

华东数控(002248)

受金融危机影响 业绩低于预期

——华东数控 2008 年年报点评

张锦灿 吕娟
 010-59312821 021-38676139
 zhangjingcan@gtjas.com lvjuan@gtjas.com

本报告导读： 受危机影响，公司需求出现下降，2008年业绩低于预期。2009年增长主要来自高铁建设用博格板数控磨床订单。

投资要点：

- **业绩低于预期：**2008 年公司营业收入、利润总额和净利润分别为 420.83、60.39、50.72 百万元，同比分别增长 5.64%、25.03%、22.09%。全年 EPS 为 0.42 元，业绩低于预期，主要因为受危机影响，营业收入增幅较低。
- **公司主要产品数控机床和普通机床因为档次差异，前者受危机冲击较小，后者受冲击较大：**2008 年数控机床收入同比增长 19.05%（不过增幅同比下降 40 个百分点），而普通机床收入同比下降了 26.1%。
- **面对危机，公司自 2008 年下半年，调整产品结构，将普通机床的产能转移到龙门机床上，提高高附加值高毛利的数控产品占比，并且通过设计优化等手段控制成本，最终整体毛利率提高 3.7 个百分点，其中数控机床、普通机床的毛利率分别提高 3.07、0.67 个百分点。**
- **受高铁建设带动，公司已接 20 台总计 2.94 亿元的博格板数控磨床订单，都在 2009 年交付，构成 2009 年增长的主要动力。**目前公司是国内唯一生产出博格板数控磨床的企业，短期内垄断地位不可撼动。
- **募投项目进展：**龙门机床技改项目 2008 年已基本建成，今年至少可以释放 50% 产能；数控外圆磨床和数控轧辊磨床项目将在今年 6 月建成，预计今年可释放 15% 左右产能。
- **2008 年投资行为：**公司通过控股弘久锻铸 51% 股权，进入机床上游铸件业务，预计今年弘久铸件对内对外销售各占一半；通过与德国希斯庄明合资，进入机床下游大型零件加工，预计在 2011 年形成盈利。通过这两次投资，公司形成铸件—机床—大型零件加工的产业链，抗风险能力加强，不过业务变得分散，需要更高的管理水平配合。
- **盈利预测及投资建议：**公司 2009 年受益铁路行业的博格板数控磨床订单；预计 2010 年增速相对放缓；根据募投项目进展和公司其他的两项投资，2011 年将是公司业务全面开花的一年。预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.62、0.75 和 1.07 元，根据行业平均估值水平，目标价 15 元，维持中性评级。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	398	421	557	686	837
(+/-)%	25.2%	5.6%	32.4%	23.1%	21.9%
经营利润（EBIT）	55	61	89	115	143
(+/-)%	46.1%	10.3%	46.7%	29.0%	24.6%
净利润	42	51	75	91	109
(+/-)%	59.9%	22.1%	47.0%	21.7%	20.5%
每股净收益（元）	0.35	0.42	0.62	0.76	0.91
每股股利（元）	-	0.10	-	-	-

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	13.8%	14.4%	19.1%	20.3%	20.9%
净资产收益率（%）	21.1%	10.0%	12.9%	13.8%	14.7%
投入资本回报率（%）	18.7%	11.4%	13.9%	14.0%	14.3%
EV/EBITDA	50.6	45.9	26.2	20.0	16.0
市盈率	66.4	54.3	37.0	30.4	25.2
股息率（%）	-	0.4%	-	-	-

评级： 中性
 上次评级： 中性
目标价格： ¥15.00
 上次预测： ¥14.40
当前价格： ¥20.67
 2009.03.02

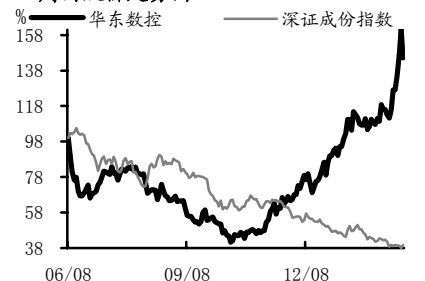
交易数据

52 周内股价区间（元）	6.36 ~ 26.98
总市值（百万元）	2,756
总股本/流通 A 股（百万股）	120/30
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.25
日均成交量（百万股）	2.6
日均成交值（百万元）	35.3

资产负债表摘要（12/08）

股东权益（百万元）	544.97
每股净资产	4.54
市净率	5.1
净负债率	-1.08%

EPS（元）	2008A	2009E
Q1	0.05	0.07
Q2	0.11	0.17
Q3	0.14	0.21
Q4	0.12	0.18
全年	0.42	0.62

52 周内股价走势图

升幅（%）	1M	3M	12M
绝对升幅	38.5	124.3	0.0
相对指数	27.7	107.9	50.6

相关报告

首家民营机床企业上市

2008-06-02

模型更新时间: 2009.03.02

股票研究

机械制造业

普通机械制造业

华东数控(002248)

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: --

上次预测: ¥14.40

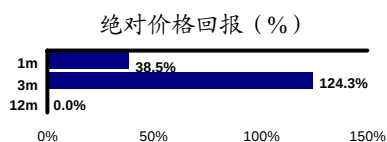
当前价格: ¥22.97

公司网址:

<http://www.huadongcnc.com/>

公司简介

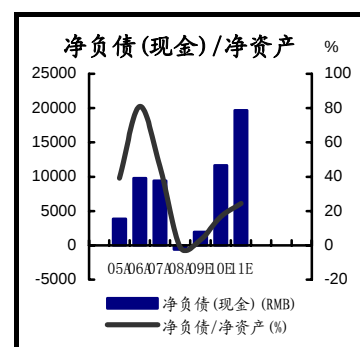
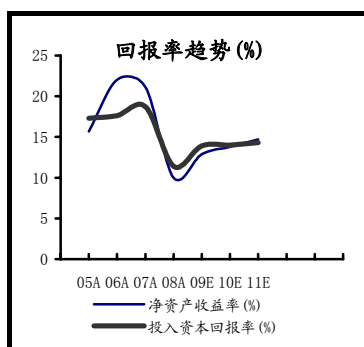
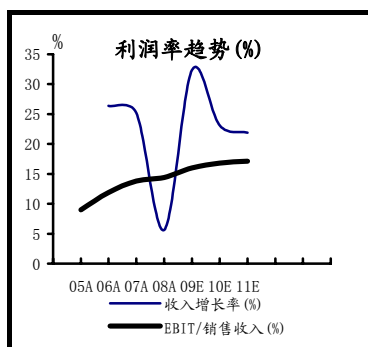
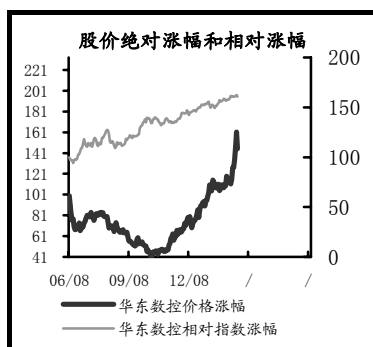
公司是以研制、生产数控机床、数控机床关键功能部件及普通机床为主营业务的高新技术企业。公司以重点发展高速、高精、多轴、复合、大型的数控机床为主营方向。



52 周价格范围 6.36~26.98
市值 (百万) 2,756

财务预测 (单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表							
营业收入	252	318	398	421	557	686	837
营业成本	205	256	312	314	413	503	611
税金及附加	1	1	1	2	2	3	3
营业费用	8	8	11	14	18	22	27
管理费用	13	14	17	27	35	43	53
EBIT	23	38	55	61	89	115	143
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	5	6	11	10	6	12	18
营业利润	18	31	44	51	83	103	125
所得税	4	6	4	6	11	13	16
少数股东损益	0	0	3	3	5	7	8
净利润	15	26	42	51	75	91	109
资产负债表							
货币资金、交易性金融	32	40	33	86	221	223	243
其他流动资产	146	192	240	413	445	564	698
长期投资	6	6	3	3	3	3	3
固定资产合计	93	170	189	327	435	547	660
无形资产及其他资产	20	19	19	19	18	18	18
资产合计	296	427	484	849	1,122	1,356	1,622
流动负债	177	265	201	264	357	408	475
长期负债	21	41	79	40	140	240	340
股东权益	98	121	203	545	625	707	807
投入资本(IC)	132	214	295	534	640	821	1,000
现金流量表							
NOPLAT	18	31	51	54	78	101	126
折旧与摊销	0	0	0	0	17	24	31
流动资金增量	20	6	67	104	0	70	69
资本支出	93	77	19	139	124	137	144
自由现金流	130	114	137	298	220	332	370
经营现金流	9	16	20	24	66	100	387
投资现金流	(47)	(60)	(35)	(148)	(136)	(144)	(138)
融资现金流	18	61	19	170	73	64	(110)
现金流净增加额	(20)	17	4	46	3	20	140
财务指标							
成长性							
收入增长率		26.4%	25.2%	5.6%	32.4%	23.1%	21.9%
EBIT 增长率		65.8%	46.1%	10.3%	46.7%	29.0%	24.6%
净利润增长率		74.2%	59.9%	22.1%	47.0%	21.7%	20.5%
利润率							
毛利率	18.5%	19.4%	21.7%	25.4%	25.9%	26.7%	27.0%
EBIT 率	9.0%	11.9%	13.8%	14.4%	16.0%	16.8%	17.1%
净利润率	5.9%	8.2%	10.4%	12.1%	13.4%	13.2%	13.1%
收益率							
净资产收益率(ROE)	15.7%	22.0%	21.1%	10.0%	12.9%	13.8%	14.7%
总资产收益率(ROA)	5.0%	6.1%	8.6%	6.0%	6.6%	6.7%	6.7%
投入资本回报率	17.3%	17.6%	18.7%	11.4%	13.9%	14.0%	14.3%
运营能力							
存货周转天数	71	140	146	215	214	203	209
应收账款周转天数	40	65	61	75	75	77	77
总资产周转天数	214	415	418	578	645	659	649
净利润现金含量	0.60	0.60	0.48	0.47	0.89	1.10	3.54
资本支出/收入	36.86%	24.25%	4.67%	33.03%	22.31%	19.90%	17.17%
偿债能力							
资产负债率	66.9%	71.7%	58.0%	35.8%	44.3%	47.8%	50.3%
净负债率	39.2%	81.0%	46.3%	-1.1%	3.1%	16.5%	24.4%
估值比率							
PE	123.2	70.7	49.8	54.3	37.0	30.4	25.2
PB	29.0	23.4	14.0	5.5	4.8	4.2	3.7
EV/EBITDA	122.5	73.9	50.6	45.9	26.2	20.0	16.0
P/S	10.95	8.67	6.92	6.55	4.95	4.02	3.29
股息率	-	-	-	0.4%	-	-	-



1. 年报点评

业绩低于预期: 2008 年公司营业收入、利润总额和净利润分别为 420.83、60.39、50.72 百万元, 同比分别增长 5.64%、25.03%、22.09%。全年 EPS 为 0.42 元, 业绩低于预期, 主要因为受危机影响, 营业收入增幅较低。

公司主要产品数控机床和普通机床因为档次差异, 前者受危机冲击较小, 后者受冲击较大: 2008 年数控机床收入同比增长 19.05% (不过增幅同比下降 40 个百分点), 而普通机床收入同比下降了 26.1%。

面对危机, 公司自 2008 年下半年, 调整产品结构, 将普通机床的产能转移到龙门机床上, 提高高附加值高毛利的数控产品占比, 并且通过设计优化等手段控制成本, 最终整体毛利率提高 3.7 个百分点, 其中数控机床、普通机床的毛利率分别提高 3.07、0.67 个百分点。

受高铁建设带动, 公司已接 20 台总计 2.94 亿元的博格板数控磨床订单, 都在 2009 年交付, 构成 2009 年增长的主要动力。目前公司是国内唯一生产出博格板数控磨床的企业, 短期内垄断地位不可撼动。

2. 募集资金项目进展

龙门机床技改项目 2008 年已基本建成, 今年至少可以释放 50% 产能; 数控外圆磨床和数控轧辊磨床项目将在今年 6 月建成, 预计今年可释放 15% 左右产能。

表 1: 募集资金投向(万元)

项目名称	总投资	预计竣工时间	预计达产时间	达产后可新增年收入	达产后可新增年利润
数控龙门机床技术改造项目	9,800	2009.6	2011.6	30,270	3,419
数控外圆磨床生产项目	7,920	2009.6	2011.6	14,820	2,825
数控轧辊磨床生产项目	6,760	2009.6	2011.6	12,698	2,245
合计	24,480			57,788	8,489

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券

3. 2008 年公司其他投资及合作项目

3.1. 对外投资弘久锻铸 51% 股权

弘久锻铸年产大中小型的铸件约为 1.5 - 2 万吨, 是山东省内仅有能够生产 30 吨以上铸件的三个厂家之一, 是公司近年来大中型铸件主要供应商之一。2007 年公司全年外购大中型铸件 1.2 万吨, 其中弘久锻铸供应 4,000 多吨, 占 33%。

铸件是机床产品的主要原材料之一, 近年来铸件价格持续上涨, 是影响机床产品成本上升的主要因素。公司通过增资, 控制弘久锻铸 51% 的股权, 目的是控制上游主要原材料部分供应渠道, 应对近来铸件价格持续上涨、大型铸件、尤其是数控龙门机床产品铸件日益紧缺局面, 保证数控龙门等大型机床产品订单完成、降低产品成本, 增加市场竞争力。

通过增资, 公司产业链向上延伸一步, 可以在铸件价格持续上涨时, 降低公司的经营

风险，保证扩大产能顺利进行。预计弘久锻铸 2009 年对外销售形成收入 1 亿元。

表 2: 弘久锻铸增长前后股权结构

股东名称	增资前情况		拟增资金额 (万美元)	拟增资后情况	
	出资额 (万美元)	出资比例		出资额 (万美元)	出资比例
华东数控	0	0	408	408	51%
朱口集团有限公司	184	46.94%	0	184	23%
东瀛株式会社 (日本)	208	53.06%	0	208	26%
合计	392	100%	408	800	100%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券

3.2. 与德国希斯庄明合作生产大型精密的高端数控机床

德国希斯庄明简介: 德国希斯庄明 (香港) 有限公司 (SBGL) 于 2006 年 6 月在中国香港注册成立, 注册资本为 100,000 港元, 该公司是由位于德国杜塞尔多夫市原德国希斯公司主要管理成员和位于美国新泽西州美国庄明设备有限公司共同成立的合资企业——希斯庄明控股有限公司控制下的全资企业, 该公司主要负责亚洲地区特大型机床产品市场销售和技术推广。

德国希斯庄明有限公司 (SCHIESS BRIGHTON GmbH) 的产品的设计理念及制造技术, 完全源于原德国希斯公司 (SCHIESS), 该公司曾经是全球机床行业中最知名的企业之一, 是由安斯特·希斯先生于 1866 年在德国杜塞尔多夫市成立的。其拥有超过 130 年的机床制造经验, 且多年来致力于具有开创性的新型设计, 并应用于其特大型和重型金属切削加工机床。公司董事会、管理层、主设计师和项目监造师团队中的大部分人员都曾在原德国希斯公司工作数十年, 拥有大型机床的设计、质量控制、组装和数控系统的经验, 目前德国希斯庄明有限公司设计制造的四类大型机床, 都是出自于德国杜塞尔多夫原希斯公司的工程师之手。行业中最新工艺和技术的应用, 模块化的设计, 使希斯庄明的所有机床都具有高精度、高可靠性、精度保持力持久、易用和高效等特征。

公司与德国希斯庄明的合作项目: 双方合作制造数控龙门移动式镗铣车削中心 1 台、 $\phi 320$ 数控落地镗铣床 2 台、16 米数控六轴滚齿机 1 台, 基本采取公司出资金, 希斯庄明出技术的形式。

合作产品生产出来后, 除了 1 台 $\phi 320$ 数控落地镗铣床归希斯庄明外, 其余 3 台公司留作自用。这 3 台机床的加工制造能力及水平, 在国内机床行业首屈一指, 可以增强公司大型、精密机床的生产制造能力, 同时公司还可以对外承揽大型零件加工、承接国外大型机床制造业务。

表 3: 公司与德国希斯庄明的合作项目

设备名称	规格型号	计划投入	预计加工 (吨/年)	制造周期
1、数控龙门移动式镗铣车削中心	Type SGM-60/80-80	6,815	5,000	2008.11-2010.5 (18 个月)
2、 $\phi 320$ 数控落地镗铣床	HBM-320/137	5,720	4,000	2009.6-2010.12 (18 个月)
3、16 米数控六轴滚齿机	RF-CNC 50/160	5,305	4,000	2008.11-2010.4 (17 个月)
合计		17,840	13,000	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券

3.3. 与德国希斯庄明合资设立加工大型零件的控股子公司

公司与德国希斯庄明合资设立控股子公司——威海华东重工有限公司，持股比例分别为 75%、25%，目前正在验资阶段，预计 2011 年见效益。

合资公司主要生产加工用于风电、核电等行业需要的大型、精密零件，公司产业链延伸至下游大型设备加工业，有利于减少公司受机床行业波动的风险，为公司培育新的利润增长点。此外，公司地处威海，有深水码头，利于大型零件的运输。

4. 盈利预测及投资建议

公司 2009 年受益铁路行业的博格板数控磨床订单，增速可以保证；预计 2010 年增速相对放缓；根据募投项目进展和公司其他的两项投资，2011 年将是公司业务全面开花的一年。预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.62、0.75 和 1.07 元。比较行业同类公司的估值水平，公司 PE 目前处于高位，不过公司每股净资产最高。按照行业平均估值水平，考虑公司产品与高铁建设直接相关的优势，给予公司 15 元的目标价，维持“中性”评级。

表 4: 行业同类公司估值情况

证券代码	证券简称	2009/02/27 股价	2009EPS (预测)	BPS(最新公告)	PE(2009E)	PB
600243.SH	青海华鼎	5.35	0.19	2.63	28	2.0
000837.SZ	秦川发展	5.69	0.41	2.38	14	2.4
000410.SZ	沈阳机床	6.02	0.29	2.43	21	2.5
600806.SH	昆明机床	10.24	0.85	2.30	12	4.5
002270.SZ	法因数控	12.87	0.56	3.38	23	3.8
002248.SZ	华东数控	20.67	0.72	4.54	29	4.6
行业均值					21	3.3

数据来源: WIND、国泰君安证券 (注: 2009 年 EPS 预测用的是机构预测平均值)

5. 风险因素

机床需求下降的风险: 公司主营数控机床和普通机床业务。危机以来，机床行业受到的影响越来越明显，尤其是普通机床行业需求下降明显。不过公司现在已经获得用于高铁建设的 20 台价值总计 2.94 亿元的博格板数控磨床订单，数控机床业务还可以保持较高增长，普通机床的生产产能也可以顺利转移至龙门机床业务。公司机床业务目前受高铁建设拉动，需求下降的风险很小。

投资频繁的风险: 公司自上市后，就立即展开对外投资活动，包括投资弘久锻铸 51% 股权；与德国希斯庄明合作生产 3 类 4 台大型高端机床；与德国希斯庄明合资成立控股子公司，从事大型零件加工业务。短时间内，频繁的投资扩张活动，可能会影响公司短期盈利能力。不过长远来看，这些投资活动最晚在 2010 年就可以为公司带来效益；公司产业链的延长，也有助于提升抗风险能力。

作者简介:

吕娟: 国泰君安证券机械行业助理研究员, 河海大学机械电子工程专业学士, 法国 EDHEC 商学院 MSc. Finance 交流学生, 复旦大学经济学院经济学硕士。

张锦灿: 国泰君安证券机械行业研究员, 05 年北京大学光华管理学院金融学硕士毕业, 从业 3 年, 2007 年入围新财富机械行业最佳分析师, 2008 年获新财富最佳分析师机械行业第三名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com