

分析师: 刘元瑞 (8621)68751765 doujh@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

联系人: 窦金虎 (8621)68751765 doujh@cjsc.com.cn

政府补助减少影响利润, 订单充足增长有保障

事件描述

2011年8月8日亚威股份公布2011年中报, 公司主要经营业绩如下:

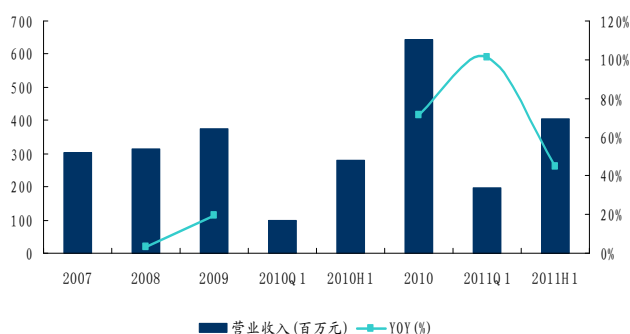
2011年上半年公司实现营业收入4.05亿元, 同比增长44.69%; 实现归属于上市公司股东的净利润5210.75万元, 同比增长31.59%, 折合完全摊薄每股收益0.59元。

事件评论

第一, 政府补助减少影响净利润, 净利润增速低于营业收入增速

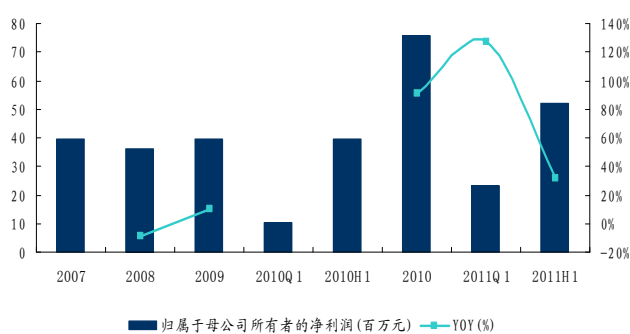
2011年上半年公司实现营业收入4.05亿元, 同比增长44.69%; 实现归属于上市公司股东的净利润5210.75万元, 同比增长31.59%。公司净利润增速小于营业收入增速的原因在于政府补贴减少导致营业外收入同比减少885.25万元, 公司扣非净利润同比增长72.17%。

图 1: 公司营业收入同比增长 44.69%



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 公司净利润同比增长 31.59%

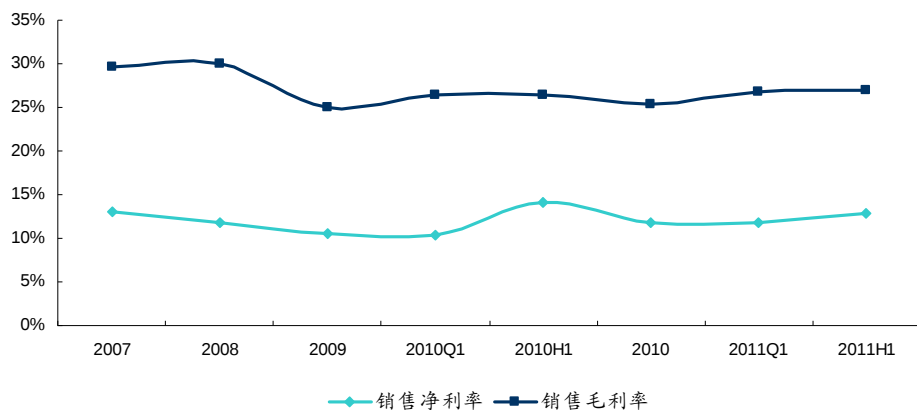


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 公司综合毛利率稳中有升, 期间费用率处历史地位

11年上半年, 公司综合毛利率为26.88%, 同比小幅提高0.39%; 受政府补贴减少和期间费用率下降影响, 销售净利率同比下降1.25%但环比有所上升。

图 3: 公司综合毛利率稳中有升, 销售净利率下降 1.25%



资料来源: wind, 长江证券研究部

分产品看, 公司重点发展产品数控平板加工机床毛利率小幅上升, 但受成本上升和市场竞争加剧影响, 低端产品普通平板加工机床毛利率大幅下降 10.11%:

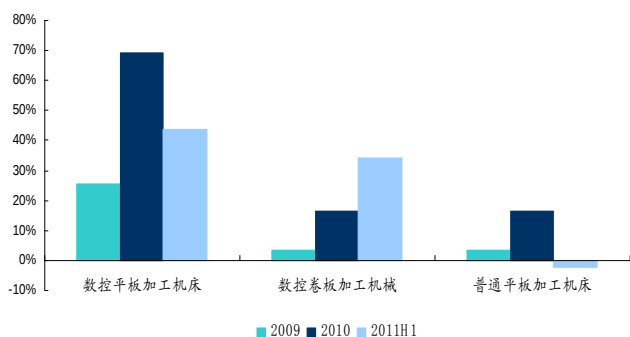
- ✓ 数控平板加工机床: 收入占比 74.29%, 同比增长 43.56%, 毛利率上升 2.39%至 28.26%;
- ✓ 数控卷板加工机械: 收入占比 10.66%, 同比增速 33.97%, 毛利率下降 1.86%至 27.87%;
- ✓ 普通平板加工机床: 收入占比 7.41%, 同比增长-2.09%, 毛利率大幅下滑 10.11%至 13.42%;

表 1: 公司 2010 年上半年分产品收入和毛利率变动

分产品	营业收入 YOY	毛利率	毛利率同期增减
数控平板加工机床	43.56%	27.02%	2.49%
数控卷板加工机械	33.97%	27.87%	-1.86%
普通平板加工机床	-2.09%	13.42%	-10.11%
合计	37.28%	27.02%	0.96%

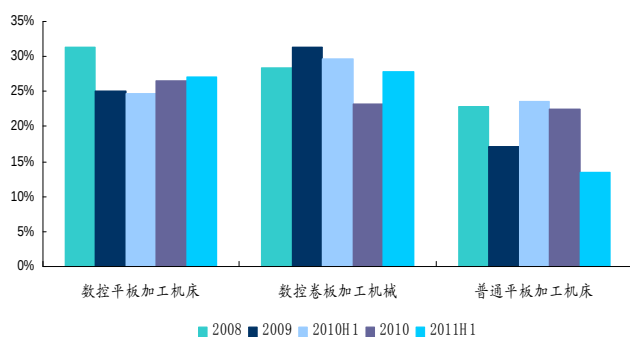
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 公司分产品收入同比增长率变动



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 公司分产品毛利率变动



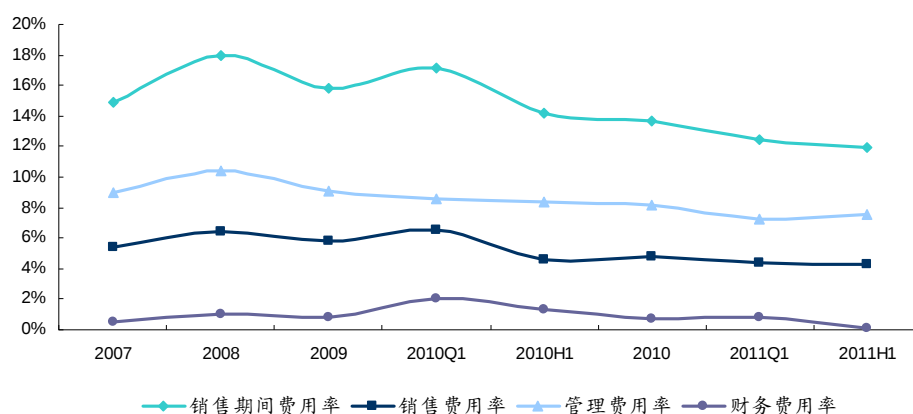
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

公司费用控制良好, 期间费用同比下降 2.29%, 期间费用率处于历史地位, 低于其他机床上市公司:

- ✓ 销售费用率: 收入增速高于销售费用增速, 规模效应显现, 销售费用率同比下降 0.29%;

- ✓ 管理费用率：同样依靠收入规模增长带来的规模效应，计入 11 年公司上市费用后仍同比下降 0.82%；
- ✓ 财务费用率：首发募集资金偿还银行贷款，利息大幅减少 319 万，财务费用率同比大幅下降 1.18%。

图 6：公司期间费用率变动

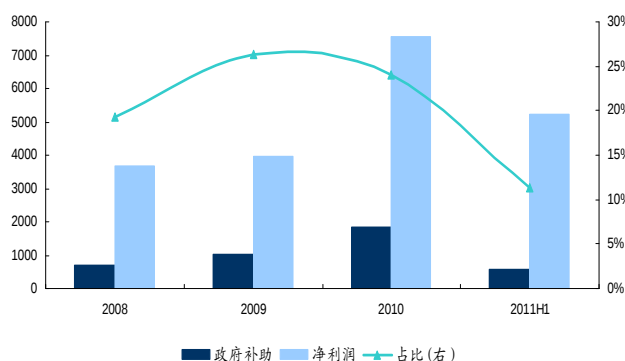


资料来源：Wind, 长江证券研究部

第三，政府补助减少影响短期利润，但不改主营增长趋势

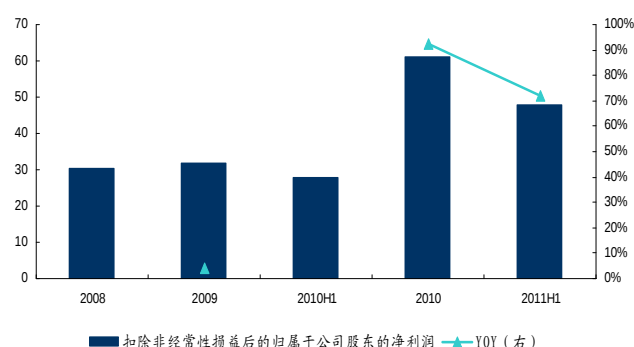
08-10 年政府补助占利润比重较高。08-10 年，公司收到的政府补助分别达到 712、1038 和 1819 万元，占公司利润比接近 20%。而 2011 年上半年，公司政府补助大幅减少，致使营业外收入大幅减少 880 万，对利润总额影响接近 20%，对短期利润增速造成较大影响。若扣除非经常性损益影响，报告期公司净利润增速高达 72.17%，显示主营业务增长势头良好。

图 7：政府补助占公司利润比例下降为 11.26%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：扣除非经常性损益后公司净利增速高达 72.17%

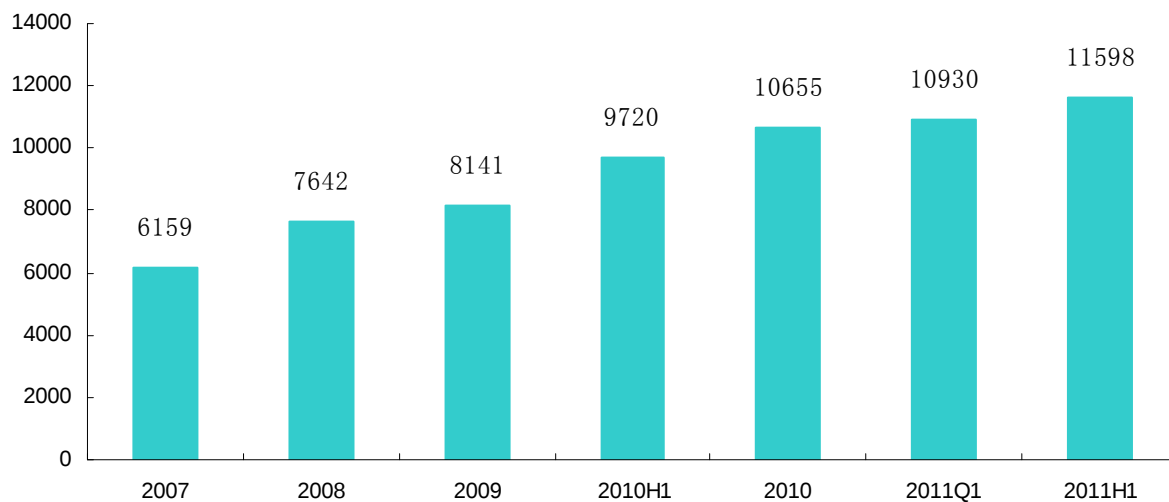


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第四，预收账款增长预示在手订单充足，完成全年目标有保障

11 年上半年预收账款高达 1.16 亿元，处于历史高位。截至 5 月底，在手订单超过 4 亿，我们预计完成全年 9 亿元销售目标将成为大概率事件。

图 9:公司预收账款不断增长预示在手订单持续增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2: 公司产品生产交货周期

产品	生产周期
普通平板机床	1-2 个月
数控平板机床	3-4 个月
数控卷板机床	6-7 个月

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，维持公司推荐评级

预计公司 2011-2012 年完全摊薄 EPS 为 1.19 和 1.6，对应 PE 分别为 27.5 和 20.4 倍，与行业同类公司相比，公司估值合理，维持推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	643	931	1206	1508	货币资金	89	643	429	534
营业成本	480	685	887	1107	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	163	246	319	401	应收账款	49	71	91	114
% 营业收入	25.3%	26.5%	26.5%	26.6%	存货	204	291	377	471
营业税金及附加	2	2	3	4	预付账款	31	44	57	71
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	31	45	58	72	流动资产合计	411	1104	1026	1280
% 营业收入	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	52	76	98	123	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	长期股权投资	34	34	34	34
财务费用	5	7	4	4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.3%	0.2%	固定资产合计	200	406	707	717
资产减值损失	4	3	3	3	无形资产	44	42	40	38
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	71	114	153	195	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	11.0%	12.2%	12.7%	12.9%	资产总计	692	1587	1809	2070
营业外收支	16	8	10	10	短期贷款	178	0	0	0
利润总额	87	122	163	205	应付款项	108	155	200	250
% 营业收入	13.5%	13.1%	13.5%	13.6%	预收账款	107	154	200	250
所得税费用	11	17	23	29	应付职工薪酬	9	12	16	20
净利润	76	105	140	176	应交税费	10	16	21	26
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	8	10	13
的净利润	75.5	104.6	140.4	176.1	流动负债合计	419	345	447	559
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	5	5	5	5
EPS（元/股）	0.86	1.19	1.60	2.00	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	28	28	28	28
经营活动现金流净额	65	93	135	175	负债合计	452	378	480	592
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	234	1203	1322	1472
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-25	0	0	0	少数股东权益	6	6	6	6
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	240	1209	1328	1478
固定资产投资	-96	-219	-324	-40	负债及股东权益	692	1587	1809	2070
其他	-1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-122	-219	-324	-40		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.858	1.188	1.595	2.002
股权融资	0	880	0	0	BVPS	3.54	18.22	15.02	16.73
银行贷款增加（减少）	60	-178	0	0	PE	33.53	24.20	18.03	14.37
筹资成本	20	-23	-25	-30	PEG	1.03	0.74	0.55	0.44
其他	-39	0	0	0	PB	8.11	1.58	1.91	1.72
筹资活动现金流净额	40	680	-25	-30	EV/EBITDA	30.49	13.95	11.58	8.66
现金净流量	-17	554	-214	105	ROE	32.3%	8.7%	10.6%	12.0%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券分析师

窦金虎，上海交通大学机械工程及自动化学士、管理科学与工程硕士，长江证券机械行业分析师，覆盖煤炭机械、石油装备、机床行业

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。