

受益于定制家具发展的板式机械龙头，成长性凸显

2017.08.14

强烈推荐

 现价：52.14
 目标价：69.6
股价空间：33%

刘伟浩(分析师)	曾博文(研究助理)
电话：020-88832824	020-88836136
邮箱：liuweihao@gzgzhs.com.cn	zengbw@gzgzhs.com.cn
执业编号：A1310517040001	

投资要点：

- **国内板式家具机械龙头，2013-2016 营业收入年增速达到 22%。**公司主营业务为板式木工机械，其中四大件产品裁板锯、推台锯、封边机、数控钻占主营业务比例为 92%。由于公司主要产品封边机技术能力突出，致使公司毛利率、净利润均高于主要竞争对手。得益于行业发展情况良好，今年第一季度公司实现销售收入 1.89 亿元，同比增长 83.28%；归母净利 0.54 亿元，同比增长 153.22%，显露高成长特质。
- **行业发展逻辑：受益于定制化，板式机械有望保持 15% 年增速。**板式家具机械需求可分为替换需求、定制化需求（由于定制化符合消费升级趋势，同时拆单系统的技术进步导致成本下降，整个行业迎来了爆发式增长）、成品需求。其中替换、定制化为拉动行业增长主要动力，二者需求占总需求比例达到 70%，替换需求未来 3 年增速达到 20%，定制化需求未来 3 年增速达到 10.2%，整体测算，板式家具机械行业需求增速达到 15% 左右。
- **公司成长逻辑：**我们认为公司增长速度将远快于行业行业：1、进口替代。目前，豪迈在国内销售为 1-2 亿欧元，比雅思同样也有 2 亿欧元的销量（亚洲），公司高端产品 CNC、数控钻孔中心都将针对于比雅思与豪迈这两个品牌进行替代，其中 CNC 将于下半年大批量生产。2、国内市场占有率提高。结合公司上市后，产能、品牌、研发、供应链多重优势，公司对于国内市场占有率的提高有望提速，特别是在定制化的风口下，公司拥有核心研发制造能力，我们认为公司的新产品有望进一步突围。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.75、2.32、3.09 元，当前股价对应 29.8、22、16.8 倍 PE。我们给予 2017 年 40 倍估值，目标价 69.6 元，对应 33% 的涨幅空间。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**房地产行业风险、新产品拓展不利风险；海外经销商风险。

机械行业
股价走势

股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
弘亚数控	-4.7	-2.0	14.0
机械行业	-1.0	-0.2	-10.2
沪深 300	-0.2	8.7	7.5

基本资料

总市值(亿元)	70.506
总股本(亿股)	1.352
流通股比例	25%
资产负债率	0%
大股东	李茂洪
大股东持股比例	40%

相关报告

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	534.14	758.21	990.95	1266.70
同比(%)	42.12%	41.95%	30.70%	27.83%
归母净利(百万元)	155.13	233.18	309.24	411.89
同比(%)	74.01%	50.31%	32.62%	33.20%
毛利率(%)	40.13%	40.32%	39.03%	39.17%
ROE(%)	28.93%	28.20%	28.65%	28.77%
每股收益(元)	1.16	1.75	2.32	3.09
P/E	44.82	29.82	22.49	16.88
P/B	9.96	7.64	5.74	4.31
EV/EBITDA	0.28	23.15	16.87	11.99

目录

1. 不断成长，国内板式家具机械龙头	4
1.1 苦心专研，致力于板式家具机械十余载	4
1.2 主营业务收入 CAGR 达 22%，封边机产品突出	6
2. 板式家具机械行业：定制化发展趋势带来增量，行业保持 15%增速	7
2.1 板式木工机械产业链	9
2.2 行业国内外发展历程	11
2.3 行业空间及增速	13
3. 产能瓶颈破除，多重先发优势促公司快速发展	18
3.1 研发+品牌+供应链，保障龙头地位	18
3.2 公司 IPO 募投解决产能瓶颈	20
4. 盈利预测与估值	21
5. 风险提示	21



图表目录

图表 1 公司主要产品	4
图表 2 公司股权结构	5
图表 3 公司已经完成股权激励	5
图表 4 公司历年营业收入、利润情况	6
图表 5 公司毛利率、净利率突出	6
图表 6 核心产品封边机占主营业务 60%	7
图表 7 与竞争对手对比	7
图表 8 实木家具效果图	8
图表 9 板式家具效果图	8
图表 10 木工机械分类	8
图表 11 人造板（不涂饰）的生产工艺流程	9
图表 12 胶拼板（涂饰）的生产工艺流程	9
图表 13 木制家具产业链	10
图表 14 板式家具机械上下游	10
图表 15 钢材、铝材价格走势	11
图表 16 意大利比雅思经营情况	12
图表 17 德国豪迈经营情况	12
图表 18 山东、广东为最大板式家具机械集中地	12
图表 19 板式家具机械市场空间达到 220 亿元	13
图表 20 定制家具属于复合时代的产品	14
图表 21 大型定制化品牌持续高速增长	14
图表 22 宜家中国收入不断提升	14
图表 23 各家具集散地倒闭情况汇总	14
图表 24 定制化家具未来 3 年保持 15% 的增速	15
图表 25 欧派投资设备比例	16
图表 26 定制化对于板式家具机械的带动测算	16
图表 27 房地产销售面积增速 2017 年出现向下趋势	17
图表 28 公司研发投入巨大	18
图表 29 CNC、数控钻孔已实现小批量生产，复合定制化趋势	18
图表 30 公司为韩丽家居的整线解决方案	19
图表 31 2011 年行业整体格局	20
图表 32 公司募投项目再度扩大产能	20

1. 不断成长，国内板式家具机械龙头

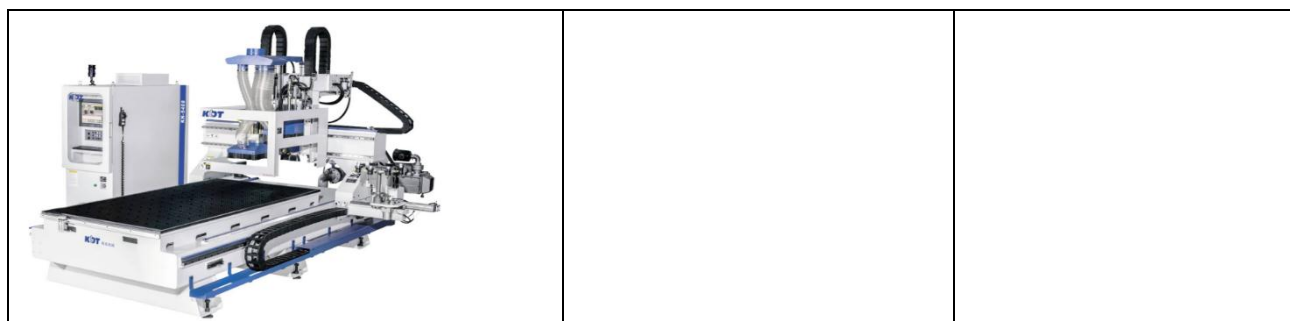
1.1 苦心专研，致力于板式家具机械十余载

公司自2006年设立以来专注于板式家具机械设备的研发、生产和销售，公司主要生产封边机、锯切机、多排钻、加工中心及自动化生产设备等系列家具机械设备。公司产品主要应用于板式家具行业如套房家具、衣柜、橱柜、办公家具、酒店家具等的生产和制造，以及其他涉及人造板加工或使用的领域如木门、木地板的生产以及建筑装饰、会展展示、车船生产中所用人造板材的加工等。

公司通过近10年的发展，不断超越，公司已经多年在行业内综合竞争力评估中处于领先地位，并受全国人造板机械标准化技术委员会委托作为起草单位参与制修订直线封边机、数控裁板锯、单面推台裁板锯和多排钻孔机等 4 项国家林业行业标准。

图表 1 公司主要产品

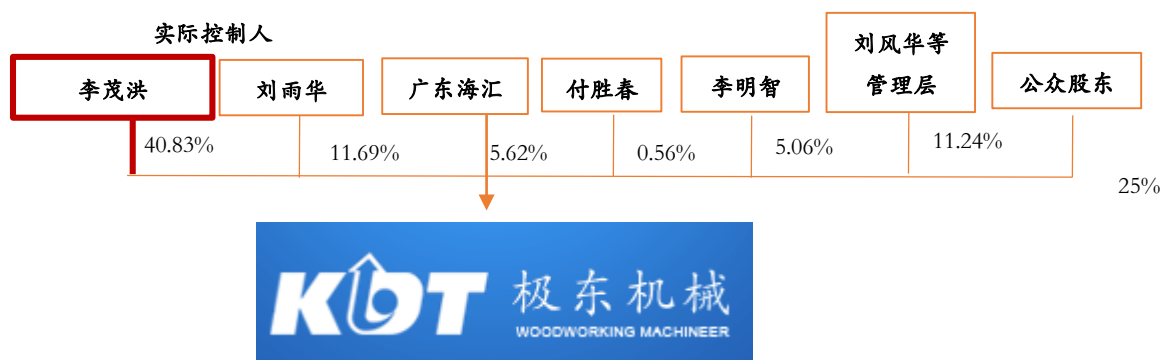
主要产品	主要品种	主要品种
封边机 	封边机是指用封边材料将板式家具部件边缘进行封贴的加工设备，是人造板家具生产过程中对板材进行加工处理的关键设备，是板式家具机械的主要品种之一。	自动封边机、高速封边机、双端封边机
裁板锯 	裁板锯是指用于将人造板材纵剖、横截的开料设备，是对板材进行剖切的通用设备，是板式家具机械的主要品种之一。	数控裁板锯、往复式裁板锯、精密裁板锯
多排钻 	多排钻即多轴多排钻孔机，是板式家具的钻孔专用设备，用于板式家具圆榫结合的榫孔加工。	自动多排钻、半自动多排钻
加工中心 	加工中心是用于木材工件的柔性加工设备，通过与家具设计 CAD/CAM 软件技术的结合，自动完成镗铣、钻孔、异型切割、开槽开榫等多种加工功能	重型木材加工中心



资料来源：公司招股意向书，广证恒生

刘雨华与李茂洪为夫妻关系，刘风华为刘雨华的哥哥，且三人于上市前签署了《一致行动人协议》，约定各方在作为公司股东期间，将就股东的提案权、提名权、表决权等由股东行使的权利采取一致行动。综上可知，公司的实际控制人为李茂洪、刘风华、刘雨华，持有公司发行后 54.02%的股权，股权较为集中，有利于提高决策效率。

图表 2 公司股权结构



资料来源：WIND，公司 2017 一季报，广证恒生

2017 年 3 月，公司公布限制性股票的方式对员工进行激励。此次授予的激励对象总人数为 112 人，包括公司公告本计划时符合公司（含子公司）任职资格的董事、高级管理人员、核心管理人员和核心技术（业务）人员。本计划拟向激励对象授予限制性股票数量为 200.00 万股，涉及的标的股票种类为人民币 A 股普通股，约占本计划公告时公司股本总额 13,336.00 万股的 1.50%。其中首次授予 190.80 万股，占本计划公告时公司股本总额 13,336.00 万股的 1.43%；预留 9.20 万股，占本计划公告时公司股本总额 13,336.00 万股的 0.07%，预留部分占本次授予权益总额的 4.60%。

图表 3 公司已经完成股权激励

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	第一个解除限售期 以 2014-2016 年净利润均值为基数，2017 年净利润增长率不低于 35%；净利润不少 1.59 亿元，yoy20%。
第二个解除限售期	第二个解除限售期 以 2014-2016 年净利润均值为基数，2018 年净利润增长率不低于 50%；净利润不少 1.77 亿元，yoy11%。
第三个解除限售期	第三个解除限售期 以 2014-2016 年净利润均值为基数，2019 年净利润增长率不低于 65%。净利润不少 1.94 亿元，yoy10%。

资料来源：2017 年限制性股票激励计划，广证恒生

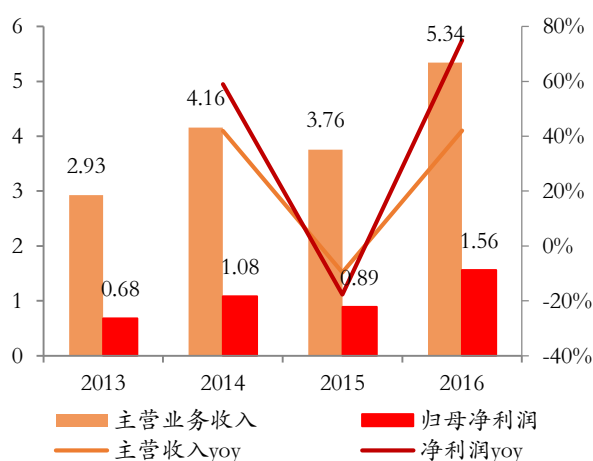


1.2 主营业务收入 CAGR 达 22%，封边机产品突出

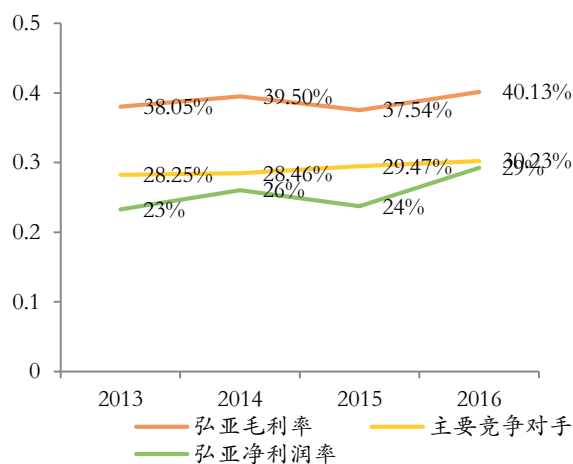
公司成长快速，年 CAGR 为 22%。从 2013 年 2.92 亿元收入增加到 2016 年 5.34 亿元，3 年的 CAGR 为 22.2%，公司仅有 2015 年出现小幅下滑，主要是由于这是公司为增强产品的市场竞争力，采取适当降低了部分型号产品的销售单价的措施导致。

公司毛利率、净利率分别保持为，盈利能力较好。公司依靠紧跟产品市场的实际需求，持续进行研发，不断推出新机型，改进并提高产品的技术水平和附加值，从而获取较高的利润水平。近年来，公司主营业务综合毛利率均为 40% 左右，在同行业公司中毛利率处于较高水平，相比国内主要竞争对手毛利率高了 10 个百分点。木工机械行业净利润率情况为 10% 左右。

图表 4 公司历年营业收入、利润情况



图表 5 公司毛利率、净利率突出



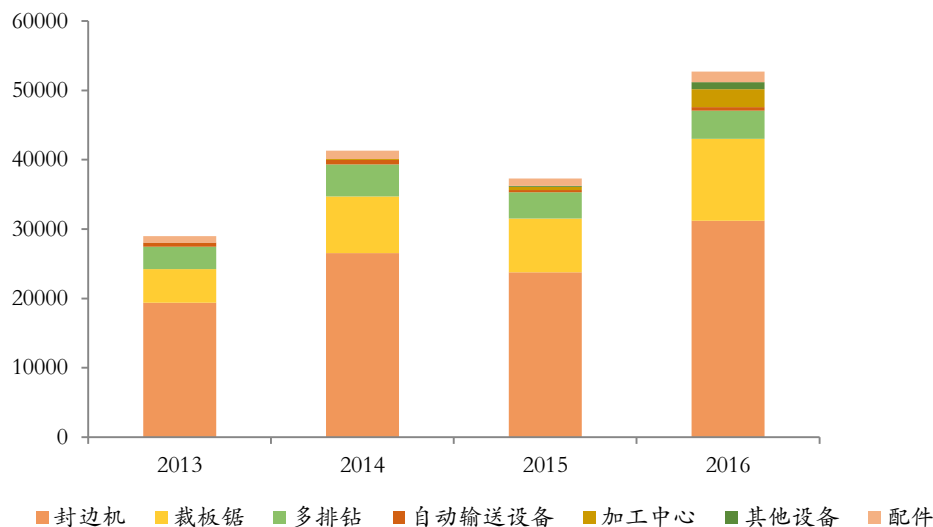
资料来源：公司招股意向书，广证恒生

资料来源：WIND，广证恒生

封边机是公司最主要的收入来源，营收占比达 60%。公司自成立以来就以封边机为主打产品，其营收占主营业务收入的比重在 60% 左右（在 2013 年接近 70%，同行业多数占比为 40%）。公司在封边机产品领域拥有比较先进的技术，主导起草了我国直线封边机国家林业行业标准，产品的高毛利率也是致使公司毛利率、净利润较高的原因。

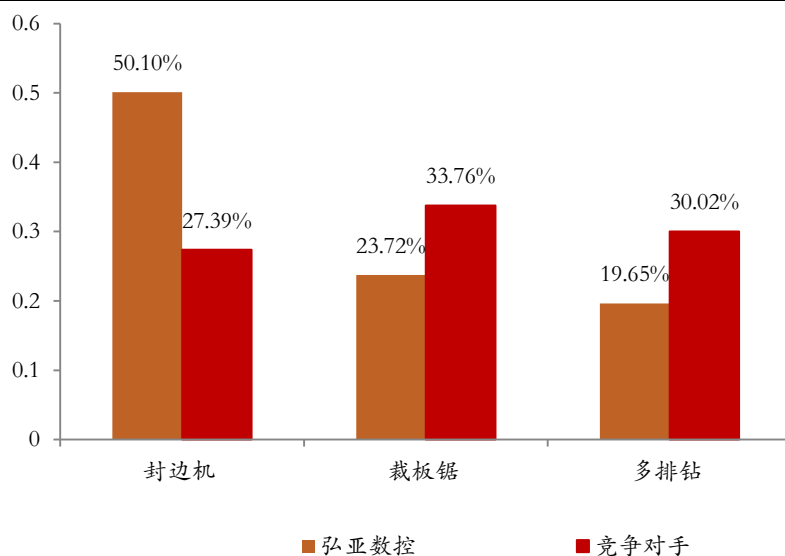


图表 6 核心产品封边机占主营业务60%



资料来源：公司招股意向书，广证恒生

图表 7 核心产品封边机占主营业务60%



资料来源：公司招股意向书，广证恒生

2. 板式家具机械行业：定制化发展趋势带来增量，行业保持 15%增速

板式家具占木制家具市场 50%以上。从下游木制家具来看，木质家具行业整体有着 8000 亿的市场规模，分类分为板式、实木，随着个性化的要求越来越强，以人造板为原材料的板式家具因为其价格便宜、颜色选择

丰富的特点迅速崛起，目前板式家具占木制家具行业比例约为 60%以上：根据中国轻工业信息中心数据统计,2012 年,家具总产值是 11,322 亿元,其中木质家具 7,020 亿元,根据中国林产工业协会统计, 2012 年,中国板式家具产业实现产值约 4,282 亿元。国内板式家具产值占木质家具产值的比例略高于 60%。

图表 8 实木家具效果图



资料来源：公开资料整理，广证恒生

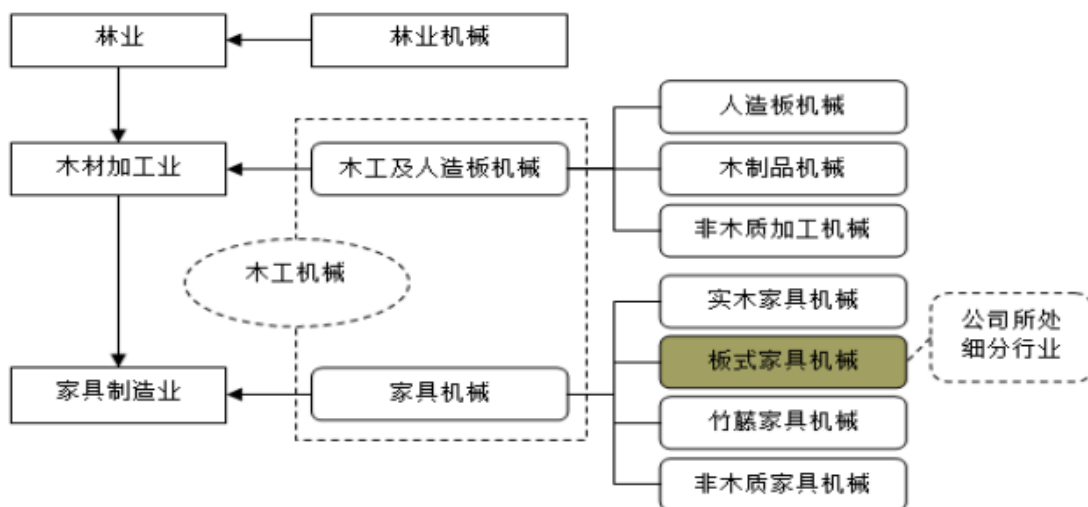
图表 9 板式家具效果图



资料来源：公开资料整理，广证恒生

根据家具的分类，木工家具机械可分为：1. 原木加工机械（林业机械）：旨在对原木进行初道的加工处理的机械。2. 木板制造及加工机械：实木板及人造板的制造机械，并对板材的表面进行处理，以供家具加工所用板材的前道加工程序用的机械，如拼板机、指接机、冷热压机，覆面机等。3. 家具制造机械：包括板式家具、办公家具、实木家具以及其它木制品加工制造需要用的机械，有手动、半自动、全自动之分。品种繁多，涉及面广。从锯切、成型、仿形、钻孔、开榫槽、拼接组合、涂胶、上漆到包装等各方面，均可由机械完成。其中板式家具机械为公司所处的细分市场。

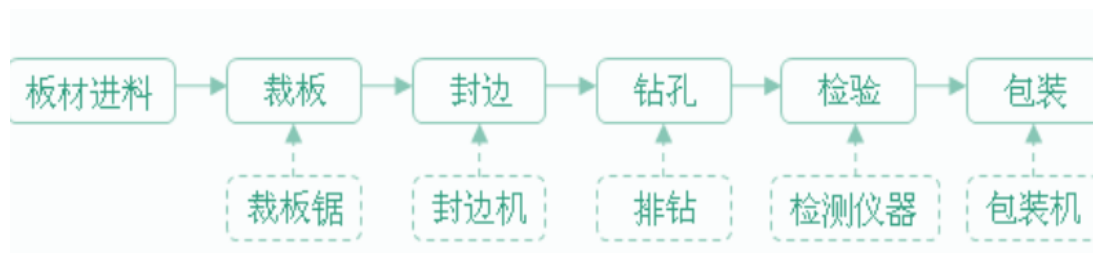
图表 10 木工机械分类



资料来源：公司招股说明书，广证恒生

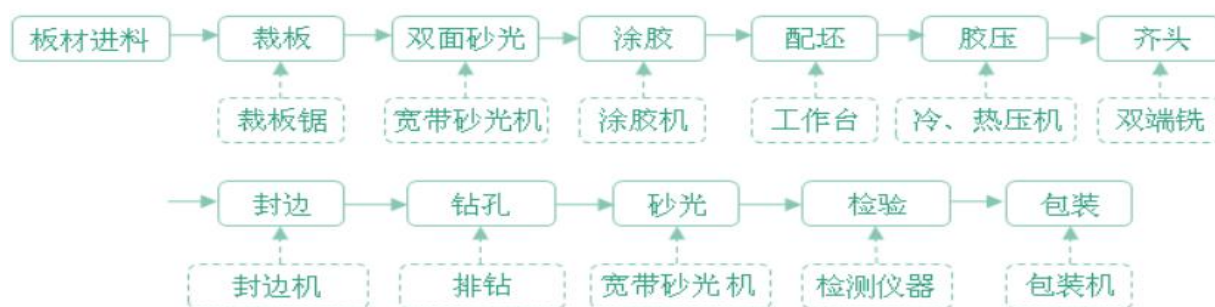
具体来看，依据国家林业局 2001 年发布的《板式家具机械型号编制方法》（LY/T 1381-2001），板式家具机械可分为裁板机械、钻孔机械、封边机械、镂铣机械、联接机械、涂饰机械、组装机、表面处理机械及其他等类别。板式家具的加工重点主要体现为对人造板等木制品的锯切、封边、钻孔等，对应的设备为裁板锯、推台锯、封边机、多排钻。

图表 11 人造板（不涂饰）的生产工艺流程



资料来源：南兴装备招股书，广证恒生

图表 12 胶拼板（涂饰）的生产工艺流程

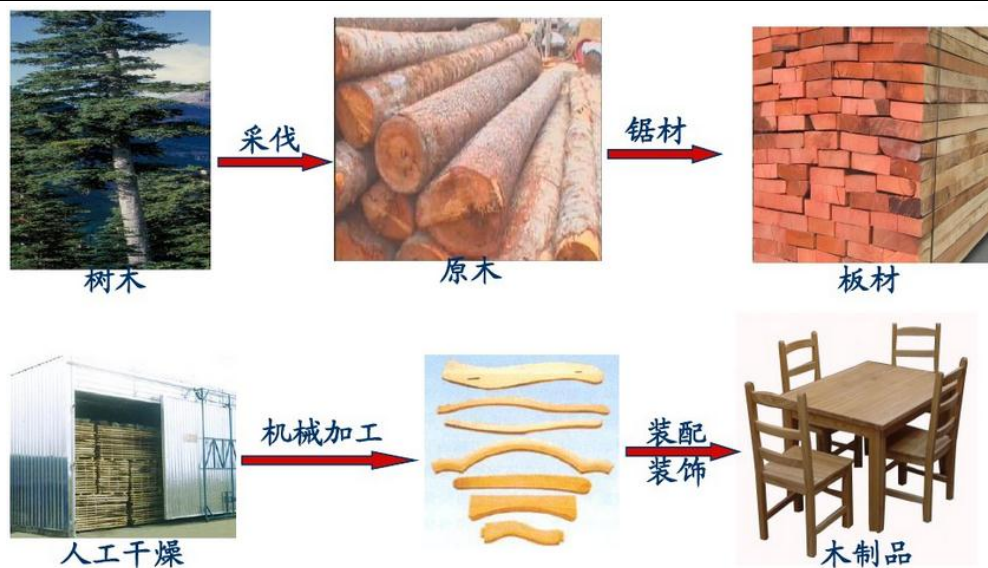


资料来源：南兴装备招股书，广证恒生

2.1 板式木工机械产业链

木工产业链：树木-原木-板材-经机械加工的板材-家具（加入五金件组装），板式木工机械处于机械加工，是中游行业，主要受到下游的发展驱动，行业特点竞争较为市场化：1、板式家具机械行业受到的政府行政管制较少，板式家具机械的生产过程中，涉及安全生产、环境污染的工序环节较少。2、其次，板式家具机械的国内外市场壁垒小。板式家具机械市场尽管在近年来增长较快，但仍只是装备制造业和木工机械行业的细分行业，在国民经济所占比重不大。

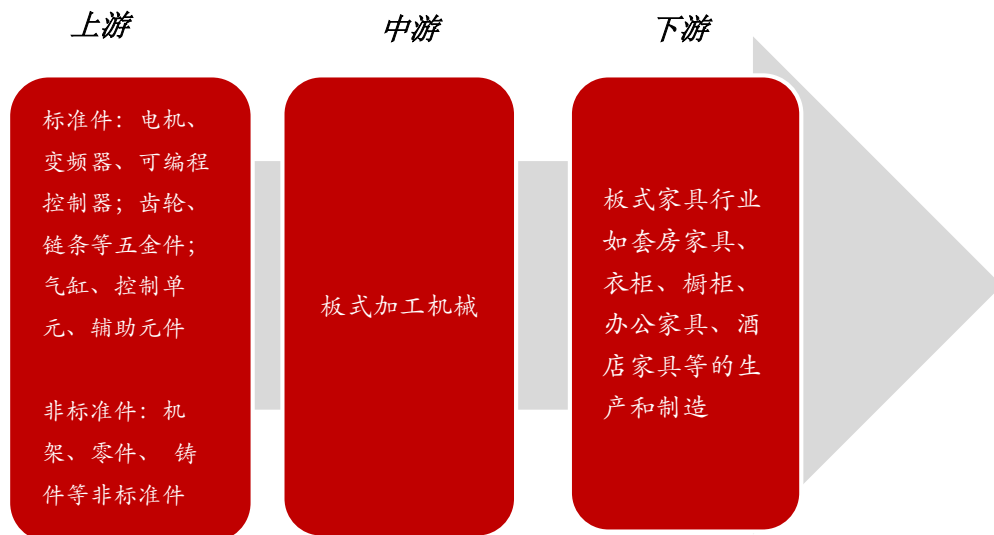
图表 13 木制家具产业链



资料来源：公开资料整理，广证恒生

从板式机械公司角度，上下游主要为板式家具机械制造业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。

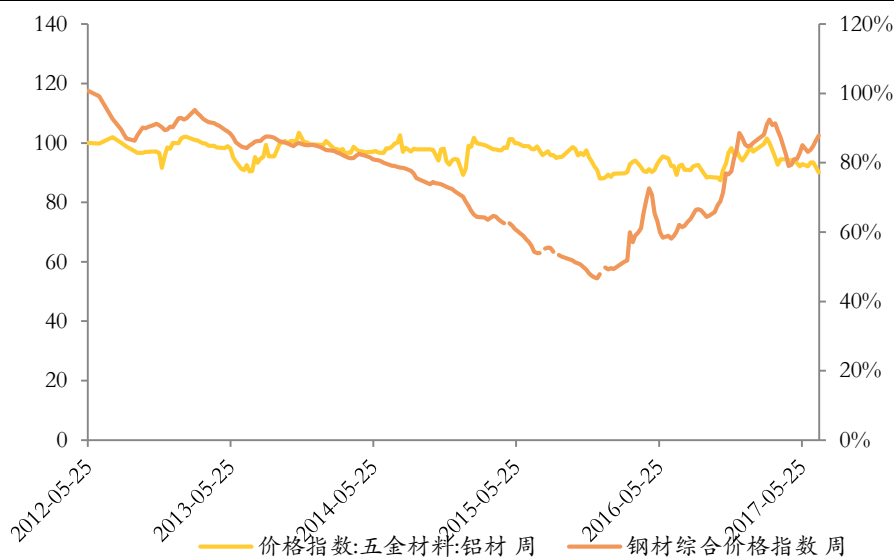
图表 14 板式家具机械上下游



资料来源：广证恒生

板式家具机械的基础原材料主要是电器件、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。机架、零件、铸件等非标准件主要由金属材料加工而成，其价格与铝材、钢材价格的变动存在相关性，同时也受到加工人力成本等因素的影响。

根据工商业联合会数据，未来钢材料、铝材价格指数基本处于平稳区间，材料成本有望保持稳定。

图表 15 钢材、铝材价格走势


资料来源: wind, 工商联, 广证恒生

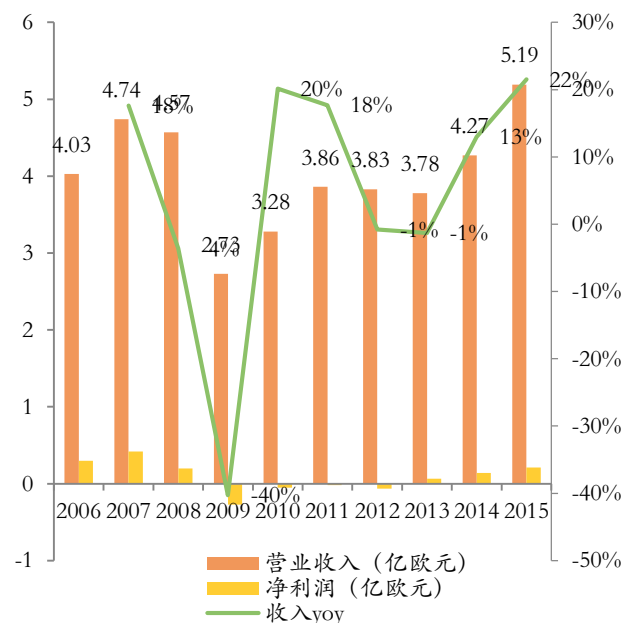
2.2 行业国内外发展历程

全球木工机械行业发展: 18 世纪末, 近代木工机械在英国诞生。其中被称为“木工机床之父”的英国造船工程师本瑟姆(S. Benthem)从 1791 年相继制造出平刨、铣床、圆锯机、钻床。只有刀具和轴承是金属的, 其余都是木质的结构。后来其弟子布鲁奈尔(M. I. Brner)对其作了改进, 后续美国、德国及欧洲其它国家不断提升、改进木工机械, 至今, 从蒸气机发明到现在的 200 多年时间, 世界木工机床已发展成 120 多个系列, 300 多种的门类齐全的行业。目前来看, 木工机械较为发达的国家有: 德国、意大利、美国、日本、我国(大陆和台湾省)、法国、英国。其中板式木工机械较为发达的国家为德国、意大利、中国。

2012 年, 全球木工机械行业的市场规模约为 123 亿欧元(折合人民币为 1006 亿元), 德国的木工机械占世界市场的 27%左右, 世界五大木工机械制造企业有三家在德国(豪迈、威力和 IMA), 销售网点遍及全世界。德国木工机械的总体特点是大型化、高速化、自动化。板式家具机械最强大的公司是德国豪迈公司, 它成立于 1960 年, 产品几乎覆盖板式家具机械所涉及的所有设备。目前, 德国豪迈在全球拥有 17 家生产企业, 21 家全资的销售和服务公司, 约 60 家分公司以及百余家代理商, 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。

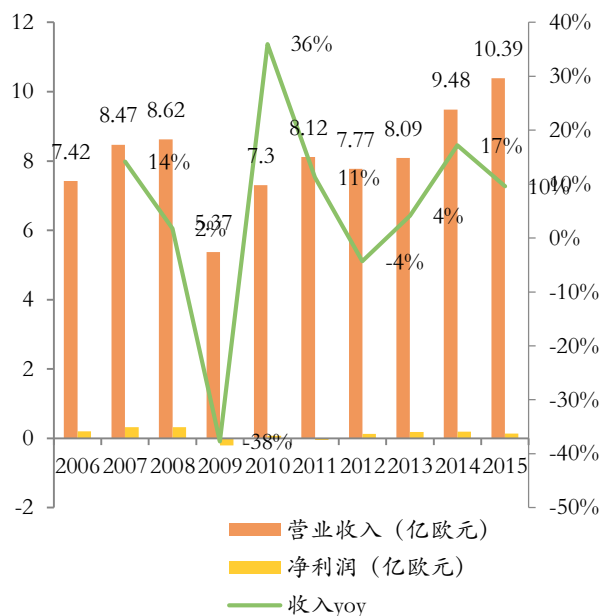
意大利的木工机械, 较为知名的公司为比雅思与 SCM。意大利比雅思成立于 1969 年, 是世界知名的木工机械制造行业跨国公司。意大利比雅思从成立以来致力于研发和生产高科技的木工领域的机械设备, 如数控裁板锯、封边机、加工中心、数控钻孔中心、排钻, 为家具生产企业提供先进的木材、木基复合材料、人造板生产加工整体流水线。

图表 16 意大利比雅思经营情况



资料来源: wind, 广证恒生

图表 17 德国豪迈经营情况

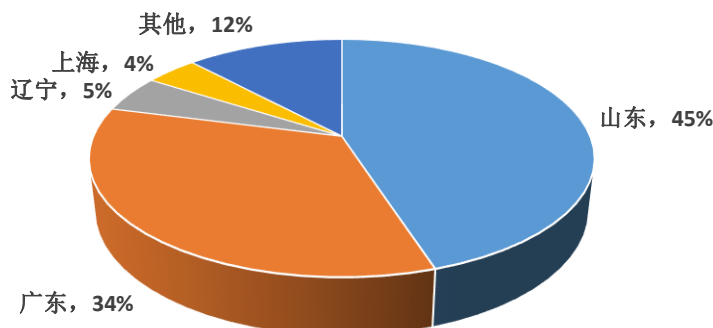


资料来源: wind, 广证恒生

国内发展时间较短，进步迅速。解放前我国基本没有自己的木工机械加工业，1950 年后，我国木工机械行业得到了飞速发展，经过多年来我国已从仿制、测绘发展到独立设计木工机械，现在已有 40 多系列，120 多个品种。从规模来说，我国有约 1200 家木工机械生产企业，规模以上企业约 144 家，从业人员超过 10 万人，其中工程技术人员超过 6 千人，已形成研发、设计制造的产业体系。在市场上能够占据较大市场份额的企业有东莞南兴家具装备制造股份有限公司、广州弘亚机械有限公司、青岛永强机械有限公司、青岛华顺昌机械制造有限公司等。

我国板式家具企业显示出的态势为民营企业主导，主要也是由于国企木工机械厂经营问题，随着牡丹江木工机械厂等国企大厂倒闭，国营大中型木工机械企业逐步退出市场，大批民营企业 and 个体企业开始主导木工机械市场的发展。

图表 18 山东、广东为最大板式家具机械集中地

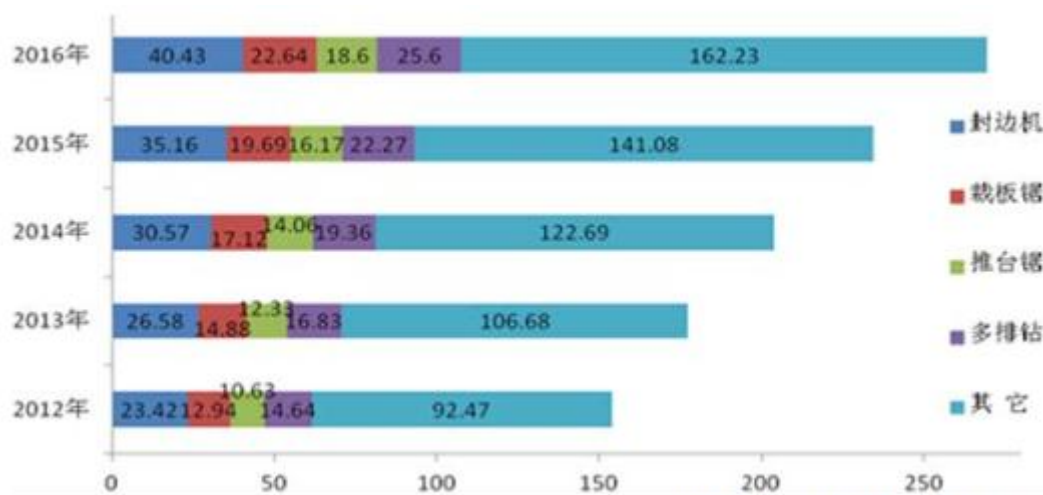


资料来源: 广证恒生

2.3 行业空间及增速

我国木工机械制造行业的 GDP 在 2010 年约为 265 亿元人民币，2011 年约为 270 亿元人民币，2012 年约为 281 亿元人民币，2013 年约为 300 亿元人民币，2014 年约为 305 亿元人民币，2015 年约为 295 亿元人民币，其中，由于板式木工机械占比较高（板式家具机械 2012 年占比为 50%），我们认为板式加工机械国内市场的空间在 206.5 亿元。2016 年龙头公司南兴装备增速为 8%，那么我们预计 2016 年行业实际增速为 5%，2016 年板式家具机械市场空间为 216.8 亿元。

图表 19 板式家具机械市场空间达到220亿元



资料来源：，广证恒生

替换+定制化需求占整个板式家具机械行业 70%的需求。随着替代需求逐步增加、定制化趋势的发展加速，目前行业仍有较大的需求，我们认为随着定制化家具市场的快速发展，将会带来整个行业 10-15%以上的增速。

1. 替换需求

木工机械产品替换周期为 6-8 年，我们按照 8 年计算，2017~2020 设备更新需求为 2009~2012 设备市场规模，2017 年设备更新带来设备需求为 84、106、121.5 亿元，2017~2020 年 CAGR 为 20.26%。

2. 定制化需求

爱美+中国特有居住房屋环境，定制化是行业发展的确定性趋势。近年来，定制家具行业开始步入快速成长的发展阶段。随着国内居民生活水平和文化水平的提升，80、90 后适婚人群逐渐成为消费主力，对家居环境的自主设计意识将日益增强，旧式的成品家具已不能满足消费者对个性化生活的追求，同时随着包括保障性住房在内的小户型住宅增多，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，市场份额及市场地位将不断提升。

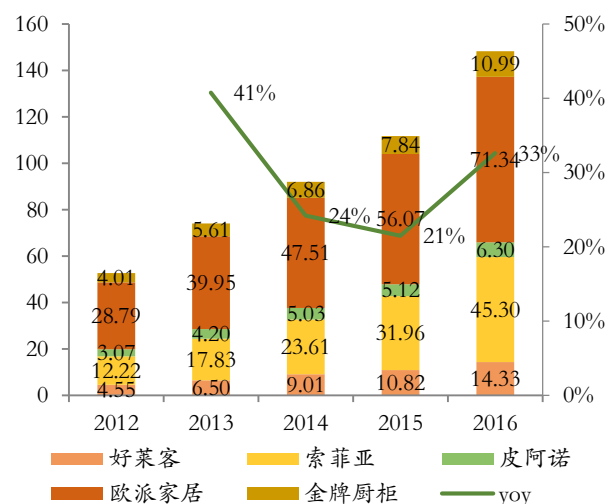
图表 20 定制家具属于复合时代的产品

项目	手工家具		成品家具	定制家具
	现场手工制作	高档实木手工制作		
主要优势	1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化设计。	1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化设计； 3、材料高档、做工精美。	1、形式美观，多种材质可选； 2、标准化产品，即买即用； 3、价格稍低。	1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化设计； 3、工厂生产、安装便捷； 4、整体款式、风格统一； 5、款式新颖、潮流。
主要劣势	1、质量不稳定； 2、欠缺美观； 3、如需油漆，材料存在环保隐患； 4、没有成本优势。	1、价格较高； 2、工期长； 3、原材料短缺。	1、空间利用率低； 2、风格、尺寸等较难自由选择。	价格比成品家具高。

资料来源：索菲亚 2016 年年报，广证恒生

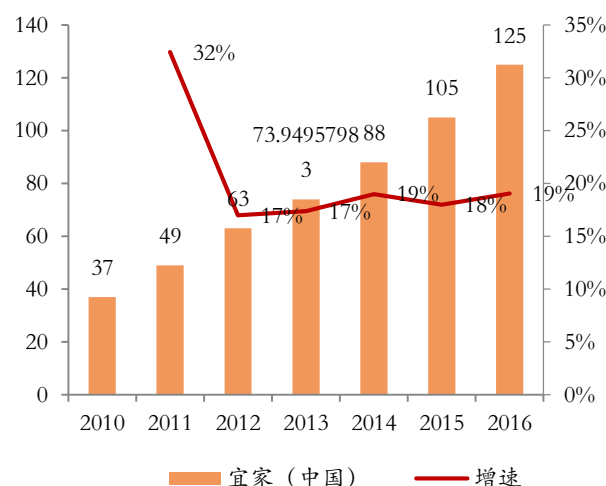
从下游家具厂情况，我们可以发现出现明显分化，类似于佛山伦教、上海、江西南康等在 2014 年以后均出现大批量的倒闭（政府行为、同质竞争、宜家卖场火热），成品家具处于水深火热之中，但是各大上市公司发展持续增长，这块我们认为是定制化方向引起的，我们坚定认为定制化市场提速才是带动国内板式家具行业整个行业发展的主线逻辑，这块也将是板式木工机械的增量部分。

图表 21 大型定制化品牌持续高速增长



资料来源：索菲亚、好莱客等年报，广证恒生

图表 22 宜家中国收入不断提升



资料来源：宜家财务报告，广证恒生

图表 23 各家具集散地倒闭情况汇总

地区	倒闭情况
上海	2014 年底的统计显示，头桥地区集聚了 2000 多家家具生产及原辅材料加工、经销企业。奉贤头桥地区从 2014 年 10 月开始整治不规范木器加工经营场所，至今已关停

	833 家小作坊式家具厂。
佛山	2015 年 8 月，顺德龙江旺岗工业区已经减少 1/3 家具企业。在 2015 年上半年当地政府工作通报会议上，龙江发布信息称，今年上半年，龙江镇政府出台并落实家具行业环保准入“负面清单”制度和 VOC 总量前置审批制度，审批通过 110 宗、否决 5 宗、验收 40 宗。全镇清理取缔无证照企业 431 间。
深圳	自 2014 年 6 月，深圳家具企业华仁实业公司在其工厂门口贴出告示宣告倒闭。深圳相继有华源轩、富之岛等多家家具企业遭遇资金危机。
江西南康	草根调研，南康原本拥有上万家家具厂，去年至今年以来倒闭了接近 1000 家。

资料来源：广证恒生

根据对于下游房地产行业的测算，我们可以得到定制家具的渗透率不断提升，整体有望保持 15% 的市场增速。

图表 24 定制化家具未来3年保持15%的增速

	项目	2016	2017E	2018E	2019E
	新房销售面积(万平方米)	137,540	145,792	153,082	159,205
	同比增速(%)		6%	5%	4%
	二手房销售面积(万平方米)	53,212	54,808	56,452	58,146
	同比增速(%)		3%	3%	3%
	存量房面积(万平方米)	1,270,287	1,416,079	1,569,161	1,728,367
	存量房套数(万套)	12703	14161	15692	17284
	存量房装修套数(万套)	1270	1416	1569	1728
	同比增速(%)		11.5%	10.8%	10.1%
定制衣柜	新房市场渗透率	30%	32%	34%	36%
	二手房市场渗透率	25%	27%	29%	31%
	存量房市场渗透率	25%	27%	29%	31%
	需求套数(万套)	863	997	1139	1289
	客单价(万元)	0.6	0.6	0.6	0.6
	市场规模(亿元)	518	598	684	774
	同比增速(%)		15.5%	14.3%	13.2%
定制橱柜	新房市场渗透率	60%	62%	64%	66%
	二手房市场渗透率	40%	42%	44%	46%
	存量房市场渗透率	60%	62%	64%	66%
	需求套数(万套)	1800	2012	2232	2459
	客单价(万元)	0.6	0.6	0.6	0.6
	市场规模(亿元)	1080	1207	1339	1475
	同比增速(%)		11.8%	10.9%	10.1%
其它全屋定制柜体家具	新房市场渗透率	15%	16%	17%	18%
	二手房市场渗透率	10%	11%	12%	13%
	存量房市场渗透率	15%	16%	17%	18%
	需求套数(万套)	450	520	595	673
	客单价(万元)	0.5	0.6	0.7	0.8

	市场规模(亿元)	225	312	416	539
	同比增速(%)		38.7%	33.4%	29.4%
定制家具整体	定制家具市场规模(亿元)	1823	2117	2439	2787
	同比增速(%)		16.1%	15.2%	14.3%

资料来源：广证恒生

根据前述，我们可以得到定制家具行业产能扩张情况，产能的扩张则对应了板式木工机械设备投资，一般来说，购置机械/产值的比例在 40%，这个比例主要是根据已上市的欧派家居产能扩张情况，进行统计分析得出，由于欧派为行业龙头公司，具备较强的代表性。

图表 25 欧派投资设备比例

公司	产能/产值	设备购置费用	比例
欧派	定制橱柜 15 万套（广州） /8.4 亿元	1.29	20%
	定制橱柜 15 万套（天津） /8.4 亿元	1.01	20%
	定制衣柜 30 万套（广州） /7.89 亿元	2.41	40%
尚品宅配	智能制造生产线建设项目/3.3 亿元	3.3	100%

资料来源：欧派招股说明书，广证恒生

根据定制家具新产能情况、设备投资比例，我们可以得到定制家具对于板式家具机械的拉动情况，整体有保持 10% 的市场增速。

图表 26 定制化对于板式家具机械的带动测算

	2016	2017E	2018E	2019E
定制衣柜规模	518	598	684	774
定制衣柜新增产能		80	85	90
定制衣柜投资比例	40%			
设备增量 1		32.07307	34.17321	35.98500289
定制衣柜规模	1080	1207	1339	1475
定制衣柜新增产能		127	132	136
定制衣柜投资比例	25%			
设备增量 2		31.8	33.04534	33.98542775

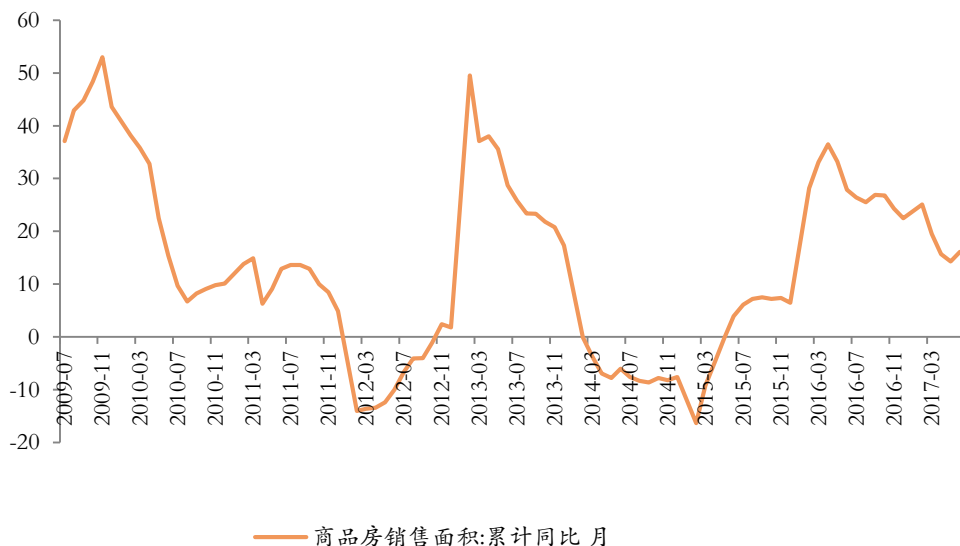
全屋定制	225	312	416	539
全屋定制新增产能		87	104	122
全屋定制投资比例	30%			
设备增量 3		26.1	31.3	36.7
合计		90	98.5	107

资料来源：公司招股意向书，广证恒生

在 2016 年，成品家具需求为总需求（216.8 亿元）去除定制化（80 亿，假设 10%增速），替换需求（70 亿，假设为 20%增速），那么，成品家具带来的需求为 65.8 亿元，我们预计 2017 为 30%增速，2018-2019 年保持在 5%增速，那么对应的需求为 86.8、91.1、95.7 亿元，那么替换需求加定制化需求加成品需求，2017-2019 年整个板式家具机械市场规模达到 260.8、295.7、324.2，增速分别为 20.3%、13.4%、9.67%，2016 到 2019 年板式定制家具机械的年均增速 CAGR 保持在 14.39%。

对于房地产的影响，我们有两个观点，首先认为至少滞后 12 个月。第二个观点为房地产将主要影响占比 30%（65.8 亿）的成品市场，判断：公司今年仍能够享受 2016 年房地产销售面积增长带来的红利，明年行业受制于房地产 2017 年初的低增速影响将会逐步显现出来，但影响有限。

图表 27 房地产销售面积增速2017年出现向下趋势



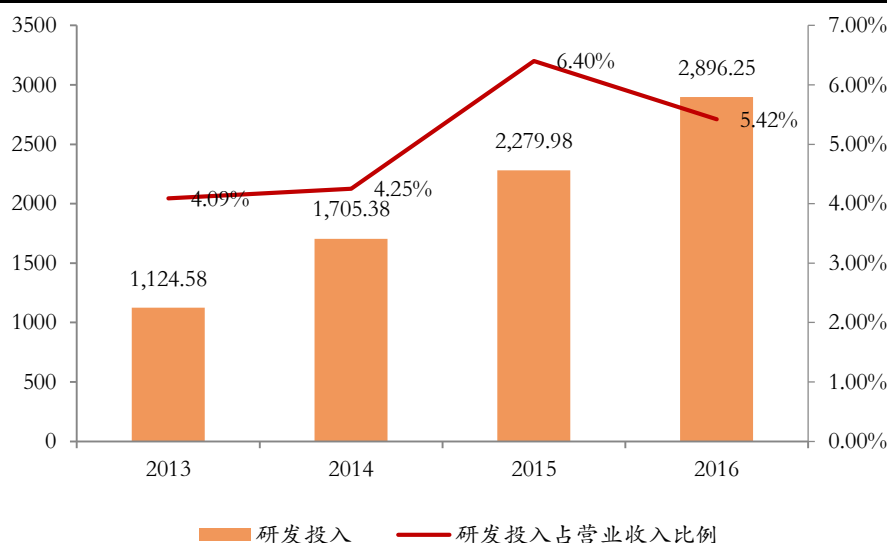
资料来源：wind，广证恒生

3. 产能瓶颈破除，多重先发优势促公司快速发展

3.1 研发+品牌+供应链，保障龙头地位

抢占先机，公司 IPO 项目扩充产能。木工机械行业目前为两家独大：弘亚、南兴装备，而弘亚的产品基本达到国内领先水平，其中封边机产品更迭迅速，引领整个国内封边机发展趋势。公司一直以来都十分重视新产品和新技术的开发与创新工作，研发投入占营业收入的比例保持较高水平，2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月研发投入占营业收入比例分别为 4.09%、4.25%、6.40%和 5.66%。

图表 28 公司研发投入巨大



资料来源：公司招股意向书，广证恒生

公司在研项目抓住定制化市场。公司在研新项目：1、平台式 CNC 木工加工中心项目。2、柔性高速自动封边机项目。3、重型高速数控裁板锯项目。4、板式家具制造通用机械手项目。5、高速通过式数控钻孔中心项目。

定制化市场对于设备的改变：1、对于封边机，由于要求的尺寸不同，修边的要求更加严格。2、对于数控钻，代替原来固定位置的钻孔设备。3、对于 CNC 的要求，在切割异形板材上需要用到。目前国内主要是单机为主，全套连线设备主要是豪迈的。我们认为这三种单机设备将会是未来的最大增量部分，弘亚在封边领域已经保持着较大优势，在数控钻领域已经取得突破，上半年销售增速较快的产品为这个系列，在 CNC 领域，2014 年开始研发，今年下半年将会实现大批量销售。

图表 29 CNC、数控钻孔已实现小批量生产，复合定制化趋势

项目名称	项目内容
平台式 CNC 木工加工中心项目	平台式高速复合木工加工中心，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。
柔性高速自动封边机项目	性高速自动封边机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，是国际先进的中高端封边设备的重要功能配置

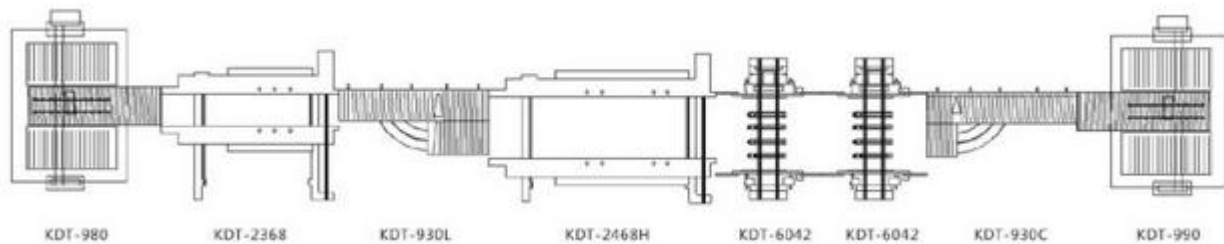


重型高速数控裁板锯项目	本项目研制的重型高速数控裁板锯将达到欧洲著名厂商的主流中高端数控裁板锯的技术水平。锯车速度达到 150m/min，最大切割厚度 130mm
板式家具制造通用机械手项目	本项目开发的板式家具制造通用机械手，可在板式家具制造过程中替代劳动量繁重和工作环境较恶劣的工种如上下料搬运、辅助加工、表面处理、包装等，提高工作效率和质量。
高速通过式数控钻孔中心项目	本项目开发的高速通过式柔性钻孔设备，为主流定制家具制造企业解决柔性钻孔加工的瓶颈。在家具生产管理上可以方便地与工厂管理软件对接，特别适合定制衣柜、橱柜的高效、数字化生产。截至报告期末，数控钻孔中心测试结果已达到设计要求，钻孔综合效接近国外同类产品水平，该项目已进入小批量生产阶段

资料来源：公司招股意向书，广证恒生

在弘亚上市之后，品牌效应将会逐步凸显，公司成立时间为 2006 年，名气并不大，相较于南兴 96 年成立而言，成立时间尚短，而上市之后，公司的品牌将会逐步凸显出来。目前弘亚数控已经进入诸多大型厂家的供应链，类似全友家私、好莱客、皮阿诺、双虎家私、欧派、韩丽家居、博洛尼等，均为国内主流的板式家具制造企业。

图表 30 公司为韩丽家居的整线解决方案



资料来源：广证恒生

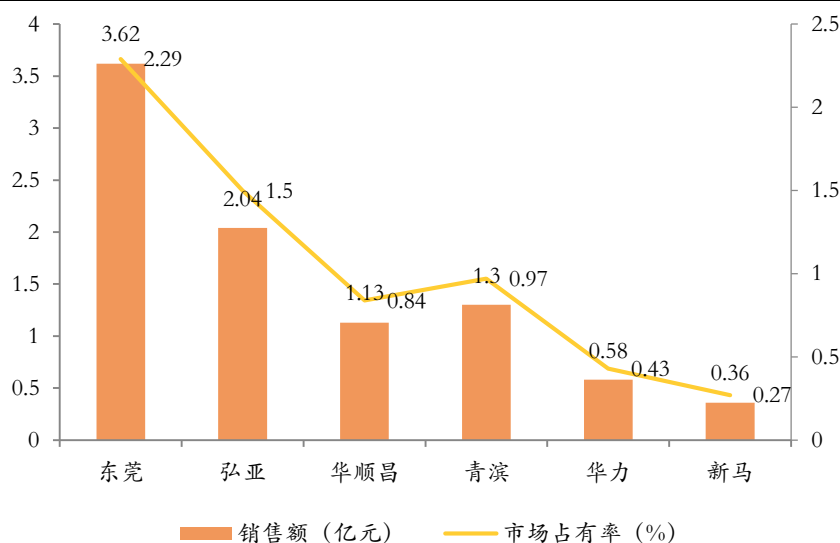
卓越的企业文化与管理体系，软实力强悍。1、通过草根调研，公司已经构建了以年轻一代为班底的管理层，崇尚效率、执行力，经销商与公司相处十分融洽。2、现代化的管理体系与流程，公司早已实现全联网管理模式，经销商可以同步看到设备的搭建情况。公司已从设计、采购、生产到服务形成了一套完整的品质管理流程和严格的考核制度，不论对旗下的多个专业化的机架、钣金和零件生产企业还是对欧洲、韩国、日本和台湾等国家和地区的知名零部件供应商均处于不间断的可靠性跟踪管理。

综上，我们认为国内整个板式木工机械市场格局极为分散，集中度提高空间广阔。

进口替代：研发的投入，以及已经进入一流品牌的供应体系，这两点是进口替代的基础。豪迈在中国有 10 亿人民币的收入，根据比雅思年报，比雅思 2016 年实现 6.18 亿欧元销售，亚洲销售占了 20%，对应为 1.2 亿欧元。



图表 31 2011年行业整体格局



资料来源：中国轻工信息网，广证恒生

3.2 公司 IPO 募投解决产能瓶颈

公司公开发行新股预计所募集资金扣除发行费用后，全部用于“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项目”及补充营运资金。

图表 32 公司募投项目再度扩大产能

序号	项目名称	项目总投资
1	高端数控家具制造装备产业化建设项目	15,050
2	高端数控家具制造装备产业化配套建设项目	5,325
3	补充营运资金	10,000
合计		30,375

资料来源：公司招股意向书，广证恒生

高端数控家具制造装备产业化建设项目项目建成达产后，将为公司新增板式家具机械产能 3,320 台（套）/年，包括：封边机 2,600 台、裁板锯 250 台、多排钻 400 台及自动化生产线 70 套，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。

另外一个项目为高端数控家具制造装备产业化配套建设项目，该项目产品为配套封边机、裁板锯、多排钻及自动化生产线产品的关键功能部件，项目达产后，将实现配套整机产品的关键精密机械零部件年新增产能 13,850 件（套），其中：封边机相关零部件 9,300 件（套），裁板锯相关零部件 900 件（套），多排钻相关零部件 3,600 件（套），自动化生产线相关零部件 50 件（套）。

上述两个项目完全达产后，预计新增年均销售收入达到 29,350 万元，年均税后利润 6,016 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，项目净现值为 20,600 万元。

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.75、2.32、3.09 元，当前股价对应 29.8、22、16.8 倍 PE。考虑公司作为国内木工机械领域龙头企业，围绕木工领域做大做强，战略发展清晰，行业在定制化带动下保持 15% 增速，公司凭借着品牌、技术优势，在国内市场占有率进一步提升，同时侵蚀高端进口设备空间，公司增速将快于行业增速，结合公司 IPO 募投产能扩张，公司将保持快速增长，进入新一轮 20%-30% 成长期。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

- 房地产周期影响；
- 新产品研发拓展不利；
- 海外经销商风险；

附录：公司财务预测表

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	538	671	957	1353
现金	348	557	833	1210
应收账款	24	21	22	22
其它应收款	1	1	1	1
预付账款	1	0	0	0
存货	64	57	55	59
其他	101	35	46	61
非流动资产	291	342	357	371
长期投资	0	0	0	0
固定资产	212	241	270	273
无形资产	31	36	42	48
其他	48	65	45	50
资产总计	829	1013	1314	1724
流动负债	95	71	70	79
短期借款	0	0	0	0
应付账款	30	27	27	28
其他	65	43	43	50
非流动负债	9	14	13	12
长期借款	0	0	0	0
其他	9	14	13	12
负债合计	104	85	84	91
少数股东权益	19	19	18	19
股本	133	133	133	133
资本公积	275	275	275	275

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	534	758	991	1267
营业成本	320	452	604	771
营业税金及附加	7	5	5	6
营业费用	8	8	9	10
管理费用	38	50	47	42
财务费用	-0	-6	-9	-15
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	16	18	20	22
营业利润	177	267	355	476
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	0	1	1	0
利润总额	182	270	358	479
所得税	26	38	50	67
净利润	156	232	308	412
少数股东损益	1	-0	-0	0
归属母公司净利润	155	232	308	412
EBITDA	189	277	364	481
EPS (摊薄)	1.16	1.74	2.31	3.09

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

单位：百万元

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	161	227	311	377
净利润	156	232	308	412
折旧摊销	13	13	15	16
财务费用	-0	-6	-9	-15
投资损失	-16	-18	-20	-22
营运资金变动	4	59	-11	-11
其它	3	-54	28	-4
投资活动现金流	9	-3	-38	-5
资本支出	-12	-36	-43	-18
长期投资	0	21	-7	-2
其他	21	12	12	15
筹资活动现金流	229	-142	129	6
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-76	-15	2	6
现金净增加额	399	82	402	378

主要财务比	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	42.1%	42.0%	30.7%	27.8%
营业利润增长率	78.1%	51.1%	33.0%	33.6%
归属于母公司净	74.0%	50.3%	32.6%	33.2%
获利能力				
毛利率	40.1%	40.3%	39.0%	39.2%
净利率	29.2%	30.7%	31.2%	32.5%
ROE	28.9%	28.2%	28.6%	28.8%
ROIC	21.7%	25.0%	24.8%	24.7%
偿债能力				
资产负债率	12.6%	8.4%	6.4%	5.3%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	5.65	9.50	13.66	17.21
速动比率	4.98	8.70	12.87	16.46
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.82	0.85	0.83
应收账款周转率	24.15	33.82	45.92	57.47
应付账款周转率	11.99	15.72	22.32	28.01
每股指标 (元)				
每股收益(最新)	1.16	1.75	2.32	3.09
每股经营现金流	1.21	1.70	2.33	2.83
每股净资产(最)	5.23	6.82	9.09	12.11
估值比率				
P/E	44.82	29.82	22.49	16.88
P/B	9.96	7.64	5.74	4.31
EV/EBITDA	0.28	23.15	16.87	11.99

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。