

华东数控(002248)

—— 金融危机催生结构调整，产品升级盈利大幅提升

首次评级

工业/通用机械

2009 年 8 月 13 日

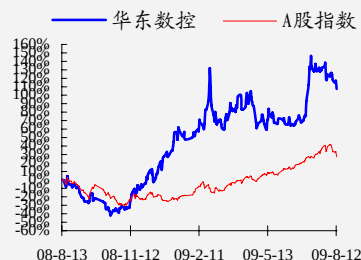
投资要点:

- 华东数控股份有限公司是 2002 年成立的一家以研制、生产制造数控机床、数控机床关键功能部件及普通机床为主营业务上市公司，是目前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。
- 公司从 IPO 至今普通机床的销售额逐期下降，毛利率维持在 13.5% 左右的水平。公司的普通机床出口占比较大，由于受到出口减缓的严重影响，普通机床的销售额下降比较明显。
- 公司由于提前交付博格板轨道磨床订单，中报业绩增幅超过 100%，预计全年博格板轨道磨床产销量应维持在 3.6 亿元左右。预计公司明年博格板磨床的订单仍会呈现一定的增长。
- 公司将于下半年拟公开增发不超过 3,500 万股人民币普通股(A 股)，募集资金人民币 3.5 亿元，募集资金投入“数控大型机床技术改造项目”。从目前股价看，公司增发的价格约在 18~20 元，公司股本将达到 1.4 亿股，公司资本公积将达到 6 亿元左右，公司未分配利润将达到每股 0.7 元左右，将具有较强的高配送能力。
- 我们预计公司未来的机床收入仍将保持 20% 的增长幅度，同时普通机床出口将随着经济探底逐步开始回升。铸件和机床配套产品将呈现不同程度的增长。公司 2009 年-2010 年每股净收益为 0.85 元、1.06 元，对应市盈率 27 倍，22 倍，给予谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	42,083	5.64	5,072	22.09	0.48		47.56	
2009E	52,566	24.91	10,316	103.39	0.85		26.86	
2010E	61,379	16.67	12,776	23.85	1.06		21.54	
2011E								

走势图



市场数据

2009-8-12

收盘价:	22.83 元
52 周最高价:	27.84 元
52 周最低价:	6.36 元
平均持仓成本:	24.90 元

基本数据

2009Q2

总股本 (万股):	12,000
流通 A 股 (万股):	12,000
每股收益 (元):	0.34
每股净资产 (元):	4.44
每股经营现金流 (元):	0.43
市净率:	5.14

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

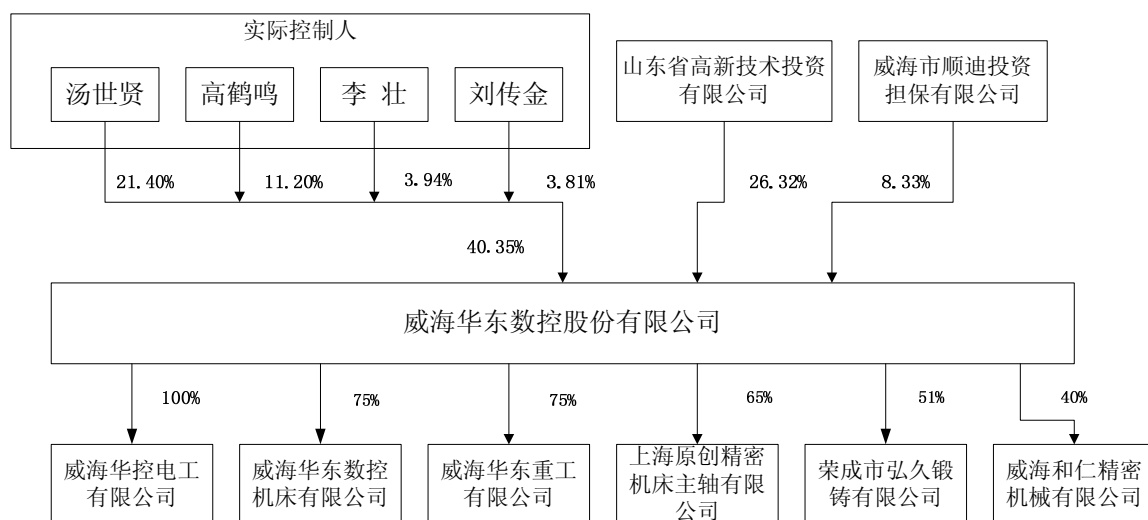
(邮编 200002)

1. 公司基本情况

华东数控股份有限公司是 2002 年成立的一家以研制、生产制造数控机床、数控机床关键功能部件及普通机床为主营业务上市公司，是目前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。公司生产的系列化的数控龙门加工中心和数控龙门铣床以及数控龙门导轨磨床产品、系列化的床身式数控铣床、大规格的平面磨床和外圆磨床在国内具有领先地位。近期，受益于国家高速铁路的快速建设，公司生产的 CRTS II 型轨道板数控磨床系列产品更是快速占领了市场，2009 年市场占有率达到 80%。

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》资料显示，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。

图表 1. 公司现有股权结构



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

公司现有全资子公司 1 家，控股子公司 4 家，联营公司 1 家。

华东重工有限公司成立于 2009 年 1 月，注册资本 1500 万美元，该公司是与德国希斯庄明有限公司合资成立的，其中华东数控占 75%，希斯庄明占 25%。合作进行大型精密机床设计制造及发电设备零部件的加工项目。整个项目分三期实施，一期新建厂房及配套设施 5 万平方米，预计 2009 年 10 月前竣工。该项目建成后，将推出国内首台数控龙门移动式铣车削中心，主要应用于发电设施制造（水电、核电、风电）设备、船舶制造、军工产品、航空航天产品、冶金设备、大型机械装备等大型零件的加工。此外，双方将合作制造的 $\phi 320$ 数控落地铣床，铣杆直径可达 320 毫米，产品广泛应用于大型箱体类如发电设施、船舶、军工、航空航天、

冶金、大型机械装备的零件加工。同时建成国内第一条、世界第二条 1.5~5 兆瓦风电设备大型部件的柔性加工生产线，主要加工龙骨、齿轮箱、扭角等产品。国内目前需求仍然在 1.5~3 兆瓦的风电设备产品，3~5 兆瓦产品以出口为主，随着国内风电行业的发展，公司在风电产品的此项领域中将具有先发优势。项目全部达产后，年可实现销售收入 100 亿元，实现利税 33 亿元。

荣成市弘久锻铸有限公司注册资本 800 万美元，注册地址荣成市人和镇北院产村，法定代表人汤世贤，经营范围为精密型腔模及铸锻件的生产、加工与销售。截至 2008 年 12 月 31 日，净资产 6,661.73 万元，2008 年度营业收入 9,933.31 万元，同比增长 241.88%；净利润 1,028.39 万元，同比增长 7.06 倍，合并报表期间 2008 年 9—12 月实现净利润 483.19 万元，主要是报告期内铸件价格上升及产销量增加影响。公司控股荣成市弘久锻铸有限公司是为了保证作为生产机床主要原料的锻铸件能够及时供应，并减小市场价格波动带来的冲击，公司并未直接影响其生产和经营策略。

威海华东数控机床有限公司注册资本 125 万美元，主营业务为生产经营普通机床产品，产品以出口为主。截至 2008 年 12 月 31 日，威海华东数控机床有限公司净资产 2,934.41 万元，2008 年度营业收入 15,999.53 万元，同比下降 16.57%；净利润 631.55 万元，同比下降 53.86%。由于公司生产的普通机床以出口为主，所以在出口萎缩的情况，普通机床的产销整体出现全线下降的局面。截止 2009 年中报，公司净资产 3,000.60 万元，普通机床产品短期难有起色。同时，公司适时调整部分产能用以配套龙门机床等高端数控机床的生产，所以短期内在市场未见好转的前提下，此项资产仍将处于低效状态。

威海华控电工有限公司注册资本 500 万元，主营业务为生产经营机床附件。截至 2008 年 12 月 31 日，威海华控电工有限公司总资产 2,140.12 万元，总负债 2,045.68 万元，净资产 94.49 万元，2008 年度营业收入 2,070.6 万元，净利润-38.81 万元，比上年同期减少了 115.81 万元，2009 年 6 月 30 日，公司净资产已经跌至 -42,421.93 元，公司已处于资不抵债的地步，同时，公司整体占比较小，同时作为机床配套企业，预计短期内将继续拖累公司整体业绩，无法贡献利润

上海原创精密机床主轴有限公司注册资本 100 万元，主要经营为研制、销售精密机床主轴，机床维修，机床专业设计及技术咨询等。2008 年 12 月 31 日，公司净资产 66.35 万元，2008 年度营业收入 181.73 万元，净利润 3.84 万元；2009 年 6 月 30 日，公司净资产 70.16 万元，占比更下，基本处于盈亏平衡点附近，短期未见改善的可能。

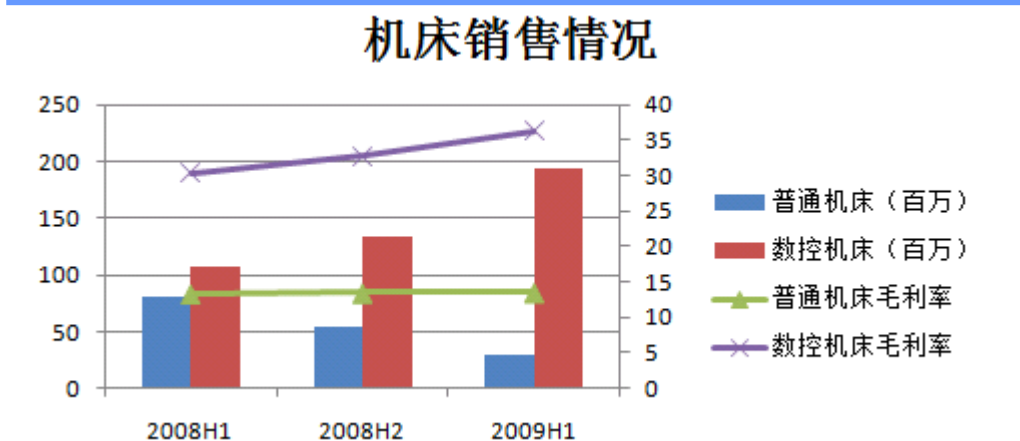
威海和仁精密机械有限公司目前已处于停产状态，公司已对其计提减值损失，短期内将对公司不会产生影响。

2. 主营业务调整迎来新的生机

2.1. 普通机床占比下降，数控机床总量攀升

公司从 IPO 至今普通机床的销售额逐期下降，毛利率维持在 13.5% 左右的水平较为稳定。公司的普通机床出口占比较大，由于受到出口减缓的严重影响，普通机床的销售额下降比较明显。目前，公司的机床销售采取订单加工的方式，订货周期基本等于生产周期，尽量减小普通机床的库存，现库存中只有少量小型钻、磨床。

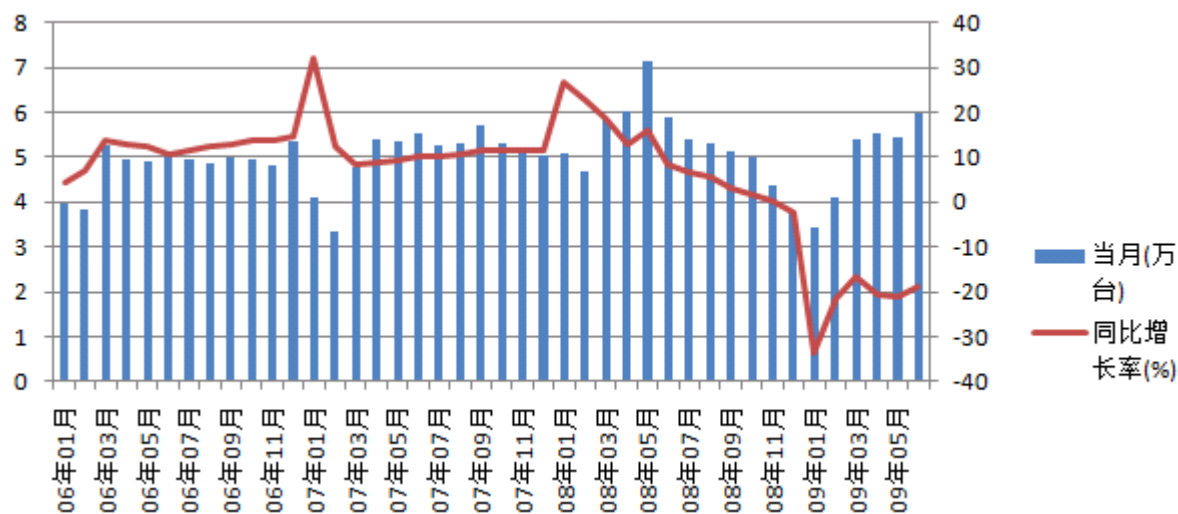
图表 2. 2008 年至今公司机床销售情况



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

普通机床的占比迅速减少，同时，公司不断加大数控机床的研发、生产和销售。2009 年上半年数控机床的销售额同比增幅接近 80%。在销售额不断攀升的情况下，毛利率水平仍然保持一定的增长，2009 年上半年更是达到了 36.32% 的较好水平，预计公司的数控机床的毛利水平仍将保持在 35% 以上，具有极强的盈利能力。

图表 3. 金属切削机床产量



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所

预计公司未来将进一步提高数控机床的比例，保持企业较强的盈利水平；普通机床的情况要视出口情况确定回升速度，于此同时，从国内发布的行业统计数据看，虽然金属切削机床仍然处于同比下降的局面，但是，降幅收窄，同时周期性需求上升也将有利于公司就有业务的好转。

2.2. CRTS II 型轨道板数控磨床成为主力军

■ 什么是“CRTS II 型轨道板”

用于 CRTS II 型无砟轨道系统的轨道板称为 CRTS II 型无砟轨道板。由于是基于消化、吸收博格公司转让技术资料，并经过中铁改进生产的产品，所以也称博格板。

常规铁路都在小块石头的基础上，再铺设枕木或水泥钢轨，但这种铁路不适于列车高速行驶。世界高速铁路的发展证实，高速铁路基础工程如果使用常规的轨道系统，道砟粉化严重，线路维修频繁，安全性、舒适性、经济性相对较差。无砟轨道的轨枕本身是混凝土浇灌而成，而路基也不用碎石，铁轨、轨枕直接铺在混凝土路上。无砟轨道是当今世界先进的轨道技术，可以减少维护、降低粉尘、美化环境。无砟轨道是高速铁路工程技术的发展方向。

CRTS II 型轨道板数控磨床是用来对浇铸的混凝土轨道板按照设计形状磨制成型的专用龙门磨铣床，由于其专用型强，所以公司在目前具有极强的市场竞争力，2009 年招标的项目中，公司获得 80% 的订单。

图表 4. 公司现有订单数量

签订合同日期	标的物	金额（万）	交货期	合同方
2009 年 5 月 20 日	CRTS II 型轨道板数控磨床和 CRTS II 型轨道板模具	7136.56	2009 年 8 月-2009 年 11 月	中铁一局桥梁公司沪杭铁路客运专线项目部、中铁二局集团新运工程有限公司、中铁十局集团有限公司、中建股份沪杭二标段项目经理部、中铁四局集团第六工程有限公司石武铁路客运专线轨道板厂和中铁十三局集团第三工程有限公司
2009 年 2 月 16 日	CRTS II 型轨道板专用数控磨床	10130	2009 年 10 月-2009 年 12 月	中铁一局京石铁路铁路客运专线项目经理部八分部、中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 日前	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-2009 年 9 月	中铁三局集团有限公司、中铁十二局集团有限公司、中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

资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

2009 年，中铁在博格板轨道磨床招标中，杭州机床厂获得其余部分的订单，由于杭州机床厂的磨床在技术上和公司产品还存在一定差距，所以投标的价格也低于公司现有订单 10% 左右。从公司的中报中不难看出，公司将于 2009 年第三季度提前交付公司现有大部分订单，预计全年博格板轨道磨床产量应维持在 3.6 亿元左右。

预计在 2010 的招标中，公司仍然能获得较大规模的订单，但是由于此项业务具有较强的收益性，所以，市场不可避免会有其他的机床生产厂家进入，所以公司预计在未来出现总量增加，占比减小的局面。

博格板作为高速铁路发展的基础，需求量和高铁的历程是成正比的，但是博格板轨道磨床的需求并不完全等同于高铁的建设数量。相应路段的高铁修复后，仍然要保留一部分磨床用来做养护，其余磨床可以继续投入使用。但同时，对于高铁修建期限的长短也会影响磨床的需求量。往往对于特定路段加速修建、缩短工期就会在短期内迅速增加对于博格板磨床的需求量。

高速铁路的发展是铁道部未来发展的主要方向，根据我国目前公布的规划计算，2010 年前将建成 7,000 公里高速客运专线，2020 年前建成 1.6 万公里高速客运专线，将占世界高速铁路总里程的一半以上。所以，公司此项业务的发展具有极为广阔的市场前景。

2.3. 产业链上的整合加速发展

从产业链的发展方向上看，公司同时向上下游进行发展。向上游，控股荣成市弘久锻铸有限公司，通过对铸造企业的控制来保证企业在机床生产中获得较为稳定的原材料，同时减小由于市场供需等引起的价格波动造成的成本的不可控性。虽然公司不直接决定该铸造公司的生产和销售情况，但是在公司需要大量铸件进行生产时，锻铸公司能够保证公司及时的生产需求。弘久锻铸年产大中小型铸件约为 1.5-2 万吨，是山东省内仅有能够生产单件 30 吨以上铸件的三个厂商之一。公司向产业链上游延展，一方面可以控制上游主要原材料部分供应渠道，在一定程度上抵御原材料价格波动的影响，保证数控龙门机床等大型机床产品订单完成、降低产品成本，增加市场竞争力；另一方面，弘久锻铸经过技术改造，可生产最大的铸件达 140 吨，可满足大型机床铸件的配套要求，对公司向生产大型机床方向发展提供了稳定可靠的铸件毛坯供货渠道。

向下游，公司和德国成立的华东重工有限公司，将进行大型精密机床设计制造及发电设备零部件的加工。一方面，能够引进德国先进的风电配套设备的生产技术，同时满足国内和出口的生产需要；另一方面，公司同时是讲使用公司自我研发生产龙门机床等高端数控机床，不仅成本低于同类型企业，更重要的是讲作为公司机床产品的一个展示平台，为公司进一步拓展国内市场，替代进口产品形成了一定的示范效应。

3. 募投项目增强企业未来发展能力

公司将于下半年拟公开增发不超过 3,500 万股人民币普通股（A 股），募集资金人民币 3.5 亿元，募集资金投入“数控大型机床技术改造项目”。项目将新增建筑面积 19,008 平方米，其中：建设投资 25,400 万元，铺底流动资金 9,600 万元。项目建设期 2 年，投产期 2 年。项目建成达产后，公司将扩大数控龙门式镗铣床、数控落地铣镗床两大系列数控大型机床的生产能力并提升产品档次，为电力、能源、船舶、国防军工、航空航天、工程机械、冶金、交通运输等行业提供大型、复杂零件的加工的加工设备。项目达产后，可实现年均新增销售收入 52,991 万元，年均新增利润总额 9,988 万元，项目具有较好的经济效益。

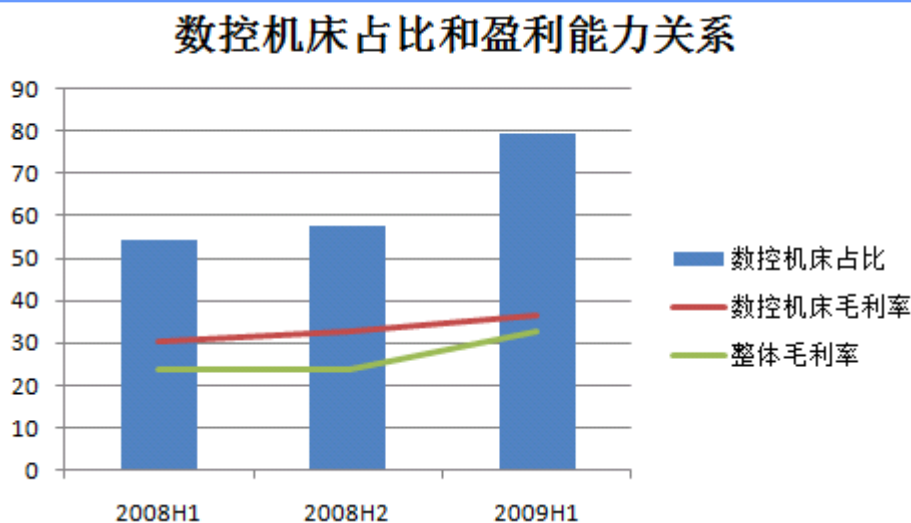
一般来说，数控大型机床的交货期在 9~18 个月之间，而公司率先提出并做到了 7 个月内交货，平均交货时间较同行业缩短了 1/3 以上，显著提高了生产效率。目前下游行业对中高端机床需求旺盛，用户对产品交货期比较敏感。合理缩短交货周期有利于公司争取订单、提高竞争能力。此次募投项目将进一步增强公司大型数控机床的生产能力，进而增加公司的市场竞争力。

从目前股价看，公司增发的价格约在 18~20 元，公司股本将达到 1.4 亿股，公司资本公积将达到 6 亿元左右，公司未分配利润将达到每股 0.7 元左右，将具有较强的高配送能力。

4. 良好的财务数据保证健康发展

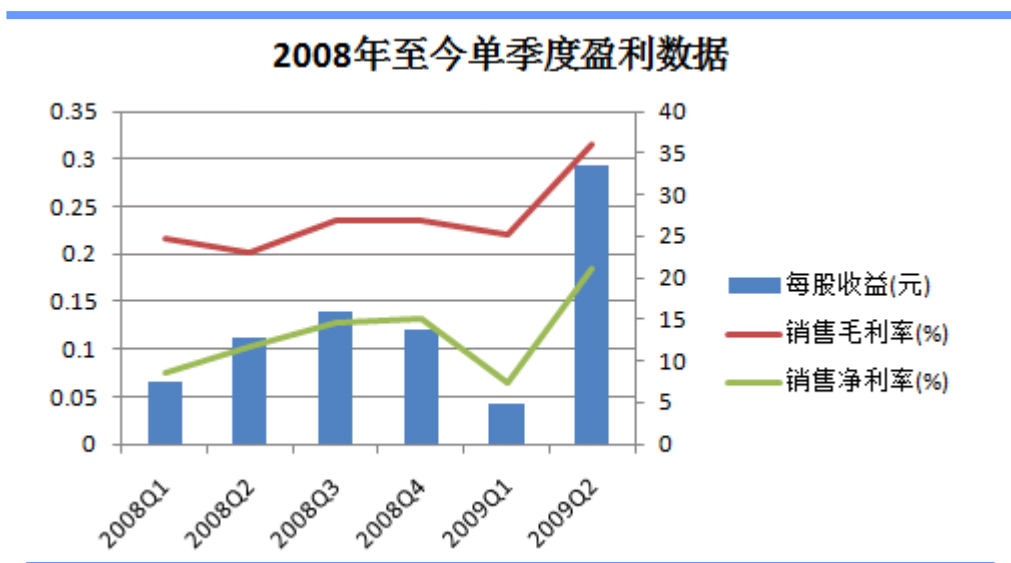
公司通过不断改进产业结构，提升数控机床的比例，公司整体的毛利率水平进一步提高，已经超过 30%，随着数控机床保持较高比例，以及成本控制等管理的提高，预计公司未来将保持在 30% 的毛利水平。

图表 5. 2008 年至今公司机床销售情况



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

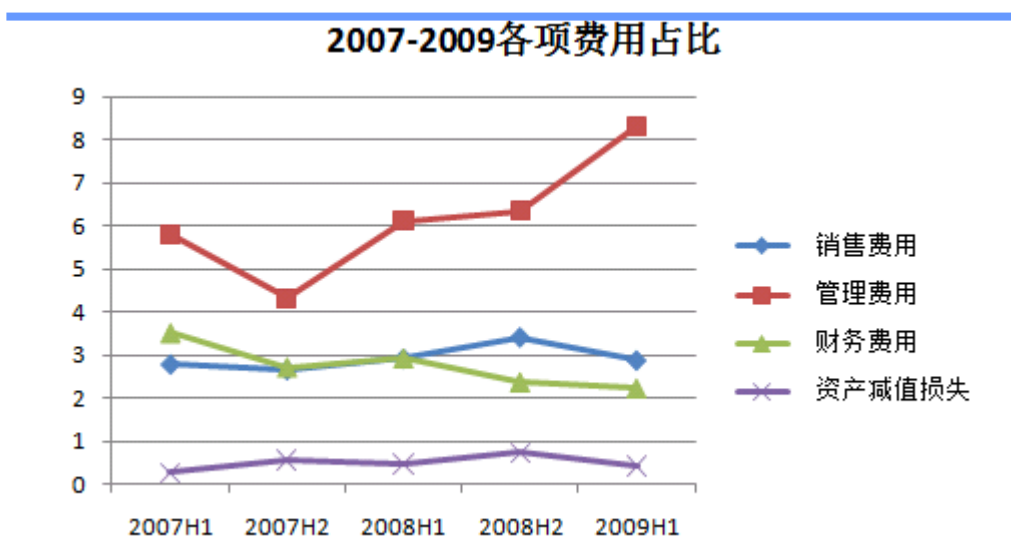
图表 6. 2008 年至今单季度盈利水平



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

公司从 2009 年 1 季度受到金融危机的影响，价值周期性低点，公司 1 季度的每股收益、毛利率和净利率都创近年新低，但是随着博格板轨道磨床的销售，公司盈利能力大幅回升，同时由于铁道部加速工期进度，公司提前交付产品，公司将体检兑现利润，所以公司业绩将大幅提升。但是，我们预计公司全年此项产品的交付总量不会发生变化，将在 3.6 亿元左右，同时 3 季度和 4 季度的销售额将保持一定程度的稳定。

图表 7. 2007 年至 2009 年各项费用占比



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

看公司 2009 年中报，公司管理费用相较于以往存在一定的提升，是由于公司

发生并购的相关事宜，预计公司未来将出现一定的回落。财务费用，销售费用以及计提的减值损失都出现了不同程度的回落。公司费用比率仍然处在较为合理的区间。

5. 业绩预测

我们预计公司未来的机床收入仍将保持 20% 的增长幅度，同时普通机床出口将随着经济探底逐步开始回升。铸件和机床配套产品将呈现不同程度的增长。公司 2009 年-2010 年每股净收益为 0.85 元、1.06 元，对应市盈率 27 倍，22 倍，给予谨慎推荐评级。

图表 8. 公司销售收入预测

单位（百万元）

产品	2008	2009E	2010E	2011E
数控机床	241.67	423.53	508.24	584.47
增长		75.25	20.00	15.00
普通机床	135.27	60.00	55.00	65.00
增长		-55.64	-8.33	18.18
铸件	28.71	20.71	24.85	28.58
增长		-27.86	20.00	15.00
机床配套	11.90	21.42	25.70	29.56
增长		80.00	20.00	15.00

资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

图表 8. 公司业绩预测

项目	2008	2009E	2010E
一、营业收入	461.94	525.66	613.79
二、营业总成本	398.98	401.45	456.48
三、营业利润	62.96	124.21	157.31
四、利润总额	65.09	124.21	157.31
减：所得税	8.91	17.00	21.53
五、净利润	53.75	107.21	135.78
减：少数股东损益	3.04	4.05	8.02
归属于母公司所有者的净利润	50.71	103.16	127.76
六、基本每股收益（元）	0.42	0.85	1.06

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209