

国产中高端数控系统创新的排头兵

价值区间：22.8-25.65 元

华中数控（002428）新股分析报告

风险评级：一般风险

投资要点：

2011 年 1 月 11 日

- ◇ **公司概况：**公司是国内最大的中、高端数控系统生产企业，主要从事中、高端数控装置、伺服驱动装置、数控机床及红外热像仪研发、生产和销售。公司是国家科技部130家国家重点高新技术企业之一，是目前国内数控系统行业少数拥有成套核心自主知识产权和自主配套能力的企业之一。
- ◇ **行业背景：**1) 数控技术是机械装备实现自动化、柔性化、集成化、网络化、智能化的关键技术，数控系统是数控机床的核心部件，长期受益政策支持；2) 目前国产数控系统以经济型为主，中高档产品仍处于外资垄断格局；3) 数控化与国产化的提高有利于国产数控系统企业长期发展壮大。
- ◇ **竞争优势：**经过十五年的技术积累与应用实践，公司掌握了中、高档数控系统的核心技术，建立了开放式数控系统软、硬件开发技术平台，突破了一批中、高档数控系统的关键单元技术，主要体现在公司具有完全自主知识产权的多轴联动高档数控系统，打破了国外的长期技术封锁。
- ◇ **募集资金用途：**公司本次拟向社会公开发行2,700万股，募集资金用于中、高档数控系统产业化和交流伺服驱动器系列化与产业化项目。募投项目建成之后将有效解决公司产能瓶颈，进一步提升公司综合竞争力，为公司持续快速发展提供坚实的基础。
- ◇ **估值情况：**预计公司2010-2012年每股收益分别为0.45元、0.57元和0.88元，考虑到公司在国产中、高档数控系统行业中的龙头地位，我们认为公司未来的规模及盈利能力增长潜力巨大，我们给予公司2011年40-45倍的PE，对应的合理价格为22.8-25.65元。

莫景成

SAC 执业证书编号：

S0340510120005

电话：0769-22119441

邮箱：mjc@dgzq.com.cn

主要数据

发行价(元)	26
申购日期	-
发行股份(万股)	2700
IPO后总股本(万股)	10783
发行市盈率(倍)	58
申购上限(股)	-
上限资金(万元)	-

公司主要财务指标预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	313.97	376.77	508.64	762.95
同比%	2.13%	20.00%	35.00%	50.00%
归属母公司净利润(百万元)	42.96	48.14	61.10	95.37
同比%	15.35%	12.07%	26.91%	56.08%
毛利率%	28.96%	26.30%	26.60%	28.00%
ROE%	22.00%	25.00%	10.00%	12.00%
每股收益(元)	0.40	0.45	0.57	0.88
每股净资产(元)	1.81	1.79	5.67	7.37

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

目 录

1. 公司概况	3
1.1 公司发展历程	3
1.2 主营业务概况	3
2. 数控系统行业分析	5
2.1 高端装备之母，长期受益政策支持	5
2.2 国产数控系统以经济型为主，中高档产品仍处于外资垄断格局	6
2.3 数控化与国产化的提高有利于国产数控系统企业发展	7
2.4 数控系统行业未来需求预测	8
3. 公司竞争力分析	8
3.1 产品技术优势	8
3.2 产品性价比优势	8
3.3 服务网络优势	9
3.4 人才资源优势	9
4. 募集资金投向	9
5. 盈利预测及估值	9
6. 风险因素	12

插图目录

图 1：公司发行前的股权结构	3
图 2：主营业务收入分产品构成	4
图 3：主营利润分产品构成	4
图 4：主营业务毛利率比较	4
图 5：主营业务收入分地区构成	4
图 6：全球中、高档数控系统市场格局	6
图 7：高档数控系统国产化率	6
图 8：经济型数控系统国产化率	7
图 9：中档数控系统国产化率	7
图 10：宏图高科主要股权及业务结构图	7

表格目录

表 1：数控机床行业相关支持政策一览	5
表 2：中高档数控系统国产化率趋势	8
表 3：2015 年中国数控系统市场需求预测	8
表 4：2015 年中国数控系统市场需求预测	9
表 5：募投项目一览	9
表 6：分产品预测结果	10
表 7：利润表预测	10
表 8：机床行业上市公司估值对比	11

