

强烈推荐-A (上调)

目标估值: 40 元

当前股价: 32.08 元

2011 年 11 月 17 日

亚威股份 002559.SZ

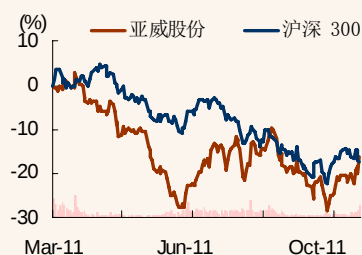
成长中的金属成形机床行业领先企业

基础数据

上证综指	2463
总股本 (万股)	8800
已上市流通股 (万股)	2200
总市值 (亿元)	28
流通市值 (亿元)	7
每股净资产 (MRQ)	12.8
ROE (TTM)	13.6
资产负债率	21.9%
主要股东	江苏亚威科技投资
主要股东持股比例	17.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-6	-19
相对表现	7	8	-4



相关报告

1、《亚威股份 (002559) - 产销两旺 产能趋紧》2011/8/8

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

刘杰

0755-82960334
liujie2@cmschina.com.cn

公司专业提供中高端的平板及卷板加工机床产品, 数控化率达到 92%, 是国内板材加工机床设备领域产品线最长的生产企业, 在提供一揽子解决方案方面具有领先优势。公司四季度订单增长好于市场悲观预期, 未来还将持续受益于国家高端装备制造业十二五规划, 看好公司募投项目达产后稳定的成长性。

- **我国金属成形机床行业进口替代和出口空间较大。**根据《机床工具行业“十二五”发展规划》, 我们推算 2015 年我国国产数控金属成形机床的产值规模将达到 210 亿元左右, 同时金属成形机床出口金额将达到 13.6 亿美元以上。
- **金属成形机床下游领域的多样性为行业增长带来稳定需求。**汽车、家电、铁路设备等行业是金属成形机床的主要需求行业, 其中汽车行业的快速发展和家电消费升级对金属成形机床形成稳定需求。另外随着我国经济结构的逐步转型, 国内一些新兴行业对金属成形机床新的需求拉动越来越明显。
- **公司致力于提供板材加工成套机床设备方案。**公司目前已形成数控转塔冲床、数控激光切割机、数控折弯机、数控剪板机和数控卷板开卷校平剪切线等八大类产品, 一揽子满足下游客户对金属板材完成开卷、分条、冲压、折弯、剪断等加工需求。2011 年前三季度, 由于销售收入的快速增加, 规模效应逐步显现, 公司综合毛利率稳中有升。
- **募投项目逐步达产缓解公司产能压力。**公司数控冲床募投项目预计将于年底达产, 剪切线和折弯机项目下半年开始投产, 预计明年中期前达产, 届时公司产能将达到目前的两倍左右, 有效缓解公司目前产能不足的压力, 进一步提升公司盈利水平。
- **投资评级为“强烈推荐-A”:**预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.20、1.63、2.15 元, 对应 PE 分别为 26、19、14, 未来两年复合增长率达到 34%。公司产品定位中高端, 毛利率保持稳定。公司所在金属成形机床行业未来将直接受益于我国高端装备制造十二五规划及制造业转型升级过程, 并有着较为广阔的进口替代空间。短期公司没有减持压力, 按 2012 年 25 倍估值给予公司目标价 40 元, 上调公司评级至“强烈推荐-A”。
- **风险提示:**下游客户市场需求受宏观调控影响的不确定性、主要原材料价格波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	376	643	912	1225	1620
同比增长	20%	71%	42%	34%	32%
营业利润(百万元)	36	71	113	156	210
同比增长	1%	94%	60%	39%	34%
净利润(百万元)	40	75	105	143	189
同比增长	10%	91%	39%	36%	32%
每股收益(元)	0.45	0.86	1.20	1.63	2.15
PE	68.0	35.7	25.6	18.8	14.2
PB	12.0	8.6	2.2	2.0	1.8

资料来源: 招商证券

正文目录

一、金属成形机床行业概况	4
1、我国金属加工机床行业发展现状	4
2、国内金属成形机床行业进口替代和出口空间较大	5
3、下游板材消费的稳定增加保证了金属成形机床需求量的稳步增长	6
4、汽车、家电、铁路设备行业是金属成形机床的主要需求行业	7
5、新兴行业对金属成形机床的需求拉动逐渐显现	8
二、公司是金属成形机床一揽子解决方案提供商	9
三、公司发展的核心驱动力	11
1、公司技术优势明显	11
2、下游需求的多样性增强了公司抗周期波动的能力	11
3、产品结构优化，综合毛利率提高	12
4、激光切割设备未来有望成为公司新的利润增长点	13
5、单一产品制造向柔性生产单元、全面解决方案服务供应商转变	13
6、完善的销售和技术服务网络	14
四、募投项目提前投产缓解公司产能瓶颈	15
1、募投项目分析	15
2、超募资金使用情况	15
五、业绩预测及投资建议	16
1、业绩预测及假设	16
2、前三季度及第四季度最新订单情况	16
3、估值及投资建议	17
六、风险提示	18

图表目录

图 1：我国金属加工机床历年产值（2005-2010）	4
图 2：世界主要机床消费国消费占比（2010）	4
图 3：我国机床历年进出口金额（2007-2010）	4
图 4：我国金属切削机床产量及数控化率（1990-2010）	4
图 5：我国金属成形机床产量及数控化率（2009-2011）	5
图 6：我国金属成形机床工业总产值及增速（2006-2010）	5

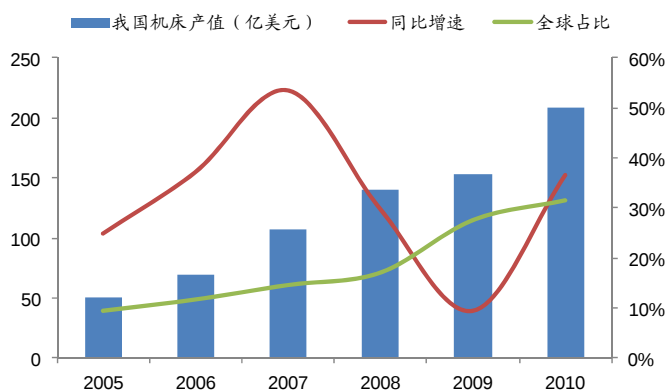
图 7: 我国金属加工机床进口金额及增速 (2007-2010)	6
图 8: 我国金属加工机床出口金额及增速 (2007-2010)	6
图 9: 我国金属板材历年销量 (2005-2011)	7
图 10: 我国宽卷板及窄卷板历年销量 (2005-2011)	7
图 11: 我国汽车工业固定资产投资额 (2001-2009)	7
图 12: 我国汽车装备投资构成情况 (2009)	7
图 13: 我国家电制造业固定资产投资额 (2003-2011)	8
图 14: 我国家电行业销售收入增长示意图	8
图 15: 我国铁路车辆年产量 (2002-2011)	8
图 16: 公司产品在金属板材加工中的应用示意图	9
图 17: 公司近年销售收入增长示意图	11
图 18: 公司近年净利润增长示意图	11
图 19: 公司平板加工机床下游需求结构 (2010)	12
图 20: 公司卷板加工机床下游需求结构 (2010)	12
图 21: 公司分产品收入结构变化	12
图 22: 公司分产品毛利率变化	12
图 23: 公司冲床产品成本构成 (2010)	12
图 24: 数控冲压单元	14
图 25: 自动上下料系统	14
图 26: 公司全球销售网络分布	14
图 27: 公司国内销售网络分布	14
表 1: 公司主要产品简介	10
表 2: 公司自动上下料系统主要参数	13
表 3: 公司主要竞争对手	15
表 4: 募投项目计划进程	15
表 5: 募投项目达产后产能变化	15
表 6: 销售收入结构预测	16
表 7: 相关上市公司估值对比表	17
附: 财务预测表	19

一、金属成形机床行业概况

1、我国金属加工机床行业发展现状

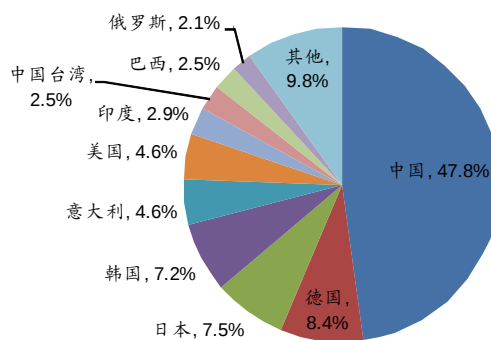
机床行业是为国民经济各行各业提供工作母机的基础装备产业,在国家工业发展及国防建设中具有重要的战略意义。经过近十年的快速发展,我国机床行业在产业规模上取得较大成就。横向看,我国目前在世界机床行业中的地位已经获得显著提升。继 2009 年我国金属加工机床产值达到 153 亿美元,首次成为世界第一机床生产大国,2010 年产值增长到 209.1 亿美元,继续居世界第一位。同时,2002 年至 2010 年我国连续九年位居世界金属加工机床第一消费大国和第一进口大国。纵向看,我国机床行业主要经济指标已经连续九年实现高速增长。2001 年至 2010 年,我国机床行业工业总产值增长了 9 倍,年均复合增长 29.3%;机床产量增长了 2.8 倍,年均复合增长 16.1%;金属加工机床出口金额增长了 5.4 倍,年均复合增长 23%。

图1: 我国金属加工机床历年产值 (2005-2010)



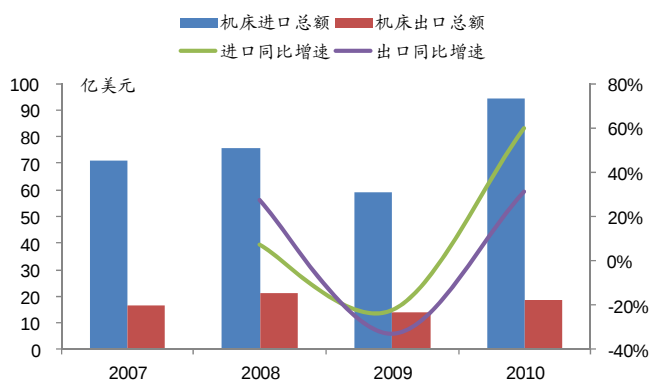
资料来源: Gardner, 中国机床工具协会, 招商证券研发中心

图2: 世界主要机床消费国消费占比 (2010)



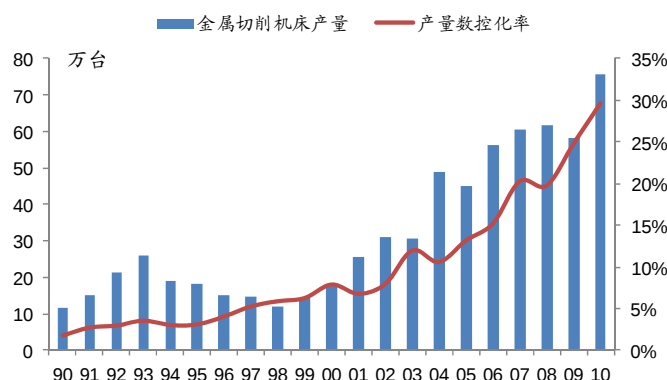
资料来源: Gardner, 招商证券研发中心

图3: 我国机床历年进出口金额 (2007-2010)



资料来源: 海关总署, 招商证券研发中心

图4: 我国金属切削机床产量及数控化率 (1990-2010)



资料来源: 中国机床工具协会, 招商证券研发中心

存在的问题: 大而不强, 集中度较低, 数控系统和关键功能部件发展滞后 (既不大也不强) 制约行业的发展。虽然我国机床产业规模已经取得历史性突破, 在世界机床产值前五大企业中我国也已占据两席, 但与机床制造强国相比, 我国在产品结构、生产制造水平、技术研发和服务能力等方面还存在明显的差距。我国机床行业目前产量数控化率仅

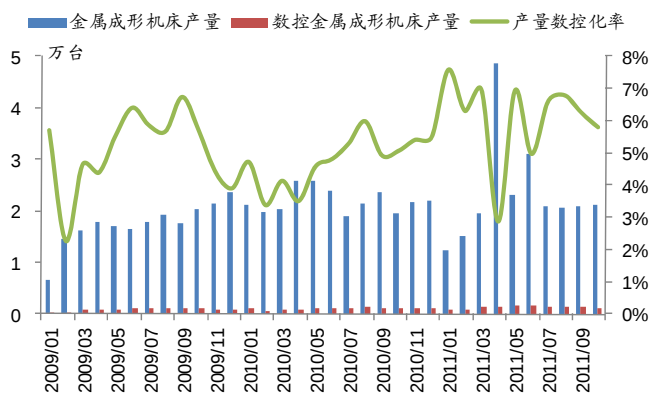
达到 30%左右，产值数控化率约 52%，与发达国家相比差距较大。行业集中度较低、规模化效应不明显也使得我国机床行业呈现中低端产品过度竞争高端产品缺失的局面。目前我国国内市场需求较大的中高档数控机床主要依赖进口，2010 年我国机床进口金额高达 94 亿美元。

2、国内金属成形机床行业进口替代和出口空间较大

十一五期间，我国金属成形机床工业总产值从 202.9 亿元增加到 407.5 亿元，翻了一倍以上，年均复合增长 15%。受四万亿投资需求拉动，我国金属成形机床行业在金融危机后发展很快，2009 年即恢复至危机前水平，2010 年更是大幅增长 42.2%。尽管如此，2010 年我国金属成形机床工业总产值在整个金属加工机床仅占 23.8%，整体占比偏低。此外由于我国高档金属成形机床严重依赖进口，2010 年我国金属成形机床进口金额高达 19.1 亿美元。而同期我国金属成形机床出口仅 5.7 亿，约占金属加工机床出口总额的 31%。

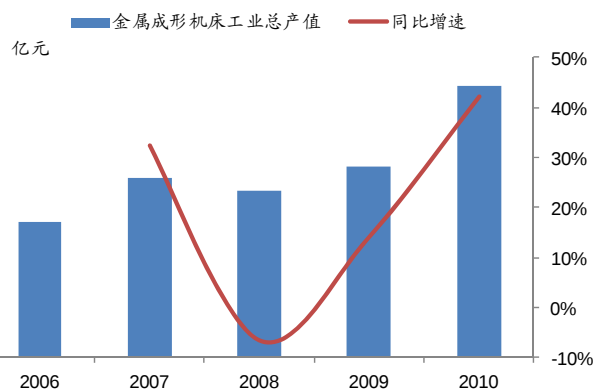
根据《机床工具行业十二五发展规划》，我国 2015 年将实现机床工具行业工业总产值 8000 亿元的目标，较 2010 年 5536.8 亿元增长 44.5%，同时国产机床市场占有率达到 70%以上（按销售额计算），机床出口额达到 44 亿美元以上。我们假设金属成形机床行业增速与机床工具行业整体增速保持一致，2015 年金属成形机床行业总产值将达到近 600 亿元。假设 2015 年我国金属成形机床产值数控化率提高到 50%以上，届时我国国产数控金属成形机床的产值规模将达到 210 亿元左右，同时金属成形机床出口金额将达到 13.6 亿美元（2008-2010 年，金属成形机床出口金额占金属加工机床出口总额的 31% 左右）。

图5：我国金属成形机床产量及数控化率（2009-2011）



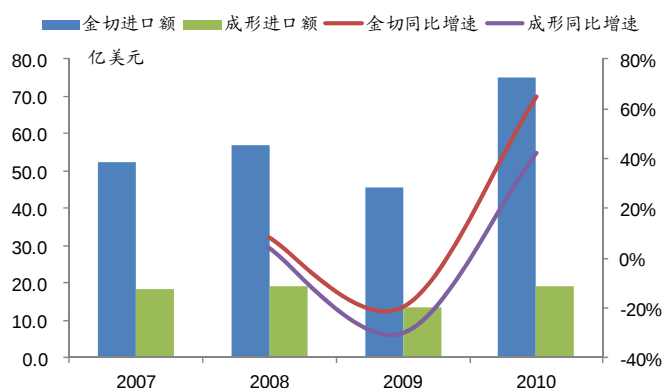
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图6：我国金属成形机床工业总产值及增速（2006-2010）



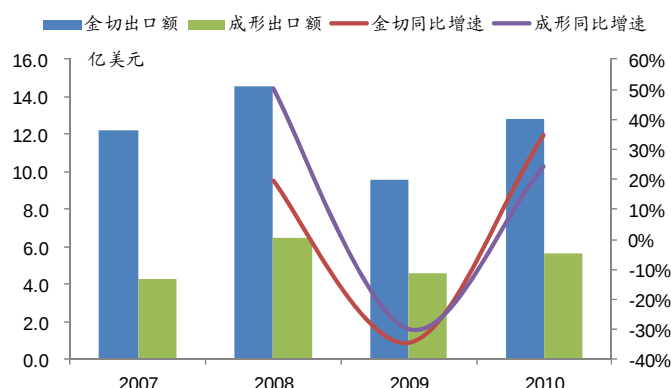
资料来源：中国机床工具协会，招商证券研发中心

图7：我国金属加工机床进口金额及增速（2007-2010）



资料来源：海关总署，招商证券研发中心

图8：我国金属加工机床出口金额及增速（2007-2010）



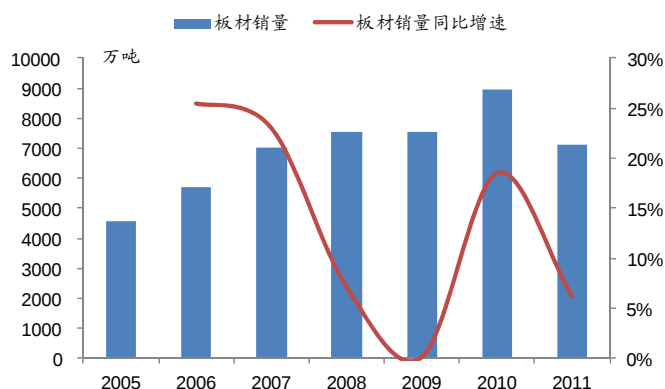
资料来源：海关总署，招商证券研发中心

从意大利的发展经验来看，我国金属成形机床企业可充分利用客户的多样性需求提供相应的定制解决方案，打开国内进口替代市场和国外出口市场。2010 年全球金属成形机床总产值达到 135 亿欧元，增长 17.2%。产值前三名分别是中国、德国和意大利，对应市场份额分别为 29.5%、16.1%和 13.5%。意大利生产企业凭借其生产的灵活性和可塑性在世界市场占得一席之地。虽然德国和日本的机床设备在产品质量、技术和服务等方面领先，但其实意大利机床产品的品质以及在国际市场中所占的份额并不低，其最大的特点和优势在于其生产方式的不同。由于德国是世界上标准型机床的最大提供商，其机床产量很高，所以他们能够提供高质量的产品和最快的交货期。而意大利生产企业则是按照客户需求提供解决方案，尽管也具有相同的技术创新水平，然而在提供这种个性化解决方案的同时也牺牲了一段时间的交货期，所以提供定制式产品的生产商需要尽量缩短其交货期。目前国内用户对个性化定制产品的需求越来越高，我国金属成形机床生产企业可以借鉴意大利成形机床生产商的发展模式，充分利用下游客户的多样性需求，提供定制化的解决方案，打开国内的进口替代市场并开拓国际市场。

3、下游板材消费的稳定增加保证了金属成形机床需求量的稳步增长

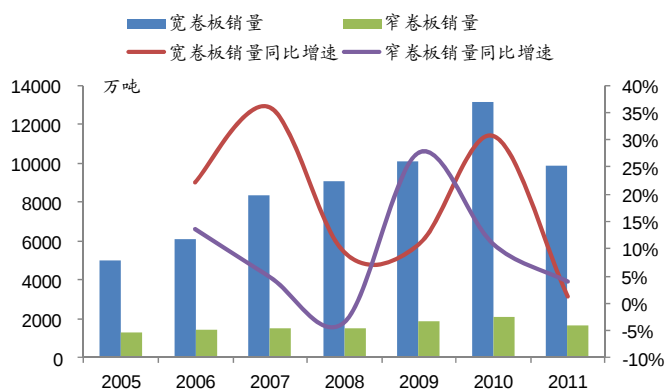
金属成形机床的下游应用十分广泛，包括能源、交通、汽车、机械、冶金、船舶、航空、军工、农机、石油机械、发电等行业。所有的金属板材加工都需要用到金属成形机床，金属板材的消费量也决定了金属成形机床的需求量。并且在此基础上，随着对板材加工程度的提高，对中高端金属成形机床的需求也越来越大。

图9：我国金属板材历年销量（2005-2011）



资料来源：中国钢铁工业协会，招商证券研发中心
注：2011年数据截至9月末

图10：我国宽卷板及窄卷板历年销量（2005-2011）

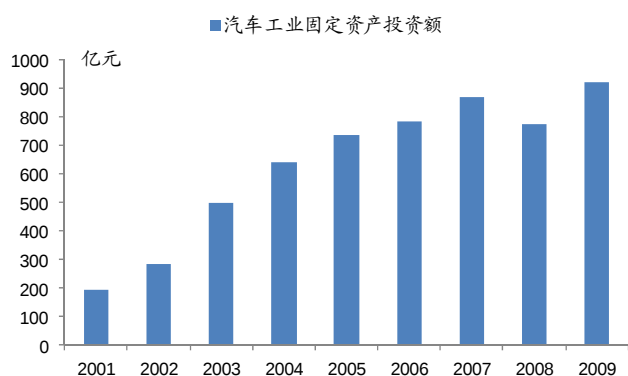


资料来源：中国钢铁工业协会，招商证券研发中心
注：2011年数据截至9月末

4、汽车、家电、铁路设备行业是金属成形机床的主要需求行业

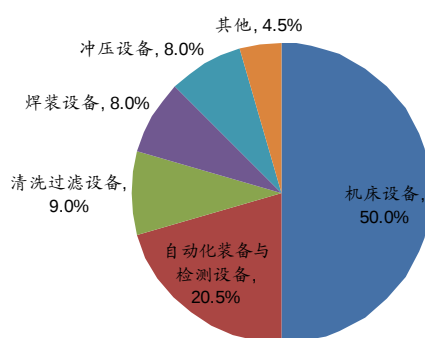
汽车行业的快速发展为金属成形机床行业带来机遇。汽车行业金属成形机床消费主要包括数控冲床、数控折弯机以及成套板材加工设备，运用于整车生产线和零部件加工。“十一五”期间我国汽车工业固定资产投资总额超过 4500 亿元，相当于前五个五年计划固定资产投资总额，而“十二五”是我国完成由汽车大国向汽车强国转变的关键时期，投资力度将会进一步加大。根据国家汽车产业规划，从“十二五”到“十三五”汽车产业预计用于购买设备的投资将超过一万亿元，平均每年达到 1000 亿元，如果按照设备占比 50%，其中机床占比 50%计算，则汽车业每年为机床提供约 250 亿元的市场。虽然目前我国汽车行业出现阶段性的产业调整，但长期来看我国汽车工业仍处于快速成长期，这也将为国内机床企业实现进口替代，抢占市场份额提供有利机遇。

图11：我国汽车工业固定资产投资额（2001-2009）



资料来源：中国汽车工业年鉴，招商证券研发中心

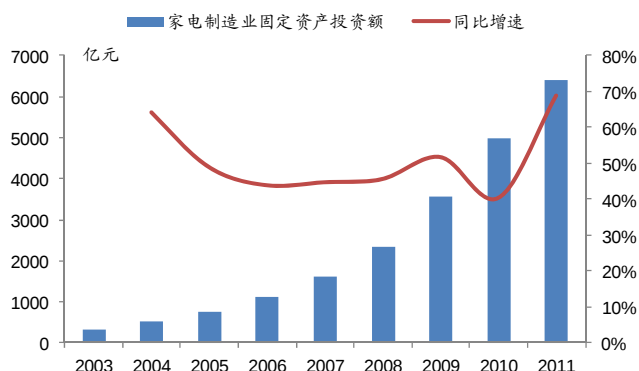
图12：我国汽车装备投资构成情况（2009）



资料来源：中国汽车工业年鉴，招商证券研发中心

家电消费升级给家电制造企业更新设备带来动力，对金属成形机床形成稳定需求。随着居民收入水平的提高和城镇化进程的推进，未来我国家电内需尤其是农村消费需求的增长将成为家电行业发展的中长期动力。根据我们家电行业研究员的预测，未来五年我国家电市场的复合增速将达到 15%左右，长期稳定增长明确。家电下游需求的稳定增长为家电生产企业带来设备更新需求，从而也拉动了金属成形机床的消费。

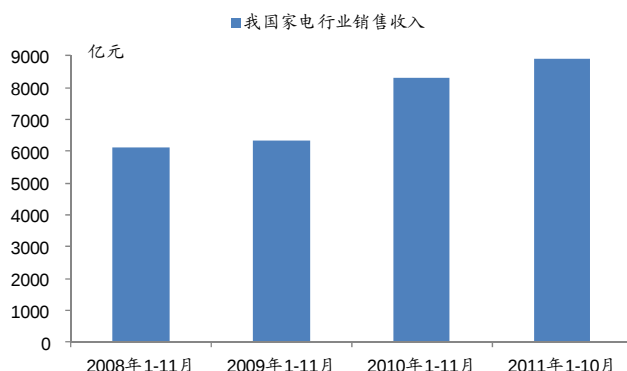
图13: 我国家电制造业固定资产投资额 (2003-2011)



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

注: 2011 年数据截至 10 月末

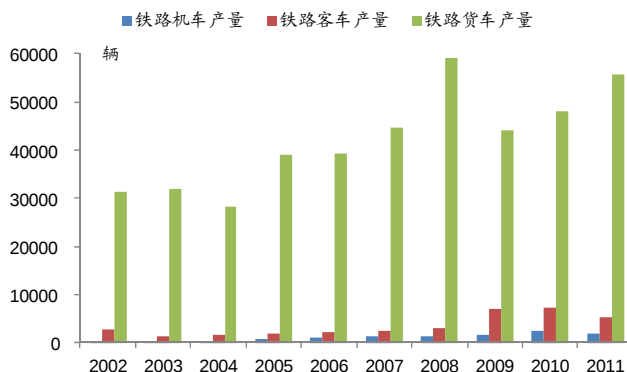
图14: 我国家电行业销售收入增长示意图



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

我国铁路设备行业对金属成形机床仍将保持一定的需求。虽然受一系列事件的影响，十二五铁路建设投资有下滑的预期，但我们认为即使是在较悲观的预期下，十二五期间，铁路每年投资规模也将达到 5000 亿元左右。而在铁路设备制造业中，高速列车的车体和机车的需求增长更快。高速列车的车体和机车的制造，需要使用大量高档数控金属成形机床。主要是由于高速机车对车体和大型覆盖件的要求比较高，车体和覆盖件普遍采用了铝合金或不锈钢等材料，其表面加工要求很高，带来对数控金属成形机床产品的需求。

图15: 我国铁路车辆年产量 (2002-2011)



资料来源: 铁道部, 招商证券研发中心

注: 2011 年数据截至 10 月底

5、新兴行业对金属成形机床的需求拉动逐渐显现

随着我国经济结构的逐步转型,国内一些新兴行业对金属成形机床新的需求拉动越来越明显。1) 钢材剪切配送、钣金件制作行业: 欧美发达国家早在上世纪 70 年代末,就纷纷在工业化集中的城市设立专业化金属板料剪切配送中心,为各行业包括汽车行业集中提供各种定尺平板。同时各行业钣金件的生产也逐渐从制造企业分离出来,委托给专业的钣金厂生产。专业的剪切配送中心和钣金厂能满足不同行业对产品多样化、低成本及短周期的需求,符合生产工艺柔性制造的理念。国内金属板料剪切配送业兴起时间不长,专业钣金制造业也是刚刚起步,但已经明显朝欧美发达国家的趋势发展,未来对精密高效金属板材加工成套系统的需求会日趋旺盛。2) 电网输变电设备制造行业: 电网输变电设备制造所需要的加工机床主要有加工变压器矽钢片的冲压设备,钢结构加工的数控

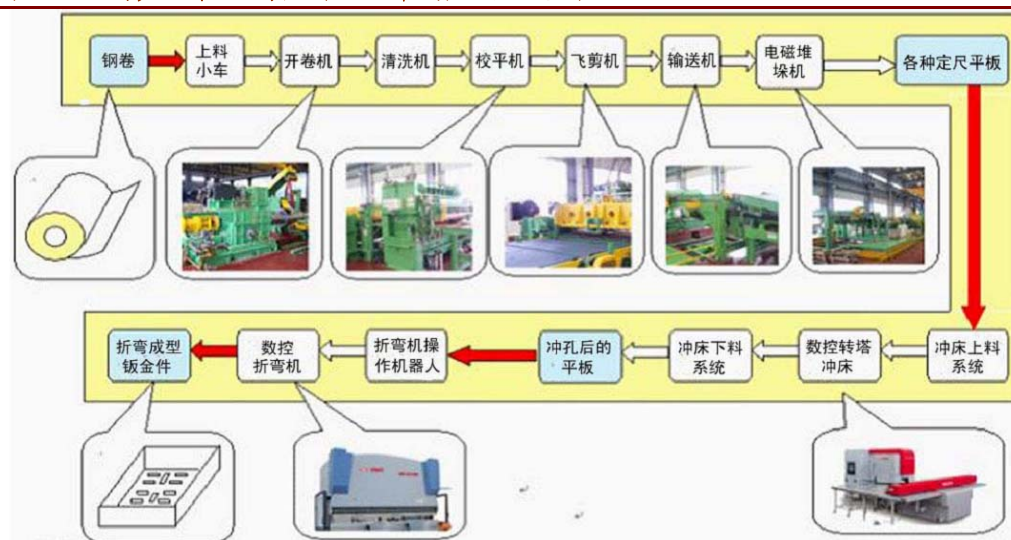
金属成形成套设备，包括数控折弯机、数控剪板机及卷板类加工机床等。根据国家电网规划，国家电网公司将继续增加电网投资，计划到 2020 年，我国装机容量达到 10 亿千瓦，我国输变电设备制造业面临着巨大的市场需求。输变电设备制造业的高速成长为金属成形机床行业提供了广阔的市场空间。3) 农业机械制造行业：我国农业正在大力向农业机械化和自动化发展，农机产品结构发生了很大变化，国内对农机产品需求增加，出口也大幅度增加。而且农机由低档产品在向大型、高效、成套及智能化等高档产品发展。自动化程度高的大型农业机械的制造，离不开高端的数控机床。如生产大型拖拉机、联合收割机等就需要板材加工的各种成形机床如数控剪板机、数控折弯机、数控压力机等，预计未来这块市场的需求会增长较快。

二、公司是金属成形机床一揽子解决方案提供商

公司是国内板材加工机床设备领域产品线最长、少数几家既能提供中高端的平板加工机床产品，又能提供卷板加工机床产品的企业之一，在提供一揽子解决方案方面具有领先优势。目前已形成了数控转塔冲床、数控激光切割机、数控折弯机、数控剪板机和数控卷板开卷校平剪切线等八大类产品。公司目前有三个厂区：分别是龙川路厂区（老厂区，主要是前道工序生产加工件和结构件）、张纲厂区（主要生产数控卷板加工机床设备）、黄海南路厂区（新厂区，未来的公司总部所在地，主要生产数控平板加工机床）。公司产品定位中高端，产品数控化率达到 92%。根据中国机床工具协会的统计数据，公司的数控折剪机床和数控开卷线产品市场份额位居行业领先。

公司目前拥有四家子公司：中日合资亚威日清纺精密机械有限公司、中瑞合资江苏亚威爱颇特锻压机床有限公司、中意合资江苏亚威赛力玛锻压机床有限公司、欧洲 SMD 机床销售公司。

图16：公司产品在金属板材加工中的应用示意图



数据来源：招股书，招商证券研发中心

从上图中可以看出，公司产品能对金属板材完成开卷、分条、冲压、折弯、剪断等加工程序，一揽子满足下游客户对成套机床设备的需求。其产品主要分为三大类：数控平板加工机床、普通平板加工机床和数控卷板加工机械。数控平板加工机床包括数控转塔冲

床、数控折弯机、数控剪板机、数控激光切割机；普通平板加工机床包括普通折弯机、普通剪板机；数控卷板加工机械包括数控开卷校平剪切线、数控开卷分条卷取线。

表 1：公司主要产品简介

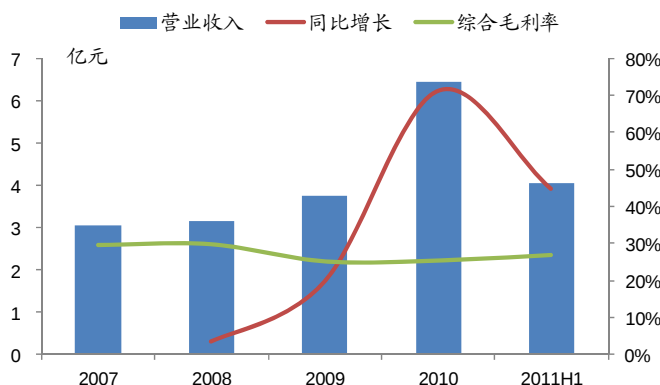
产品	描述
数控转塔冲床	 是对金属板料进行冲压加工的自动化设备，可一次上料按照设定的程序在不同的位置完成多个相同或不同的冲孔、成型等加工工艺。广泛应用于汽车、家电、电气、机械、军工等行业。
数控折弯机	 是对金属板料进行折弯加工的自动化设备，可一次性完成复杂零件的编程和折弯加工成型，具有高速度、高精度的特点。广泛应用于汽车、家电、电气、工程机械、专业钣金等各类机械加工行业。
数控剪板机	 是对金属板料进行剪切加工的自动化设备。可一次编程剪切不同尺寸的板材，配置不同的前送料和后出料装置，可组成剪切中心，提高剪切精度、质量和效率。广泛应用于各类机械加工行业。
数控激光切割机	 是对金属板料进行激光切割加工的自动化设备，可一次上料按照设定的程序在不同的位置完成任意形状的切割或打标，并能进行管材的切断或打孔等加工工艺。广泛应用于汽车、家电、医疗器械、电气开关、机械、军工、船舶等行业。
数控开卷校平剪切线	 将冷轧和热轧的钢、不锈钢等卷板经开卷、校平、剪切成各种所需规格定尺板料的一种卷板加工成套设备。应用于钢材配送、家用电器、开关电柜、钢结构办公用品、不锈钢厨房用品、机械制造等大量加工和使用不同规格板材的行业。
数控开卷分条卷取线	 将冷轧、电镀、不锈钢、电工钢等原始卷板经开卷、校平、分条、卷取成各种所需宽度、直径钢卷，满足各种宽度板的要求及大卷改小卷的分卷要求。主要用于钢材配送、钢铁制造、钢管及型材制造、钢结构办公用品、机械制造等行业，为特殊宽度板和小直径钢卷加工提供中间工序。
数控板材冲压柔性加工系统	 结合了冲裁和自动上下料系统，一次按钮完成全部冲压加工过程，可以真正做到无人值守。

资料来源：公司网站，招商证券研发中心

敬请阅读末页的重要说明

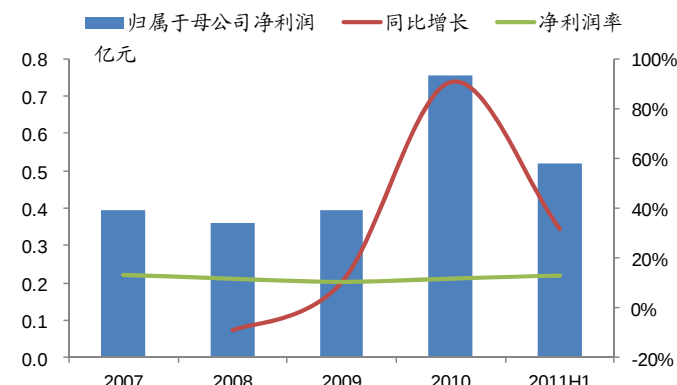
2008 年下半年开始，受金融危机影响，机床行业下游需求明显下降，直至 2009 年下半年需求状况才开始逐步改善，对应公司 08 年和 09 年增速有所下降。2010 年受金融危机后恢复性需求和投资拉动，下游需求强劲复苏。整体来看，公司过去三年销售收入和净利润增长基本保持稳定，年均复合增长率分别为 28%和 23%。由于公司产品主要在金属成形专用机床领域，盈利周期波动远小于通用机床企业，公司过去三年毛利率基本稳定在 25%以上，净利率则保持在 12%左右。2011 年前三季度，由于销售收入的快速增加，规模效应逐步显现，公司综合毛利率稳中有升。

图17：公司近年销售收入增长示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图18：公司近年净利润增长示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

三、公司发展的核心驱动力

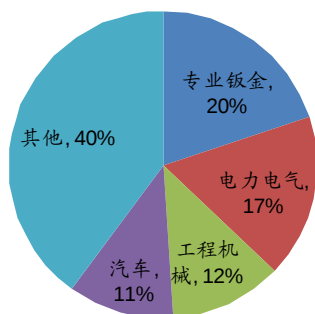
1、公司技术优势明显

公司是国家火炬计划重点高新技术企业、江苏省高新技术企业，设有国家级博士后科研工作站、江苏省企业博士后技术创新中心和江苏省级技术中心，2005 年获数控冲压机床首批中国名牌称号。公司目前拥有大专以上学历工程技术人员 200 多人，其中副高级以上 20 人，中级职称 88 人。企业拥有地市级以上有突出贡献的中青年专家 4 名、省“333”工程培养对象 6 名。公司长期聘用的国内著名高校教授级专家博导 6 名，国外资深专家 4 名。截至 2011 年 1 月底，公司共获得 51 项专利，其中 7 项发明专利、43 项实用新型专利、1 项外观设计专利以及正在受理中的 19 项专利申请。近年来，公司共有 8 个产品项目被列入国家级重点新产品，5 个产品线被列入国家级火炬计划。2010 年 11 月，公司承担的“大型开式伺服折弯机”、“机械伺服数控转塔冲床”获得了工信部关于“高档数控机床与基础制造装备”科技重大专项立项课题的批复。

2、下游需求的多样性增强了公司抗周期波动的能力

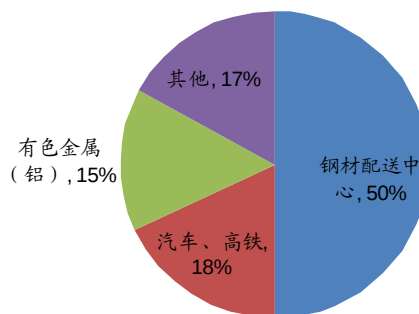
公司 2010 年平板加工机床销售收入 20%来源于专业钣金行业，17%电力电气，12%为徐工等工程机械企业，11%汽车行业；卷板加工机床销售收入则是 50%来自宝钢等钢厂的钢材配送中心，18%来自汽车（比亚迪）、高铁等交运设备，15%为铝等有色金属加工行业。公司下游需求的多样性也分散了公司受单一行业景气度影响从而导致需求波动的风险。

图19: 公司平板加工机床下游需求结构 (2010)



资料来源: 招商证券研发中心

图20: 公司卷板加工机床下游需求结构 (2010)

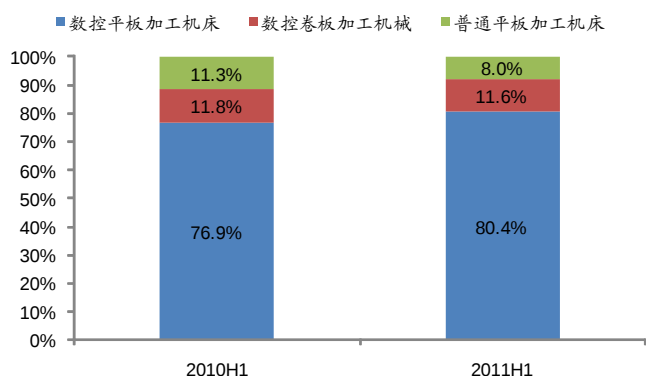


资料来源: 招商证券研发中心

3、产品结构优化, 综合毛利率提高

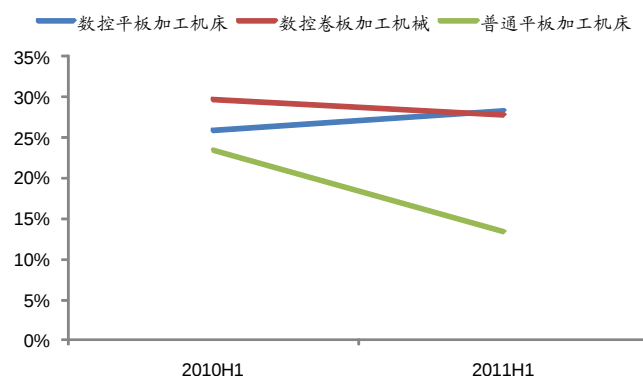
由于提前进行自有资金投入, 公司上半年数控转塔冲床募投项目开始投产。规模效应的显现使得数控冲床毛利率上半年提升 2.4 个百分点。上半年公司产品数控化比率由去年的 90% 上升至 92%, 产品结构向高毛利率产品调整。同时随着销售规模的扩大, 公司产品议价权得到增强, 上半年综合毛利率提升 1 个百分点。

图21: 公司分产品收入结构变化



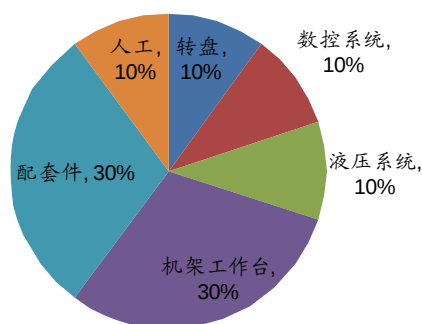
资料来源: 招商证券研发中心

图22: 公司分产品毛利率变化



资料来源: 招商证券研发中心

图23: 公司冲床产品成本构成 (2010)



数据来源: 招股书, 招商证券研发中心

4、激光切割设备未来有望成为公司新的利润增长点

激光切割机相比数控冲床具有较多优点：1）激光切割机可切割各种不规则图形，完成复杂结构的加工，只要能在电脑上画出的图像，激光切割机都能完成加工；2）新产品开发速度快，节约成本。由于激光切割机不需要开模，只在电脑上将图做出，产品马上就可以加工出来；3）激光切割机可满足复杂的工艺要求，加工厚度更厚，而数控冲床则难以完成。公司现有四种激光切割机产品，涵盖了高中低各档次。目前公司该类产品仍处于战略布局阶段，销售规模较小，但我们认为鉴于激光切割机的诸多优点，未来其发展空间较大，有望成为公司新的利润增长来源。

5、单一产品制造向柔性生产单元、全面解决方案服务供应商转变

公司是国内板材加工机床设备领域产品线最长，少数几家既能提供中高端平板加工机床设备又能提供卷板加工机床设备的企业之一。在一揽子提供板材加工设备的基础上，公司开始将单个机床与自动上下料系统装置组合起来形成柔性加工单元产品，进一步为下游客户提高了生产率同时也降低人力成本。

公司的 HIQ-3048FMS 数控板材冲压柔性加工系统将冲裁和自动上下料系统结合在一起，有效提高了薄板冲压加工效率和产品质量，做到一次按钮完成全部加工过程，真正做到“无人值守”，在劳动力成本不断上升及生产效率不断提高的背景下，柔性加工系统将成为未来的发展方向，产品市场空间较大。

表 2：公司自动上下料系统主要参数

板材材质	冷扎钢板、热轧钢板、不锈钢板、铝板	一次上料和下料总用时	25s
最大板材尺寸	1250mmx2500mm	下料升降台车载重量	2000Kg
最小板材尺寸	150mmx730mm	下料升降台车载料高度	300mm（含木托盘 100mm）
最大板厚	3.2mm	连续工作板材数量	1-9999
最小板厚	0.5mm（铝板为 0.8mm）	电源电压	220V
上料台车载重量	2000Kg	电源频率	50Hz
上料台车载料高度	300mm（含木托盘 100mm）	电源功率	40KVA（含冲床）
上料驱动速度	65m/min	耗气量	200NI/min（不含冲床）
下料驱动速度	30m/min	环境温度	0℃-40℃湿度：15-85%

资料来源：招商证券研发中心

图24: 数控冲压单元



资料来源: 招商证券研发中心

图25: 自动上下料系统



资料来源: 招商证券研发中心

6、完善的销售和技术服务网络

公司产品以直销为主，建立了完善的营销服务网络，其在国内拥有 30 多家办事处进行售前、售中和售后的信息跟踪服务；在国外则主要通过欧洲和北美销售公司销往国外 30 多个国家和地区。由于公司的定制化产品逐渐增多，技术售后服务则显得越来越重要。公司产品中如大型数控折弯单元、数控开卷线等属于高端的个性化定制类产品，公司利用其遍布全国的销售和技术服务网络，能很好的为用户提供无缝隙售后技术服务，做到服务半径内（300 公里）24 小时上门。而国外厂商则一般很难做到提供贴身的技术售后服务，因此公司完善的销售和技术服务网络也提高了公司产品的市场竞争力，未来有望进一步打开其进口替代空间。

图26: 公司全球销售网络分布



资料来源: 公司网站, 招商证券研发中心

图27: 公司国内销售网络分布



资料来源: 公司网站, 招商证券研发中心

表 3: 公司主要竞争对手

产品类别	国内主要竞争对手	国外主要竞争对手
数控转塔冲床	江苏金方圆、江苏扬力集团、济南捷迈、广东大同	德国通快、日本天田、日本村田、芬兰 FINN-POWER
数控折弯机	黄石锻压、江苏金方圆、江苏扬力集团、南海力丰	德国通快、日本天田、瑞士百超、加拿大爱克
普通折弯机产品	黄石锻压、上海冲剪、江苏扬力集团、江苏金方圆、南海力丰	德国通快、日本天田、瑞士百超、加拿大爱克
数控剪板机	国内能研制高端卷板机械产品的厂家很少	意大利 FIMI、韩国大铤、中国台湾的威泰、荣华、腾麒
普通剪板机产品	大族激光、武汉法利莱	瑞士百超、德国通快
数控卷板加工机械		
激光切割机		

资料来源：招股书，招商证券研发中心

四、募投项目提前投产缓解公司产能瓶颈

1、募投项目分析

截至 2011 年 8 月，公司数控转塔冲床技术改造项目已投入 90% 计划资金，上半年数控冲床项目已开始投产预计年底就将达产，届时产能将增长一倍以上。大型数控板料折弯机技术改造项目和高速精密卷板校平剪切生产线技术改造项目今年已累计投入超过 60%，预计明年 6 月将达产，届时产能也将实现翻番。不考虑超募资金投资项目，明年折弯机和剪切线募投项目达产后，公司整体产能将扩大一倍，有效缓解公司目前产能不足的压力。

表 4: 募投项目计划进程

项目名称	项目总投资（万元）	建设期	备注
数控转塔冲床技术改造项目	9920	1.5 年	
高速精密卷板校平剪切生产线技术改造项目	8196	1.5 年	建设投资第一年投入 70%，第二年上半年投入 30%，流动资金根据情况在第二、三年投入。
大型数控板料折弯机技术改造项目	7244	1.5 年	
合计	25360	—	

资料来源：招股书，招商证券研发中心

表 5: 募投项目达产后产能变化

产品类别	2010 年产量	募投项目实施后新增产能	产能增长率
数控转塔冲床	312	245	78.53%
数控卷板加工机械	39	40	102.56%
大型数控板料折弯机	82	84	102.44%

资料来源：招股书，招商证券研发中心

2、超募资金使用情况

公司 8 月 8 日发布公告称，公司拟分别使用超募资金 7020 万元、12540 万元、5620 万元投资研发中心项目、数控折弯机技改项目和高速精密卷板校平剪切生产线技改项目二期的建设，进一步提升公司竞争力。

五、业绩预测及投资建议

1、业绩预测及假设

- (1) 公司募投项目顺利进行，今年年底数控冲床项目达产。
- (2) 假设超募资金使用，长期股权投资和资本支出增加。
- (3) 公司作为高新技术企业，继续享受 15%所得税率的优惠。
- (4) 2012 年原材料价格稳定，产品毛利率基本保持稳定。

表 6：销售收入结构预测

营业收入（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
数控冲床	115.3	212.8	315.0	425.3	552.8
数控折弯机	133.5	209.9	298.1	402.4	543.3
数控开卷校平剪切线	46.0	83.4	120.9	169.3	228.6
数控剪切机	25.1	40.5	57.5	71.9	89.8
普通折弯机	23.1	29.0	29.6	30.2	30.8
普通剪切机	24.9	27.0	27.5	28.0	28.6
HLH-1530 激光切割机		1.5	3.9	7.7	11.6
层压机		0.9	2.3	4.6	6.8
合计	375.7	642.9	911.5	1224.5	1620.0
营业收入增长率	2009	2010	2011E	2012E	2013E
数控冲床	63.2%	84.7%	48.0%	35.0%	30.0%
数控折弯机	1.0%	57.3%	42.0%	35.0%	35.0%
数控开卷校平剪切线	6.3%	81.4%	45.0%	40.0%	35.0%
数控剪切机	65.4%	61.1%	42.0%	25.0%	25.0%
普通折弯机	-5.2%	25.8%	2.0%	2.0%	2.0%
普通剪切机	13.0%	8.1%	2.0%	2.0%	2.0%
HLH-1530 激光切割机			150.0%	100.0%	50.0%
层压机			150.0%	100.0%	50.0%
合计	19.5%	71.1%	41.8%	34.3%	32.3%
毛利率	2009	2010	2011E	2012E	2013E
数控冲床	24.1%	26.6%	28.3%	28.4%	28.4%
数控折弯机	25.9%	27.0%	27.0%	27.2%	27.3%
数控开卷校平剪切线	31.3%	23.2%	28.2%	28.4%	28.5%
数控剪切机	25.7%	23.8%	26.0%	26.2%	26.2%
普通折弯机	17.0%	24.6%	14.0%	13.0%	13.0%
普通剪切机	17.1%	20.4%	14.0%	13.0%	13.0%
HLH-1530 激光切割机		28.8%	26.0%	28.0%	28.0%
层压机		14.1%	25.0%	28.0%	30.0%
合计	25.1%	25.3%	26.6%	26.9%	27.1%

资料来源：招商证券研发中心

2、前三季度及第四季度最新订单情况

公司前三季度新签订单约 6 亿元，订单主要来源于汽车钣金制造业、家电、电梯等行业。由于不可避免的受到下游部分行业的景气度影响，公司四季度订单增速环比有一定程度下滑，但根据四季度近一个月以来的新增订单情况看，公司新增订单要明显好于市场悲观预期。由于下游应用领域广泛，公司对未来的订单预期依然具有信心。公司 2011 年销售收入目标 9 亿元，同比增长 40%以上，并确立国内市场前三名的市场地位。

公司的生产周期因产品而异，具体为普通成形机床 1-2 个月，数控冲床 4-5 个月，数控开卷线 6-7 个月。由于数控冲床是公司主要产品，所以估算公司的产品平均交付期在 4-5 个月左右。按此推算，公司目前在手订单已排产至明年初左右，关注公司明年上半年尤其是一季度订单情况。

3、估值及投资建议

目前国内已上市公司中沈阳机床、昆明机床、华东数控、青海华鼎、秦川发展等企业的主要产品为金属切削机床，法因数控等企业部分产品为金属成形机床，目前尚无除公司外第二家以金属成形机床为主业的上市公司。

表 7：相关上市公司估值对比表

公司	11.17 收盘价	2010	EPS 2011E	2012E	2010	PE 2011E	2012E	PB
沈阳机床	9.36	0.26	0.28	0.41	36.0	33.6	22.7	3.5
昆明机床	8.07	0.34	0.25	0.30	24.0	32.3	26.9	3.1
秦川发展	10.73	0.31	0.43	0.53	35.1	25.1	20.2	3.7
华东数控	15.47	0.37	0.30	0.40	42.3	51.6	38.7	3.9
日发数码	35.33	0.51	1.04	1.29	68.6	34.0	27.4	4.7
法因数控	11.28	0.18	0.27	0.30	64.1	41.8	37.6	3.0
华中数控	20.67	0.49	0.52	0.63	41.8	39.8	32.8	8.1
亚威股份	32.08	0.86	1.20	1.63	37.4	26.7	19.7	12.1
平均					43.7	35.6	28.2	5.3

资料来源：Wind，招商证券研发中心

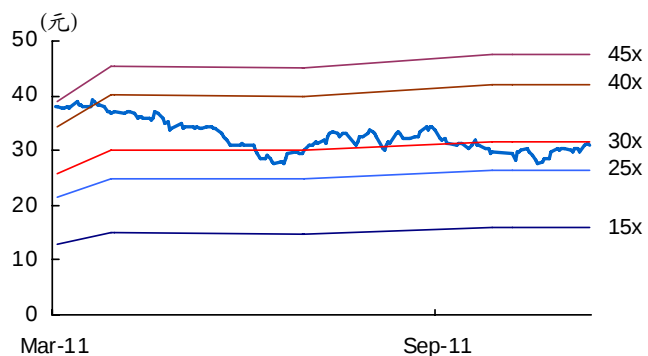
注：部分盈利预测为 WIND 的一致性预测

投资评级为“强烈推荐-A”。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.20、1.63、2.15 元，对应 PE 分别为 26、19、14，未来两年复合增长率达到 34%。公司产品定位中高端的金属成形机床，毛利率保持稳定，公司未来将直接受益于我国高端装备制造十二五规划及制造业转型升级过程，并有着较为广阔的进口替代空间。短期公司没有减持压力，按 2012 年 25 倍估值给予公司目标价 40 元，上调公司评级至“强烈推荐-A”。

六、风险提示

- 1、下游客户市场需求受宏观调控影响的不确定性
- 2、主要原材料价格波动风险。

图 28: 亚威股份历史 PE Band



资料来源：港澳资讯，招商证券研发中心

图 29: 亚威股份历史 PB Band



资料来源：港澳资讯，招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	302	411	1215	1418	1700
现金	105	89	724	729	776
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	14	38	59	83	113
应收款项	24	46	70	100	136
其它应收款	2	2	3	5	6
存货	143	204	318	443	585
其他	13	31	40	58	83
非流动资产	186	281	336	381	427
长期股权投资	0	34	34	34	34
固定资产	100	170	229	279	328
无形资产	45	44	40	36	32
其他	41	32	33	33	33
资产总计	488	692	1551	1799	2127
流动负债	241	419	310	425	577
短期借款	66	153	0	0	0
应付账款	37	108	161	224	307
预收账款	81	107	120	170	236
其他	57	50	29	31	34
长期负债	62	33	33	33	33
长期借款	29	5	5	5	5
其他	33	28	28	28	28
负债合计	303	452	343	458	611
股本	66	66	88	88	88
资本公积金	34	34	882	882	882
留存收益	68	134	232	364	539
少数股东权益	17	6	6	6	7
母公司所有者权益	168	234	1202	1334	1509
负债及权益合计	488	692	1551	1799	2127

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	48	65	11	64	111
净利润	40	75	105	143	189
折旧摊销	0	0	4	4	4
财务费用	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	(1)	(1)
营运资金变动	0	0	(102)	(85)	(85)
其它	9	(11)	3	3	4
投资活动现金流	(45)	(122)	(60)	(50)	(50)
资本支出	0	0	(60)	(50)	(50)
其他投资	(45)	(122)	0	0	0
筹资活动现金流	34	40	684	(10)	(14)
借款变动	0	0	(178)	0	0
普通股增加	0	0	22	0	0
资本公积增加	0	0	848	0	0
股利分配	0	0	(8)	(11)	(14)
其他	34	40	(0)	1	1
现金净增加额	37	(17)	635	4	47

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	376	643	912	1225	1620
营业成本	281	480	669	895	1181
营业税金及附加	1	2	3	4	5
营业费用	22	31	50	69	92
管理费用	34	52	77	102	133
财务费用	3	5	0	0	0
资产减值损失	(3)	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	1	0	1	1
营业利润	36	71	113	156	210
营业外收入	11	18	11	11	11
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	46	87	122	165	219
所得税	6	11	16	22	29
净利润	40	76	105	143	190
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	40	75	105	143	189
EPS (元)	0.45	0.86	1.20	1.63	2.15

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	20%	71%	42%	34%	32%
营业利润	1%	94%	60%	39%	34%
净利润	10%	91%	39%	36%	32%
获利能力					
毛利率	25.1%	25.3%	26.6%	26.9%	27.1%
净利率	10.5%	11.7%	11.5%	11.7%	11.7%
ROE	17.6%	24.2%	8.8%	10.7%	12.5%
ROIC	11.3%	15.5%	8.1%	10.1%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	62.1%	65.3%	22.1%	25.5%	28.7%
净负债比率	24.5%	26.4%	0.3%	0.3%	0.2%
流动比率	1.3	1.0	3.9	3.3	2.9
速动比率	0.7	0.5	2.9	2.3	1.9
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	0.6	0.7	0.8
存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
应收帐款周转率	13.2	18.2	15.7	14.5	13.7
应付帐款周转率	6.7	6.6	5.0	4.7	4.4
每股资料(元)					
每股收益	0.45	0.86	1.20	1.63	2.15
每股经营现金	0.73	0.98	0.12	0.73	1.26
每股净资产	2.55	3.55	13.66	15.16	17.15
每股股利	0.00	0.00	0.09	0.12	0.16
估值比率					
PE	68.0	35.7	25.6	18.8	14.2
PB	12.0	8.6	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	207.2	111.5	80.2	56.9	42.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，机械行业首席分析师，招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

刘杰，机械专业工学学士，经济学硕士，2011 年 3 月加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。