



买入

35% ↑
目标价格:人民币 69.20

002833.CH

价格:人民币 51.40

目标价格基础:30倍 18年市盈率

板块评级:未有评级

本报告要点

- 房地产后周期至少在2017年将持续,板式家具随消费升级渗透率不断上升,需求快速增长可期。
- 进口替代、集中度提升长期持续,龙头受益。
- 重技术、轻资产、经销模式成熟共筑核心竞争力
- 募投提产能,股权激励及时,释放长期发展潜力。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	165.2	(11.5)	(13.4)	0.0
相对深证成指	163.5	(11.4)	(15.3)	(0.4)

发行股数(百万)	135
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,715
3个月日均交易额(人民币 百万)	119
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
李茂洪	41

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年7月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

闵琳佳

(8621)20328512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

弘亚数控

板式家具龙头再起航

弘亚数控主要研发、生产、销售封边机、裁板锯、多排钻、加工中心及自动化生产设备等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。多年深耕板式家具机械设备终成为行业龙头, 2016年公司收入、归母净利润分别达到5.3亿、1.55亿成功跃居行业第一, 并且2017年高速增长仍在延续。我们认为板式家具将在地产后周期延续与渗透率提升的双重驱动下继续高速增长, 带动下游机械设备需求快速增长。同时, 伴随国内企业技术的提升, 进口替代与行业集中度提升的趋势将在长期持续。公司作为龙头企业, 拥有领先的产品技术、优秀的成本管理与成熟的经销商网络。经上市融资后将进一步扩张产能、加快产品更新速度、优化产品结构, 马太效应逐渐显现。我们预计公司2017-18年归属于母公司净利润分别为2.2亿、3.1亿、4亿, 对应每股收益1.66元、2.31元、2.99元, 给予30倍2018年动态市盈率, 对应目标价69.20元, 首次评级给予买入。

支撑评级的要点

- 需求方面, 作为地产后周期的下游家具行业已自2016年末开始显现此轮房地产从2015年开始的复苏, 并且将贯穿2017全年。中长期看, 家具消费的升级将继续提升板式家具在整个木制家具中的占比。两大驱动因素叠加之下, 板式家具制造业持续增长可期, 产能扩张将带来设备需求的持续攀升。
- 供给方面, 行业整体尤其是龙头企业技术的提升将逐渐改变进口品牌主导、行业集中度低的现状, 市场向国产品牌、国产龙头集聚将持续凸显。
- 公司在研发、生产、销售方面均有突出的竞争力: 专注主业生产研发, 持续提升技术打造超高盈利能力核心产品; 外协与自制结合, 轻资产加快运营效率; 成熟完善的经销体系, 支撑快速扩张降低销售费用。
- 募投资金集中于主业产能扩张与产品升级, 股权激励惠及管理层与核心技术人员, 释放长期发展潜力。

评级面临的主要风险

- 地产行业超预期下滑。

估值

- 我们预计公司2017-18年每股收益1.66元、2.31元、2.99元, 给予30倍2018年动态市盈率, 对应目标价69.20元, 首次评级给予买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	376	534	826	1,132	1,472
变动(%)	(10)	42	55	37	30
净利润(人民币 百万)	89	155	221	308	398
全面摊薄每股收益(人民币)	0.891	1.163	1.660	2.307	2.988
变动(%)	(17.7)	30.5	42.7	39.0	29.5
全面摊薄市盈率(倍)	57.7	44.2	31.0	22.3	17.2
价格/每股现金流量(倍)	45.6	43.0	23.3	17.3	16.9
每股现金流量(人民币)	1.13	1.19	2.21	2.96	3.04
企业价值/息税折旧前利润(倍)	63.5	37.3	19.9	14.3	13.0
每股股息(人民币)	0.000	0.144	0.224	0.311	0.403
股息率(%)	n.a.	0.3	0.4	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

板式家具设备龙头	5
地产后周期叠加消费升级点燃需求持续攀升.....	7
地产后周期推动家具制造业繁荣.....	7
消费升级促进板式家具渗透率提升	8
设备投资同步下游快速增长	9
技术提升驱动进口替代与市场集中度提升	11
进口替代趋势明显.....	11
市场集中度有望提升	12
重研发、轻资产、经销模式打造 TOP1	13
研发持续投入，技术达到国内领先	13
外协模式助力轻资产运行.....	15
经销网络成熟，成本控制显著	15
募投提产能、股权做激励助力持续发展.....	17
盈利预测与估值	19
附录.....	20
研究报告中所提及的有关上市公司.....	25

图表目录

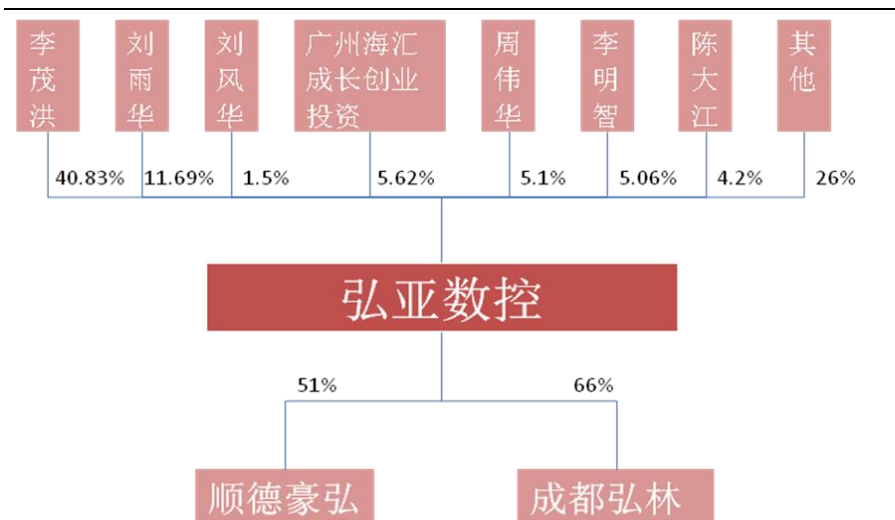
股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 股权结构	5
图表 2. 公司所处产业链及主要产品	5
图表 3. 营业收入触底回升.....	6
图表 4. 净利润水平创新高.....	6
图表 5. 核心产品毛利率水平.....	6
图表 6. 综合毛利率与净利润水平保持高位	6
图表 7. 木质家具制造业景气度滞后商品房销售约 9 个月至 1 年.....	7
图表 8. 房屋新开工面积	8
图表 9. 商品房销售面积	8
图表 10. 板式家具优点明显.....	8
图表 11. 家具制造业收入	9
图表 12. 木质家具制造占比逐步上升	9
图表 13. 主要板式家具企业近年增长远超木质家具行业.....	9
图表 14. 木质家具制造业设备投资.....	10
图表 15. 2016 年板式家具市场容量及细分.....	10
图表 16. 国内外板式家具机械主要制造商	11
图表 17. 木工家具机械进出口.....	11
图表 18. 国内品牌市占率估测.....	12
图表 19. 研发投入绝对值比较.....	13
图表 20. 研发投入占收入规模比较.....	13
图表 21. 产品技术水平（黑体字为弘亚可达到水平）	14
图表 22. 封边机单价比较	15
图表 23. 封边机毛利率比较.....	15
图表 24. 固定资产占总资产比重	15
图表 25. 存货周转率比较	15
图表 26. 2015 年经销商数量已遥遥领先	16
图表 27. 销售费用率对比	16
图表 28. 募投项目（万元）	17
图表 29. 募投达产后产能增长.....	17
图表 30. 技术储备	17

图表 31. 首次授予名单.....	18
图表 32. 解禁业绩要求与费用.....	18
图表 33. 收入预测	19
图表 34. 毛利预测	19
图表 35. 公司主要封边机产品.....	20
图表 36. 公司主要裁板锯产品.....	21
图表 37. 公司主要多排钻产品.....	21
图表 38. 加工中心	22
图表 39. 自动化生产设备	22
图表 40. 自动化生产设备	23
损益表(人民币 百万)	24
资产负债表(人民币 百万).....	24
现金流量表(人民币 百万).....	24
主要比率 (%).....	24

板式家具设备龙头

弘亚数控专业从事板式家具机械专用设备研发、生产和销售，已跃居板式家具设备龙头企业。自 2006 年创立以来，公司一直由李茂洪控股并担任董事长一职，截至今日，李茂洪拥有公司 40.83% 的股权，并与刘雨华、刘风华三人构成一致行为人共同控制公司 54.01% 的股份，拥有公司的绝对控制权。

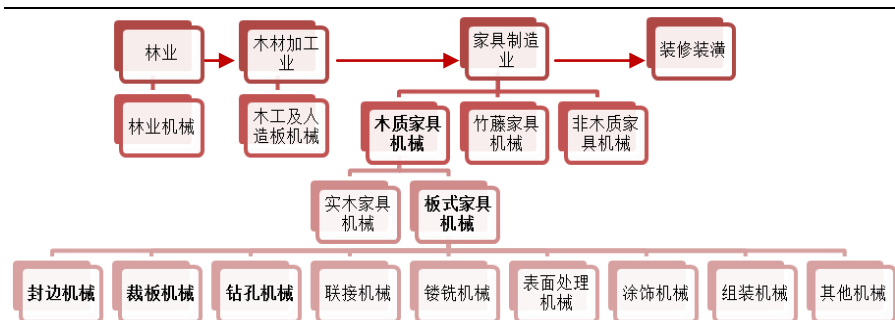
图表 1. 股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

公司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。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）等系列产品。

图表 2. 公司所处产业链及主要产品

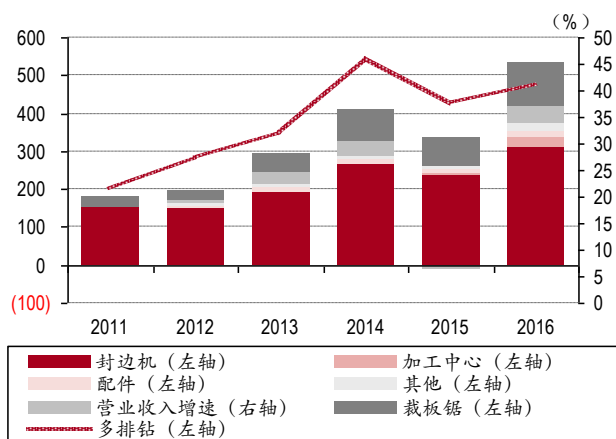


资料来源：招股书整理，中银证券

2011 年以来，经过多年专注深耕板式家具机械行业，公司收入与利润规模除 2015 公司因降价抢占市场份额外逐年攀升，至 2016 年达到历史新高水平。2016 年实现营业收入 5.34 亿元，同比增长 42%，2011-16 年复合增速 22%，实现归属于母公司净利润 1.55 亿元，同比增长 74%，2011-16 年复合增长 31%。2017 年第一季度即实现收入 1.89 亿，同比增长 83%，实现归属于母公司净利润 0.51 亿元，同比增长 153%，预计归母净利润将达到 0.93-1.2 亿，上半年公司收入与利润增速再创新高。

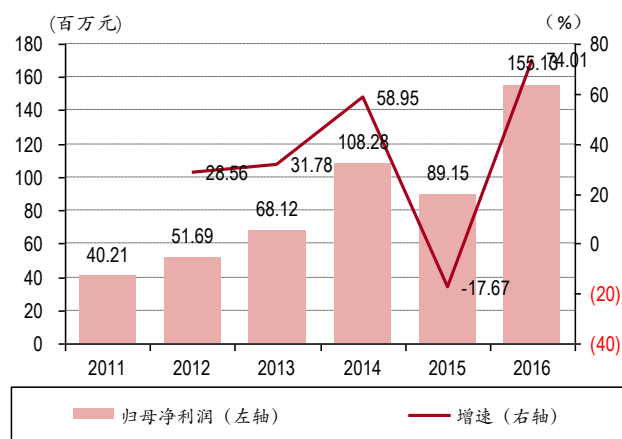
从收入结构来看,公司拳头产品封边机占收入的比例一直保持在50%以上,其他产品包括裁板锯、多排钻、加工中心等也在快速扩张,至2016年三大产品封边机、裁板锯、多排钻分别占营业收入的58%、22%、8%。

图表 3. 营业收入触底回升



资料来源:公司公告、中银证券

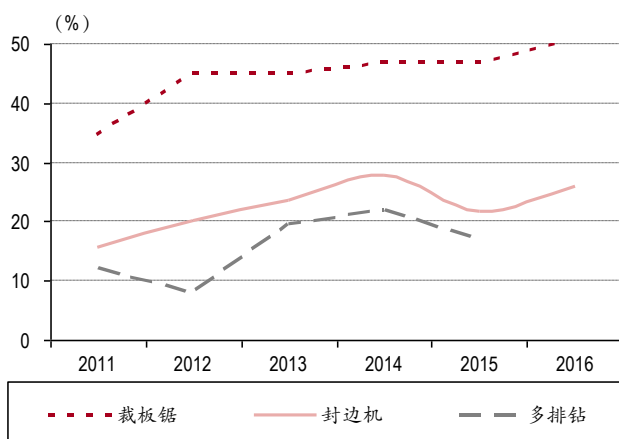
图表 4. 净利润水平创新高



资料来源:公司公告、中银证券

盈利能力方面,公司所生产的裁板锯因其技术优势与较高的单价毛利率在高位上持续上升,成为公司最为赚钱的产品。2016年裁板锯录得50.8%的毛利率,带动综合毛利率达到40.1%,净利润率达到了29.23%,均创下历史高点。

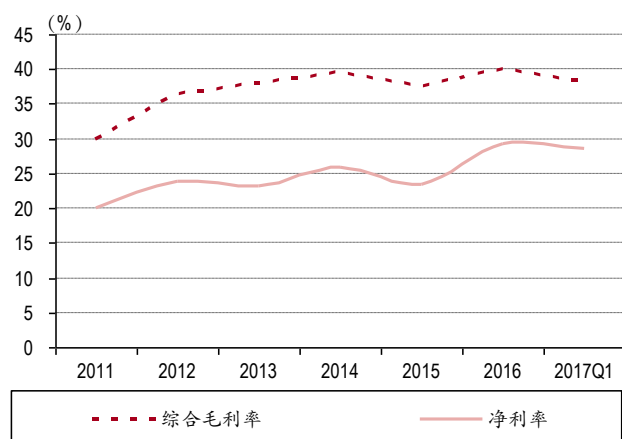
图表 5. 核心产品毛利率水平



资料来源:公司公告、中银证券

*由于多排钻2016年收入占比未达到10%,公司未披露其当年毛利率

图表 6. 综合毛利率与净利润水平保持高位



资料来源:公司公告、中银证券

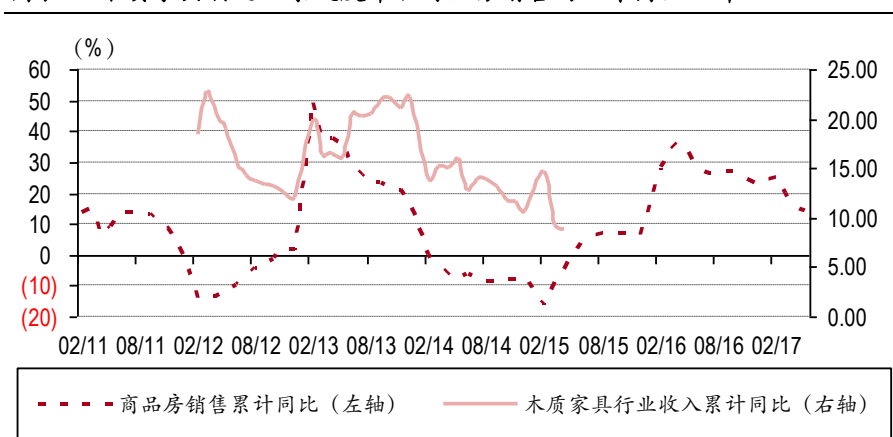
地产后周期叠加消费升级点燃需求持续攀升

公司下游为板式家具制造业，其景气度直接影响板式家具设备行业的发展。短期内，我们认为作为地产后周期的家具行业已自 2016 年末开始显现此轮房地产从 2015 年开始的复苏，其并且预计这一趋势将持续至 2017 年。中长期看，家具消费的升级驱动个性化、定制化需求，将继续提升板式家具在整个木制家具中的占比。两大驱动因素叠加之下，板式家具制造业持续增长可期，产能扩张将带来设备需求的持续攀升。

地产后周期推动家具制造业繁荣

对家具的需求主要来自于新购房屋的装修和旧房翻修，因而房地产行业的景气程度对其有着直接影响，同时家具的购置一般产生于装修过程的最后阶段，其与房屋的购买形成一定时间差距，导致行业需求变化滞后于房地产景气变化。观察上一轮地产周期变化（以商品房销售面积累计同比为代表）与家具行业周期变化（以木质家具制造业收入累计同比为代表）的关系可见，2012 年 2 月至 2013 年 2 月一年内商品房销售面积累计同比增速从最低谷 14% 的负增长快速回升至高点 49.5% 的正增长，并在 2013 年录得全年 17.3% 的正增长；而木质家具制造业在 2012 年 12 月营收增速才下滑至此轮周期的最低点 11.94%，而后在 2013 年 12 月达到最高点 22.14%，整个发展过程滞后房产销售 10 个月的时间。

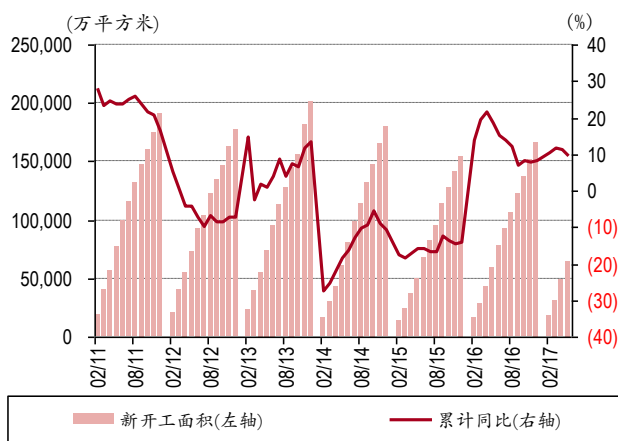
图表 7. 木质家具制造业景气度滞后商品房销售约 9 个月至 1 年



资料来源：万得，中银证券

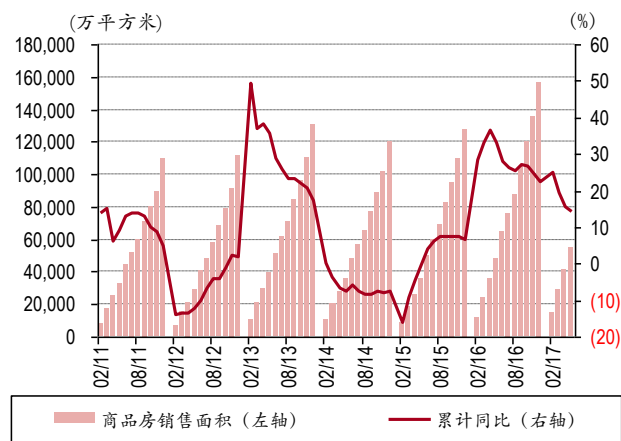
自 2015 年伊始，国内房地产行业经历了从谷底到繁荣的又一个周期变化，2015 年 2 月商品房销售面积累计同比增速再次降至冰点 -16.3%，较 2012 最低增速更低，而随着行业复苏至 2016 年 4 月这一数据再次攀升至高点 36.5%，并在 2016 年全年收获 22.5% 的超高增速（2011 年以来年度最高增速）。2015 年 6 月至 2017 年 5 月，此轮房地产周期已经经历了整整 24 个月的正增长，较上一轮周期 14 个月的正增长已超过 10 个月之久，且预计这一趋势仍将继续。假设按照 10 个月的滞后，木工家具行业应在 2015 年 12 月见底后逐渐回升，并在 2017 年 2 月达到增速最高点，并且在持续的地产行业正增长下大概率全年保持较高的增速。

图表 8. 房屋新开工面积



资料来源：万得、中银证券

图表 9. 商品房销售面积

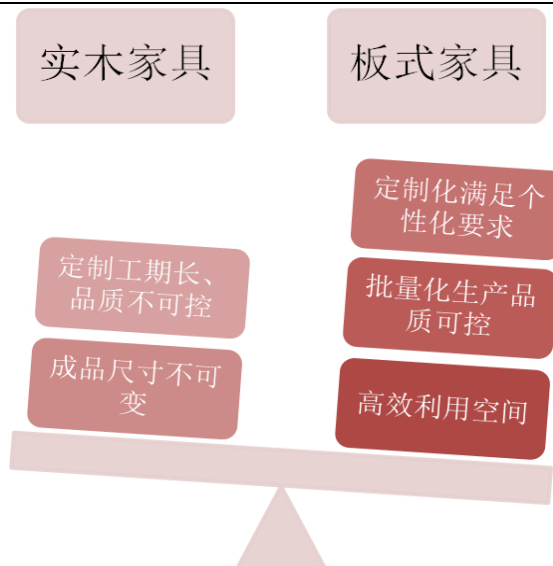


资料来源：万得、中银证券

消费升级促进板式家具渗透率提升

板式家具是以人造板为基本材料，配以各种贴纸或者木皮，经锯切、封边、钻孔、铣型、表面处理而制成的拆装组合式家具。与传统实木相比，板式家具能够在标准化生产的模式下满足消费者个性化、定制化、节省空间等要求，为消费者提供高标准、高品质的产品和高效率的生产安装服务。

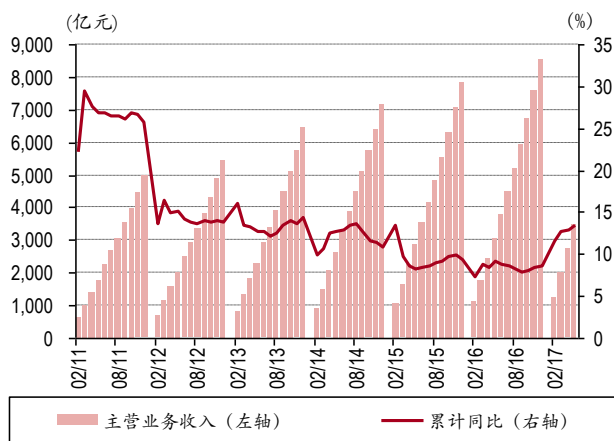
图表 10. 板式家具优点明显



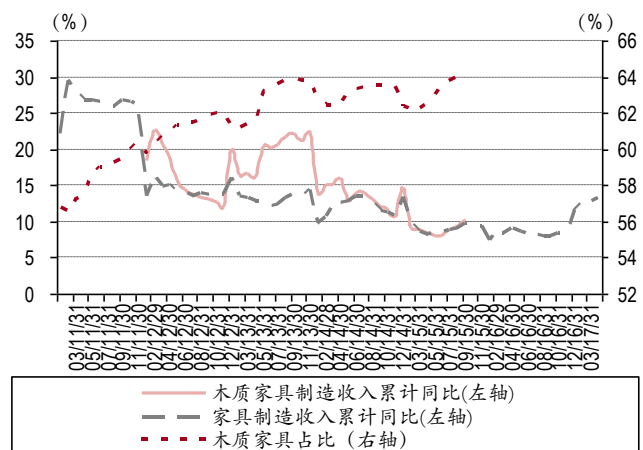
资料来源：中银证券

目前我国主要板式家具如整体橱柜、整体衣柜的市场渗透率分别为 60%、20%，随着我国城镇化进程的加快、城镇居民可支配收入的增长，居民消费升级下板式家具渗透率有望继续提升。

2016 年我国家具制造业营业收入总计达到 8,559.5 亿元，同比增长 8.6%，近三年复合增速 9.8%。其中木质家具制造业的收入占整个家具制造行业收入的比重逐步加大，从已有数据来看 2015 年底这一占比已经达到近 64%，其历年增速也基本高于整个家具行业的增长。

图表 11. 家具制造业收入


资料来源：万得、中银证券

图表 12. 木质家具制造占比逐步上升


资料来源：万得、中银证券

由于缺乏板式家具行业的整体收入统计,我们以行业 6 家主要上市公司收入情况作为代表统计其历年收入增速可见,6 家公司 2014-16 年总收入增速分别为 22.3%、23.86%、29.39%,远高于同期木质家具行业和整个家具制造业的收入增速。根据万得一致预期 2017-19 年板式家具龙头企业将继续高速增长,其增速继续领跑整个家具制造业。

图表 13. 主要板式家具企业近年增长远超木质家具行业

公司	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
皮阿诺	4.20	5.03	5.12	6.30	8.25	11.46	15.02
尚品宅配	11.75	19.12	30.88	40.26	54.39	73.72	99.09
美克家居	26.75	27.14	28.59	34.67	42.24	51.90	63.75
我乐家具	4.68	5.20	5.79	6.76	10.99	0.00	8.61
欧派家居	39.95	47.51	56.07	71.34	90.77	115.63	146.04
好莱客	6.50	9.01	10.82	14.33	19.89	26.86	35.49
索菲亚	17.83	23.61	31.96	45.30	64.27	86.57	113.24
合计	111.67	136.63	169.22	218.96	290.79	366.14	481.24
同比增长 (%)		22.35	23.86	29.39	32.81	25.91	31.44
木质家具行业收入增速 (%)		10.66	10.08	-			
家具制造业收入增速 (%)		10.86	9.30	8.6			

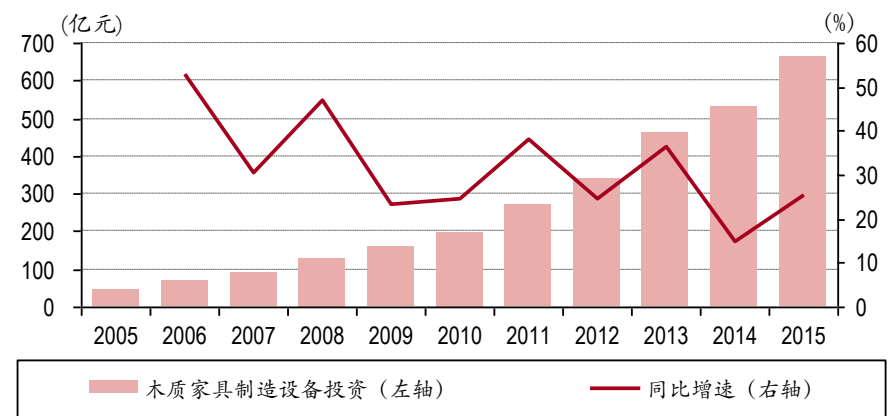
资料来源：万得、中银证券

*各公司收入预测采用万得一致预期

设备投资同步下游快速增长

在行业快速增长的趋势下设备投资同步扩张,至 2015 年我国木质家具制造业设备投资达 665 亿,十年复合增速 31%,高速的扩张是我国木质家具制造业规模化、工业化、信息化的见证。

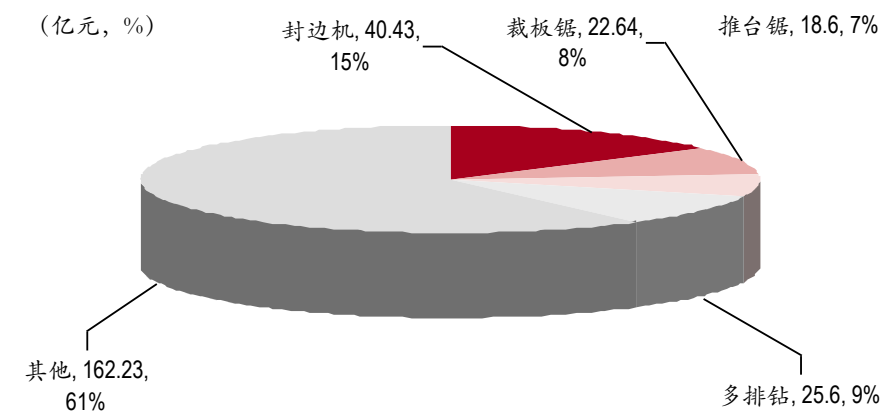
图表 14. 木质家具制造业设备投资



资料来源：统计局，中银证券

与传统的实木家具行业相比，板式家具更强调以自动化机械和信息技术手段为前提的工业化生产，注重生产效率，通过应用现代板式家具生产设备和信息技术实现快速高效生产。预计 2016 年我国板式家具设备市场容量达到 269.5 亿元，我们认为在下游行业持续繁荣下设备需求将进一步快速增长。

图表 15. 2016 年板式家具市场容量及细分



资料来源：招股说明书，中银证券

技术提升驱动进口替代与市场集中度提升

全球板式家具机械源自德国、意大利、日本等世界木工机械先进制造国家，其中德国和意大利的板式家具的技术水平处于国际领先地位，代表性企业包括德国豪迈、欧登多，意大利比雅斯、SCM 等。国内板式家具机械自上世纪 90 年代以来通过引进、消化、吸收国外技术的基础上研发出一系列中低端产品，以价格优势抢占市场。由于下游市场分散及国内厂家技术水平普遍不高，设备行业竞争激烈，格局分散，部分企业如弘亚数控、南兴装备、佛山新马、东莞华力、青岛永强脱颖而出，但整体市占率仍不高，虽然弘亚数控、南兴装备两公司作为行业第一梯队企业其他国内竞争者在规模差距已经明显，但与国际龙头相比仍有超过十倍的差距，未来空间巨大。

图表 16. 国内外板式家具机械主要制造商

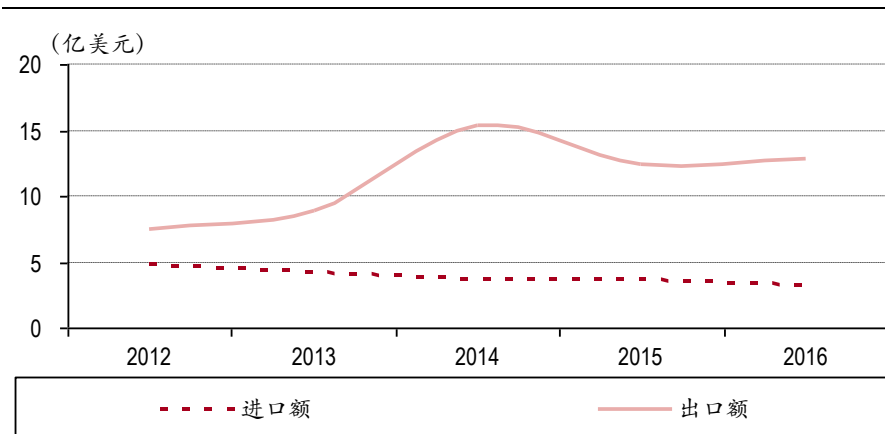
公司	2016 年收入规模	主要业务
德国豪迈	10.82 亿 EUR	为客厅与办公家具、厨房家具、实木与复合地板、窗子、门、楼梯或者整体木结构房屋等提供从专业设备、控制软件到整体解决方案等一系列产品与服务
意大利比雅斯	6.18 亿 EUR 其中木工机械 4.81 亿 EUR	为木工、玻璃、石材、塑料等制造设备
弘亚数控	5.34 亿 RMB	封边机、裁板锯、多排钻等板式家具机械
南兴装备	5.02 亿 RMB	封边机、多排钻、推台锯、裁板锯、加工中心等板式家具机械
佛山新马	-	榫头榫槽、锯机、钻机、镂机、等木工机械
青岛永强	-	数控开料机、木工加工中心、裁板锯（推台锯）、封边机、多排钻等板式家具机械

资料来源：各公司官网，中银证券

进口替代趋势明显

随着国内板式家具机械制造业的发展，电子、数控、激光等制造技术不断提升，产品在自动化、集成化、柔性化、智能化等方面有着长足进步，部分产品技术已经能够达到国际水平，并逐步实现进口替代。根据海关信息，近年来木工家具出口额不断上升而进口额逐渐下滑，从侧面印证了进口替代的趋势，并且随着国内技术的不断提升，这一趋势将得到持续。

图表 17. 木工家具机械进出口



资料来源：招股说明书，公司公告，中银证券

市场集中度有望提升

国内板式家具机械制造商的技术上升带来有望带来另一趋势——市场集中度的提升。目前国内少数企业技术已经从最初的简单模仿逐步提升至自主研发阶段，产品进入中高端市场。企业技术的升级代表着竞争力的提升，必将挤压低端、仿造类产品的市场。虽然目前行业集中度仍然较低，排名前二的企业弘亚与南兴整体规模相当，合计市占率不超过4%；但随着两家企业先后上市，技术、市场与品牌的积累在资本的力量下有望实现规模的飞跃与竞争力的进一步提升，马太效应显现，市场向龙头集聚趋势不可阻挡。

图表 18. 国内品牌市占率估测

公司名称	市占率估测
德国豪迈	全球 30%木工机械市场
意大利比雅斯	全球 10-15%
弘亚数控	国内 2%
南兴装备	国内 1.9%
青岛永强	国内 1%左右
佛山新马	国内<1%

资料来源：中银证券

重研发、轻资产、经销模式打造 TOP1

经过多年发展，弘亚数控于 2016 年实现收入规模反超一举成为行业 TOP1，我们认为其成功主要源自公司以下核心竞争力：

重研发：大量投入研发提升技术水平，打造超高盈利能力核心产品

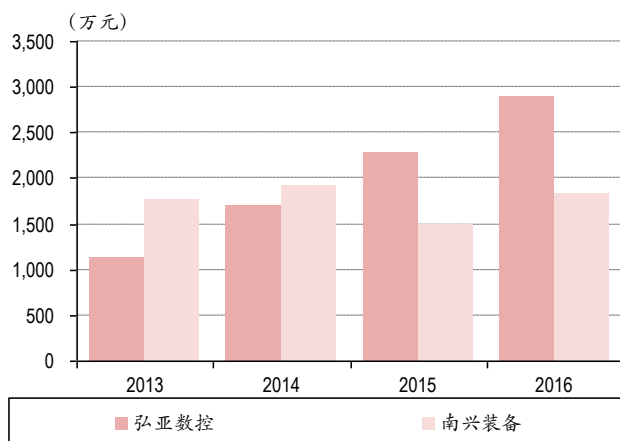
轻资产：外协模式加快经营运转速度

经销模式：适应客户结构，实现快速扩张与成本控制

研发持续投入，技术达到国内领先

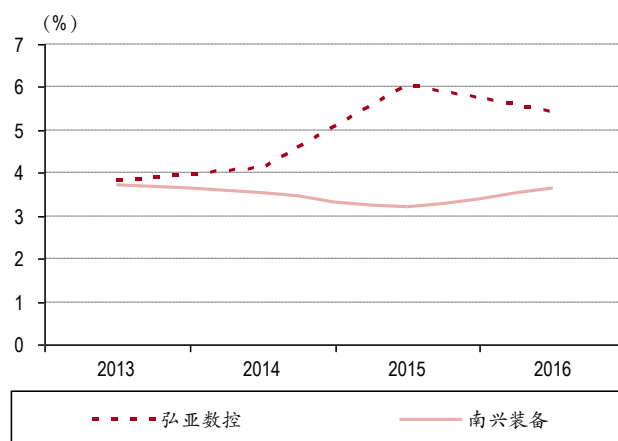
我们认为公司能够一跃成为行业龙头与其持续不断的高研发投入息息相关。一直以来公司研发费用占营业收入的比重均高于同行业竞争对手南兴装备，更为难能可贵的在于行业陷入低潮的 2015 年，公司在销售规模下滑的背景下从未放弃研发进程，研发投入绝对值持续增长。此消彼长之下弘亚的研发投入于 2015 年超越南兴装备并不断拉开距离，为 2016 年收入反超奠定基础。2016 年弘亚研发费用达到 2,896.25 万高于南兴装备超过 1,000 万，占营业收入 5.42%。

图表 19. 研发投入绝对值比较



资料来源：公司公告、中银证券

图表 20. 研发投入占收入规模比较



资料来源：公司公告、中银证券

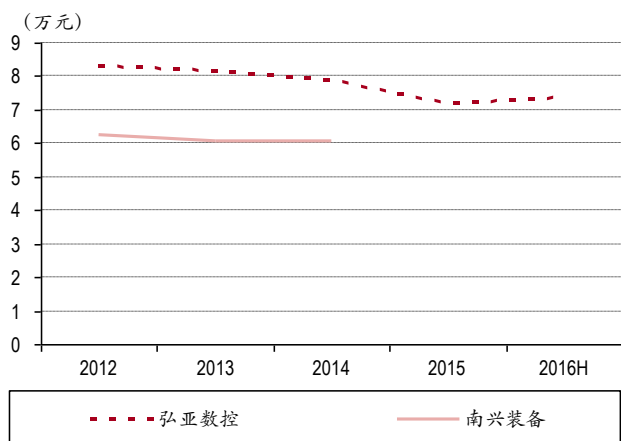
坚持不懈的研发投入使得公司产品快速达到国内领先水平，其中封边机部分已达到世界先进水平。

图表 21. 产品技术水平（黑体字为弘亚可达到水平）

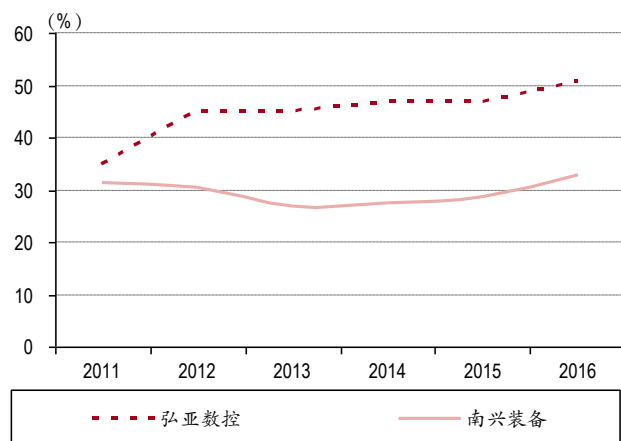
	国际领先水平	国内领先水平
裁板锯	1.同时裁板数目：32 块	1.同时裁板数目：6 块
	2.裁板尺寸：9×8 尺	2.裁板尺寸：6×8 尺
	3.裁板方向：双向纵横裁板、任意角度裁板	3.裁板方向：单向裁板
	4.最高进料速度：120m/min	4.最高进料速度：80m/min
	5.智能数控系统，可以逐块打印条码，实现每块板的数字化分类	5.智能数控系统，可以逐块打印条码，实现一张板的数字化分类
	6.全自动上下料	6.半自动上下料
	7.电控系统全套国际一流元件	7.电控系统全套国内一流元件
	8.全自动锯末排除系统	8.强力锯末排除系统
封边机	1.同时备选封边条数目：32 条	1.同时备选封边条数目：6 条
	2.封边尺寸：8-60mm	2.封边尺寸：8-40mm
	3.封边端数：双端封边	3.封边端数：双端封边
	4.最高进料速度：80m/min	4.最高进料速度：50m/min
	5.封边条施胶加热系统：激光加热无胶粘合	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：全自动上下料和自动对中	6.上下料和对中：半自动上下料和无对中系统
	7.电控系统全套国际名牌元件	7.电控系统全套国内名牌元件
	8.封边工序数目：8 个以上	8.封边工序数目：8 个以上
	9.数控智能仿真系统控制	9.数控系统控制
	10、封边加工中心；实现直线与曲线从下料到封边的所有工序	无
推台锯	1.裁板数显摇尺数目：3 块	1.裁板数显摇尺数目：2 块
	2.裁板尺寸：6×8 尺	2.裁板尺寸：4×8 尺
	3.进给方式：数控自动进给	3.进给方式：手动进给
	4.最高进料速度：80m/min	4.手动进给，速度较慢
	5.精密导轨系统	5.精密导轨系统
	6.数控上下位机控制模式	6.数控触摸屏控制模式
	7.电控系统全套国际一流元件	7.电控系统全套国内一流元件
多排多轴钻	1.多排数目：10 排以上，最多 15 排	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	2.每排轴数：21 个以上，同时自动升降
	3.同时加工面数和合计加工面数：5 面和 6 面	3.同时加工面数：4 面
	4.最高进料速度：120m/min	4.最高进料速度：60m/min
	5.智能数控系统，上下位机和多机联控	5.触摸屏数控系统
	6.全自动上下料	6.半自动上下料
	7.电控系统全套国际一流元件	7.电控系统全套国内一流元件
	8.全自动板材检测系统	8.无

资料来源：公司公告，中银证券

研发投入带来技术进步，技术领先构建竞争壁垒，竞争力护城河形成高价高盈利产品。公司核心产品封边机技术与国际先进水平靠齐，定位高端，定价高出其他国内竞争对手，成为盈利能力的保障。

图表 22. 封边机单价比较


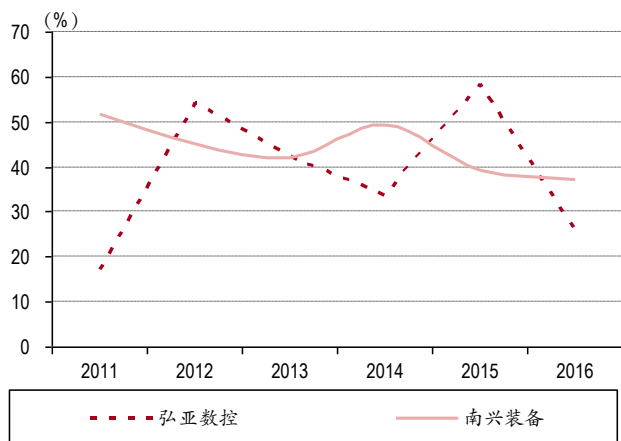
资料来源：公司公告、中银证券

图表 23. 封边机毛利率比较


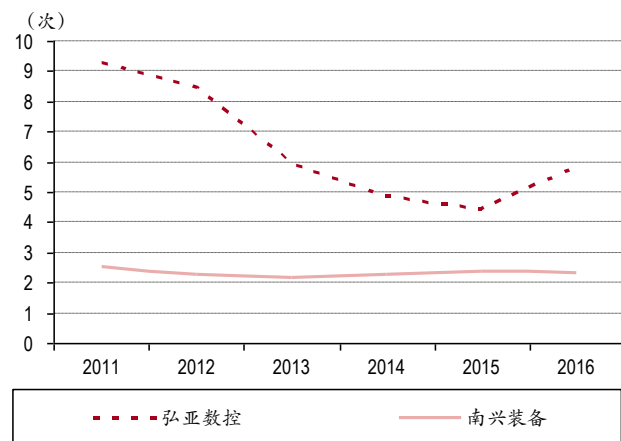
资料来源：公司公告、中银证券

外协模式助力轻资产运行

公司生产一直采用外购标准零部件和控制非标准关键零部件的自行研发设计并委托外协加工的模式进行生产，其中外协采购金额约占总采购额的 40%。借助公司所在区位优势，标准零件和外购和非标准零件的外协加工均能够得到保障，并在较强的采购、生产管理下获得成本可控、运转快速、较为轻资产的经营方式。公司较南兴装备一直保有更高的存货周转率和更低的固定资产，外协模式保证了公司产能有限的情况下销售规模扩张不受影响。

图表 24. 固定资产占总资产比重


资料来源：公司公告、中银证券

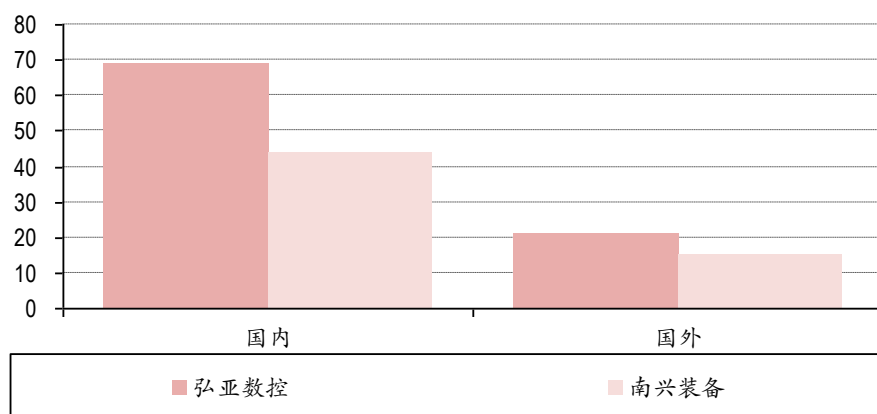
图表 25. 存货周转率比较


资料来源：公司公告、中银证券

经销网络成熟，成本控制显著

由于板式家具行业市场分散，对应机械设备行业主流的市场销售模式为经销商分销模式。公司目前销售收入中 90%源自经销模式，经销商网络的建设对公司扩张至关重要。公司通过长期培育与合作，已经建立一支国内品牌内最为庞大的经销网络，以支撑公司销售规模的快速扩张。截至 2015 年公司已经拥有 69 家国内、21 家海外经销商，行业内遥遥领先。

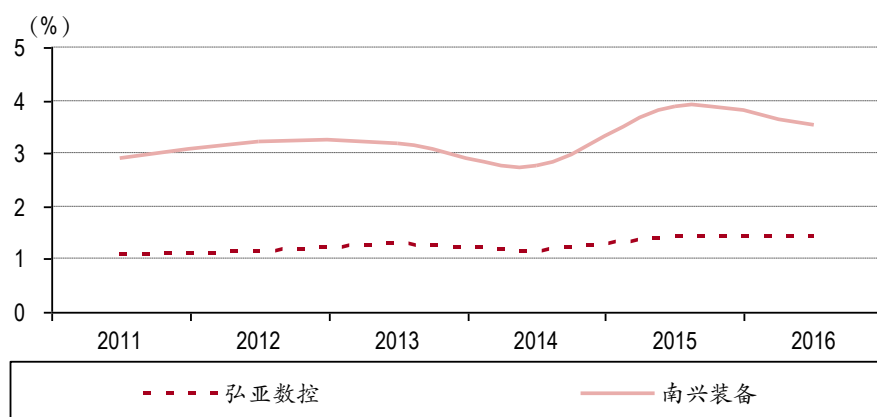
图表 26. 2015 年经销商数量已遥遥领先



资料来源：招股说明书，公司公告，中银证券

倚重经销模式虽然在销售管理、售后服务管理等方面带来了挑战，但通过这一模式可剥离对销售的过多投入，将更多的精力集中于研发生产当中，达到节约销售费用，严格把控成本，提升利润水平的效果。数据显示，弘亚数控历年销售费用率均在 1-2% 之间，远低于南兴装备，侧面反映出弘亚对经销商网络建设的成熟。

图表 27. 销售费用率对比



资料来源：招股说明书，公司公告，中银证券

募投提产能、股权做激励助力持续发展

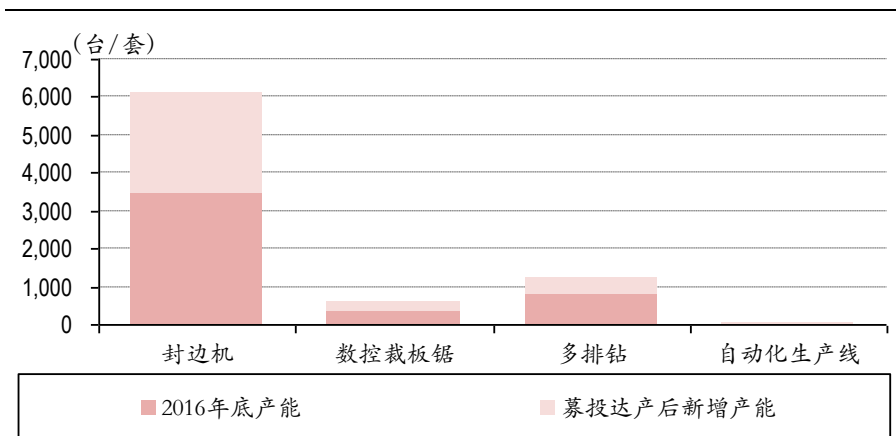
2016 年底弘亚数控登录 A 股市场，公司募集资金净额 3.03 亿（扣除发行费用）用于“高端数控家具制造装备产业化建设项目”、“高端数控家具制造装备产业化配套建设”及补充运营资金。募投项目达产后将增加封边机、数控裁板锯、多排钻和自动化生产线各 2,600 台、250 台、400 台、70 条，新增产值 2.935 亿，大大缓解已经超过 100% 的产能利用率，为长期发展奠定基础。

图表 28. 募投项目（万元）

项目	计划投资额	募投资金使用计划		
		第一年	第二年	第三年
高端数控家具制造装备产业化建设项目	15,050	7,260	5,790	2,000
高端数控家具制造装备产业化配套建设	5,325	5,325	4,550	775
补充运营资金	10,000	10,000		

资料来源：招股说明书，中银证券

图表 29. 募投达产后产能增长



资料来源：招股说明书，中银证券

产能扩张外，公司产品技术持续升级也势在必行。公司不断研发生产新产品、加快产品迭代周期，满足更多高端客户需求，以优化终端客户结构，巩固公司龙头地位。

图表 30. 技术储备

在研项目	研发进度
平台式 CNC 木工加工中心	小批量生产
柔性高速自动封边机	结题验收
重型高速数控裁板锯	在研
板式家具制造通用机械手	在研
高速通过式数控钻孔中心	小批量生产

资料来源：招股说明书，中银证券

为充分激励员工，尤其是管理层与核心技术人员，公司于 2017 年 6 月实施了限制性股权激励计划：向 101 名员工授予 195.7 万股限制性股票，授予价格为 26.75 元/股。在满足一定条件下，限制性股票可于授予日起 12 个月后分三批解除限售。我们认为股权激励作为激励机制的一种，有利于将公司业务人员与股东利益一致化，共同推动公司成长。

图表 31. 首次授予名单

姓名	职务	获授予限制性股票数量 (万股)
LEE YANG WOO (李良雨)	董事、副总经理	20
许丽君	财务负责人	15
莫晨晓	董事会秘书	5
-	核心管理、技术人员 (98 人)	146.5
合计		195.7

资料来源：公司公告，中银证券

图表 32. 解禁业绩要求与费用

时间	净利润	计入费用
2017	>1.59 亿，同比增长 2.27%	782.93 万
2018	>1.76 亿，同比增长 11.11%	756.99 万
2019	>1.94 亿，同比增长 10%	196.98 万
2020	-	39.80 万

资料来源：公司公告，中银证券

*净利润指不包括限制性股票期权费用的归属于母公司净利润

盈利预测与估值

我们认为板式家具将在地产后周期与渗透率提升的双重驱动下继续高速增长，带动下游机械设备需求快速增长。同时，行业技术的提升将持续推动进口替代与行业集中度提升。弘亚数控作为行业龙头企业，将持续受益于行业成长与龙头效应。我们预计公司 2017-18 年归属于母公司净利润分别为 2.2 亿、3.1 亿、4 亿，对应每股收益 1.66 元、2.31 元、3 元，给予 30 倍 2018 年动态市盈率，对应目标价 69.20 元，首次评级给予**买入**。

图表 33. 收入预测

(人民币, 百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
封边机	237.51	312.12	499.39	699.15	908.89
同比增长(%)	(10.44)	31.41	60.00	40.00	30.00
裁板锯	77.68	118.24	177.36	230.57	299.74
同比增长(%)	(5.41)	52.21	50.00	30.00	30.00
多排钻	37.72	41.15	53.50	69.54	90.41
同比增长(%)	(18.05)	9.09	30.00	30.00	30.00
加工中心	4.78	25.56	43.45	65.18	84.73
同比增长(%)	270.54	434.73	70.00	50.00	30.00
其他	18.12	37.07	52.14	67.78	88.11
同比增长(%)	(14.25)	104.58	40.64	30.00	30.00
总收入	375.83	534.14	825.83	1132.21	1471.88
同比增长(%)	(9.60)	42.12	54.61	37.10	30.00

资料来源：公司公告，中银证券

图表 34. 毛利预测

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
封边机	111.08	158.51	244.70	349.57	454.45
GM(%)	46.77	50.79	49.00	50.00	50.00
裁板锯	16.79	30.80	44.34	57.64	74.93
GM(%)	21.61	26.05	25.00	25.00	25.00
多排钻	6.42	-	9.09	13.91	18.08
GM(%)	17.02	-	17.00	20.00	20.00
加工中心	0.19	-	4.35	13.04	21.18
GM(%)	3.97	-	10.00	20.00	25.00
其他	6.77	3.56	18.74	24.36	31.67
GM(%)	37.36	9.60	35.94	35.94	35.94
总毛利	141.25	214.35	321.22	458.52	600.31
GM(%)	37.58	40.13	38.90	40.50	40.79

资料来源：公司公告，中银证券

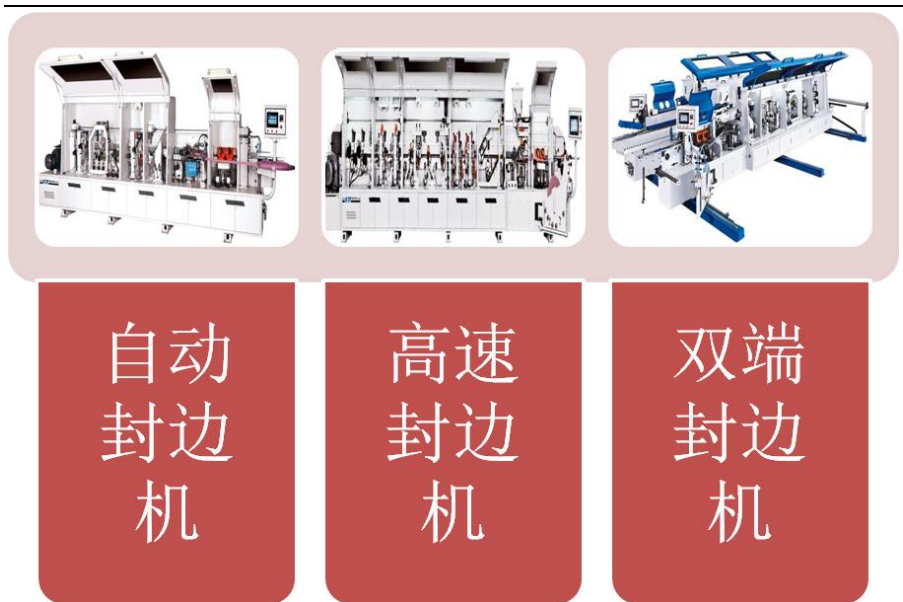
附录

弘亚数控主要产品及其用途：

一、封边机系列

封边机是指用封边材料将板式家具部件边缘进行封贴的加工设备，是人造板家具生产过程中对板材进行加工处理的关键设备，是板式家具机械的主要品种之一。家具产品的封边质量好坏，直接影响到产品的外观、质量、价格和档次。通过封边，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、贴面层被掀起或剥落，同时可起到防水、封闭有害气体的释放等作用。

图表 35. 公司主要封边机产品



资料来源：公司公告、中银证券

二、裁板锯系列

裁板锯是指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。公司的裁板锯产品包括数控裁板锯、往复式裁板锯和精密裁板锯（亦称推台锯）

图表 36. 公司主要裁板锯产品



资料来源：公司公告、中银证券

三、多排钻系列

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。公司的多排钻产品包括自动多排钻和半自动多排钻。

图表 37. 公司主要多排钻产品



资料来源：公司公告、中银证券

四、加工中心

加工中心是用于木材工件的柔性加工设备，通过与家具设计 CAD/CAM 软件技术的结合，自动完成镗铣、钻孔、异型切割、开槽开榫等多种加工功能，可广泛用于套房家具、衣柜、橱柜、办公家具、酒店家具和门类产品的高效灵活加工。

图表 38. 加工中心



资料来源：公司公告、中银证券

五、 自动化生产线设备

自动化生产线设备是指通过传送设备和控制设备将一组自动板式家具机械和辅助设备按照工艺顺序联接起来，自动完成产品全部或部分制造过程的生产系统。

图表 39. 自动化生产设备



资料来源：公司公告、中银证券

图表 40. 自动化生产设备



资料来源：公司公告、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	376	534	826	1,132	1,472
销售成本	(235)	(320)	(505)	(674)	(872)
经营费用	(32)	(40)	5	(20)	(133)
息税折旧前利润	109	174	327	439	467
折旧及摊销	(9)	(13)	(87)	(93)	(12)
经营利润(息税前利润)	100	162	240	346	455
净利息收入/(费用)	(0)	0	15	10	8
其他收益/(损失)	3	20	5	5	4
税前利润	102	182	260	360	467
所得税	(14)	(26)	(37)	(51)	(66)
少数股东权益	1	(1)	(2)	(2)	(3)
净利润	89	155	221	308	398
核心净利润	87	151	218	305	396
每股收益(人民币)	0.891	1.163	1.660	2.307	2.988
核心每股收益(人民币)	0.870	1.135	1.638	2.285	2.969
每股股息(人民币)	0.000	0.144	0.224	0.311	0.403
收入增长(%)	(10)	42	55	37	30
息税前利润增长(%)	(19)	63	48	44	32
息税折旧前利润增长(%)	(15)	60	87	34	6
每股收益增长(%)	(18)	30	43	39	30
核心每股收益增长(%)	(19)	30	44	40	30

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	102	182	260	360	467
折旧与摊销	9	13	87	93	12
净利息费用	0	(0)	(15)	(10)	(8)
运营资本变动	14	5	(0)	3	0
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(13)	(40)	(36)	(51)	(65)
经营活动产生的现金流	113	159	294	395	406
购买固定资产净值	(43)	(12)	(250)	(150)	(150)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(1)	21	(46)	1	1
投资活动产生的现金流	(44)	9	(296)	(149)	(149)
净增权益	7	315	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	(21)	(33)	(46)
其他融资现金流	(34)	(86)	15	10	8
融资活动产生的现金流	(27)	229	(6)	(23)	(38)
现金变动	41	397	(8)	224	219
期初现金	4	46	444	436	660
公司自由现金流	69	168	(1)	247	258
权益自由现金流	68	168	14	257	266

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	46	444	436	660	879
应收帐款	21	25	39	56	75
库存	46	64	89	103	115
其他流动资产	2	6	6	6	7
流动资产总计	115	538	571	825	1,076
固定资产	238	213	337	354	452
无形资产	24	31	69	107	145
其他长期资产	32	47	94	94	94
长期资产总计	294	291	500	555	691
总资产	409	829	1,071	1,380	1,767
应付帐款	31	63	89	107	123
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	14	32	47	62	78
流动负债总计	44	95	135	169	201
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	9	9	9	9
股本	100	133	133	133	133
储备	230	573	773	1,047	1,400
股东权益	330	706	906	1,181	1,533
少数股东权益	18	19	20	22	25
总负债及权益	409	829	1,071	1,380	1,767
每股帐面价值(人民币)	3.30	5.30	6.79	8.85	11.49
每股有形资产(人民币)	3.06	5.06	6.27	8.05	10.40
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.46)	(3.33)	(3.27)	(4.95)	(6.59)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	29.0	32.7	39.5	38.8	31.7
息税前利润率(%)	26.5	30.3	29.1	30.5	30.9
税前利润率(%)	27.2	34.0	31.4	31.8	31.7
净利率(%)	23.7	29.0	26.8	27.2	27.1
流动性					
流动比率(倍)	2.6	5.7	4.2	4.9	5.4
利息覆盖率(倍)	243.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	5.0	3.6	4.3	4.8
估值					
市盈率(倍)	57.7	44.2	31.0	22.3	17.2
核心业务市盈率(倍)	59.1	45.3	31.4	22.5	17.3
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	79.5	61.0	42.2	30.3	23.3
市净率(倍)	15.6	9.7	7.6	5.8	4.5
价格/现金流(倍)	45.6	43.0	23.3	17.3	16.9
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	63.5	37.3	19.9	14.3	13.0
周转率					
存货周转天数	82.2	62.5	55.5	52.2	45.7
应收帐款周转天数	20.1	15.7	14.1	15.3	16.2
应付帐款周转天数	35.1	32.0	33.6	31.5	28.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	13.7	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	30.5	29.9	27.5	29.5	29.4
资产收益率(%)	22.4	22.4	21.7	24.2	24.8
已运用资本收益率(%)	32.5	30.2	29.1	32.5	33.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

南兴装备 (002757.CH/人民币 37.49, 未有评级)

以 2017 年 7 月 28 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371