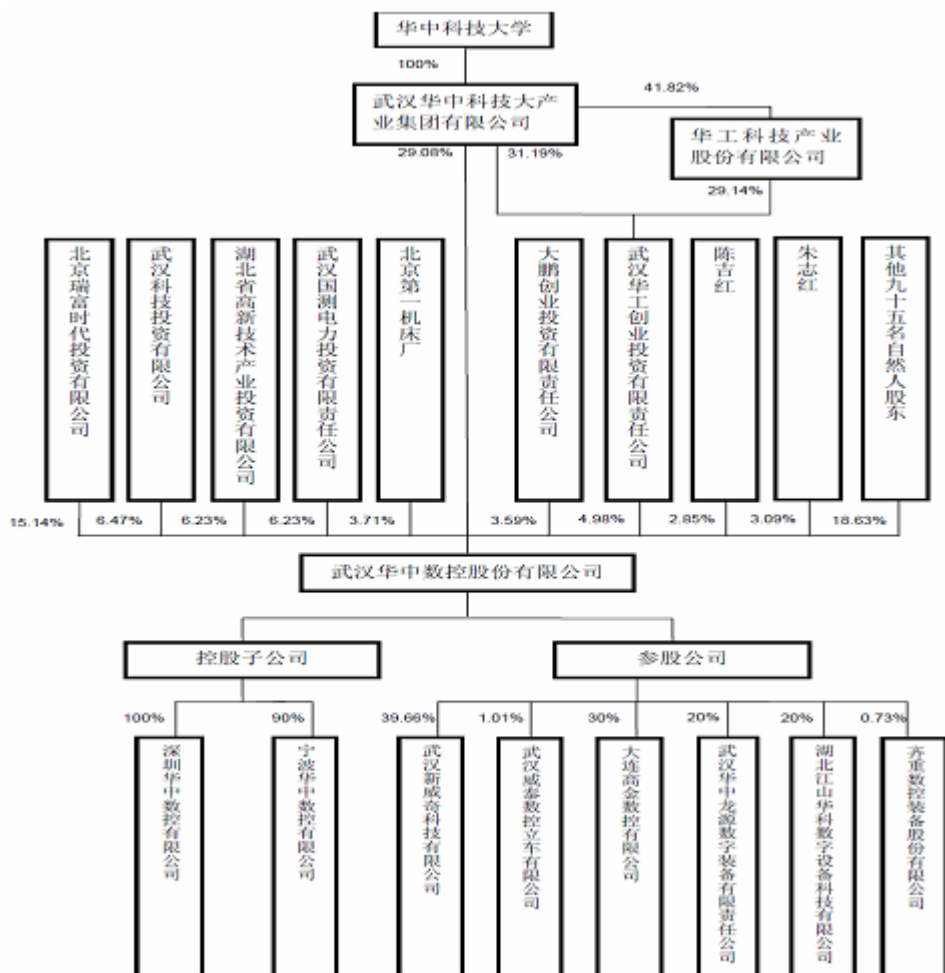
1. 公司概况

1.1 公司发展历程

公司是国内最大的中、高端数控系统生产企业，主要从事中、高端数控装置、伺服驱动装置、数控机床及红外热像仪研发、生产和销售。公司是国家科技部 130 家国家重点高新技术企业之一，是目前国内数控系统行业少数拥有成套核心自主知识产权和自主配套能力的企业之一。

发行前公司主要股东包括华中科技大学产业集团、北京北京瑞富时代投资、湖北省科技开发中心、武汉海集高科技股份有限公司、大同机械、武汉科技投资公司、华工创投、北一机床以及陈吉红、朱志红等自然人。

图 1：公司发行前的股权结构



资料来源：公司招股说明书

1.2 主营业务概况

公司主营业务包括数控系统及散件、数控机床和红外产品三大类。

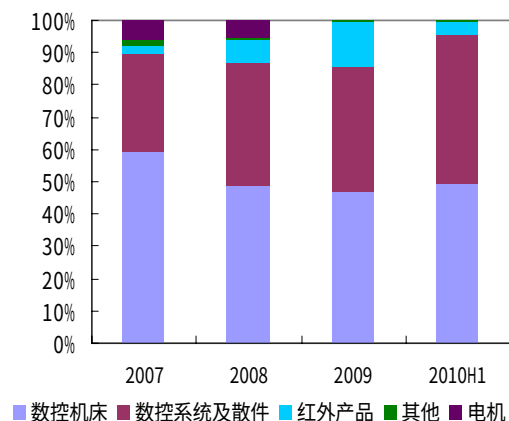
数控系统是公司的核心业务，每套数控系统由一台数控装置、若干台伺服装置、电机及其他散件构成，是数控机床的关键部件，相当于机床的“大脑”，能根据事先编制的程序控制机床，实现各种复杂的加工动作，从而高效、精确地完成零部件的加工，数控机床在很大程度上决定了数控机床的功能和先进性。

数控机床产品则外购自机床厂，主要用于教育实训基地领域，公司向教育实训基地客户销售数控机床是公司主营业务之一，是核心业务的延伸和拓展。公司面向中国教育实训基地市场，为数控机床职业教育提供一揽子专业服务，已经形成从技术、产品、服务、培训等方面的综合优势，所以历年来在教育实训基地的招投标中获得较大份额，充分发挥在该领域的集成优势。

红外产品是基于公司数控系统软硬件平台的延伸产品，主要用于工业检测、海关、机场等检验检疫领域。公司生产的红外产品包括：用于夜视成像的 HY-1089 夜视红外热像仪、用于红外监控的 HY-2988G/HY-2688G 红外热像仪、用于人体测温的 HY-2005B 红外人体测温仪等。

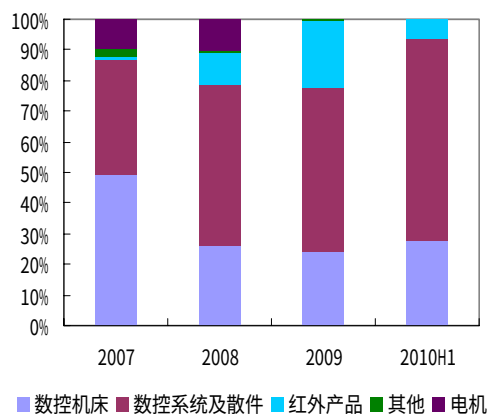
2009 年公司销售收入、利润总额分别为 31397、5033 万元，1999-2009 年十年间，收入和利润总额的复合增长率分别达到 37.25%、48.58%。

图 2：主营业务收入分产品构成



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3：主营利润分产品构成

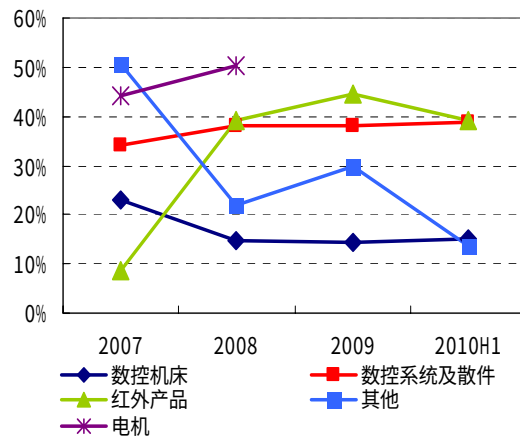


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

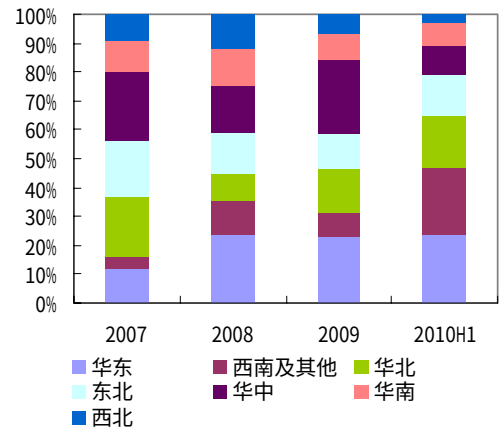
分产品来看，数控机床、数控系统及散件是主营收入的主要构成，2010 年上半年占比分别为 49.22%、46.29%；分地区看国内教育实训基地主要分别地区和机床主产区华东、华北、华中是公司主要业务收入的主要来源。

图 4：主营业务毛利率比较

图 5：主营业务收入分地区构成



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2. 数控系统行业分析

2.1 高端装备之母，长期受益政策支持

数控技术是机械装备实现自动化、柔性化、集成化、网络化、智能化的关键技术，数控系统是数控机床的核心部件，广泛应用于航天航空、汽车、船舶、电力、能源、纺织、化工、电子、通讯等领域。数控系统技术水平直接影响数控机床的性能、质量和市场占有率。对于国防工业急需的高档数控装备，高档数控系统是决定其性能、功能、可靠性和成本的关键因素。因此，各国政府都将数控系统产业列入超越经济价值的战略性新兴产业。发达国家至今仍对我国的高端数控技术及产品实行封锁与限制的策略。

数控系统产业是国家战略性的高技术产业，数控技术是关系国家安全、装备制造业振兴的核心技术。为实现数控系统产业持续、快速、健康发展，国家大力支持数控系统国产化，推动机床制造企业和数控系统企业建立长效合作机制，为数控系统行业的发展创造了良好的环境。

表 1：数控机床行业相关支持政策一览

序号	政策名称	政策内容
1	国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）和《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》	将高档数控机床和高档数控系统确定为重点发展的 16 个领域之一，目标是改变大型、高速、精密数控机床大部分依赖进口的现状，满足机械、航空航天等工业发展的需要
2	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年（2006-2010 年）规划纲要》	把高档数控机床和高档数控系统确定为重点发展的领域之一，要求引导形成一批集研究、设计和制造于一体、竞争力强的企业。
3	《高档数控机床与基础制造装备》	到 2020 年，我国将实现高档数控机床主要品种立足于国内：航空航天、船舶、汽车、发电设备制造所需要的高档数控机床与基础制造装备 80%实现国产化；国产中、高档数控机床用的国产数控系统市场占有率达到 60%以上；高档数控系统市场占有率将从现在的 1%提高到 20%。

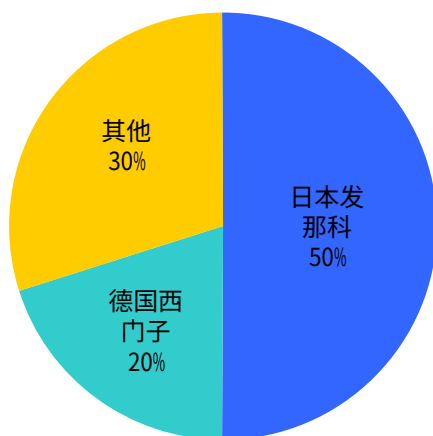
4	《装备制造业调整和振兴规划》 (2009—2011 年)	产业调整和振兴的主要任务之一是加快实施“高档数控机床与基础制造装备”科技重大专项，重点研发高速精密复合数控金切机床、重型数控金切机床、数控特种加工机床、大型数控成形冲压设备、重型锻压设备、清洁高效铸造设备、新型焊接设备与自动化生产设备、大型清洁热处理与表面处理设备等八类主机产品，基本掌握高档数控装置、电机及驱动装置、数控机床功能部件、关键部件等的核心技术。
5	《机床工具行业三年振兴目标》 (2009-2011 年)	提出 2011 年以前，为了实现国家十大行业的振兴和十大装备自主化工程服务能力的进一步提高，高档数控机床和自动化生产线的重要品种要有所突破，国产高档数控机床在航空航天、船舶、汽车、发电设备等行业市场占有率从不足 5%提高到 20%以上。同时，以提高国产数控机床的配套率为目标，加快中高档数控机床配套的数控系统和功能部件的开发和产业化，力争中档以上数控系统和功能部件的自配率从目前不到 20%提高到 40%以上。

资料来源：东莞证券研究所，招股书

2.2 国产数控系统以经济型为主，中高档产品仍处于外资垄断格局

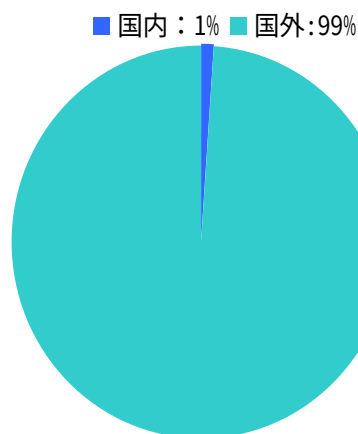
上世纪八十年代以来，国际上数控技术发展迅速，形成了一批著名的专业厂商，如日本的发那科、三菱，德国的西门子、海德汉，西班牙的发格等。目前国际市场上，中、高档数控系统专业生产已逐渐集中到日本发那科和德国西门子两家企业，其中日本发那科产量占一半，是世界上最大的生产厂。上述两家公司中、高档数控系统在全球的市场占有率高达 70%。此外，国外一些大的机床厂也自主开发数控系统，如日本的大隈、美国的辛辛那提等。这些公司拥有控制高速、高精切削加工的关键技术，其产品能与机床进行较好的匹配。

图 6：全球中、高档数控系统市场格局



资料来源：东莞证券研究所，招股书

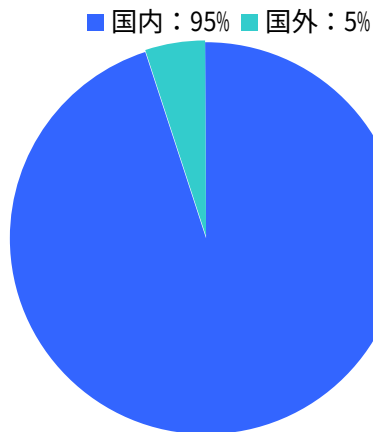
图 7：高档数控系统国产化率



资料来源：东莞证券研究所，招股书

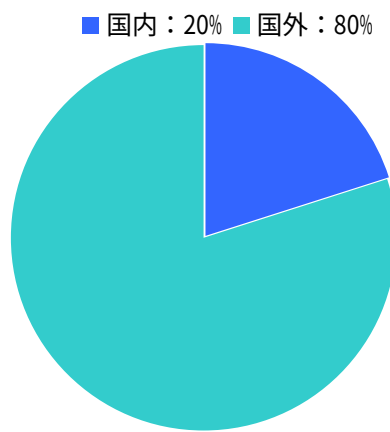
目前，我国数控系统主要规模生产企业有 20 多家，形成了以华中数控、广州数控、大连大森、北京凯恩帝、南京华兴等为代表的产业布局。但国产数控机床中，只有经济型数控系统的国产化率高，国产占比高达 95%，中、高端数控机床的数控系统 80% 以上仍采用进口产品，其中中档国产化率为 20%，高端国产化率只有 1%。

图 8：经济型数控系统国产化率



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 9：中档数控系统国产化率

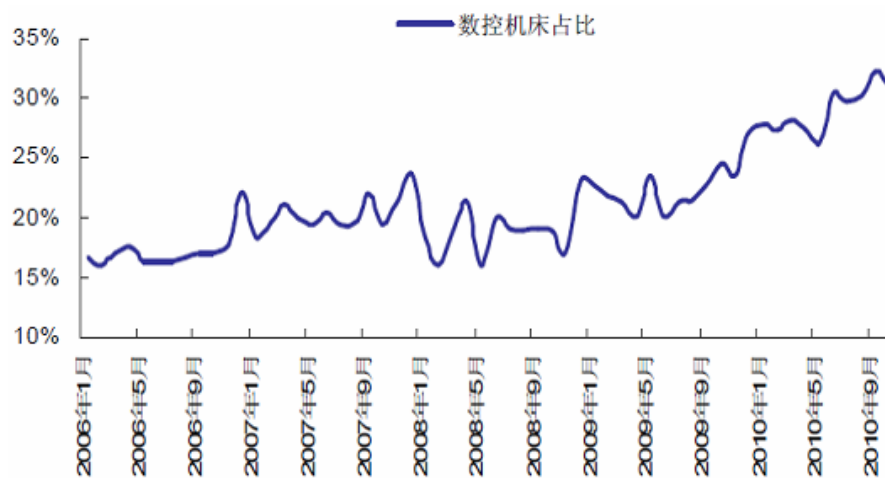


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2.3 数控化与国产化的提高有利于国产数控系统企业发展

虽然我国已经是机床生产和消费大国，但机床数控化率仍然偏低，严重至于我国工业发展效率和发展水平。“十二五”规划中，重点提出大力发展高端装备制造业，为了实现制造业的升级，机床的数控化率提高是必有之路。目前我国国产机床的数控化率仅为 30% 左右，与发达国家 60%-70% 的水平还相差很远，而现有存量机床的数控化率则更低，预计仅有 10% 左右，未来在很长一段时间内，我国机床的数控化率将持续提升。国内机床行业的复苏及数控化率的持续提升将直接拉动数控系统产品需求的持续快速增长。

图 10：宏图高科主要股权及业务结构图



资料来源：东莞证券研究所，国家统计局

由于高档数控系统关系到高端装备制造和国家安全，其国产化率的提高也是国家战略要求。根据国家科技重大专项之一《高档数控机床与基础制造装备》要求，到 2020 年，我国将实现高档数控机床主要品种立足于国内：航空航天、船舶、汽车、发电设备制造所需要的高档数控机床与基础制造装备 80%实现国产化；国产中、高档数控机床用的国产数控系统市场占有率达 60%以上；高档数控系统市场占有率将从现在的 1%提升到 20%。

表 2：中高档数控系统国产化率趋势

	2007 年	2020 年
中档数控系统国产化率	20%	60%以上
高档数控系统国产化率	1%	20%

资料来源：东莞证券研究所，招股书

2.4 数控系统行业未来需求预测

随着国民经济快速的发展，汽车、船舶、工程机械、航空航天等行业将为国内机床行业提供巨大的需求，在数控机床国产化的不断提升以及未来普通机床数控化改造的持续进行，未来国内数控机床及数控系统需求巨大，预计到 2015 年我国各类数控机床及数字化机械所需的数控系统将达到 25 万套以上（不包含进口机床所配套数控系统），产品结构也逐渐向中、高档转化。

表 3：2015 年中国数控系统市场需求预测

类别	2007 年市场需求		2015 年市场需求	
	数量（套）	数量占比	数量（套）	数量占比
高档	3000	2%	25000	10%
中档	63200	38%	125000	50%
经济型	108000	60%	100000	40%
合计	174200	100%	250000	100%

资料来源：东莞证券研究所，招股书

3. 公司竞争力分析

3.1 产品技术优势

经过十五年的技术积累与应用实践，公司掌握了中、高档数控系统的核心技术，建立了开放式数控系统软、硬件开发技术平台，突破了一批中、高档数控系统的关键单元技术，主要体现在公司具有完全自主知识产权的多轴联动高档数控系统，打破了国外的长期技术封锁。公司的高端产品--世纪星 HNC-21/22 支持六轴联动，其性能达到了国际中高档数控装置产品的先进水平。公司数控系统产品（包括数控装置与伺服驱动装置）已获得 9 个国家重点新产品，形成车床、铣床、加工中心、仿形、轧辊磨、非圆齿扇插齿机、齿条插齿机、镗床、激光加工、玻璃机械、纺织机械、医疗机械等 60 多个数控系统应用品种。

3.2 产品性价比优势

与国外数控系统产品对比，公司产品具有明显的价格优势，与国外功能、性能基本相同的中、高档产品，价格只有国外的三分之一以下。

表 4：2015 年中国数控系统市场需求预测

高档系统所配机床	国外产品	公司产品
5 轴联动立式加工中心	50 万左右（有限制）	10 万元
9 轴 6 联动数控砂带磨床	Fanuc：80 多万，不支持编程	20 多万
5 轴大型龙门数控铣床	70 多万（有限制）	20 多万

资料来源：东莞证券研究所，招股书

3.3 服务网络优势

相比国外产品，公司具有明显的服务优势，国外数控系统产品出现故障时，不能做到及时维修，其次维修费用高昂，而公司在深圳、宁波设立子公司，建立了覆盖全国 28 个省市、自治区的销售和售后服务网络，为用户提供完善、及时的技术服务，并且与国内主要机床企业进行合作，完善公司区域售后服务，形成双层服务网络。

3.4 人才资源优势

公司所在地武汉光谷聚集着华中科技大学、武汉大学、武汉理工大学等教育部直属重点大学，控股股东华中科技大学拥有国家光电实验室、国家数控系统工程技术研究中心等国家级科研机构，有利于公司源源不断地引进高科技人才和技术成果。公司坚持产学研相结合，建立了一支近 200 人的研发团队。公司研发团队人数逐年提高，体现公司优越的人才资源优势以及其研发能力里持续提升。

4. 募集资金投向

公司本次拟向社会公开发行人 2,700 万股，募集资金用于中、高档数控系统产业化和交流伺服驱动器系列化与产业化项目。通过项目的实施，公司中、高档数控生产线的生产能力为年产 5,000 台套；募集资金投资项目建成后，生产能力将提高到 1.5 万台套，年增销售收入 17,598 万元、利润 5,634 万元。募投项目建成之后将有效解决公司产能瓶颈，进一步提升公司综合竞争力，为公司持续快速发展提供坚实的基础。

表 5：募投项目一览

项目名称	投资总额（万元）	募集资金使用量	建设期
中、高档数控系统产业化	18842.38	13298.79	1 年
交流伺服驱动器系列化与产业化	454.88	3144.21	1 年
其他与主营业务相关的营运资金	-	-	—
合计	23297.26	16443	—

资料来源：东莞证券研究所，招股书

5. 盈利预测及估值

基本假设：

1、由于公司的募投项目建设期为 1 年，我们预计主要募投项目于 2011 年建成，2012 年达产，达产后公司中、高档数控系统生产能力为年产 1.5 万台套，伺服驱动器生产能力由原来的 1.2 万套提高到 5 万套；

2、未来三年所得税为 15%；

3、公司主营产品毛利率基本保持稳定。

4、基于参与国家和地方科研项目，预计公司 2011、2012 年营业外收入分别为 2000 万和 3000 万。

表 6：分产品预测结果

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
数控机床					
增长率 (%)	-23%	-2%	35%	32%	32%
收入 (万元)	14552.07	14245.93	19232.01	25386.25	33509.85
毛利率 (%)	14.57%	14.42%	14.50%	14.50%	14.50%
毛利 (万元)	2120.24	2054.26	2788.64	3681.01	4858.93
数控系统及散件					
增长率 (%)	16%	6%	25%	35%	70%
收入 (万元)	11226.22	11952.54	14940.675	20169.91125	34288.8491
毛利率 (%)	38.24%	38.17%	39.00%	39.50%	39.50%
毛利 (万元)	4292.91	4562.28	5826.86	7967.11	13544.10
红外产品					
增长率 (%)	108%	91%	-50%	30%	30%
收入 (万元)	2145.52	4093.55	2046.78	2660.81	3459.05
毛利率 (%)	39.24%	44.67%	45.00%	45.00%	45.00%
毛利 (万元)	841.90	1828.59	921.05	1197.36	1556.57
其他					
增长率 (%)	-64%	19%	2%	2%	2%
收入 (万元)	163.66	195.35	199.26	203.24	207.31
毛利率 (%)	21.93%	29.98%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利 (万元)	35.89	58.57	39.85	40.65	41.46
电机					
增长率 (%)	-14%				
收入 (万元)	1648.06				
毛利率 (%)	50.35%				
毛利 (万元)	829.80				
合计收入 (万元)	29735.53	30487.37	36418.71	48420.21	71465.05
同比增长		2.53%	19.46%	32.95%	47.59%
合计毛利 (万元)	8120.73	8503.70	9576.40	12886.13	20001.06
综合毛利率 (%)	27.31%	27.89%	26.30%	26.61%	27.99%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 7：利润表预测

科目(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
---------	-------	-------	-------	-------	-------

营业总收入	307.44	313.97	376.77	508.64	762.95
营业总成本	274.30	276.68	339.13	455.53	679.30
营业成本	219.20	223.05	277.68	373.34	549.33
营业税金及附加	3.02	2.35	2.83	3.81	5.72
销售费用	21.43	20.09	24.49	32.04	48.07
管理费用	26.44	27.23	32.40	43.74	65.61
财务费用	2.29	1.83	-0.46	-0.21	6.77
资产减值损失	1.92	2.14	2.20	2.80	3.80
其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.73	0.05	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	-0.53	0.99	0.00	0.00	0.00
营业利润	31.41	37.35	37.63	53.11	83.65
加 营业外收入	14.75	13.87	20.00	20.00	30.00
减 营业外支出	0.66	0.88	0.70	0.80	0.80
利润总额	45.50	50.34	56.93	72.31	112.85
减 所得税	6.83	7.18	8.54	10.85	16.93
实际所得税率	15.01%	14.26%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	38.67	43.16	48.39	61.46	95.93
减 少数股东损益	1.43	0.20	0.25	0.36	0.56
归母公司所有者的净利润	37.24	42.96	48.14	61.10	95.37
最新总股本(万股)	10,783	10,783	10,783	10,783	10,783
基本每股收益(元)	0.35	0.40	0.45	0.57	0.88

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

根据以上假设条件，我们预测公司 2010-2012 年分别实现主营收入 376.77 百万元、508.64 百万元和 762.95 百万元，实现净利润 48.14 百万元、61.10 百万元和 95.37 百万元，按发行后股本计算分别实现每股收益 0.45 元、0.57 元和 0.88 元。

表 8：机床行业上市公司估值对比

代码	名称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
002248	华东数控	27.69	0.97	0.62	0.82	28.55	44.66	33.77
600806	昆明机床	9.92	0.51	0.38	0.45	19.45	26.11	22.04
000837	秦川发展	13.19	0.27	0.35	0.56	48.85	37.69	23.55
000410	沈阳机床	12.5	0.05	0.48	0.53	250.00	26.04	23.58
300024	机器人	62.5	1.08	0.67	1.03	57.87	93.28	60.68
300097	智云股份	26.3	0.63	0.64	0.82	41.75	41.09	32.07
	平均					74.41	44.81	32.62

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

考虑到公司主营业务情况，我们选取 A 股市场中相关的数控机床领域中的上市公司以及智能设备类似企业作为样本进行估值参考。我们选择了华东数控、秦川发展、昆明机床、沈阳机床、机器人、智云股份，以 2011 年 1 月 10 日收盘价为基准，其 2011 年的平均 PE 为 32.62 倍。但考虑到公司在国产中、高档数控系统行业中的龙头地位以及其雄厚的技术实力在未来行业高成长背景下的快速发展，我们认为公司未来的规模及盈利

能力增长潜力巨大，公司未来有望成为高端基础装备领域中的小巨人，因此公司应该享受一定的估值溢价，我们给予公司 2011 年 40-45 倍的 PE，对应的合理价格为 22.8-25.65 元。

6. 风险因素

- （1）行业波动风险；
- （2）国家对高档数控系统研发项目的经费投入存在不确定性；
- （3）非经常性损益占比较高风险；
- （4）技术合作终止风险；
- （5）技术泄密与核心技术人员流失风险。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	314	377	509	763	净利润	43	48	61	96
营业成本	223	278	373	549	折旧与摊销	7	-12	-11	-20
营业税金及附加	2	3	4	6	财务支出	3	2	2	2
销售费用	20	24	32	48	投资损失	-0	0	0	0
管理费用	27	32	44	66	净营运资本变动	-27	-89	-34	-73
财务费用	2	-0	-0	7	经营活动现金流	26	-51	18	5
资产减值损失	2	2	3	4	资本支出	-7	-1	3	21
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	1	0	0	0
营业利润	37	38	53	84	投资活动现金流	-6	-1	3	21
利润总额	50	57	72	113	股权融资	0	0	0	0
减 所得税	7	9	11	17	债券融资	67	9	15	33
净利润	43	48	61	96	股利分配及其它	-7	-2	-2	-2
减 少数股东损益	0	0	0	1	筹资活动现金流	60	8	13	31
归母公司净利润	43	48	61	95	货币资金净变动	80	-45	34	57

资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	145	100	134	191	成长能力(YOY)				
应收账款	115	128	173	259	营业收入	2.13%	20.00%	35.00%	50.00%
预付账款	43	42	56	82	营业利润	18.91%	0.61%	41.34%	57.60%
存货	52	57	81	122	归母公司净利润	15.35%	11.88%	27.14%	56.14%
其它	10	109	112	118	盈利能力				
流动资产合计	365	435	557	773	销售毛利率	28.96%	26.30%	26.60%	28.00%
长期股权投资	28	30	35	35	销售净利率	13.68%	12.76%	12.01%	12.50%
固定资产合计	47	50	55	55	ROE	19.06%	17.58%	18.27%	22.19%
长期待摊费用	0	0	0	0	ROIC	16.02%	15.39%	12.08%	13.83%
其它	17	17	15	14	偿债能力				
非流动资产合计	93	97	105	104	资产负债率	15.39%	12.08%	13.83%	17.72%
资产总计	458	532	662	878	流动比率	1.74	1.79	1.79	1.80
短期借款	40	49	64	95	速动比率	1.50	1.55	1.53	1.51
应付账款	100	125	168	247	营运能力				
预收款项	6	6	9	14	资产周转率	0.73	0.76	0.85	0.99
其它	64	64	71	74	存货周转率	4.73	5.13	5.41	5.40
流动负债合计	209	244	312	430	应收账款周转率	2.88	3.10	3.38	3.53
长期借款	2	2	3	4	每股指标				
其它	22	20	10	10	每股收益	0.40	0.45	0.57	0.88
非流动负债合计	24	22	13	14	每股经营现金流	0.24	-0.48	0.16	0.05
负债合计	232	257	326	445	每股净资产	2.10	2.54	3.11	4.00
实收资本	81	81	81	81	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	32	32	32	32	估值指标				
留存收益及其它	114	162	224	320	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	226	275	337	432	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和权益总计	458	532	662	877	EV/EBITDA	-2.13	-3.77	-2.33	-1.39

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn