

20Q2 业绩增速转正，可转债推动产能三年翻倍

投资要点

- **业绩总结:** 8月30日，公司发布2020年中报，公司20H1实现收入7.3亿元，同比+11.0%；实现归母净利润1.5亿元，同比-11.9%。毛利率31.9%，同比-6.1pp，净利率20.2%，同比-5.3pp。
- **20Q2 归母净利同比+9.3%，逐渐走出疫情对子公司经营和毛利率影响。**一季度疫情对地产竣工和家具销售影响较大，间接影响子公司经营，20H1丹齿精工和MASTWOOD合计亏损1449万元，使公司上半年业绩短期承压。分季度看，20Q1/Q2公司收入为3.0/4.3亿元，同比+1.0%/19.2%，归母净利润为0.5/1.0亿元，同比-37.5%/+9.3%，公司20Q2归母净利增速转正，逐渐走出疫情影响。分业务看，封边机/数控钻/加工中心/裁板锯20H1收入3.0/1.4/1.3/0.9亿元，同比+10.2%/9.1%/-0.6%/-12.4%，除裁板锯外其他业务毛利率均有所下滑，主要系公司采取小幅降价缓解疫情冲击，20Q1/Q2公司毛利率分别为29.1%/33.8%，随着疫情有效控制和公司降本增效，下半年毛利率预计将逐步恢复。
- **费用管控能力出色，产能扩充推动在建工程同比+333.0%。**20H1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为2.3%/4.4%/3.7%/0.2%，同比-1.1pp/-0.5pp/-0.5pp/+0.4pp，期间费用率合计达10.6%，同比-1.7pp。公司上半年积极推动扩产，在建工程账面价值1.0亿元，同比+333.0%，据公司20中报披露，公司新产能将在四季度逐步释放，提升公司未来收入空间。
- **可转债强化智能装备和零部件产能，预计公司三年内将迎来收入翻倍增长。**据国家统计局数据，上半年全国房地产开发投资同比+1.9%，家具类消费品零售总额同比降幅较一季度收窄15.2%，精装房景气度持续。公司当前产能饱和，受益于地产竣工回暖和精装房对国产设备的结构性拉动，公司计划发行可转债提升产能应对未来下游需求提升。上半年玛斯特智能高端智能家具生产装备项目工程进度达29%，预计三年内满产，可实现16.2亿元收入、2.5亿元净利润；公司高精密零部件自产项目，当前工程进度54%，达产后将提升公司毛利率水平。随着可转债募投项目建设顺利进行，预计公司未来三年实现产能翻倍增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年归母净利润分别为3.3亿元、4.6亿元、6.1亿元，对应PE 26/19/14倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产竣工走弱；“精装修”政策不及预期；汇率波动风险。

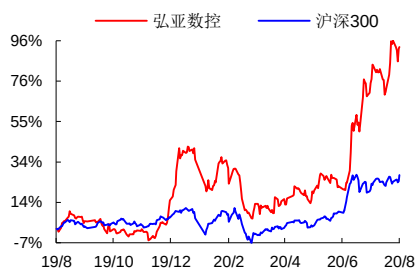
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1311.01	1471.19	1904.31	2408.05
增长率	9.76%	12.22%	29.44%	26.45%
归属母公司净利润(百万元)	304.36	328.59	459.45	613.99
增长率	12.56%	7.96%	39.82%	33.64%
每股收益EPS(元)	1.41	1.52	2.12	2.84
净资产收益率ROE	21.00%	19.39%	21.92%	23.36%
PE	28	26	19	14
PB	5.84	5.08	4.10	3.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 倪正洋
 执业证号: S1250520030001
 电话: 021-58352138
 邮箱: nzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.16
流通A股(亿股)	1.23
52周内股价区间(元)	24.44-47.08
总市值(亿元)	85.21
总资产(亿元)	20.66
每股净资产(元)	7.08

相关研究

1. 弘亚数控(002833): 自身成长叠加周期复苏, 木工家具设备领军企业再起航 (2020-07-17)

关键假设：

假设 1：封边机业务，封边机是公司核心产品，公司近年来推出智能封边机等高端机型，进一步强化封边机市占率。预计随着行业景气度回升及“精装修”政策红利释放，公司封边机 2020-2022 年收入增速分别为 10%、35%、30%；毛利率方面，高端产品稳固提升公司毛利率水平，预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 50%、51%、52%。

假设 2：加工中心业务，加工中心是公司近年来大力发展的新项目，公司的 CNC 加工中心、PTP 加工中心一经推出均取得良好口碑，预计 2020-2022 年公司加工中心收入增速分别为 12%、20%、15%；毛利率方面，预计 2020-2022 年毛利率分别为 20%、22%、24%。

假设 3：多排钻业务，公司近年来推出多款多排钻、数控钻新产品，高端产品强化公司市占率及盈利能力，预计 2020-2022 年公司多排钻收入增速将延续前期高增长，分别为 40%、45%、40%；毛利率方面，预计 2020-2022 年毛利率分别为 25.5%、26%、27%。

假设 4：裁板锯业务，裁板锯在板式家具市场中占比 11%，较封边机等市场较小。公司 18 年推出的双推手数控裁板锯性能领先，带动该项业务毛利率不断提升。预计 2020-2022 年公司裁板锯收入增速分别为 5%、10%、10%，毛利率分别为 30.5%、31%、32%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
封边机	收入	545.1	599.6	809.5	1052.4
	增速	7%	10%	35%	30%
	毛利率	49.5%	50.0%	51.0%	52.0%
加工中心	收入	254.9	285.4	342.5	393.9
	增速	10%	12%	20%	15%
	毛利率	19.0%	20.0%	22.0%	24.0%
多排钻	收入	254.1	316.4	458.7	642.2
	增速	40%	40%	45%	40%
	毛利率	25.5%	25.5%	26.0%	27.0%
裁板锯	收入	196.3	206.1	226.7	249.4
	增速	-6%	5%	10%	10%
	毛利率	30.5%	30.5%	31.0%	32.0%
其他业务	收入	60.6	63.6	66.8	70.1
	增速	-2%	5%	5%	5%
	毛利率	49.8%	48.0%	48.0%	48.0%
合计	收入	1311.0	1471.2	1904.3	2408.1
	增速	10%	12%	29%	26%
	毛利率	36.1%	36.1%	37.3%	38.6%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1311.01	1471.19	1904.31	2408.05	净利润	306.50	330.90	462.69	618.31
营业成本	837.51	940.20	1194.48	1479.40	折旧与摊销	21.99	76.72	76.72	76.72
营业税金及附加	10.77	13.98	17.47	21.85	财务费用	-4.84	2.83	-1.47	-3.53
销售费用	44.08	51.49	59.03	69.83	资产减值损失	-20.29	0.00	0.00	0.00
管理费用	64.04	73.12	91.41	113.18	经营营运资本变动	662.13	-299.44	-62.71	-132.91
财务费用	-4.84	2.83	-1.47	-3.53	其他	-613.36	-6.74	1.46	0.21
资产减值损失	-20.29	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	352.14	104.27	476.68	558.80
投资收益	35.09	0.24	0.10	0.10	资本支出	-315.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	13.88	0.00	0.00	0.00	其他	-65.28	285.90	-56.13	18.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-380.42	285.90	-56.13	18.84
营业利润	359.82	389.81	543.49	727.41	短期借款	123.17	-123.17	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.43	-0.06	0.26	0.04	长期借款	-2.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	359.39	389.75	543.75	727.45	股权融资	-39.41	0.00	0.00	0.00
所得税	52.89	58.85	81.06	109.14	支付股利	-40.26	-54.27	-58.59	-81.93
净利润	306.50	330.90	462.69	618.31	其他	26.38	-45.21	1.47	3.53
少数股东损益	2.14	2.31	3.23	4.32	筹资活动现金流净额	67.13	-222.66	-57.12	-78.40
归属母公司股东净利润	304.36	328.59	459.45	613.99	现金流量净额	41.89	167.52	363.44	499.24
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	156.55	324.07	687.50	1186.74	成长能力				
应收和预付款项	78.57	141.25	183.17	225.98	销售收入增长率	9.76%	12.22%	29.44%	26.45%
存货	246.60	265.55	347.61	429.99	营业利润增长率	12.28%	8.34%	39.42%	33.84%
其他流动资产	558.37	657.74	744.32	840.33	净利润增长率	12.24%	7.96%	39.82%	33.64%
长期股权投资	32.45	32.45	32.45	32.45	EBITDA 增长率	11.75%	24.51%	31.83%	29.39%
投资性房地产	116.98	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	438.88	377.28	315.67	254.07	毛利率	36.12%	36.09%	37.27%	38.56%
无形资产和开发支出	200.56	185.45	170.34	155.23	三费率	7.88%	8.66%	7.82%	7.45%
其他非流动资产	151.45	151.44	151.44	151.43	净利率	23.38%	22.49%	24.30%	25.68%
资产总计	1980.42	2135.23	2632.50	3276.22	ROE	21.00%	19.39%	21.92%	23.36%
短期借款	123.17	0.00	0.00	0.00	ROA	15.48%	15.50%	17.58%	18.87%
应付和预收款项	269.07	292.81	378.33	470.70	ROIC	31.62%	37.23%	44.69%	55.99%
长期借款	17.26	17.26	17.26	17.26	EBITDA/销售收入	28.75%	31.90%	32.49%	33.25%
其他负债	111.60	118.25	125.90	140.87	营运能力				
负债合计	521.10	428.31	521.49	628.83	总资产周转率	0.76	0.71	0.80	0.82
股本	135.28	216.45	216.45	216.45	固定资产周转率	4.71	3.82	5.88	9.18
资本公积	319.66	238.49	238.49	238.49	应收账款周转率	27.68	19.39	17.63	17.45
留存收益	963.70	1238.02	1638.88	2170.95	存货周转率	3.69	3.46	3.74	3.67
归属母公司股东权益	1432.24	1677.53	2078.39	2610.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.77%	—	—	—
少数股东权益	27.08	29.39	32.62	36.94	资本结构				
股东权益合计	1459.32	1706.92	2111.01	2647.39	资产负债率	26.31%	20.06%	19.81%	19.19%
负债和股东权益合计	1980.42	2135.23	2632.50	3276.22	带息债务/总负债	26.95%	4.03%	3.31%	2.74%
					流动比率	2.36	4.00	4.46	4.90
					速动比率	1.80	3.24	3.67	4.11
					股利支付率	13.23%	16.52%	12.75%	13.34%
					每股指标				
					每股收益	1.41	1.52	2.12	2.84
					每股净资产	6.74	7.75	9.60	12.06
					每股经营现金	1.63	0.48	2.20	2.58
					每股股利	0.19	0.25	0.27	0.38
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	376.98	469.36	618.73	800.61					
PE	28.00	25.93	18.55	13.88					
PB	5.84	5.08	4.10	3.26					
PS	6.50	5.79	4.47	3.54					
EV/EBITDA	11.42	16.44	11.80	8.52					
股息率	0.47%	0.64%	0.69%	0.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn