

华东数控 002248.SZ

充分受益于高速铁路大开发

研究结论

- **整体表现符合预期：**公司 2008 年实现营业收入 4.2 亿，营业利润 5074.93 万元，同比分别增长 5.64%、14.66%，归属上市公司股东净利润 5071.96 万元，同比增长 22.09%，实现每股收益 0.48 元，基本符合我们的预期。公司数控龙门机床的快速发展是主营业务收入和净利润实现增长的主要原因。
- **产品高端、低端分化明显：**公司产品包括数控机床和普通机床两大类，报告期内数控机床销售收入同比增长 19.05%，占比达到 57.43%，同比增加 6.46%，其中公司近年集中发展的数控龙门机床销售收入同比增长 47.2%，成为公司增长最快的产品。受金融危机影响，公司普及型、经济型数控机床、普通机床产品均出现不同程度的下降，其中普通机床由于 2008 年 10 月以来订单骤降，同比下降 26.1%。我们预计 2009 年公司普通机床情况仍不容乐观，但其数控龙门机床受铁路博格床的拉动，有望继续保持平稳快速增长。
- **毛利率水平稳中有升：**2008 年公司毛利率为 25.3%，同比上升 3.66%，尽管报告期内主要原材料铸件等价格波动较大，对不同产品均形成了一定的成本压力，但公司通过不断加强成本控制、改进加工工艺并降低消耗克服了原材料上涨的压力。毛利率上升更主要的原因是公司大力发展数控龙门机床等技术含量高，产品附加值高的产品，2008 年其销售占比达到 35%，同比增加 10 个百分点，有效地提高了公司整体毛利水平。
- **铁路用博格床支撑未来业绩：**公司是我国第一家生产铁路博格床的企业，就目前中标情况看，在手订单有 2.94 亿，占 2008 年营业收入的 70%，均在 2009 年交付，用于京沪、石武等客运专线的建设，我们预计随着客运专线建设的不断推进，公司有望得到新的订单，成为未来业绩的主要增长点。
- **催化剂和风险因素：**随着募投项目技改完成以及和德国希斯庄明合作成功，公司数控机床技术水平和市场竞争力得到不断提升，数控大重型产品销售不断增长是公司未来保持一定水平增长的催化剂。机床工具行业受宏观经济波动影响，下游原材料价格波动等所带来的不确定性会对公司业绩产生影响。
- 我们预测公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.55 元、0.56 元、0.61 元。鉴于公司未来有一定增长潜力，我们给与公司 50 倍 PE，对应 2009、2010 年股价分别为 27.5 元、28 元，维持增持投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、安倩、张帆

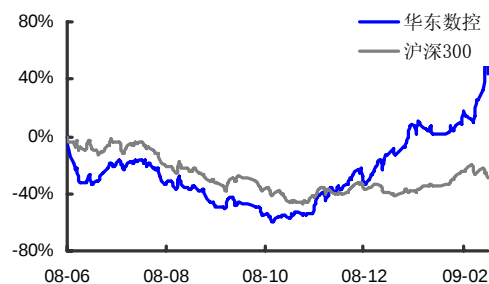
机械分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2009 年 2 月 26 日)	22.97 元
目标价格 (6 个月)	27.5 元
总股本/A 股 (万股)	12000/3000
A 股市值 (百万元)	689.1
国家/地区	中国
行业	通用机械制造业
报告日期	2009 年 2 月 27 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	41.18	120.65	43.47
相对表现 (%)	20.36	79.50	90.94

资料来源：WIND

财务分析				
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	420.83	550.16	579.59	661.61
税前利润	60.39	82.74	86.60	95.23
归属母公司净利润	54.12	72.81	73.61	80.95
EBITDA	63.88	106.20	109.71	119.25
每股收益(元)	0.42	0.55	0.56	0.61
净资产收益率	9.93%	12.02%	11.12%	11.19%
每股经营现金(元)	0.20	0.90	0.72	0.65
市盈率(X)	54.35	41.64	41.33	37.59
EV/EBITDA	26.19	25.04	23.71	21.37

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

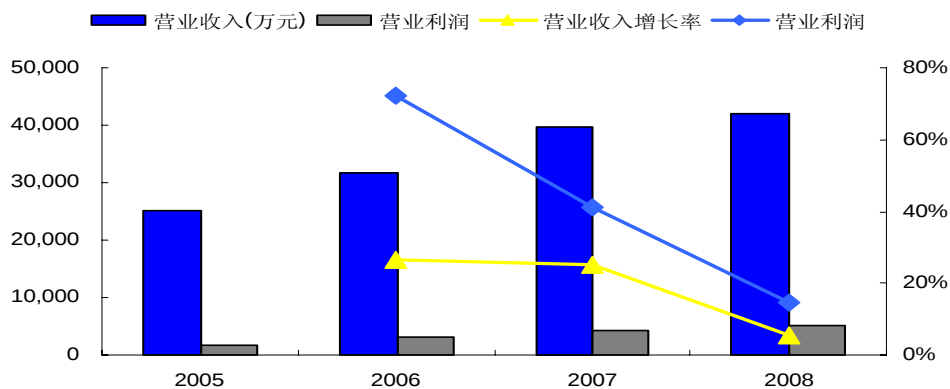
我国首家民营机床上市公司

华东数控是我国第一家民营上市机床制造企业,其前身是成立于2002年的威海华东数控有限公司,其业务起源于华东数控成立时的股东—民营企业威海机床厂有限公司。近年来公司不断调整产品结构、加大高端数控机床产品的研制和生产,从主要生产普通机床的企业成功转变为生产包括数控机床、数控机床关键功能部件及普通铣床、普通磨床等为主营业务的重点高新技术企业。

公司在国内金属切削机床生产制造企业中,属中等规模,根据中国机床工具工业协会《2008年1-12月机床工具行业部分重点联系企业月报汇编》资料,国内重点联系金属切削企业109家,按2008年度销售收入排名第26位。

近年来,公司依靠技术实力的不断提升以及高端数控龙门机床的发展实现了快速增长,2006、2007年营业收入增速分别为26.41%、25.23%,进入2008年,受金融危机影响,国内外经济增速大幅下降,公司普通机床受到较大影响,下滑明显,全年营业收入增速下滑,同比增长5.64%。从利润情况看,公司近年营业利润增速下滑较明显,2006、2007、2008年增速分别为72.35%、41.11%、14.66%。

公司营业收入、营业利润及其增长率情况



资料来源:公司公告

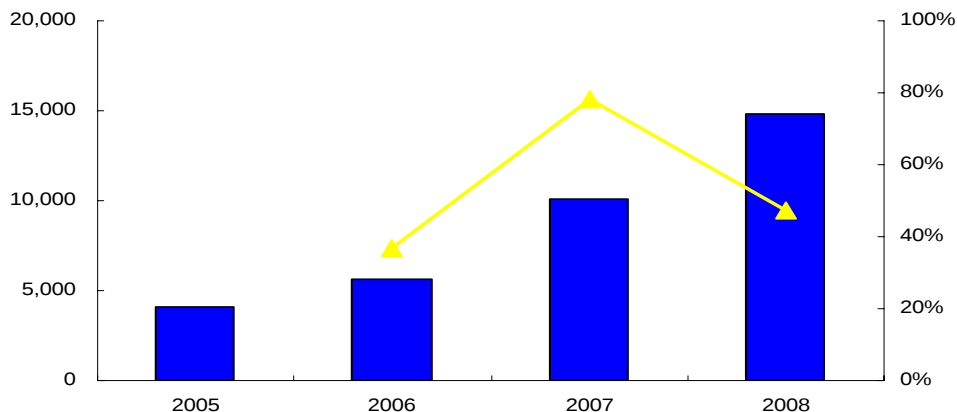
产品结构不断优化

公司近年来的发展方向是:保持在普及型数控铣床、数控磨床和加工中心以及普通铣床、普通磨床方面的市场份额,并以此为基础,重点发展高速、高精、多轴、复合、大型的数控机床,抓住我国能源、交通、船舶、机械、冶金、航空航天、军工等行业对大型、精密机床装备的迫切需求,实现公司规模和产业地位的飞跃,为我国大型、精密机床摆脱依赖进口做出贡献。

近年来公司将发展重点不断调整为技术含量较高的数控机床产品,包括加工中心、龙门机床和数控铣床、磨床,其收入占比从2005年的32.49%提高到2008年的57.43%,逐渐成为公司的主打产品。

数控机床中,大型数控龙门机床近年增长十分迅速,成为公司增长最快的数控机床产品。2008年其销售收入达到14832万元,同比增长47.2%。

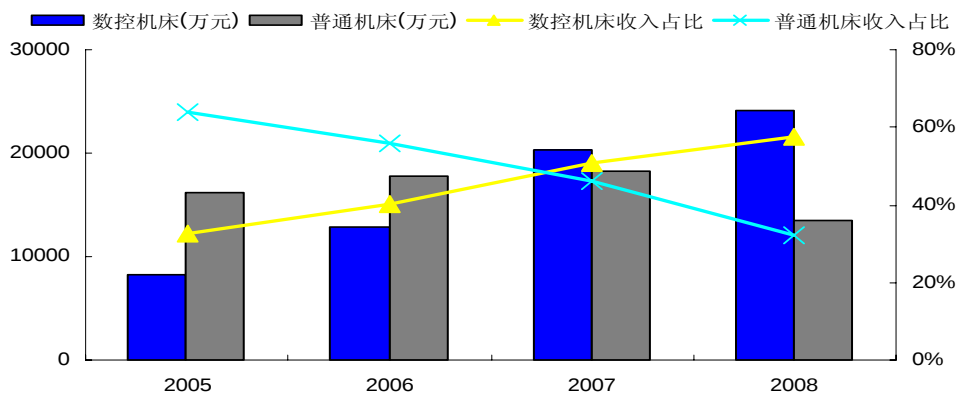
数控龙门年机床收入及增长率



资料来源：东方证券研究所

公司普通机床主要包括普通磨床和铣床，其中 60%用于出口，受国际宏观经济波动影响，2008 年普通机床行业国内外需求大幅下滑，公司此块产品订单骤减，2008 年普通机床产品收入只有 13526.51 万元，同比下滑 26.1%，业务收入占比从 2005 年的 64.06%下降到 2008 年的 32.14%。我们预计公司普通机床受经济不景气影响，未来可能继续延续下滑态势。

公司数控机床、普通机床收入占比

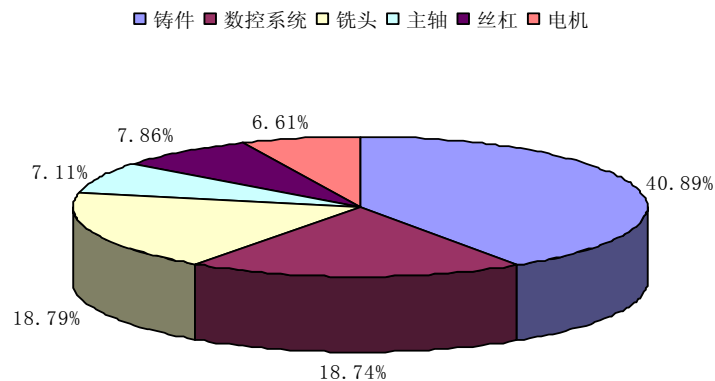


资料来源：东方证券研究所

成本分析

公司产品的主要原材料包括铸件、数控系统、铣头、主轴、丝杠、电机等。其中，铸件在原材料中的占比最大，约为 40%左右，其次为数控系统和铣头。

原材料组成



资料来源：公司公告

主要原材料及其供应商

主要原材料主要供应商

铸件	均来自于当地及周边地区。主要供应商包括威海铁鹰铸造有限公司、威海华彩镗铣有限公司、荣成弘久锻铸有限公司等。
数控系统	日本发那科、德国西门子、日本三菱及发行人自制等。
铣头	从台湾东钰工业有限公司和台湾美立固精机厂有限公司、台湾功阳精机股份有限公司等进口散件组装。
主轴	从台湾普森精密主轴有限公司、台湾旭泰精密机械股份有限公司、台湾柏杨精机股份有限公司等进口及发行人自制。
丝杠	南通精华滚动功能部件厂、台湾世昱精密机械股份有限公司、律廷科技股份有限公司、日本 THK 公司、德国力士乐公司等，以从台湾地区进口为主，国内厂家逐步增加。
电机	内地、台湾以及国外厂家都有大量生产厂家。

资料来源：招股说明书

2008 年，受国内外钢材市场价格波动的影响，公司主要原材料铸件的价格波动明显，上半年价格上调幅度较大，下半年出现回落，全年平均水平高于去年同期，对公司业绩构成一定压力。其中，铸件材料成本占数控机床产品成本的 15%左右，占普通机床成本的 25%左右，对普通机床的毛利水平影响较大。

铸件价格变化

原材料名称	2008	2007增幅	
大型铸件	6,838	5,385	26.98%
中型铸件	6,068	4,957	22.41%
小型铸件	4,957	3,932	26.07%

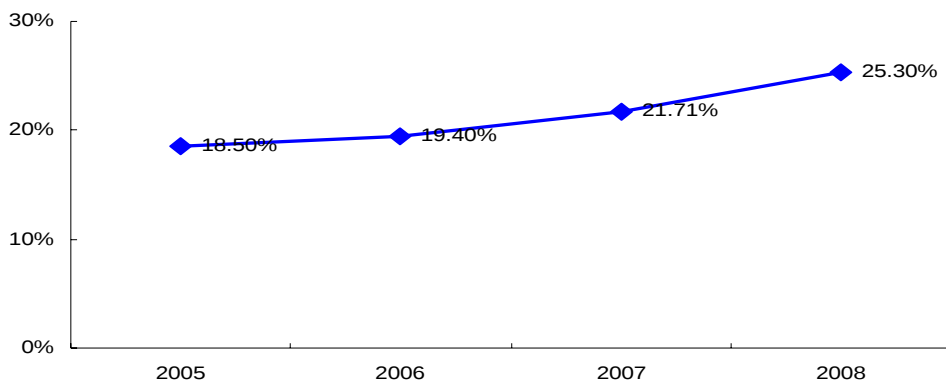
资料来源：公司公告

其他原材料中，油类占比不到 1%，油价的大幅波动对公司业绩影响有限，其他原材料波动在 5%以内，对公司业绩影响也不大。

整体毛利水平不断提升

公司近年来毛利水平一直保持稳步提升的态势，虽然 2008 年主要原材料铸件等价格有一定程度的上升，但公司毛利水平却成功提升 3.66 个百分点，继续延续这一良好态势，这一方面得益于公司不断改进加工工艺、加强成本控制、降低消耗，不断提升产品盈利能力，另一方面更主要的原因是公司成功实现产品结构的不断调整，高毛利、高附加值的数控龙门机床占比逐渐上升，从而有效提高了整体毛利水平。

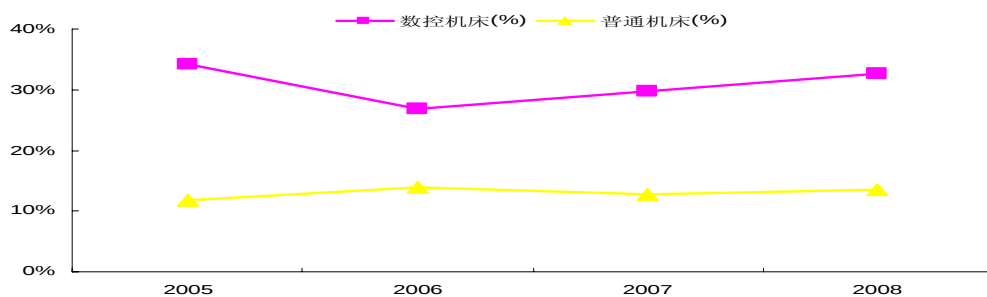
公司毛利率水平



资料来源：公司公告

分产品来看，各产品毛利水平基本稳定，数控机床基本在 30% 左右，普通机床在 13% 左右。

分产品毛利率情况

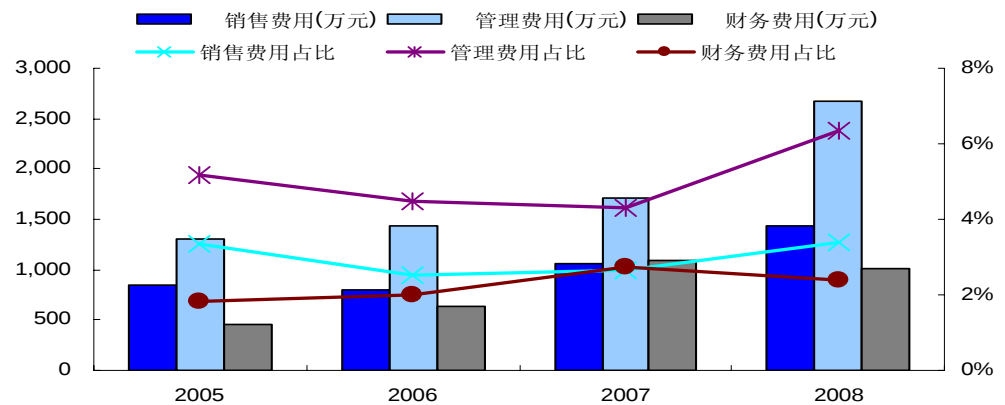


资料来源：东方证券研究所

期间费用

近年来，公司三项费用占比情况变化不大，总体来说保持稳定。其中，2008 年管理费用占比上升 0.84 个百分点，主要是由于公司是新产品研发投入同比增加 883 万元增加影响，财务费用占比下降 0.19 个百分点，销售费用占比基本保持稳定。我们预计未来公司三项费用占比也将保持稳定。

三费及其占比情况



资料来源：公司公告

铁路博格床支撑未来成长

进入 2008 年，为应对金融危机，国家提出扩大内需、保障经济平稳增长的任务，把加强铁路建设摆在了更加突出的位置，并投入部分预算内资金用于铁路建设，相继批准一大批铁路重点工程开工。从近期开工项目以及铁道部历次的发言看，近期我国铁路建设将以客运专线建设为主，逐步实现主干线客货分线，以解决客运紧张的局面，并不断增强货运能力。建设的内容主要是“四横-四纵”客运专线、环渤海、长江三角洲、珠江三角洲以及中部发达地区城际客运系统。

从铁道部制定计划上看，到 2010 年我国客运专线将达到 7000 公里的规模，2012 年达到 1.3 万公里，2020 年达到 1.6 万公里。其中，“四横-四纵”中包括数条时速 350 公里的高速铁路，这种铁路不使用道渣来调整钢轨的高度，而是采用特殊结构形式的博格板式道枕。数控混凝土道枕成型磨床就是一种专门用于成型磨削高速铁路的博格板式道枕的专用磨床。

部分客运专线情况

客运专线	长度	设计时速	建设周期	总投资额
京沪客运专线	全长 1318KM	350 公里/小时	2012 年竣工	2200 亿
武广客运专线	全长 995 公里	350	建设工期为四年半、2010 年年底竣工	工程投资 930 亿元
京石客运专线	长 281 公里	350 公里/小时		438.7 亿元
郑西客运专线			总工期 42 个月，2008 年建成	369.5 亿元
石武客运专线	全长 838 公里	线上 350 公里/小时， 线下 250 公里/小时		
石太客运专线	全长 190.280 公里	200	2005 年 6 月开工，2008 年底建成	估算总投资 160.4 亿元
广深港客运专线	全长 105 公里	350 公里/小时		
长吉客运专线	全线 100 公里	设计技术速度按 300 公里/小时考虑		总投资约 70 亿元
哈大客运专线	全长 902 公里	最高时速可达 300 公里以上	2007 年 10 月开工，计划 2012 年通车	估算为 800 亿元

资料来源：东方证券研究所

华东数控是国内同时具有先进的龙门磨床和龙门铣床的设计和生产能力少数企业之一。借助这一技术复合优势，公司成功研发制造了 BZM-650 博格式轨道板专用数控磨床(同时具备铣磨功能)，

并在 2006 年铁道部中铁六局京沪高速铁路（京津城际示范段）工程中成功中标，与铁道部中铁六局签定了价值 1,212 万元一台的订单。

随着铁路大开发进程的推进，客运专线的建设也开始加速，从 2008 年底到现在，公司陆续中标新的铁路博格床订单，目前在手订单是 2.94 亿，约占 2008 年全年销售收入的 70%，均在 2009 年底交付完毕。此外，随着其他高速铁路的逐步开工，我们预计未来公司将陆续中标新的订单，此块业务将支撑公司未来业绩的平稳快速增长。

公司目前在手博格床订单

签订合同日期	标的物	金额（万）	交货期	合同方
2009 年 2 月 16 日	CRTS II 型轨道板专用数控磨床	10130	2009 年 10 月	中铁一局京石铁路铁路客运专线项目经理部八分部、中-2009 年 12 月 铁四局集团第六工程有限公司、中铁十一局京石铁路客运专线桥梁公司项目经理部、中铁十三局集团第三工程有限公司、中铁十四局集团有限公司和公铁电气化局京石铁路客运专线项目经理部六单位
2008 年 12 月 30 日	CRTS II ZM650 型轨道板专用数控磨床	3100	2009 年 8 月 30 日	中铁十八局集团有限公司石武客专河南段项目部
2008 年 12 月 24 日	CRTS II 型轨道板专用数控磨床	16170	2009 年 6 月	中铁三局集团有限公司、中铁十二局集团有限公司、中-2009 年 9 月 铁十四局集团有限公司、中铁十五局集团有限公司、中铁十六局集团有限公司、中铁一局集团物资工贸有限公司、中国五局集团有限公司、水利水电第七工程局有限公司、中交第三航务工程局有限公司、中铁丰桥桥梁有限公司
合计		29400		

资料来源：公司公告

与德国希斯庄明合作提升产品竞争力

德国希斯庄明有限公司是希思庄明控股有限公司控制下的全资企业，其产品的设计理念和制造技术源于德国希思公司，该企业是全球机床行业中最知名的企业之一。

公司计划在 2009 年至 2010 年期间与德国希斯庄明有限公司合作完成加工宽度达 8 米数控龙门移动式镗铣车削中心、 $\phi 320$ 数控落地镗铣床、16 米数控六轴滚齿机等重型机床产品制造任务，这些产品的技术水平均为目前国际先进水平，产品可用于核电设施大型部件加工，届时，公司将成为国内极少数能同时掌握多种重型、超重型机床制造技术企业之一。使公司完成以生产中小型机床为主营业务向以生产大型、重型、超重型精密数控机床为主营业务的转型，以单一生产机床整机产品为主的企业向同时生产机床整机产品和承揽国内外重点工程项目大型、精密部件加工业务并举的经营模式转变，极大提高公司产品的竞争力。

合作内容

设备名称	规格型号	计划投入	预计加工制造周期
数控龙门移动式镗铣车削中心	Type SGM - 60/80-80	6,815	5,0002008.11-2010.5 (18 个月)
φ 320 数控落地镗铣床	HBM-320/137	5,720	4,0002009.6-2010.12 (18 个月)
16 米数控六轴滚齿机	RF-CNC 50/160	5,305	4,0002008.11-2010.4 (17 个月)

资料来源：公司公告

未来涉足风电领域

公司与德国希斯庄明（香港）有限公司在中国山东省威海市合资设立生产制造型企业，威海华东重工有限公司，其中公司以现金出资占 75% 股权，德国希思庄明（香港）有限公司以美元出资占 25% 股权。

合资公司的主要业务为：制造和销售代表国际先进水平、适用于批量加工的柔性生产线成套装配，承揽国内外大型、精密零件的生产加工业务。成立后公司将依托于华东数控的数控机床产品制造和合作外方的柔性生产关键技术优势，将公司的生产制造的单台产品根据用户加工需求，运用柔性生产技术，提供成套装备，是在公司制造的数控机床单台产品基础上，提供的增值产品，进入柔性生产线成套装配的制造领域。

合资公司成立后，将建造国内第一条、世界第二条 1.5—5MW 风电设备大型部件的柔性加工生产线，由大型数控立车、落地镗铣床、及相应多交换工作台组成的加工单元，配备智能化传输系统、自动化检测系统等，实现零件全自动化加工。

通过合资合作，充分利用国外先进的数控机床设计、生产制造技术，对公司现有产品及结构实现升级改造，提升公司的核心竞争力，培育新的利润增长点，增强公司抗风险能力，为公司的长期发展奠定良好基础。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	420.83	550.16	579.59	661.61	税后利润	50.72	66.19	66.68	73.33
营业成本	314.07	417.63	442.37	507.87	经常性现金支出	28.49	34.63	35.24	36.84
主营业务税金及附加	1.89	2.19	2.32	2.70	非经常性现金支出	0.00	2.52	2.91	3.06
销售费用	14.31	19.26	20.29	23.16	营运资金变动	0.00	(2.16)	(25.28)	(43.36)
管理费用	26.68	30.26	31.88	36.39	少数股东损益	3.40	6.62	6.93	7.62
财务费用	10.03	3.90	2.91	2.16	经营活动现金净流	23.81	107.81	86.49	77.50
营业利润	53.84	76.92	79.82	89.34	资本开支	148.15	16.84	6.37	1.17
非经常性损益	6.55	5.82	6.78	5.90	其他投资	0.43	0.00	0.00	0.00
税前利润	60.39	82.74	86.60	95.23	投资活动现金净流	(147.72)	(16.84)	(6.37)	(1.17)
所得税	6.27	9.93	12.99	14.29	贷款增加	(78.00)	0.00	0.00	0.00
净利润	54.12	72.81	73.61	80.95	支付股利利息	(23.75)	0.91	(18.93)	(19.40)
少数股东损益	3.40	6.62	6.93	7.62	其他融资	(78.00)	(0.53)	(3.47)	(3.80)
归属母公司净利润	50.72	66.19	66.68	73.33	筹资活动现金净流	170.25	0.39	(22.40)	(23.21)
EPS (元/股)	0.42	0.55	0.56	0.61	现金净流量	46.34	91.36	57.71	53.12
					现金期初余额	33.05	79.39	170.75	228.46
					现金期末余额	79.39	170.75	228.46	281.58
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	85.88	177.24	234.95	288.07	增长能力				
应收账款票据	104.64	140.75	157.99	192.09	营收增长率(%)	5.64%	30.73%	5.35%	14.15%
存货	240.41	309.07	331.67	363.78	EBITDA 增长率(%)	-9.87%	66.26%	3.30%	8.70%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	11.22%	26.54%	2.36%	10.59%
流动资产合计	499.33	662.72	757.68	874.66	净利润增长率(%)	21.49%	34.54%	1.10%	9.97%
长期投资	2.91	2.91	2.91	2.91	盈利能力				
固定资产	271.08	293.60	286.39	266.46	毛利率(%)	25.37%	24.09%	23.68%	23.24%
在建工程	56.41	25.64	12.56	6.26	净利率(%)	12.86%	13.23%	12.70%	12.24%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	15.18%	19.30%	18.93%	18.02%
非流动资产合计	349.45	337.76	316.69	289.91	ROA(%)	6.38%	7.28%	6.85%	6.95%
资产总计	848.78	1000.49	1074.37	1164.57	ROE(%)	9.93%	12.02%	11.12%	11.19%
					ROIC(%)	13.25%	12.66%	11.47%	9.67%
循环借款	40.00	40.00	40.00	40.00	偿债能力				
应付账款	136.67	185.95	201.68	223.46	资产负债率(%)	35.79%	39.45%	38.36%	37.88%
预收账款	54.06	66.02	63.76	66.16	流动比率(倍)	1.89	1.87	2.04	2.18
其他应付款	7.54	10.91	12.25	11.89	速动比率(倍)	0.72	0.90	1.06	1.20
流动负债合计	263.82	354.71	372.18	401.18	价值评估				
非流动负债合计	40.00	40.00	40.00	40.00	P/B(倍)	5.46	4.93	4.53	4.16
负债合计	303.82	394.71	412.18	441.18	P/E(倍)	54.35	41.64	41.33	37.59
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	EV/收入(倍)	3.98	4.83	4.49	3.85
资本公积	282.00	295.24	308.58	323.24	EV/EBITDA(倍)	26.19	25.04	23.71	21.37
未分配利润	68.98	106.63	139.44	174.69	EV/EBIT(倍)	26.19	32.90	31.44	27.85
股东权益	544.97	605.78	662.19	723.39					
负债和股东权益	848.78	1000.49	1074.37	1164.57					

资料来源：东方证券研究

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn