



中信证券研究部



刘海博
首席机械分析师
S1010512080011



左腾飞
机械分析师
S1010516100002



李睿鹏
机械分析师
S1010519040003



联系人：李越

弘亚数控 002833
评级 买入（维持）

核心观点

19H1，公司实现收入 6.6 亿元（+8.0%），归母净利润 1.7 亿元（+1.0%），扣非归母净利润 1.4 亿元（+0.0%），业绩低于市场预期。同时公司预计 19Q1-Q3 归母净利润为 2.5 至 2.7 亿元（+0.78%至+8.8%）。公司继续推进在产品研发、海外市场开拓、产能建设等方面的布局，维持“买入”评级。

■ **业绩概况：新品带动收入增长，费用率小幅上升。** 19H1 公司封边机/裁板锯/数控钻加工中心分别实现收入 2.7/1.1/1.3/1.3 亿元，同比-6.4%/-8.0%/+35.5%/+48.7%。由于下游家具行业资本开支收缩，公司传统产品封边机和裁板锯的增速出现下滑，收入增长主要来自数控钻和加工中心等新发力的产品。公司毛利率为 37.8%，同比+0.57pcts，其中，封边机/裁板锯/数控钻加工中心分别为 50.3%/30.6%/29.8%/24.3%，同比+1.7/+4.0/+4.8/-2.2pcts。公司费用率为 12.3%，同比+2.9pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.5%/4.9%/4.1%/-0.2%，同比+1.1/-0.4/+2.5/-0.3pcts，销售费用率的变动主要是受到合并 Masterwood 报表的影响。

■ **产品研发：加工中心等产品快速增长，产品结构更加均衡。** 收购 Materwood 之后，公司加工中心等产品得到补强，也成为主要的收入增长点。19H1，封边机收入占总收入的比重为 41.1%，同比-6.3pcts，而裁板锯、数控钻、加工中心的收入占比也都在 15%以上，产品结构更加均衡。

■ **海外市场开拓：海外市场表现优于国内。** 19H1，国内/海外实现收入 4.7/1.9 亿元，同比-0.11%/+35.2%。海外收入占比提升至 29.6%，同比+5.8pcts。

■ **产能建设：产能紧张局面得到解决。** 公司收购亚冠精密获得现有厂房附近的土地资源，另通过子公司玛斯特智能竞拍成功 42 亩土地。公司目前产能利用率超过 100%，新购得的土地将解决公司产能瓶颈。

■ **风险因素：**行业景气低迷；收购整合受阻；产能建设进度低于预期。

■ **投资建议：**受行业低景气影响，公司 19H1 业绩增速放缓。下调公司 2019/20 年归母净利润预测至 3.0/3.8 亿元（原预测为 4.3/5.4 亿元），同时新增 2021 年归母净利润 4.5 亿元。在行业低景气时期，公司继续推进在产品研发、海外市场开拓、产能建设等方面的布局，股价前期走势已反映了行业低景气形势，维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	820.5	1194.5	1319.8	1675.5	2096.7
营业收入增长率	53.6	45.6	10.5	26.9	25.1
净利润(百万元)	234.5	270.4	302.9	377.2	448.5
净利润增长率	44.0	15.3	12.0	24.5	18.9
每股收益 EPS(基本)(元)	1.73	2.00	2.24	2.79	3.31
毛利率%	38.2	37.6	35.6	36.0	35.3
净资产收益率 ROE%	24.6	25.2	23.2	24.1	23.9
PE	19.2	16.7	14.9	11.9	10.0
PB	4.6	3.6	3.1	2.6	2.2

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 8 月 30 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	820	1,194	1,320	1,675	2,097
营业成本	507	746	849	1,073	1,356
毛利率	38.2%	37.6%	35.6%	36.0%	35.3%
营业税金及附加	9	11	15	17	21
销售费用	10	41	27	37	53
销售费用率	1.2%	3.4%	2.0%	2.2%	2.5%
管理费用	50	97	94	119	156
管理费用率	6.1%	8.1%	7.1%	7.1%	7.4%
财务费用	-1	1	4	11	10
财务费用率	-0.1%	0.0%	0.3%	0.6%	0.5%
投资收益	15	35	22	24	27
营业利润	269	320	354	442	528
营业利润率	32.8%	26.8%	26.8%	26.4%	25.2%
营业外收入	8	3	5	6	5
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	275	323	358	446	531
所得税	41	50	54	67	80
所得税率	14.7%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	3	2	2	3
归母净利润	234	270	303	377	448
净利率	28.6%	22.6%	22.9%	22.5%	21.4%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	234	270	303	377	448
少数股东损益	0	3	2	2	3
折旧和摊销	10	13	19	21	23
营运资金变动	-15	-18	-237	-303	-199
其他	-5	32	-16	-10	-13
经营现金流	226	300	71	87	263
资本支出	-20	-56	-187	-37	-37
投资收益	14	36	22	24	27
其他	-617	-142	-4	-15	-20
投资现金流	-624	-162	-169	-28	-30
发行股票	53	0	0	0	0
负债变化	0	12	206	78	-68
股利支出	-21	-32	-81	-91	-113
其他	-11	-71	-4	-11	-10
融资现金流	20	-91	121	-23	-191
现金净增加额	-378	47	22	36	42

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	26	110	132	168	210
存货	109	180	182	240	313
应收账款	30	37	47	57	72
其他流动资产	748	755	983	1,280	1,461
流动资产	914	1,082	1,344	1,744	2,055
固定资产	129	140	303	320	333
长期股权投资	2	3	3	3	3
无形资产	36	73	73	73	73
其他长期资产	53	191	208	225	247
非流动资产	220	408	588	621	657
资产总计	1,134	1,490	1,932	2,366	2,713
短期借款	0	0	206	284	216
应付账款	45	89	86	110	146
其他流动负债	127	148	161	197	229
流动负债	172	236	452	591	591
长期借款	0	20	20	20	20
其他长期负债	8	38	40	46	55
非流动性负债	8	58	60	66	75
负债合计	181	294	512	657	666
股本	135	135	135	135	135
资本公积	342	359	359	359	359
股东权益合计	954	1,196	1,420	1,708	2,047
少数股东权益	17	38	40	43	46
负债股东权益总计	1,134	1,490	1,932	2,366	2,713

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	53.6	45.6	10.5	26.9	25.1
营业利润增长率	46.1	20.4	13.4	24.8	19.4
净利润增长率	44.0	15.3	12.0	24.5	18.9
毛利率	38.2	37.6	35.6	36.0	35.3
EBITDA Margin	29.8	25.1	25.4	25.6	24.3
净利率	31.0	26.2	26.9	26.9	25.4
净资产收益率	28.6	22.6	22.9	22.5	21.4
总资产收益率	24.6	25.2	23.2	24.1	23.9
资产负债率	21.0	21.0	18.1	17.9	18.0
所得税率	15.9	19.7	26.5	27.8	24.5
股利支付率	15.3	15.9	15.0	15.0	15.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。