放, 将新增大量对于板式家具机械的需求。
- 定制家具企业集中上市, 募资扩产新增大量机械设备需求。2016 年 10 月以来, 欧派家居、尚品宅配、皮阿诺等多家定制家具企业集中上市, 我们梳理了欧派家居、尚品宅配等 4 家 2016 年 10 月以来上市的定制家具公司募集资金投向, 用于新增产能建设的资金投入达到 37.2 亿元, 其中设备购置费用 17.4 亿元, 占比近 47%。目前高端市场仍以德国豪迈等外资品牌为主, 以弘亚数控等为代表的国产优势企业正在向中高端突破, 板式家具机械龙头公

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
(8621)60230252
panyili@gjzq.com.cn

卞晨晔 联系人
biancny@gjzq.com.cn

司业绩有望进入高速增长期。

- **受益进口替代，国内中高端产品出口规模不断上升。**目前国际品牌在产品技术的全面性、产品质量的稳定性方面处于领先地位；随着技术的追赶，国内板式家具机械的性能品质不断提升，在产品适用性和性价比方面更能满足国内外市场的需求。根据海关信息网数据，我国木材等加工机床进口金额从2012年的4.73亿美元下降至2016年的3.6亿美元，同期出口金额由7.44亿美元增至12.4亿美元；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，国内企业正在渐渐压缩进口设备在国内的市场份额。弘亚数控封边机产品竞争优势明显，同类产品价格较国外品牌降低一半以上，测算其封边机产品市占率稳中有升达到7%~8%之间，处于行业领先地位。

盈利预测

- 我们预测公司2017-2019年营业收入为7.9/10.5/13.7亿元，分别同比增长48%/33%/31%；归母净利润分别为2.2/2.89/3.76亿元，分别同比增长42%/32%/30%；EPS分别为1.65/2.12/2.82元，对应PE分别为29/22/17倍。

投资建议

- 我们认为定制家具受益消费升级与地产后周期带动处于需求上升期，叠加相关家具公司集中上市，募集资金进行产能扩充建设，板式家具机械作为核心生产设备投资占比较高，有望迎来需求快速增长期；公司作为国内板式家具机械龙头，产品定位中高端，下游客户广泛优质，业绩具备高成长性。我们给予公司“买入”评级，6-12个月目标价58-64元。

风险提示

- 下游定制家具行业需求放缓，板式家具机械行业竞争加剧。

内容目录

1、国内板式家具机械行业龙头，经营业绩快速增长	5
1.1、公司是国内板式家具机械领先企业	5
1.2、经营业绩总体保持增长，17 年 Q1 销售规模大幅增加	7
2、消费升级带动定制家具长期增长，短期受益地产后周期	9
2.1、消费升级带动定制家具增量市场，板式家具机械需求上升	9
2.2、地产后周期效应传导，板式家具机械需求旺盛	10
2.3、家具公司密集上市，短期新增大量设备采购需求	12
2.4、进口替代，国内中高端产品出口规模不断上升	14
3、对比德国豪迈，从技术和市场建立核心竞争优势	16
3.1、德国豪迈：研发能力强劲，经营范围覆盖全球	16
3.2、公司研发投入持续增长，封边机技术优势明显	17
3.3、经销商体系优势明显，保证业绩增长稳定	18
3.4、数控产品附加值较高，募投项目加码将成新增长点	20
3.5、发布股权激励计划，业绩高增长确定性增强	21
4、盈利预测与投资建议	22
4.1、盈利预测	22
4.2、投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图表 1：公司封边机主要产品分类	5
图表 2：公司主要产品	6
图表 3：公司所处细分行业	7
图表 4：公司近年营业收入	7
图表 5：公司近年归母净利润	7
图表 6：公司分产品收入情况（万元）	8
图表 7：2016 年各产品收入占比	8
图表 8：公司主要产品销售均价（万元）	8
图表 9：公司分产品毛利率情况	8
图表 10：公司整体盈利能力较强	8
图表 11：我国规模以上家具企业主营业务收入	9
图表 12：我国规模以上家具企业利润总额	9
图表 13：我国城镇居民人均可支配收入持续增长	9
图表 14：主要定制家具上市公司综合收入增速明显高于家具行业	10
图表 15：2016 年商品房销售面积高增长	11
图表 16：三四线城市地产销售接力增长	11
图表 17：木工机械行业主营业务收入保持增长	11

图表 18: 木工机械与家具制造业收入增速一致性较高.....	12
图表 19: 板式家具机械发展规模.....	12
图表 20: 板式家具机械 2016 年规模预计.....	12
图表 21: 新上市定制家具公司募投项目中设备投资占比高.....	13
图表 22: 公司主要竞争对手.....	13
图表 23: 板式家具机械产区集中于广东和山东.....	14
图表 24: 木材加工机床等设备进出口额.....	15
图表 25: 弘亚数控海外收入规模扩大.....	15
图表 26: 板式家具机械国内与国外品牌性能与价格对比.....	15
图表 27: 德国豪迈历年营业收入（亿欧元）.....	16
图表 28: 弘亚数控产品市占率及预测.....	17
图表 29: 公司主要核心技术.....	17
图表 30: 公司近年研发投入（万元）.....	18
图表 31: 公司下游客户资源广泛.....	18
图表 32: 公司的销售体系.....	19
图表 33: 公司经销收入占比较高.....	19
图表 34: 与南兴装备存货周转率比较.....	19
图表 35: 与南兴装备销售费用占比比较.....	19
图表 36: 珠三角地区主要家具行业上市企业.....	20
图表 37: 公司加工中心产品发展迅速.....	20
图表 38: 自动化生产线设备示意图.....	20
图表 39: 公司募投项目情况.....	21
图表 40: 公司股权激励方案解锁条件.....	21
图表 41: 公司产品收入拆分.....	22

1、国内板式家具机械行业龙头，经营业绩快速增长

1.1、公司是国内板式家具机械领先企业

- **公司在国内板式家具机械行业处于领先地位。**弘亚数控作为国内板式家具机械行业代表性企业之一，自设立以来定位于从事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。产品封边机系列（KE）、锯切系列（KS）、多排钻系列（KD）、加工中心系列（KN）及自动化生产设备系列（KL）等主要应用于板式家具行业的生产和制造，以及其他涉及人造板加工或使用的领域。
- **以封边机为主打，多种机型优势明显，客户群体广泛。**公司自成立以来即以封边机为主打产品，产品技术性能优良，品牌市场影响力较大，公司主导起草了直线封边机国家林业行业标准，在封边机产品领域拥有广泛的客户群体。

图表 1：公司封边机主要产品分类

自动封边机	公司封边机的基础机型，技术成熟稳定且品种型号众多，客户群体较广且销售数量稳步增长。
高速封边机	应用高速齐头机构、高速跟踪机构、快速熔胶等自主研发技术而推出的创新机型，可实现全自动控制、皮带压料、生产线连辅助自动进料，产品机架结构不断优化，高速加工性能稳定。
双端封边机	公司推出的可实现木板双端同步封边的创新机型，机架结构可确保两台封边机的高精度自动同步定位，采用自动进料出传送装置，可选多带封边带存带机构，并可接入自动化生产线。
半自动封边机	产品价格优势明显，具有稳定的目标客户群。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司主要产品

封边机系列（KE）



用于二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。

裁板锯系列（KS）



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。

多排钻系列（KD）



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。

加工中心系列（KN）

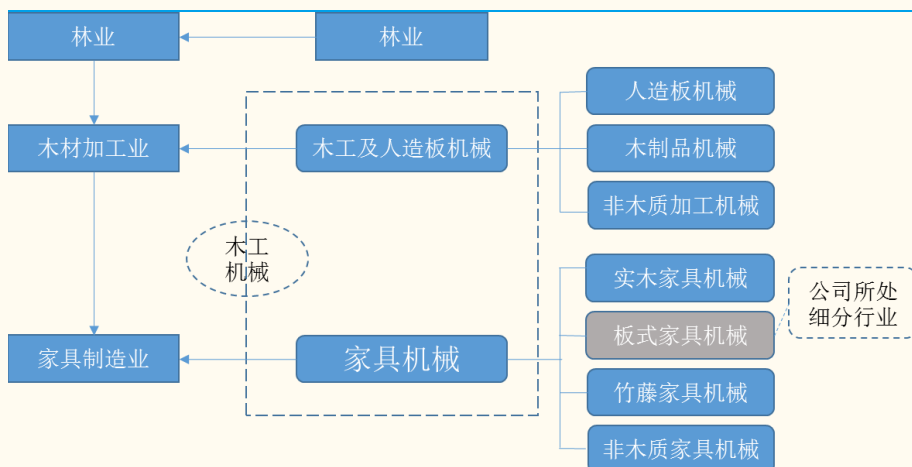


木材工件的柔性加工设备，与家具设CAD/CAM软件技术结合，可自动完成铣削、钻孔、异型切割、开槽开榫等多种加工功能，适用二板式家具或实木家具的多样化工件加工。

来源：公司网站，国金证券研究所

- 公司所属行业为板式家具机械制造，是木材加工机械制造业的细分子行业。板式家具机械制造的上游包括标准零部件、电气件、机械加工件、金属型材生产等行业，下游主要为家具制造业。板式机械作为制造板式家具的专用木工机械设备，其行业发展与人造板技术的发展、数控加工技术的应用以及终端家具消费市场需求等因素有密切的关系。
- 家具按照材质的不同可分为木制家具、竹藤家具、金属家具、塑料家具和软体家具。对应地，家具机械分为实木家具机械、板式家具机械、竹藤家具机械和非木质家具机械等四大类。板式家具以人造板为基本材料，配以各种贴纸或木皮，经锯切、封边、钻孔、铣型、表面处理而制成的拆装组合式家具，常见的板式家具具有套房家具、衣柜、橱柜、办公家具等。凭借现代时尚的样式、个性化设计，容易拆卸组合和运输，价格相对低廉，并可以高效利用可再生循环的木材资源等特性，板式家具逐渐成为家具消费的主流趋势。

图表 3：公司所处细分行业

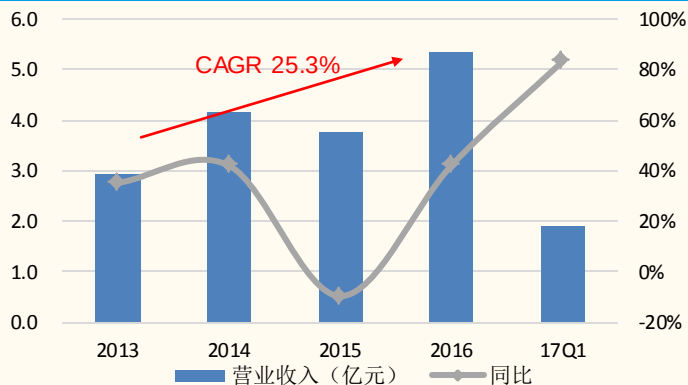


来源：国金证券研究所

1.2、经营业绩总体保持增长，17 年 Q1 销售规模大幅增加

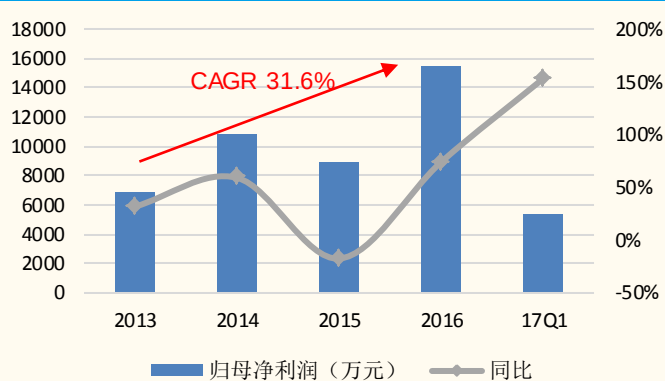
- 经营业绩总体保持增长趋势，17 年一季度市场需求增加，销售规模大幅增长。2012-2016 年间公司业绩实现了快速增长，除 15 年由于人造板市场竞争加剧，木工机械产品需求减少业绩出现小幅滑落，营业收入年均复合增速达 25.3%，净利润复合增速达 31.6%。至 2016 年公司实现营业收入 5.34 亿元、增长 41%，归母净利润 1.55 亿元、增长 74%，且预收款项相比期初增加 326%，反映公司订单规模的大幅增长。进入 2017 年一季度，由于下游家具制造等行业需求增长迅速，公司实现营业收入 1.89 亿元，同比增长 83.28%，归母净利润 5374.95 万元，同比增长 153.22%。

图表 4：公司近年营业收入



来源：wind，国金证券研究所

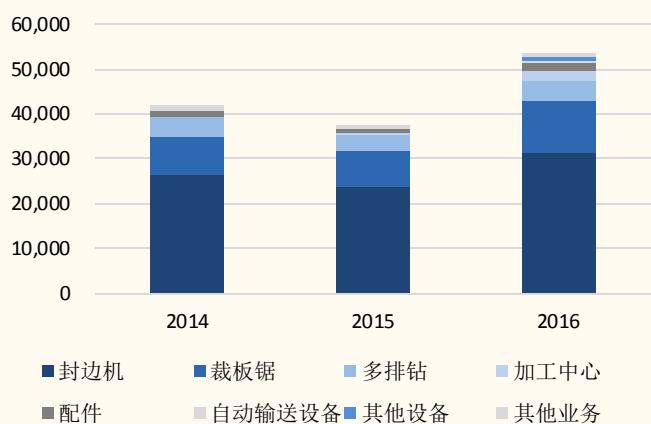
图表 5：公司近年归母净利润



来源：wind，国金证券研究所

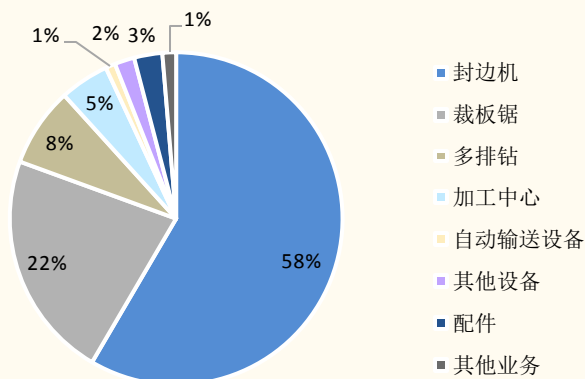
- 分产品来看，封边机是公司主要收入来源。2016 年，封边机实现营收 3.12 亿元，占总营业收入的比重达 58.43%；裁板锯实现营收 1.18 亿元，占总营业收入的比重为 22.13%；多排钻实现营收 4115 万元，占总营业收入的比重为 7.7%；加工中心实现营收 2556 万元，占总营业收入的比重为 4.8%；自动输送设备、其他设备、配件和其他业务分别实现营收 507 万元、1026 万元、1465 万元和 709 万元，占总营业收入的比重分别为 0.94%、1.92%、2.74%、1.33%。

图表 6：公司分产品收入情况（万元）



来源：wind，国金证券研究所

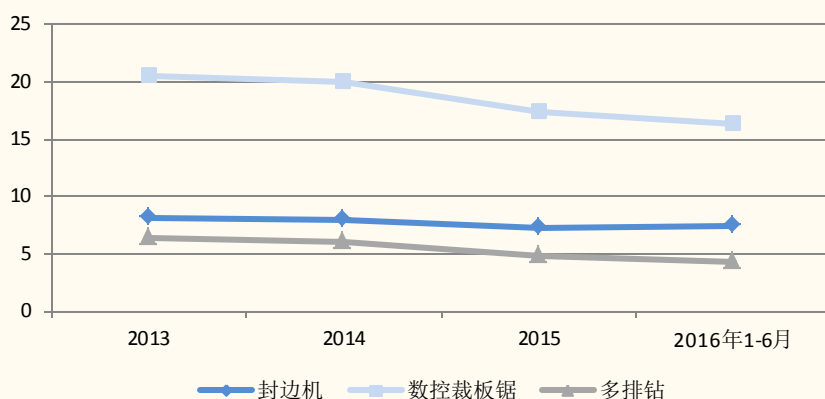
图表 7：2016 年各产品收入占比



来源：wind，国金证券研究所

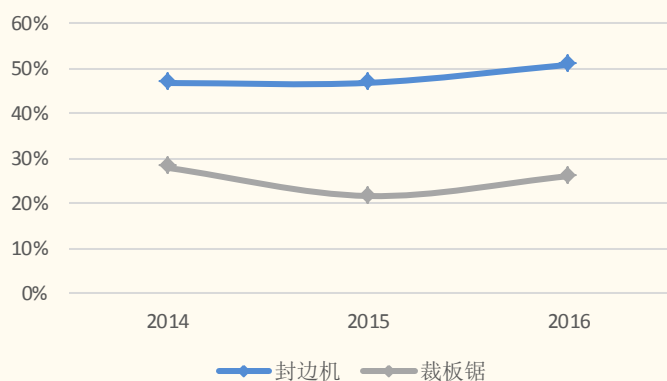
- 整体毛利率高、盈利能力强。2014-2016 年公司销售毛利率分别为 39.53%、37.58%、40.13%，同期销售净利率分别为 25.91%、23.38%、29.23%，总体盈利能力较好。分产品来看，在占公司营业收入 10%以上的产品中，封边机的主要机型为自动封边机，均价 7~8 万元、毛利率较高，近年保持在 45%以上；裁板锯主要机型为数控裁板锯，均价在 16-20 万之间，毛利率相比封边机较低，近三年基本稳定在 25%的水平。

图表 8：公司主要产品销售均价（万元）



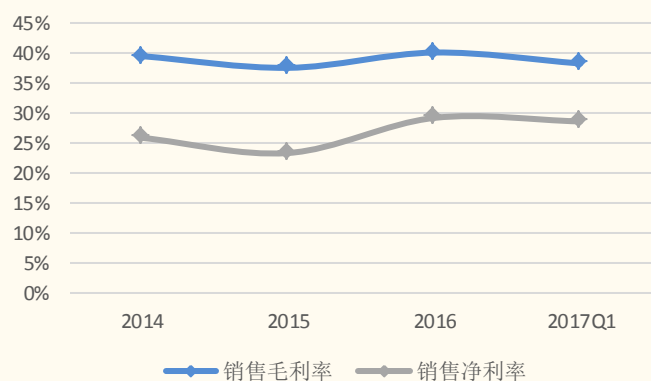
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 9：公司分产品毛利率情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：公司整体盈利能力较强



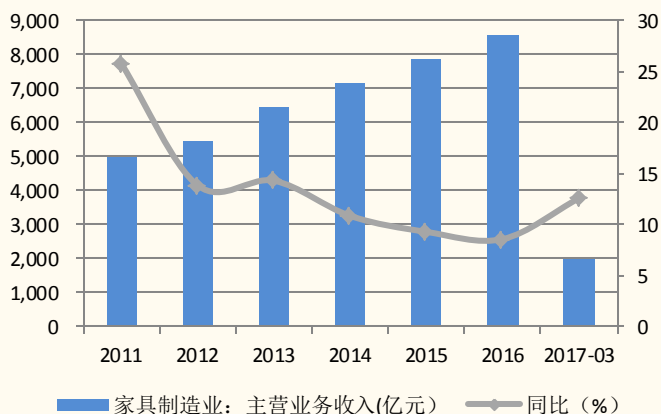
来源：wind，国金证券研究所

2、消费升级带动定制家具长期增长，短期受益地产后周期

2.1、消费升级带动定制家具增量市场，板式家具机械需求上升

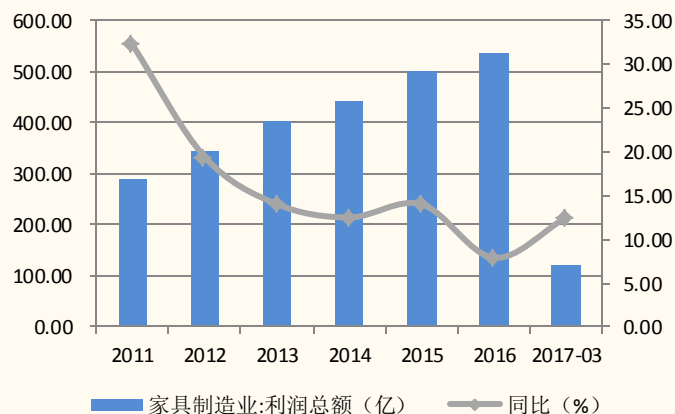
- **家具制造业收入规模稳步增长。**随着城镇化推进，近年来住宅、酒店和写字楼等房地产建筑面积不断扩大，带动了中国家具产业的快速增长，我国家具行业在过去十多年中，已发展成为了世界第一的家具生产大国和出口大国。2016 年家具行业继续呈现稳步增长趋势，家具制造业实现主营业务收入 8559.5 亿元，比上年增长 8.6%，实现利润总额 537.5 亿元，比上年增长 7.9%。

图表 11：我国规模以上家具企业主营业务收入



来源：国家统计局，国金证券研究所

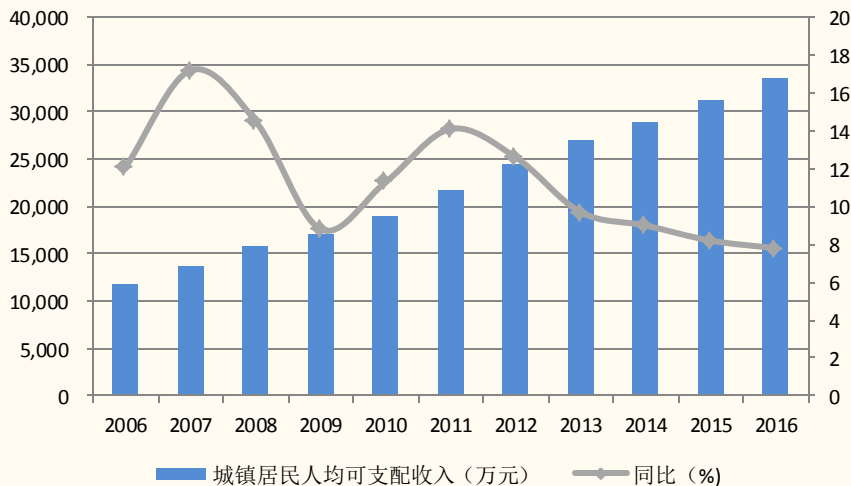
图表 12：我国规模以上家具企业利润总额



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **居民收入增长带动家具消费观念升级，定制家具市场地位不断提升。**近年我国居民收入水平不断提高，对居住环境逐步重视，国内消费群体越来越关注居家整体生活艺术和个性设计，传统的成品家具已不能满足消费者个性时尚的追求，而且随着 80、90 人群逐步进入适婚年龄，逐渐成为家具市场的主力消费群体，偏好在居家产品中加入更多自主的创意与特色。相对于成品家具，定制家具能充分展现出消费者对个性、时尚、舒适的追求，同时兼顾实用性与空间利用率，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不断提升。

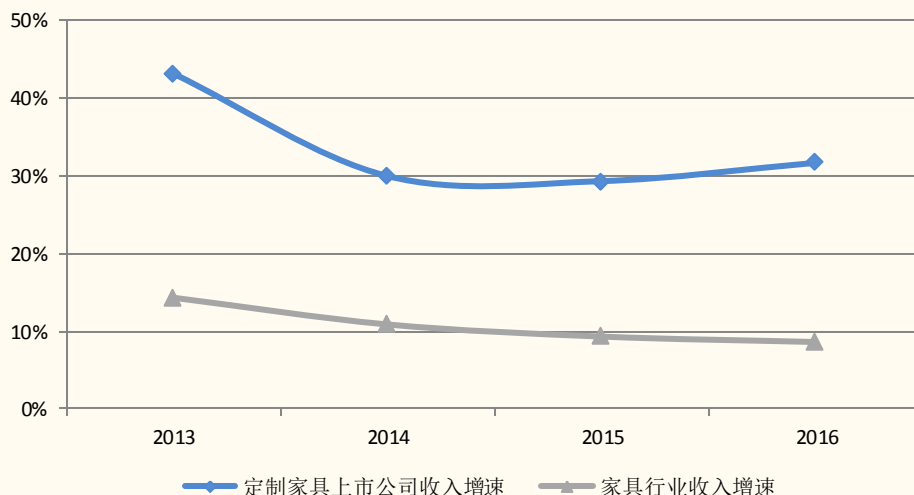
图表 13：我国城镇居民人均可支配收入持续增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **定制家具增速明显高于家具行业整体，拉动板式家具制造设备需求。**与传统的成品家具相比，定制家具在满足消费者个性化需求方面竞争优势明显，以索菲亚、尚品宅配、好莱客等为代表的主要定制家具公司近年来营业收入实现 30%以上的高速增长，显著高于家具行业整体 10%-15%的增长率。虽然定制家具在过去几年呈现快速发展的态势，但成品家具目前仍占我国家具市场 70%以上份额，定制家具占我国家具市场的份额还不足 20%，行业发展空间巨大。随着定制家具的快速发展，将带动高端板式家具机械设备的的需求量大幅提高。

图表 14：主要定制家具上市公司综合收入增速明显高于家具行业



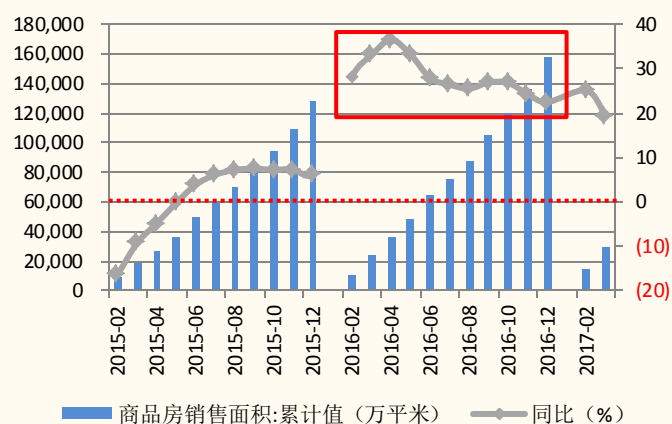
来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

备注：定制家具上市公司选取欧派家具、索菲亚、尚品宅配、好莱客、皮阿诺等 5 家公司

2.2、地产后周期效应传导，板式家具机械需求旺盛

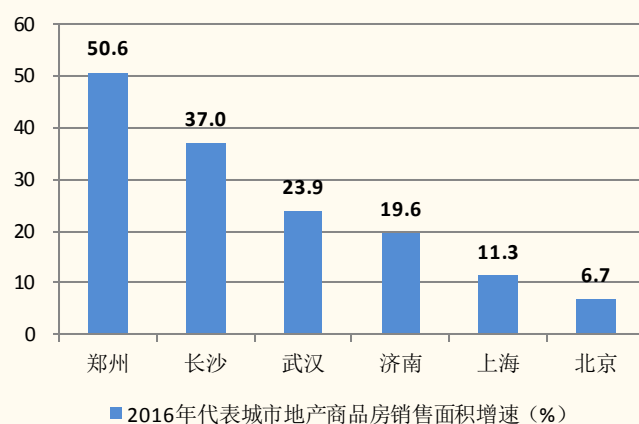
- **受益地产后周期，家具行业一季度增速明显提升。**2016 年国内地产销售增长超预期，全年商品房销售面积达到 15.73 万平米，同比增长 22.5%。16 年下半年起，一线城市地产调控加码增速回落，但郑州、武汉等二三线城市地产销售接力增长，以郑州为例 2017Q1 商品房销售面积同比大幅增长 26.5%。根据国金轻工组的研究，家具销售滞后于地产销售大概 8-12 个月，推算 2016 年 2 月以来国内商品房销售面积的高增长将逐步体现于今年的家具市场需求当中。从统计局公布的家具行业运行数据来看，2017 年一季度家具行业增速再上台阶，主营业务收入同比增速升至 12.6%，利润总额同比增速达 12.5%。地产后周期效应逐步传导，家具行业收入和利润的持续增长，将进一步带来对于板式家具机械等木工设备的需求增长。

图表 15：2016 年商品房销售面积高增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

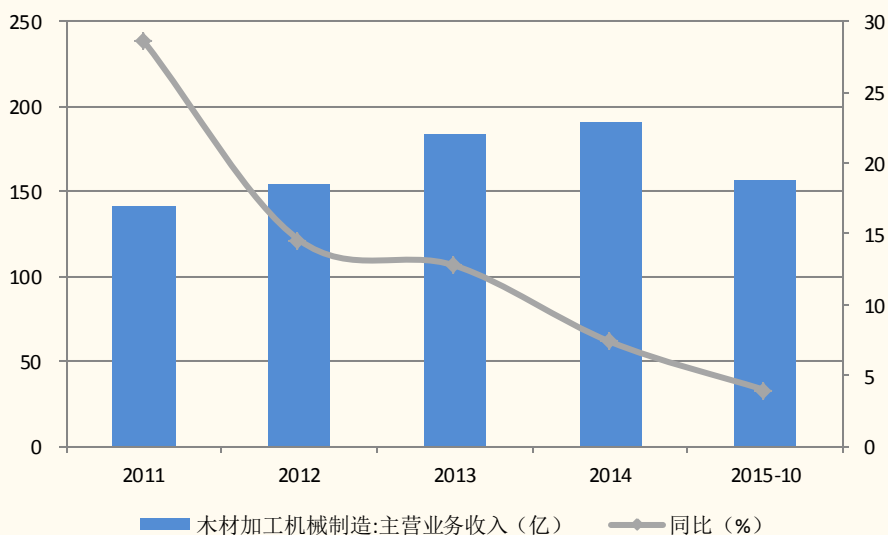
图表 16：三四线城市地产销售接力增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

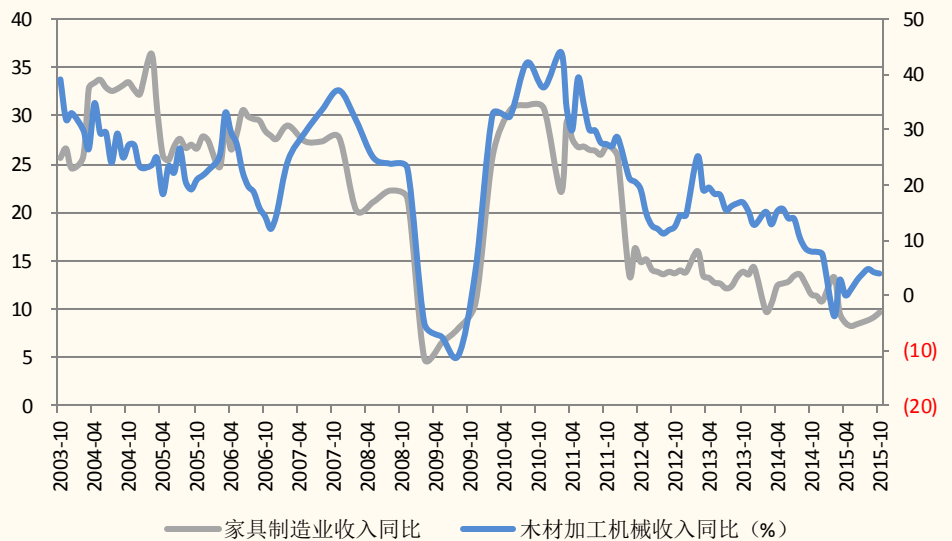
■ **木工机械市场与家具市场同步发展。**受益于国内家具行业的发展，国内木工机械行业规模保持同步增长，二者收入增速相关性高达 0.86。

图表 17：木工机械行业主营业务收入保持增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

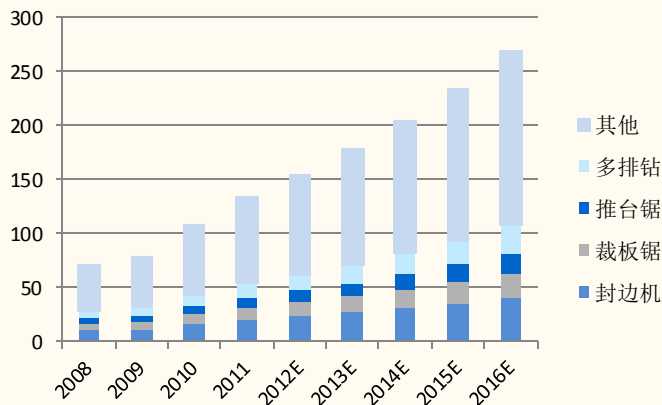
图表 18：木工机械与家具制造业收入增速一致性较高



来源：国家统计局，国金证券研究所

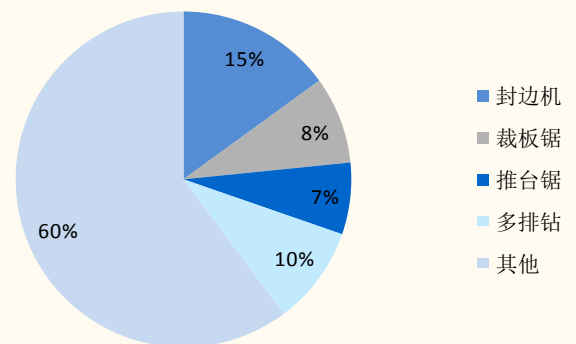
- 板式家具机械按用途分为 9 类，包括：裁板机械、封边机械、钻孔机械、联接机械、镂铣机械、表面处理机械、涂饰机械、组装机、其他机械等。封边机、裁板锯和多排钻是其中最主要的设备。根据中国轻工业信息中心数据，2011 年我国板式家具机械市场规模为 134 亿元，预计到 2016 年将增至 269.5 亿元，其中封边机 40 亿（占比 15%）、裁板锯 23 亿（占比 8%）、多排钻 26 亿（占比 10%）。

图表 19：板式家具机械发展规模



来源：公司招股书，哈尔滨林机所，国金证券研究所

图表 20：板式家具机械 2016 年规模预计



来源：公司招股书，哈尔滨林机所，国金证券研究所

2.3、家具公司密集上市，短期新增大量设备采购需求

- 家居公司密集上市，募投项目扩充产能，新增大量板式家具机械设备需求。2016 年 10 月以来，欧派家居、顾家家居、尚品宅配等多家公司首发上市，合计募集资金总额近 70 亿元；其中用于板式家具生产项目投资约 37.2 亿元，设备购置投资约 17.4 亿元，占比高达 46.9%，将在短期内新增大量家具机械设备需求。

图表 21：新上市定制家具公司募投项目中设备投资占比高

	序号	项目名称	项目总投资（万）	生产设备购置费（万）	设备投资占比	建设周期
欧派家居	1	广州年产15万套厨柜生产线建设项目	29445.7	12959	44.01%	2年
	2	天津年产15万套厨柜生产线建设项目	29244.36	10118.5	34.60%	2年
	3	广州年产30万套衣柜生产线建设项目	34098.27	24106.95	70.70%	2年
	4	无锡生产基地（一期）建设项目	78000	38394.6	49.22%	2年
	5	年产60万橡木门生产线建设项目	28298.47	16648.6	58.83%	2年
		小计	199086.8	102227.65	51.35%	
尚品宅配	1	智能制造生产线建设项目	82340.75	33145.87	40.25%	1.5年
		小计	82340.75	33145.87	40.25%	
皮阿诺	1	中山阜沙产能扩建项目	15430.93	6345.7	41.12%	2年
	2	天津静海产能建设项目一期	20422.3	7298.4	35.74%	2年
		小计	35853.23	13644.1	38.06%	
江山欧派	1	年产30万套实木复合门扩产项目	13,953.66	7,545.00	54.07%	1年
	2	年产30万套模压门扩产项目	3,753.25	2,857.38	76.13%	1年
	3	年产20.5万件定制柜类项目	37,000	14998	40.54%	2年
		小计	54,706.91	25,400.38	46.43%	
合计			371,987.69	174,418.00	46.89%	

来源：各公司招股书，国金证券研究所

- 板式家具机械企业包括国内外家具机械设备生产商。国外板式家具机械设备生产企业主要有德豪迈集团（HOMAG）、意大利比雅思集团（BIESSE）和意大利 SCM，国内主要厂商为弘亚数控、南兴装备和佛山新马。德国和意大利的板式家具机械技术水平处于国际领先地位，其技术全面性、设备自动化程度、加工精度和稳定性具备明显竞争优势。

图表 22：公司主要竞争对手

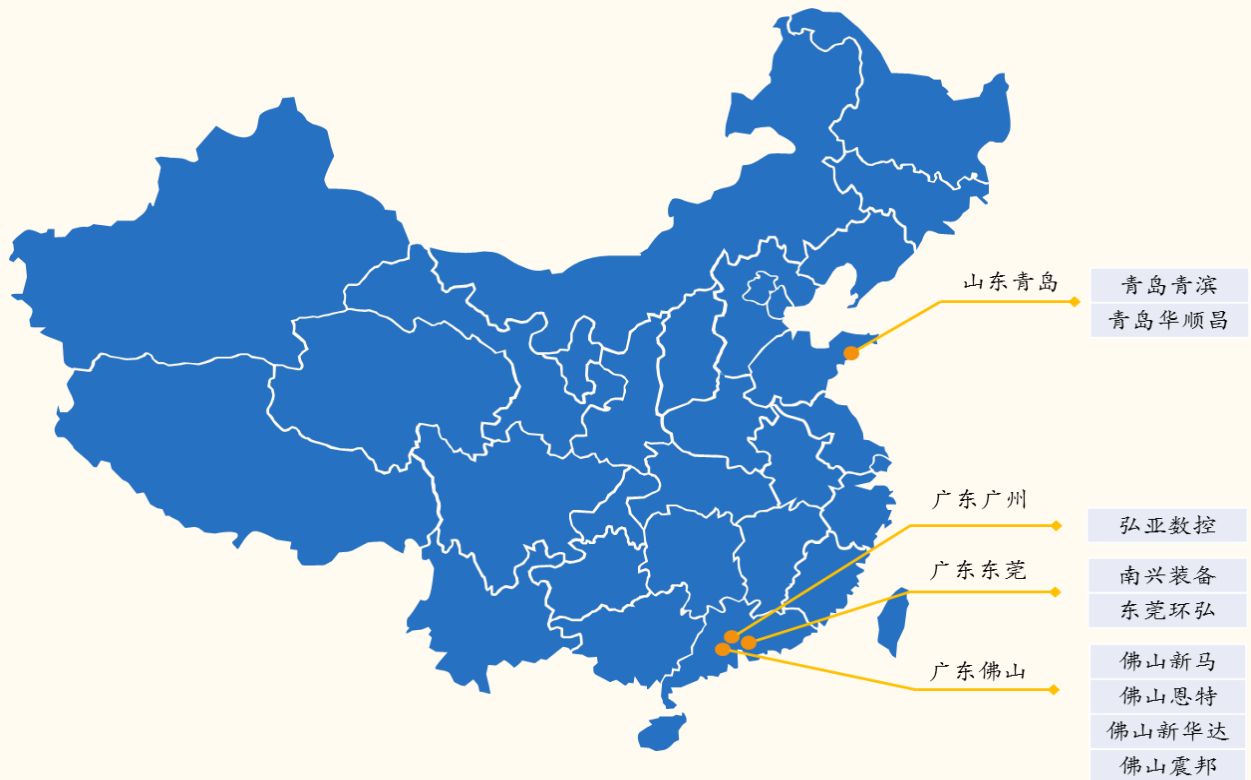
德国豪迈集团 (HOMAG)	德国豪迈集团成立于 1960 年，是一家专注于生产板式家具机械设备及相关产品的跨国企业。其产品系列齐全，综合实力较强，研发生产的木工机械产品在技术水平和产品质量等方面均处于世界领先地位。
意大利比雅思集团 (BIESSE)	意大利比雅思成立于 1969 年，是世界知名的木工机械制造行业跨国公司。其自成立以来致力于研发和生产高科技的木工领域的机械设备，为家具生产企业提供先进的木材、木基复合材、人造板生产加工整体流水线。
意大利 SCM 集团	意大利 SCM 集团成立于 1952 年，是国际木工机械行业的主要企业之一。该公司已有 60 年的木工机械生产经验，目前在全球有 27 个生产工厂和 27 个国外分支机构，业务及产品范围较广。
南兴装备	南兴装备成立于 1996 年，注册资本 10,934 万元，2015 年 5 月在深交所上市，证券代码 002757，是国内板式家具机械行业的代表性企业之一。该公司的主要产品包括裁板锯、推台锯、多排钻和封边机等板式家具机械设备及部分其他木工机械设备。2016 年营业收入为 5.03 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 0.66 亿元；201 年末资产总额为 9.67 亿元，归属于上市公司股东的净资产为 7.74 亿。
佛山新马	佛山新马成立于 2000 年，注册资本 4,000 万元，以实木家具机械、通用木工机床起家，是木工机械行业尤其是实木家具机械行业的领先企业，该公司也逐步把板式家具机械作为一个生产重要领域，生产推台锯、多排钻等产品。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 弘亚数控与南兴装备是国内第一梯队代表厂商，拥有各自差异化的竞争优势。目前，我国板式家具机械制造企业主要集中在广东、山东等地，大部分企业经营规模较小，缺乏自主研发和技术创新能力，低端市场同质化现象严重，价格竞争激烈。在中高端产品市场，由于技术门槛较高，竞争格局相对稳定，弘亚数控、南兴装备、佛山新马、青岛永强、东莞华力等国

内规模较大的板式家具机械企业，已具备一定的研发实力和品牌知名度，产品质量和性能较为稳定；其中弘亚数控与南兴装备是国内第一梯队代表厂商，拥有各自差异化的竞争优势，弘亚数控在封边机领域较为领先，南兴装备在裁板锯领域占据优势。

图表 23：板式家具机械产区集中于广东和山东

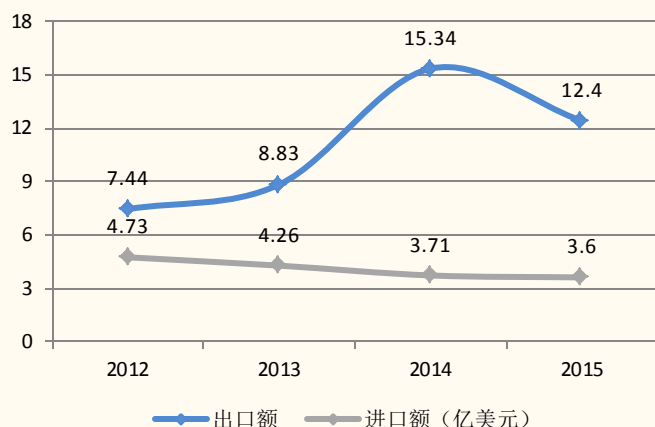


来源：公司招股书，《中国板式家具机械行业竞争力分析》，国金证券研究所

2.4、进口替代，国内中高端产品出口规模不断上升

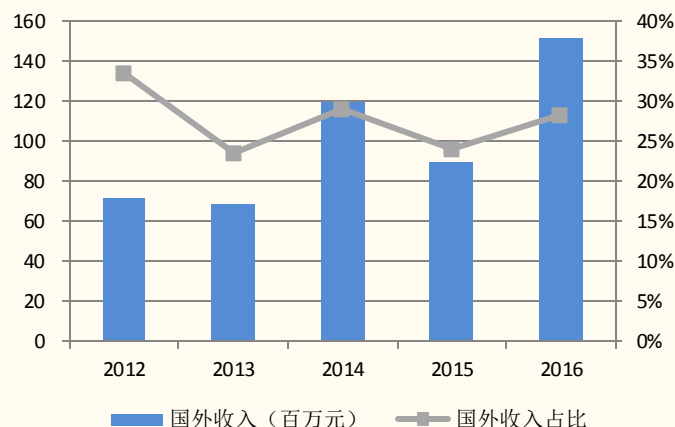
- **国内企业的产品更具适用性和性价比。**上世纪 90 年代以来，国内企业在消化吸收国外产品先进技术的基础上，逐步开发出适应国内市场的中低端板式家具机械产品。目前，国际品牌在产品工作效率、产品技术的全面性、产品质量的稳定性方面处于领先地位，国内企业在产品性能的适用性和性价比方面更能满足国内外市场的需求。近年来，随着技术的追赶，国内板式家具机械设备的性能品质不断提升，国内企业正在渐渐压缩进口设备在国内的市场份额，在市场规模总体增加的情况下，国内对木工机械设备的进口绝对额逐年下降。根据海关数据，我国木材等加工机床进口金额从 2012 年的 4.73 亿美元下降至 2016 年的 3.6 亿美元，同期出口金额由 7.44 亿美元增至 12.4 亿美元。

图表 24：木材加工机床等设备进出口额



来源：公司招股书，中国海关信息网，国金证券研究所

图表 25：弘亚数控海外收入规模扩大



来源：wind，国金证券研究所

- **板式家具机械中端产品具备国际竞争力。**国内少数优势企业将自身产品定位于附加值较高的中高端产品，通过持续技术研发和创新投入，已部分取代了国外企业的中端产品市场。国内板式家具机械的中端产品在加工精度、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。

图表 26：板式家具机械国内与国外品牌性能与价格对比

产品类型	国际领先水平	国内领先水平	国外品牌价格 (万元)	国内品牌价格 (万元)	国内/国外
封边机	1、同时备选封边条数目：32条 2、封边尺寸：8-60mm 3、封边端数：双端封边 4、最高进料速度：80m/min 5、封边条施胶加热系统：激光加热无胶粘合 6、上下料和对中：全自动上下料和自动对中	1、同时备选封边条数目：6条 2、封边尺寸：8-40mm 3、封边端数：双端封边 4、最高进料速度：50m/min 5、封边条施胶加热系统：电加热热熔胶粘合 6、上下料和对中：半自上下料和无对中系统	74.79	36.39	48.66%
裁板锯	1、同时裁板数目：32块 2、裁板尺寸：9*8尺 3、裁板方向：双向纵横裁板、任意角度裁板 4、最高进料速度：120m/min 5、全自动上下料	1、同时裁板数目：6块 2、裁板尺寸：6*8尺 3、裁板方向：单向裁板 4、最高进料速度：80m/min 5、半自动上下料	68.87	16.28	23.64%
多排钻	1、多排数目：10排以上，最多15排 2、每排轴数：21个以上，任意数控自动升降 3、同时加工面数和合计加工面数：5面和6面 4、最高进料速度：120m/min	1、多排数目：10排以上，最多15排 2、每排轴数：21个以上，同时自动升降 3、同时加工面数：4面 4、最高进料速度：60m/min	49.57	11.44	23.08%

来源：弘亚数控、南兴装备、尚品宅配招股书，国金证券研究所

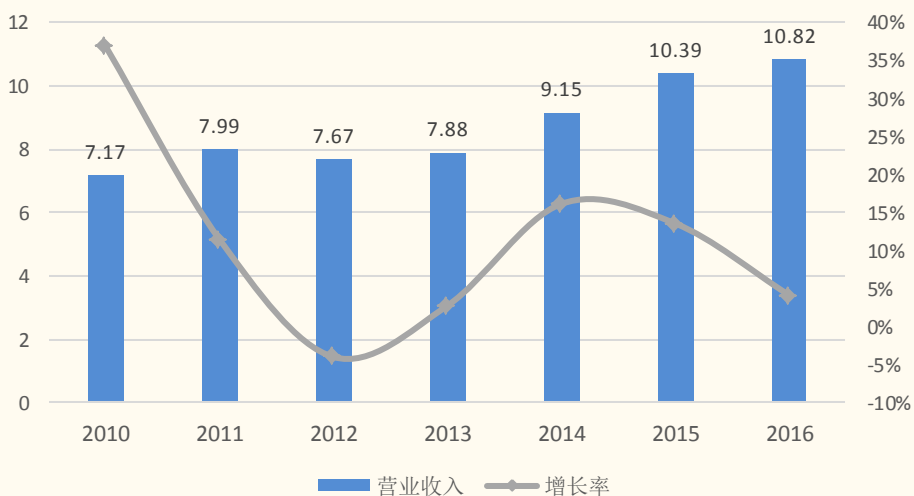
备注：国外品牌价格以尚品宅配募投项目设备采购明细为来源，多数为德国豪迈产品；国内品牌价格以弘亚数控分产品类型价格较高者为代表。

3、对比德国豪迈，从技术和市场建立核心竞争优势

3.1、德国豪迈：研发能力强劲，经营范围覆盖全球

- **世界公认的木工机械的领跑者。**德国豪迈成立于 1960 年，在创始人 Schuler 先生的带领下从作坊式小工厂迅速成长为如今世界公认的木工机械的领跑者，并已于 2007 年 7 月在德国证券交易所上市。豪迈的主要产品包括封边机、裁切机、电子锯、加工中心及砂光机等。德国豪迈作为一家全球性的企业，拥有国际生产工厂、销售与服务公司，在 100 多个国家拥有约 6000 名员工，拥有 1000 多项活跃的单项专利权，并占有接近 30% 的世界市场份额。2014 年杜尔集团收购豪迈集团过半股份，成为豪迈最大股东，2016 年德国豪迈营业收入达到 10.82 亿欧元。

图表 27：德国豪迈历年营业收入（亿欧元）



来源：德国豪迈年报，国金证券研究所

备注：2015 年和 2016 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

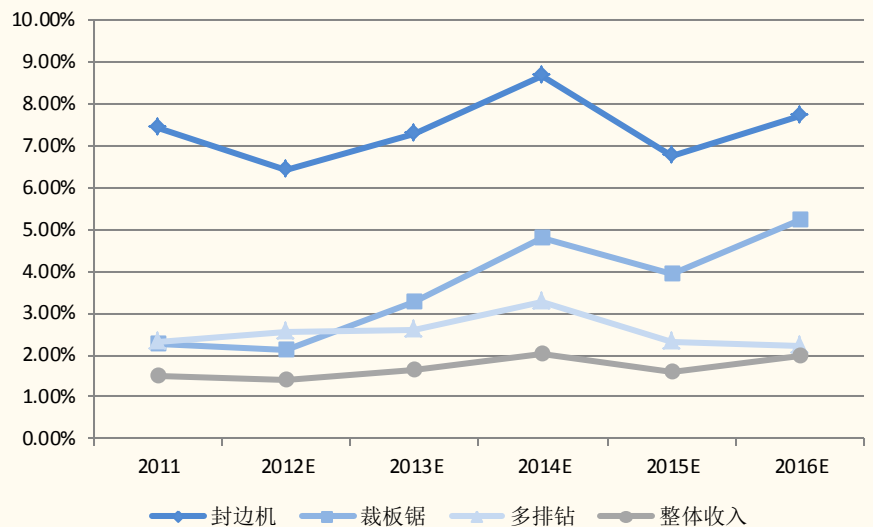
- **德国豪迈拥有顶尖的技术研发能力。**作为创新型市场的领头羊，豪迈一直处于技术研发创新的先锋位置，不断推出多样化的产品结构与技术组合，适应不断变化和发展的国际市场及客户的需求。2005 年推出 printLine，带有 InkJet 工艺的打印封边技术；2009 年推出 laserTec 无可见缝隙封边工艺；2010 年推出新的粘合技术 reacTec；2013 年推出新的操作表面 powerTouch。
- **经营范围覆盖全球，高性能产品出口获利。**在世界经济经历了一系列的变动后，巴西、俄罗斯、印度、中国等新兴市场蓬勃发展，成为豪迈产品的主要出口市场。对此，豪迈集团积极调整全球经营策略，不仅通过高性能产品的出口获利，也加大在上述地区的投资，扩大在当地市场的影响。1994 年，豪迈集团进入中国，成立豪德机械（上海）有限公司，2014 年豪迈集团在华销售额达到 1.1 亿欧元。目前，德国豪迈集团在全球 7 个国家拥有 15 家生产基地，23 家全资的销售和服务公司，约 60 家独家销售合作伙伴，销售网络遍布整个欧洲地区、中南美洲、北美、非洲和中东地区、澳洲和亚洲。
- **对我国板式家具机械行业发展的启示：**分析德国豪迈集团的成长之路和竞争优势，可以发现研发能力是关键，国内的板式家具机械企业需要加大研发投入，强化产品的竞争优势。同时，国内企业与德国豪迈相比产品和服务

务范围略显单薄，产品多样性和服务能力有待增强。最后，国内公司可以着眼全球市场，建立和完善销售网络，布局海外市场。

3.2、公司研发投入持续增长，封边机技术优势明显

- **研发实力强劲，封边机产品具有国际竞争力，国内市场份额领先。**公司专注于板式家具机械设备自动化与数控化的研发创新与设计优化，技术起点较高，拥有一支高素质的技术研发团队，形成了立体的技术创新和技术实现体系，技术开发实力及成果转化率国内领先。公司产品定位在中高端市场，国内市场市占率稳中有升，在封边机领域技术优势明显，市场占有率在 7%~8%，处于行业领先地位，产品定价能力较强，毛利率保持在 45% 以上。

图表 28：弘亚数控产品市占率及预测



来源：中国轻工业信息中心，哈尔滨林机所，国金证券研究所

- 2016 年公司研发投入金额为 2896.25 万元，较上年同期增长 26.9%，研发投入占营业收入比例为 5.42%，自主研发的产品已取得了 27 项专利和 10 项计算机软件著作权，获得业内认可。

图表 29：公司主要核心技术

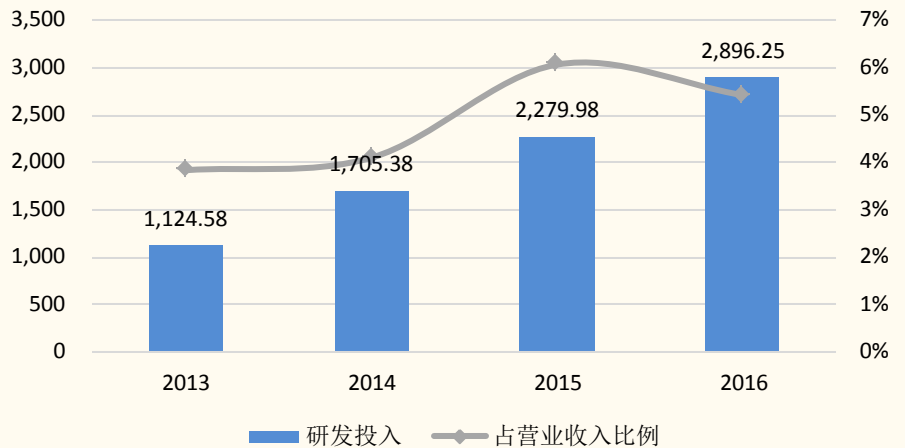
核心技术	技术来源	试用对象	所处阶段
自动跟踪仿行控制系统	自主研发	带仿行功能的直线封边机	大批量生产
新型封边涂胶系统	自主研发	直线封边机	大批量生产
新型封边机开槽机构	自主研发	带开槽功能的直线封边机	大批量生产
伺服控制修边机构	自主研发	高端直线封边机	试生产
电子锯控制和优化系统	自主研发	电脑控制数控裁板锯	大批量生产
点击开料锯机械手机构	自主研发	数控裁板锯	大批量生产
钻排气动锁紧装置	自主研发	自动送料多排钻	大批量生产
自动生产线中央控制系统	自主研发	自动送料多排钻	批量生产

数控钻双抓手同送板技术 自主研发 数控钻孔中心 小批量生产

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司近年研发投入持续增长。**2013-2016 年，公司研发投入从 1125 万元增至 2896 万元，年均复合增长 37%。公司目前拥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 加工中心项目等处于研发状态中，最近三年公司核心技术产品占营业收入的比例达到 80% 以上。

图表 30：公司近年研发投入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **产品质量优势造就客户资源和品牌优势。**经过多年经营，公司的“KDT”、“极东机械”品牌在行业内具备了较高的品牌认知度，树立了技术性能稳定、加工精度精准的口碑形象。公司拥有优秀的经销商体系，产品销往国内各大家具厂商，并远销 40 多个国家和地区，产品终端用户包括全友家私、好莱客、欧派家居、双虎家私、黎明家具、博洛尼、韩丽家居等知名家具企业。

图表 31：公司下游客户资源广泛



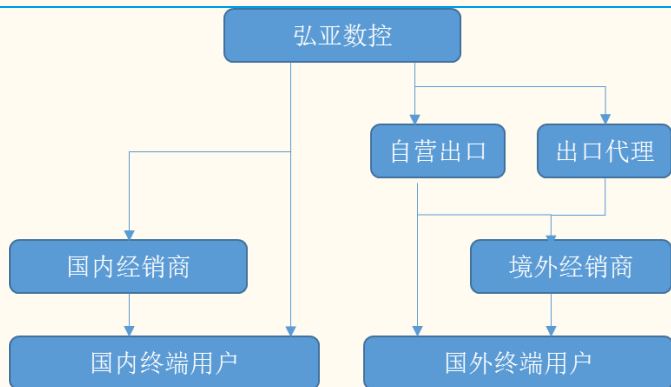
来源：国金证券研究所

3.3、经销商体系优势明显，保证业绩增长稳定

- **公司产品销售以经销商为主。**公司将销售力量主要投入到经销商体系的建设与维护，可以充分利用专业经销商的客户资源、售后服务能力和服务及时性优势。经销商制度由厂商负责生产，经销商负责销售，对比产品的直销模式更为经济、有效和专业：1.能够利用经销商的渠道资源，成本费用比较低，比较经济 2.能够利用经销商的分销、配送优势、实现产品的快速销售和市场覆盖 3.可以利用经销商的人脉、商誉、社会关系，发挥其本地化、专业化分销优势。

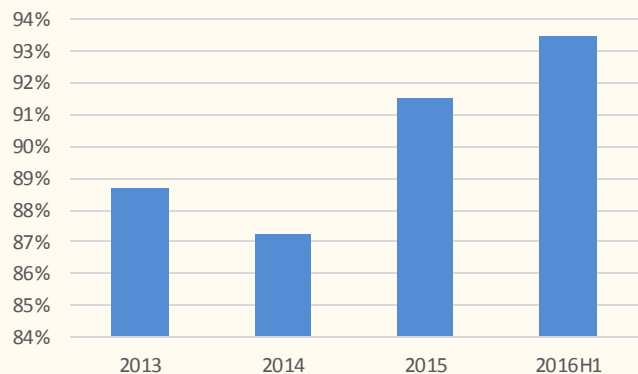
- **公司已经形成了完善的境内外经销商体系。**公司在国内外市场主要通过经销商向终端客户销售产品，少量产品直接销售给终端客户。截至 2015 年，公司拥有 69 家境内外经销商和 21 家境外经销商以及大量境内外直销客户，经销商销售体系已经十分完备。近几年，公司通过经销模式取得的销售收入占主营业务比重稳步提高，一直处于 90% 左右的高水平，2016 年 H1 已达到 93.49%。

图表 32：公司的销售体系



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

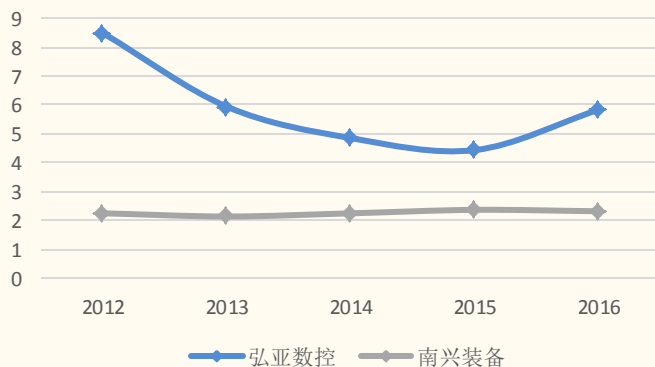
图表 33：公司经销收入占比较高



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

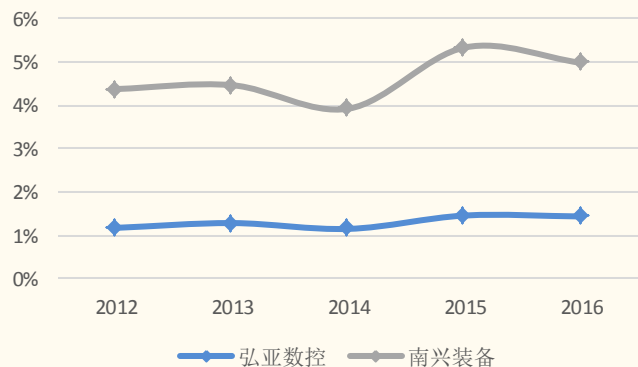
- **销售费用较同行更低。**国内板式家具机械的两大龙头弘亚数控和南兴装备主要销售模式不同：弘亚数控在国内外市场主要通过经销商向终端客户销售产品，南兴装备采用直销+经销商相结合的模式。在经销商数量方面，公司境内外经销商数量分别为 69、21 家，较南兴装备的 44、15 家具有明显的优势。2016 年公司的销售费用 763.5 万、占营收比例 1.43%，存货周转率 5.84 次，销售费用相比同行更低。

图表 34：与南兴装备存货周转率比较



来源：wind，国金证券研究所

图表 35：与南兴装备销售费用占比比较



来源：wind，国金证券研究所

- **珠三角地区家具制造业发达，依托区位优势订单增长稳定。**公司位于广东省广州市，区位优势明显。广州市周边地区是木工机械零部件的主要生产基地，原材料供应便捷、物流成本低；家具制造产业链完整，产业相关的研发、生产和销售人才聚集，行业发展信息和研发技术交流通畅。珠三角地区下游家具企业规模较大、数量较多，2017 年 3 月以来有欧派家居、尚品宅配、皮阿诺三家家具企业上市，下游需求增长稳定。此外，广州每年均举办广州国际木工机械展会，便于公司产品宣传、国内外客户拓展和持续稳定的订单。

图表 36：珠三角地区主要家具行业上市企业

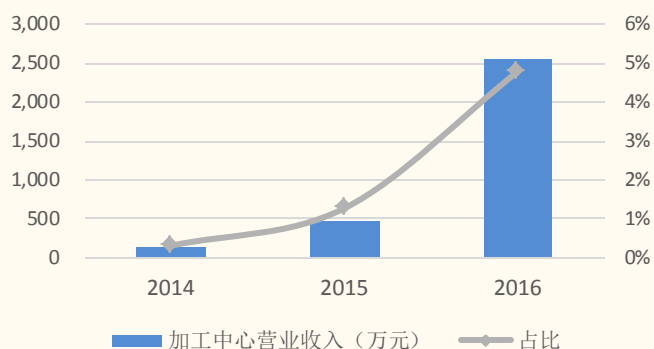
证券代码	证券简称	地址	主营产品类型	上市日期
603833.SH	欧派家居	广州市	家具	2017-03-28
600978.SH	宜华生活	汕头市	家具、木材及木材加工、木地板	2004-08-24
002572.SZ	索菲亚	广州市	家具	2011-04-12
300616.SZ	尚品宅配	广州市	家具、专业咨询服务	2017-03-07
603898.SH	好莱客	广州市	家具、物流仓储机械	2015-02-17
002853.SZ	皮阿诺	中山市	家具	2017-03-10

来源：wind，国金证券研究所

3.4、数控产品附加值较高，募投项目加码将成新增长点

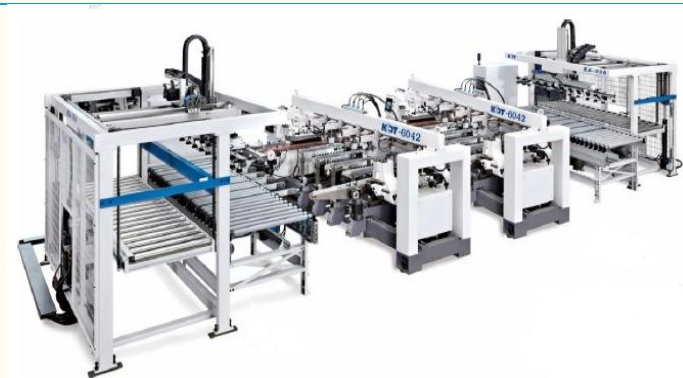
- **应用数控技术的中高端板式家具将成为市场主流。**应用数控技术改造传统制造业装备，是技术进步和发展的必然结果，也是国家推动产业升级政策的导向。从下游板式家具制造企业的需求来看，我国板式家具生产多年基本处于传统的机械化生产阶段，在当前行业竞争日趋激烈劳动力成本不断上涨形势下，选择更加智能、自动化更高、更具柔性的生产设备是板式家具企业降低用工成本、提高生产效率和市场竞争力的重要途径。国内板式家具企业对性能品质优良、自动化程度更高的中高端产品需求越来越迫切。

图表 37：公司加工中心产品发展迅速



来源：wind，国金证券研究所

图表 38：自动化生产线设备示意图



来源：wind，国金证券研究所

- **数控产品将成为公司未来业务的增长点。**2016 年，公司向市场推出数控钻孔中心、数控水平钻、自动贴标机等新产品，丰富了公司高端数控装备产品结构。公司未来将朝着工业 4.0 方向发展，在巩固高速封边机、数控裁板锯和自动多排钻等高端产品市场优势的同时，着力开拓平台式 CNC 木工加工中心、重型高速数控裁板锯、高速通过式数控钻孔中心、全套自动化生产线等其他产品的高端市场，数控产品将成为公司未来业务的增长点。
- **募投项目突破产能限制，强化规模优势。**公司首发上市公开发行人民币普通股 3336 万股，实际募集资金扣除发行费用后的募集资金净额为 30,346.96 万元，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需要的营运资金。本次募集投资项目的实施，将为公司新增板式家具机械产能 3320 台（套）/年，大幅提高公司高端数控装备的生产能力，并提升与生产相配套的研发、检测能力，提高关键零部件供应及时性，使公司更好地适应板式家具数控机械的市场需求增长。同时，公司产品的单位研发和生产成本也将会降低，研发和生产资源使用效率得到提升，进而强化公司的规模化优势，巩固产品的市场竞争力和公司整体盈利能力。

图表 39：公司募投项目情况

项目名称	投资总额 (万元)	建设期(月)	产能提升	经济效益
高端数控家具制造装备产业化建设项目	15,050.00	30	将实现整机产品年新增产能 3320 台(套)，包括：封边机 2600 台、裁板锯 250 台、多排钻 400 台及自动化生产线 70 套。	两个项目完全达产后，预计新增年均销售收入达到 2.94 亿元，年均税后利润 6016 万元；项目税后财务内部收益率为 40.49%，税后动态投资回收期 3.29 年，项目净现值 20600 万元。
高端数控家具制造装备产业化配套建设项目	5,325.00	12	将实现配套整机产品的关键精密机械零部件年新增产能 13850 件(套)。	
补充营运资金	10,000.00		主要用于信息化建设、重点市场开拓、产业并购、重大项目投资、基础研发项目投入、技术合作及人才引进等方面。	
合计	30,375.00			

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3.5、发布股权激励计划，业绩高增长确定性增强

- **发布股权激励计划，绑定核心员工利益。**公司 3 月公告拟以定向增发方式授予公司核心业务骨干 112 人合计 200 万股限制性股票，占公司股本总额 13,336 万股的 1.50%，授予价格为 26.91 元。其中首次授予 190.80 万股，预留 9.20 万股。为达到解锁条件，2017-2019 年公司净利润较 2014-2016 年均值分别增长不低于 35%、50%、65%，并且激励对象上一年度个人绩效考核必须达标，否则当年度限制性股票的解锁额度不可解锁，限制性股票由公司统一回购注销。公司推出股权激励计划绑定核心员工利益，未来业绩增长确定性增强。

图表 40：公司股权激励方案解锁条件

解锁期	解锁条件	解锁时间	解锁比例
第一个解锁期	以 2014-2016 年净利润均值为基数，2017 年净利润增长率不低于 35%	自预留授予日起 12 个月后的首个交易日起至预留授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个解锁期	以 2014-2016 年净利润均值为基数，2018 年净利润增长率不低于 50%	自预留授予日起 24 个月后的首个交易日起至预留授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个解锁期	以 2014-2016 年净利润均值为基数，2019 年净利润增长率不低于 65%	自预留授予日起 36 个月后的首个交易日起至预留授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%

来源：公司公告，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

- 我们预测公司 2017-2019 年营业收入为 7.9/10.5/13.7 亿元，分别同比增长 48%/33%/31%；归母净利润分别为 2.2/2.89/3.76 亿元，分别同比增长 42%/32%/30%；EPS 分别为 1.65/2.12/2.82 元，对应 PE 分别为 29/22/17 倍。

4.2、投资建议

- 我们认为定制家具受益消费升级与地产后周期带动处于需求上升期，叠加相关家具公司集中上市，募集资金进行产能扩充建设，板式家具机械作为核心生产设备投资占比较高，近年有望迎来需求快速增长期；公司作为国内板式家具机械龙头，产品定位中高端，下游客户广泛优质，具备较高成长性。我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 58-64 元。

风险提示

- 下游定制家具行业需求放缓，板式家具机械行业竞争加剧。

图表 41：公司产品收入拆分

产品销售收入（单位：人民币百万元）					
项 目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
封边机					
销售收入（百万元）	237.51	312.12	460.00	620.00	820.00
增长率（YOF）	-10.44%	31.42%	47.38%	34.78%	32.26%
毛利率	46.77%	50.79%	50.00%	50.00%	50.00%
占总销售额比重	63.20%	58.43%	58.23%	59.05%	59.85%
占主营业务利润比重	78.64%	73.95%	73.11%	73.74%	74.37%
裁板锯					
销售收入（百万元）	77.68	118.24	180.00	240.00	310.00
增长率（YOF）	-5.41%	52.21%	52.23%	33.33%	29.17%
毛利率	21.62%	26.05%	27.00%	27.00%	27.00%
占总销售额比重	20.67%	22.14%	22.78%	22.86%	22.63%
占主营业务利润比重	11.89%	14.37%	15.45%	15.41%	15.18%
其他					
销售收入（百万元）	60.63	103.77	150.00	190.00	240.00
增长率（YOF）	-11.41%	71.14%	44.55%	26.67%	26.32%
毛利率	22.07%	24.12%	24.00%	24.00%	24.00%
占总销售额比重	16.13%	19.43%	18.99%	18.10%	17.52%
占主营业务利润比重	9.47%	11.68%	11.44%	10.85%	10.45%
销售总收入（百万元）	375.83	534.14	790.00	1050.00	1370.00
销售总成本（百万元）	234.57	319.79	475.40	629.60	818.70
毛利（百万元）	141.25	214.35	314.60	420.40	551.30
平均毛利率	37.58%	40.13%	39.82%	40.04%	40.24%

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	416	376	534	790	1,050	1,370
增长率		-9.6%	42.1%	47.9%	32.9%	30.5%
主营业务成本	-251	-235	-320	-475	-630	-819
%销售收入	60.5%	62.4%	59.9%	60.2%	60.0%	59.8%
毛利	164	141	214	315	420	551
%销售收入	39.5%	37.6%	40.1%	39.8%	40.0%	40.2%
营业税金及附加	-3	-4	-7	-12	-16	-21
%销售收入	0.8%	0.9%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-5	-5	-8	-12	-16	-21
%销售收入	1.1%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-34	-33	-38	-63	-84	-110
%销售收入	8.2%	8.7%	7.1%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	122	100	162	228	305	401
%销售收入	29.4%	26.5%	30.3%	28.8%	29.0%	29.2%
财务费用	-1	0	0	8	10	15
%销售收入	0.3%	0.1%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	0	16	15	15	15
%税前利润	2.1%	0.5%	8.6%	5.8%	4.4%	3.4%
营业利润	123	100	177	251	330	430
营业利润率	29.6%	26.5%	33.2%	31.7%	31.4%	31.4%
营业外收支	2	3	5	6	7	8
税前利润	125	102	182	257	337	438
利润率	30.1%	27.2%	34.0%	32.5%	32.1%	32.0%
所得税	-17	-14	-26	-36	-47	-61
所得税率	13.9%	13.9%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	108	88	156	221	290	377
少数股东损益	-1	-1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	108	89	155	220	289	376
净利率	26.0%	23.7%	29.0%	27.8%	27.5%	27.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	108	88	156	221	290	377
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	10	13	16	20	24
非经营收益	-1	1	-15	-23	-22	-23
营运资金变动	-8	14	5	7	10	13
经营活动现金净流	107	113	159	221	298	391
资本开支	-140	-43	-12	-184	-148	-132
投资	0	0	20	0	0	0
其他	2	-1	1	15	15	15
投资活动现金净流	-138	-44	9	-169	-133	-117
股权募资	0	7	315	0	0	0
债权募资	0	0	0	10	0	1
其他	-12	-34	-85	0	0	0
筹资活动现金净流	-12	-27	230	10	0	1
现金净流量	-43	42	398	62	165	275

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4	46	348	409	574	850
应收款项	20	21	25	36	48	63
存货	60	46	64	94	124	161
其他流动资产	3	2	102	111	111	112
流动资产	88	115	538	651	858	1,186
%总资产	24.8%	28.1%	64.9%	58.3%	58.8%	62.3%
长期投资	3	26	46	46	46	46
固定资产	119	238	213	378	509	616
%总资产	33.6%	58.3%	25.7%	33.8%	34.9%	32.4%
无形资产	15	24	31	41	45	54
非流动资产	267	294	291	466	602	717
%总资产	75.2%	71.9%	35.1%	41.7%	41.2%	37.7%
资产总计	354	409	829	1,117	1,460	1,903
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	61	33	77	124	165	214
其他流动负债	12	11	18	29	42	58
流动负债	72	44	95	153	207	272
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	17	17	9	18	19	20
负债	89	61	104	171	226	293
普通股股东权益	254	330	706	925	1,213	1,588
少数股东权益	11	18	19	20	21	22
负债股东权益合计	354	409	829	1,117	1,460	1,903

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.083	0.891	1.163	1.647	2.166	2.819
每股净资产	2.538	3.299	5.295	6.940	9.099	11.910
每股经营现金净流	1.072	1.126	1.195	1.654	2.234	2.935
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	42.66%	27.02%	21.97%	23.73%	23.81%	23.67%
总资产收益率	30.56%	21.80%	18.71%	19.67%	19.79%	19.75%
投入资本收益率	39.60%	24.60%	19.13%	20.72%	21.25%	21.38%
增长率						
主营业务收入增长率	41.92%	-9.60%	42.12%	47.90%	32.91%	30.48%
EBIT增长率	53.04%	-18.61%	62.64%	40.70%	33.90%	31.39%
净利润增长率	58.95%	-17.67%	74.01%	41.57%	31.54%	30.13%
总资产增长率	45.57%	15.43%	102.73%	34.67%	30.72%	30.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.8	19.6	15.1	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	75.3	82.2	62.5	72.0	72.0	72.0
应付账款周转天数	41.2	40.1	30.4	42.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	103.8	230.3	144.8	104.8	89.8	83.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.61%	-13.22%	-47.95%	-43.30%	-46.54%	-52.71%
EBIT利息保障倍数	86.0	243.8	-1,740.2	-29.1	-29.9	-27.2
资产负债率	25.14%	15.03%	12.57%	15.35%	15.45%	15.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD