

日发数码(002520)公司调研报告

谨慎推荐

机床行业需求持续回升,募投项目助力公司成长

首次评级

工业/通用机械

发布时间: 2011 年 2 月 10 日

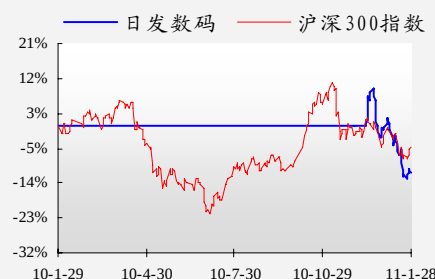
投资要点:

- 公司为专业的中高端数控机床生产商。公司产品数控化率 100%, 位居国内上市公司首位; 主要产品有数控车床、加工中心、数控磨床等, 其中加工中心的产量位于国内第 9 位左右, 轴承磨床的市场份额约为 35%。
- 数控机床行业总体保持高增长态势。数控机床行业近 10 年的年均复合增速为 29.74%, 制造业产业升级与设备投资增加、机器替代人工的发展趋势等因素将驱动数控机床行业未来继续保持快速增长。
- 2011 年公司进入快速增长期, 预计营业收入增速为 40-50%。公司订单饱满, 目前在手订单为 2 亿元左右。公司主要产品市场容量较大, 加工中心需要持续保持旺盛, 轴承磨床需求快速回升, 落地镗将成为公司新的增长点。
- 募投项目将逐步投产。公司募投项目采取边建设边投产的方式, 2011 年产能将逐步释放, 2012 年项目全部达产后产能将增加 1.8 倍, 从而保障公司未来几年的快速发展。
- 公司保持稳健发展态势。公司经营理念以稳健发展为主基调, 3 亿元的超募资金预计将投入产能扩张、研发中心建设等方面。
- 盈利预测与估值: 预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.77、1.14、1.51 元, 参考机床行业同类公司的估值, 对应 2011 年 40-45 倍的市盈率, 目标价为 45.80-51.50 元, 首次给予“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险因素: 市场需求与原材料价格波动, 限售股解禁等。

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 (%)
2009	20,287	10.4%	3,669	3.6%	0.59	21.5%	71	
2010E	26,405	30.2%	3,802	29.5%	0.77	6.8%	54	
2011E	38,755	46.8%	7,719	56.7%	1.14	9.3%	37	
2012E	52,254	34.8%	9,848	27.6%	1.51	11.6%	28	

走势图



市场数据 2011-2-10

收盘价:	41.88 元
52 周最高价:	52.36 元
52 周最低价:	39.68 元
平均持仓成本:	44.82 元

基本数据 2010Q3

总股本 (万股):	6,400
流通 A 股 (万股):	1,280
每股收益 (元):	0.78
每股净资产 (元):	4.27
每股经营现金流 (元):	0.08
市净率:	9.81

分析师: 周思立 联系人: 黎焜

执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: lik@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一. 公司经营状况

1.1 公司简介

日发数码专业生产数控机床，产品数控化率 100%，行业排名第一，产品市场定位为中高端普及型数控机床及加工中心，主要产品包括数控车床、数控磨床、立式加工中心、卧式加工中心、龙门加工中心、数控落地铣镗加工中心 6 大系列 180 多种规格。

公司的数控车床、数控磨床和立式加工中心三大类产品是目前数控机床的主流产品，市场需求旺盛，附加值相对更高的卧式和龙门加工中心销售额增速较快。公司产品保持较高的毛利率水平，产品的毛利率总体为 36% 以上。

图 1：2009 年公司主要产品收入占比

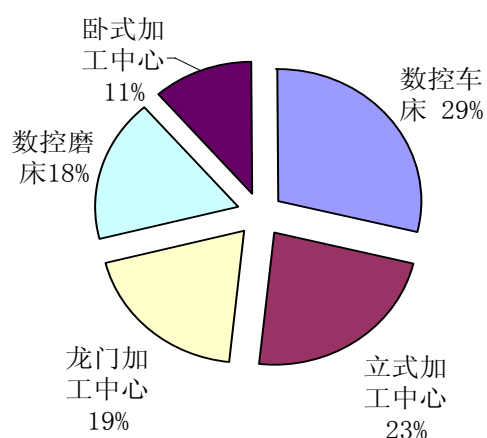
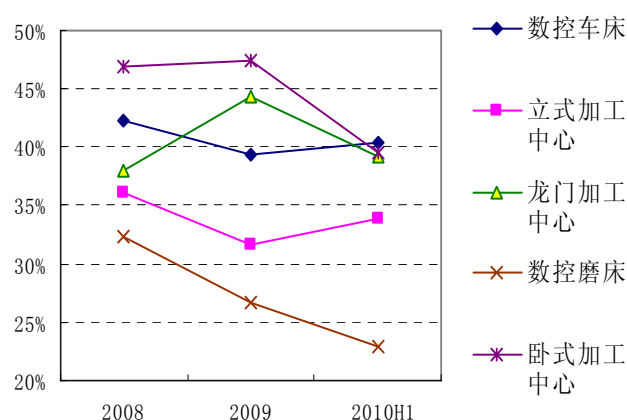


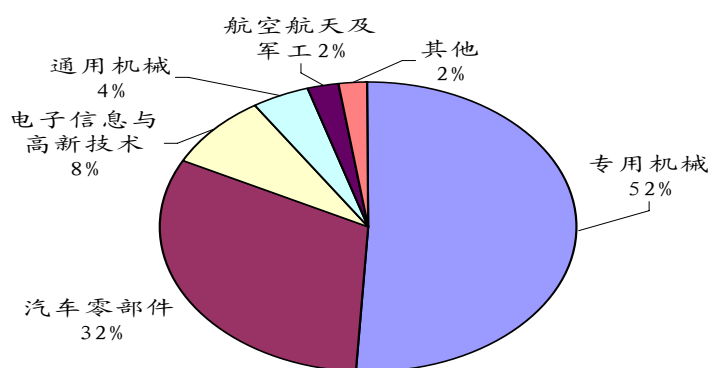
图 2：公司产品毛利率总体保持在 35% 以上



数据来源: wind, 东北证券

公司产品下游需求行业分布广泛。2007 年-2009 年，对汽车、摩托车及零部件行业的销售占比由 46.32% 逐年降低到 31.79%，对石油化工、工程机械、农业机械、制药机械、电力设备等专用机械行业的销售占比由 22.83% 大幅提高到 50.83%。

图 3：2009 年公司产品需求下游行业分布

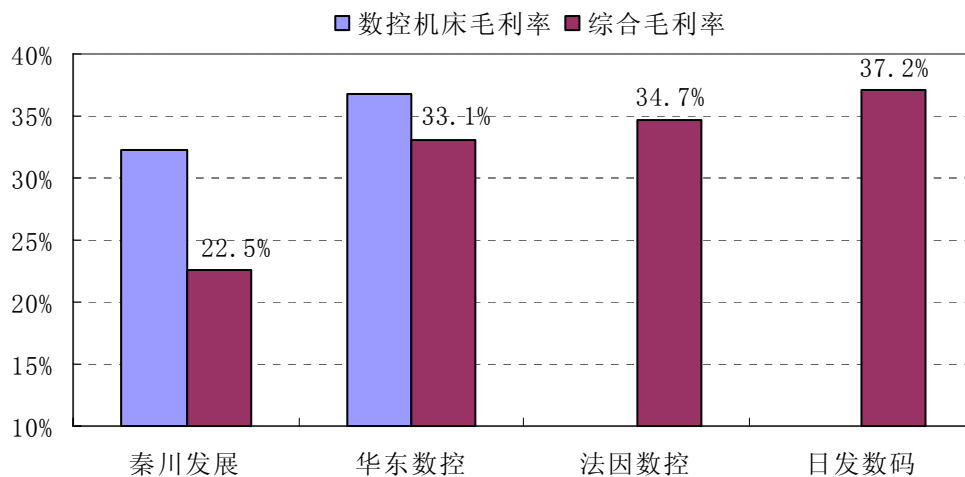


数据来源: 东北证券

1.2 公司财务指标: 保持较高的毛利率与低费用率

公司产品定位在中高端数控机床, 产品规格、档次和技术含量较高, 毛利率近期保持在37%左右。在机床行业上市公司中, 公司的综合毛利率位居首位。

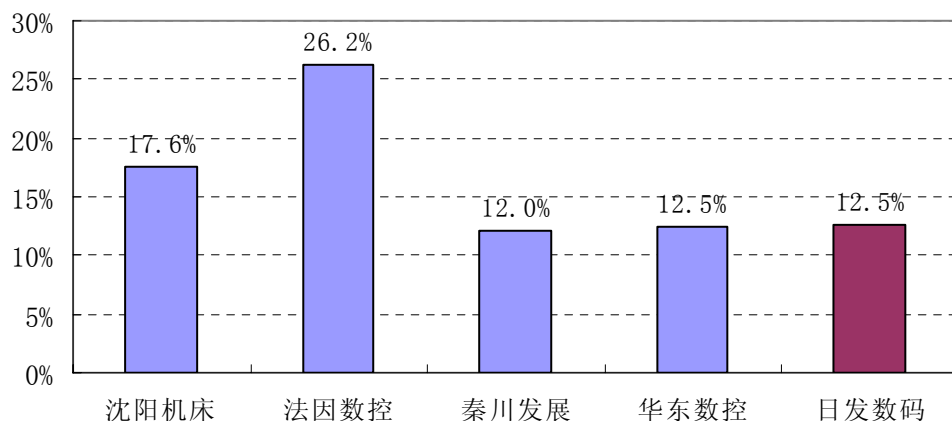
图 4: 2010 年上半年机床行业上市公司毛利率比较



数据来源: 东北证券

2008年-2010年, 公司期间费用绝对数额基本保持稳定。2010年上半年, 公司的期间费用率为12.54%, 在行业内处于较低的水平。

图 5: 2010 年上半年机床行业上市公司期间费用率比较



数据来源: 东北证券

公司IPO之后, 资产负债率降低到20%左右, 经营保持稳健特征。

1.3 公司在行业中的地位

公司 2009 年的加工中心产量在国内为第 9 位, 数控轮毂车床的市场占有率名列国内第

一，轴承磨床的市场份额为 35%左右。公司目前年产能 520 台，沈阳机床年产量为 6 万台左右，与行业内大型公司相比公司规模还相对较小。

公司的主要竞争对手有同在浙江省内的宁波海天精工、杭州友佳，以及沈阳机床、大连机床、日本马扎克等公司。

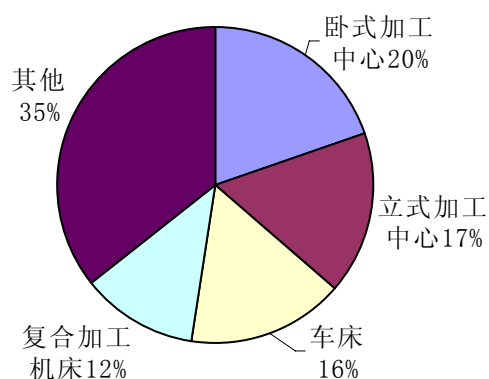
表 1: 公司各类产品与主要竞争者

产品类别	主要竞争者
数控车床	沈阳机床、大连机床、杭州友佳、日本马扎克等
立式加工中心	杭州友佳、沈阳机床、日本马扎克等
卧式加工中心	宁波海天精工
龙门加工中心	宁波海天精工、台湾协鸿与亚威、江苏多菱、桂林机床厂等
轴承磨自动线	上海莱比泰、无锡开源机床厂、新乡日升

资料来源：公司公告，东北证券

- 宁波海天精工: 产品主要有龙门加工中心、数控车床、卧加三大类，预计 2010 年产量达到 1000 台以上，销售收入 10 亿元。
- 台湾友佳集团: 数控机床年产量达到 4500 台，其中立加 2000 台，数控车床 1500 台，卧加 100 多台。
- 日本山崎马扎克: 马扎克为全球产值最大的机床公司，机床年产能超过 1 万台，在中国有宁夏小巨人机床等子公司。马扎克产品以加工中心与数控车床等市场需求量大的通用机床产品为主，此外，复合加工机床等高档次的产品占有一定的比例。

图 6: 2008 年山崎马扎克日本工厂的产品结构与产量占比



数据来源: 东北证券

1.4 公司主要竞争优势

- 盈利能力较强: 公司作为民营企业，以提高盈利能力作为重要目标，产品的综合毛利率目前保持在 37%左右；
- 客户忠诚度较高: 目前公司的老客户占比为 40%-50%，客户对公司产品具有较高的忠诚度；

- 公司产品质量稳定可靠，产品的平均无故障时间在 1000 小时左右，高于行业平均值。公司部分产品具有一定的研发能力，其中自主研发生产的五轴联动高速龙门加工中心被评为国家火炬计划项目，落地镗铣床获得机床行业产品的最高奖项“春燕奖”；
- 公司产品线长：是国内为数不多的能够同时生产数控车床、数控磨床、立式加工中心、卧式加工中心、龙门加工中心、数控落地铣镗加工中心的企业。
- 差异化竞争能力：根据客户的不同需求，公司产品的设计生产呈现较大的个性化差异，使产品的附加值高于定型、通用数控机床产品。公司轴承磨床的市场份额为 35% 左右，数控轮鼓车床的市场占有率名列国内第一。

二. 机床行业景气度上升为公司提供发展机遇

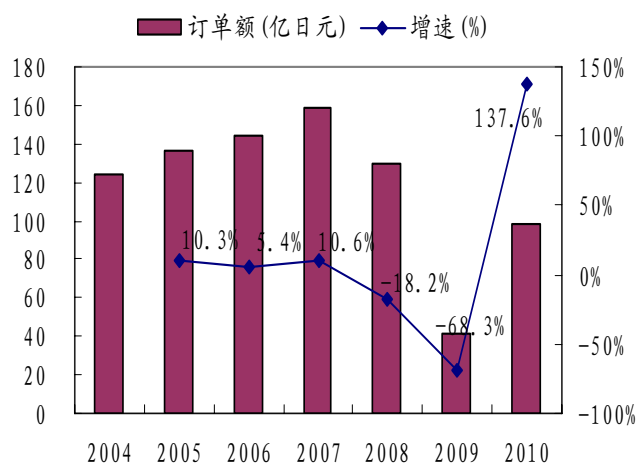
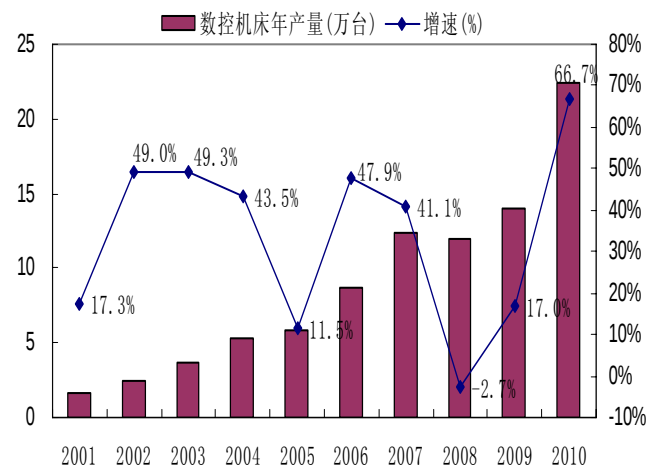
2.1 行业景气度上升，数控机床年均产值增速在 30% 以上

机床工具工业协会预计，2010 年全年完成工业总产值 5300 亿元，增长幅度在 33% 到 35% 之间，利润水平增幅有望超五成。2010 年，日本累积机床订单额为 9782.84 亿日元，比 2009 年同期大幅增长 137.6%，行业复苏趋势明显。

2003-2010 年，我国金切机床产量年均算术平均增速为 18.4%，而同期数控机床年均增速为 34.3%，明显快于普通机床的增速。2010 年，我国金切机床的产量增速为 33.1%，数控机床的增速则高达 66.7%。

图 7：国内机床与数控机床行业的历年增速

图 8：日本机床订单历年金额与增速



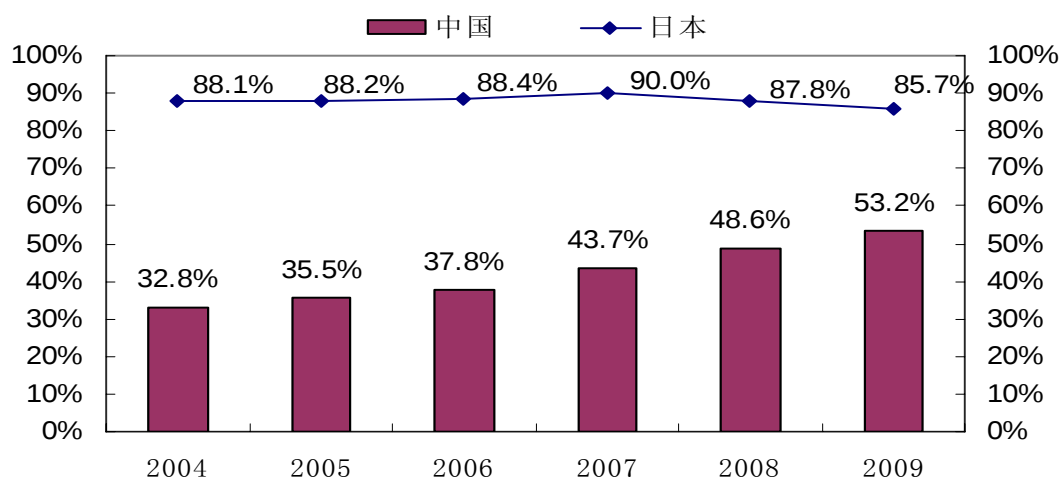
数据来源：东北证券

2.2 数控机床是行业的发展方向

国内需求中，数控机床正开始成为主流，逐渐替代普通机床，未来几年，数控化率的提高将成为机床行业增长的主要驱动因素。随着我国产业升级、结构调整的不断深入，来自航空航天与军工、汽车、造船、电子等高端制造业对机床的需求将不断提升。

目前，欧美发达国家的金切机床产值数控化率在 80% 以上，产量数控化率也在 60% 以上。国内机床的数控化率相对较低，具有较大的发展空间。

图 9： 2004-2009 年中国与日本机床产值数控化率

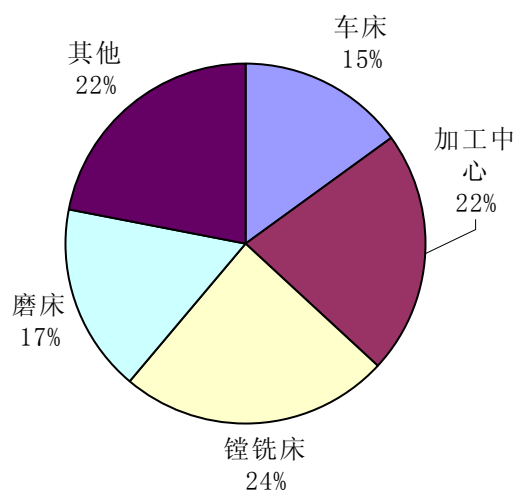
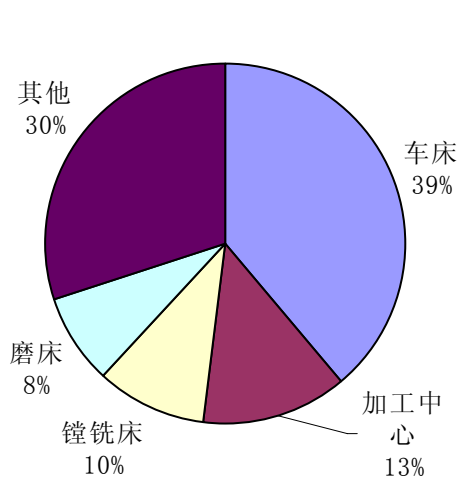


数据来源: 东北证券

我国机床消费结构中，车床的需求占比最大，加工中心的占比逐年上升，根据日德等发达国家的经验，加工中心、镗铣床、磨床等高档产品的结构占比将逐步提升。

图 10： 2008 年中国机床产品消费结构

图 11： 2008 年日本与德国机床产品消费结构



数据来源: 东北证券

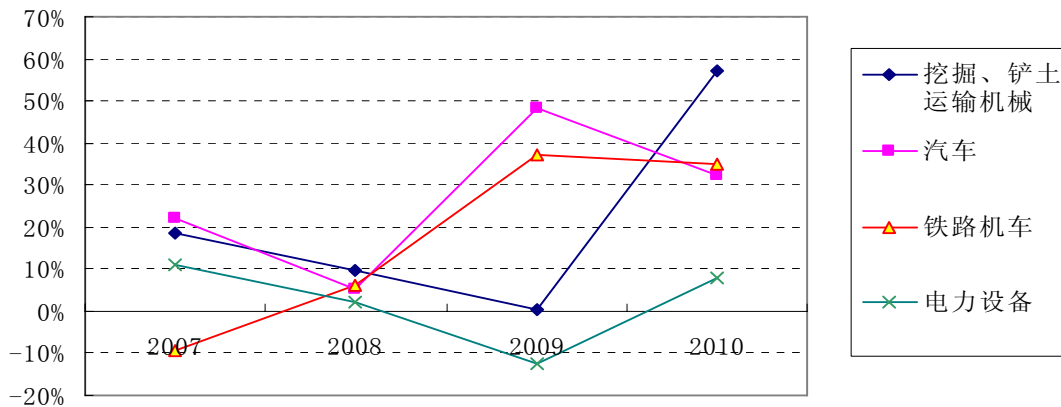
2.3 机床行业景气度预计仍将延续

目前，中国的工业化进程也在不断深化，汽车、工程机械、重型机械等行业的崛起，中国企业设备投资的规模也在不断增加。同时，在劳动力成本上升的背景下，机器替代人工成为发展趋势。日本机床工业 60 年代受益于工业化进程，企业设备更新的高峰带动了机床工业的快速发展，中国未来也将进入设备需求的高峰期。

2010 年，工程机械，汽车，交通运输设备等行业的景气度持续回升或保持高景气度，

机床行业为后周期行业，预计 2011 年仍将延续景气上升周期。

图 12: 机床主要部分下游行业产量增速



数据来源: 东北证券

2010 年 10 月，国务院确定高端装备制造等产业为战略新兴产业，积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备，其中以高档数控机床为重中之重，这将从政策层面进一步推动行业的发展。

三、公司主要产品市场容量较大，需求保持旺盛

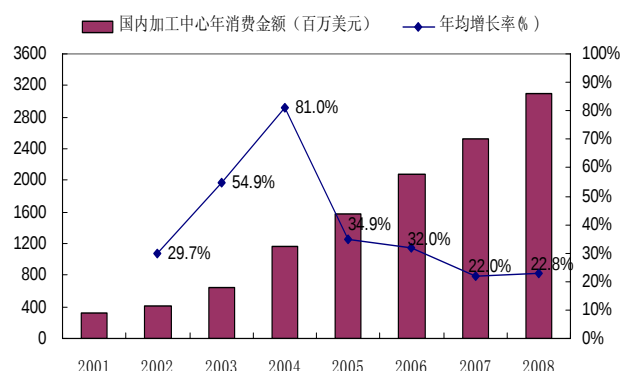
公司目前在手订单为 2 亿元左右，预计 2011 年营业收入增速为 40%-50%，其中立式加工中心、数控车床等产品的占比较大，数控磨床的市场需求大幅度回升。数控车床、加工中心等产品的生产周期通常为 3-6 个月，落地镗的生产周期稍长，根据在手订单的情况，预计全年的营业收入为 4 亿元左右。

3.1 加工中心：行业需求保持较高增速

目前，公司加工中心产量以立式加工中心为主，公司自 2008 年起调整优化产品结构，加大了龙门加工中心、卧式加工中心等大型、高档数控机床的研发、生产和销售，龙门加工中心等产品的销售占比逐步上升。

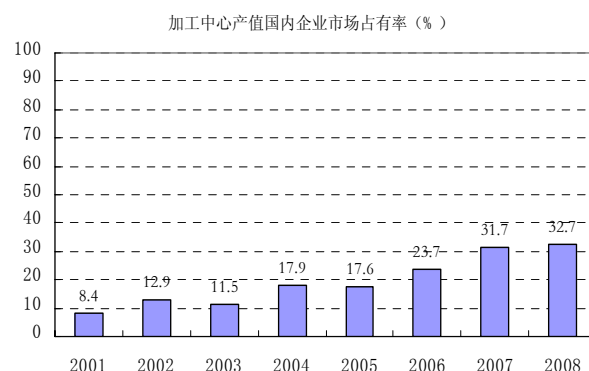
近十年以来我国加工中心的年均消费增长率为 38.7%，增长率高于机床行业的整体增长率，汽车及零部件、通用机械、航空航天、模具等行业对加工中心的需求大幅上升。国内需求的加工中心中，大部分依赖于国外进口，国产加工中心的市场占有率仅为 27% 左右。在我国进口的各类数控金切机床产品中，加工中心已成为最主要的产品，其数量和金额占进口数控金切机床的比重分别接近和达到 1/3。

图 13: 国内加工中心需求保持较高增速



资料来源：机床工具工业协会，东北证券

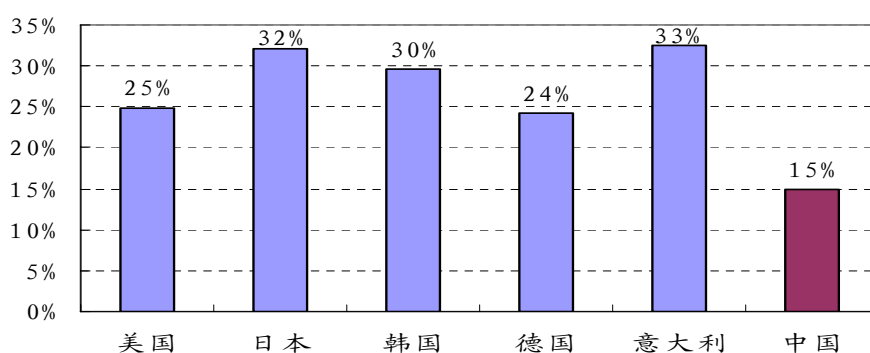
图 14: 2001 年-2008 年加工中心产值国产化率



资料来源：机床工具工业协会，东北证券

2008 年我国加工中心的产值为 81.82 亿元，占金切机床产值的比例为 15%，这一比例与美国、日本、德国等世界机床强国的差距较大。

图 15: 全球主要国家的加工中心占金切机床产值的比例



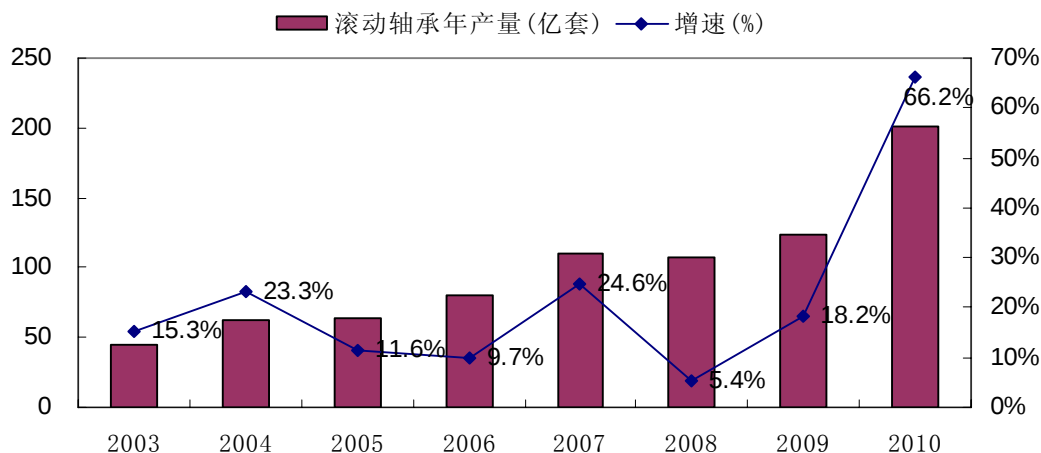
数据来源: wind, 东北证券

3.2 数控磨床：下游需求快速回升

公司的数控磨床产品主要应用于轴承行业。受金融危机的影响，2009-2010 年公司轴承磨床的需求数量与价格大幅度下降，毛利率大幅度下滑至 23% 左右。

2009 年底，轴承行业开始显著回暖，预计 2011 年公司数控磨床的需求将大幅度增加，年销售额预计为 7000 万-1 亿元，毛利率也有望回升到 35% 左右。

图 16: 2003 年-2010 年滚动轴承年产量与增速



数据来源: wind, 东北证券

3.3 数控车床: 预计将保持平稳发展

数控车床为机床行业中市场需求最大的产品类别, 公司的数控车床产品预计将保持平稳发展。发达国家的产品以车削中心等高档产品为主, 产品结构。

公司的数控轮毂车床市场份额位列国内第一, 已有 600 多台数控轮毂车床在用户使用。

3.4 落地镗铣床: 公司未来新的重要增长点

重型、大型、高档数控机床的市场进入壁垒与产品的利润率均较高, 将是公司未来重点发展的方向与新的利润增长点。落地镗铣床是公司新开发的产品, 已获得首台订单, 公司规划将落地镗铣床做为今后新的重点发展产品。

昆明机床、齐二机床、武汉重型机床三家主要公司在落地镗销售金额的合计市场份额为 50% 左右, 其余的市场份额主要被进口产品与国内部分企业占据。近年来, 沈阳机床、海天精工新进入落地镗市场, 汉川机床、芜湖恒升机床等企业也有在建产能将投放。

图 17: 08 年落地镗主要公司与产量估算占比

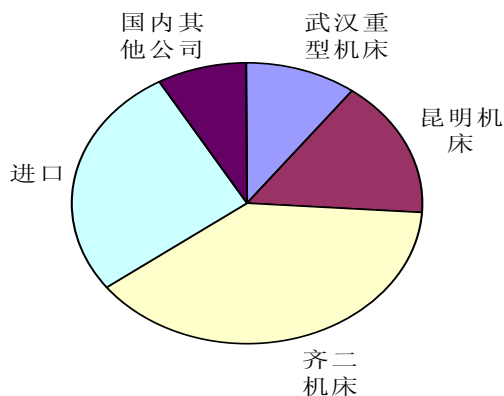
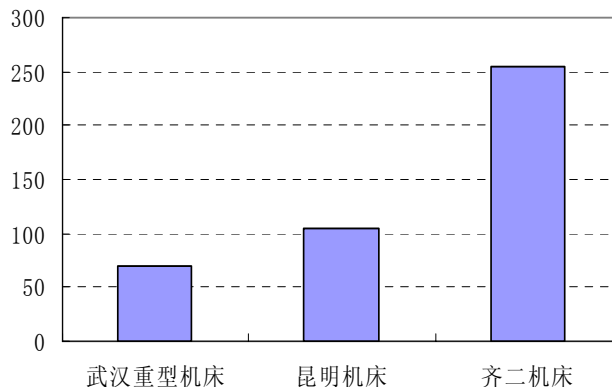


图 18: 2008 年落地镗国内主要公司与年销量 (台)



数据来源: 东北证券

四. 募投项目逐步投产, 公司步入快速成长期

公司的募投项目采取边建设边投产的方式, 2012 年全部投产后, 产能将增加 1.8 倍, 营业收入预计增加 4 亿元, 净利润增加 6000 万元。随着 2011 年募投项目的产能释放, 公司的产能瓶颈问题将得到有效缓解, 营业收入将进入快速增长期。

募投项目的实施将使公司形成新增年产 530 台 RF 系列数控机床与 80 条轴承磨超自动线的生产能力。

表 2: 募投项目投资进度与达产后预计新增收益

项目名称	计划总投资	已投入资金	项目进度 (%)	项目达产预计年新增收入 (万元)
RF 系列数控机床技改项目	13,655	2,869	21.0%	27,500
轴承磨超自动线技改项目	6,088	687	11.3%	12,500
合计	19,743	3,556	18.0%	40,000

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

从新增产能的数量上看, 数控车床、数控磨床和立式加工中心三大类产品合计占比为 89%, 而从产能的增幅来看, 高附加值的卧式加工中心与龙门加工中心的增幅相对更大。

表 3: 募投项目新增产能与比例

产品类型	目前产能(台)	新增产能(台)	新增产能比例 (%)
数控车床	180	280	155.6%
数控磨床	180	400	222.2%
立式加工中心	120	150	125.0%
卧式加工中心	25	70	280.0%
龙门加工中心	15	30	200.0%
合计	520	930	178.8%

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

公司还有约 3 亿元的超募资金, 预计将投入产能扩张、研发中心建设等方面, 并计划完善上下游产业链。

五. 公司盈利预测与估值

预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.77、1.14、1.51 元, 估值参考机床行业中的同类公司华东数控与法因数控, 考虑到公司与行业的发展前景, 我们认为 2011 年的合理市盈率为 40-45 倍, 对应的目标价为 45.80-51.50 元。

表 4: 可比公司市盈率

证券代码	证券名称	股价	EPS		PE	
			2010	2011	2010	2011
002248	华东数控	24.17	0.46	0.58	52.5	41.7
002270	法因数控	16.01	0.26	0.42	61.6	38.1

资料来源: 东北证券

表 5: 分产品营业收入与毛利率预测

产品类别	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
数控车床					
营业收入(百万元)	65	57	83	103	124
收入增速(%)		-12.3%	45.2%	25%	22%
毛利率(%)	42.3%	39.4%	40.2%	39%	38%
立式加工中心					
营业收入(百万元)	47	45	69	93	121
收入增速(%)		-3.2%	52.5%	35%	30%
毛利率(%)	36.1%	31.7%	33.5%	33%	33%
龙门加工中心					
营业收入(百万元)	21	38	48	59	74
收入增速(%)		79.4%	25.5%	25%	25%
毛利率(%)	38.0%	44.3%	39.0%	38%	37%
数控磨床					
营业收入(百万元)	24	35	34	85	123
收入增速(%)		42.7%	-3.2%	150%	45%
毛利率(%)	32.3%	26.6%	28.0%	35%	35%
卧式加工中心					
营业收入(百万元)	22	23	23	31	40
收入增速(%)		1.4%	0.9%	35%	30%
毛利率(%)	46.9%	47.4%	39.5%	39%	38%
落地镗铣床与其他					
营业收入(百万元)	4	5	8	16	40
收入增速(%)		23.4%	55.4%	100%	150%
毛利率	43.1%	59.4%	45.0%	39%	39%
合计					
营业收入(百万元)	184	203	264	388	523
收入增速(%)		10.4%	30.2%	46.8%	34.8%
毛利率	39.5%	37.8%	36.8%	36.5%	36.1%

资料来源:公司公告, 东北证券

七. 风险因素

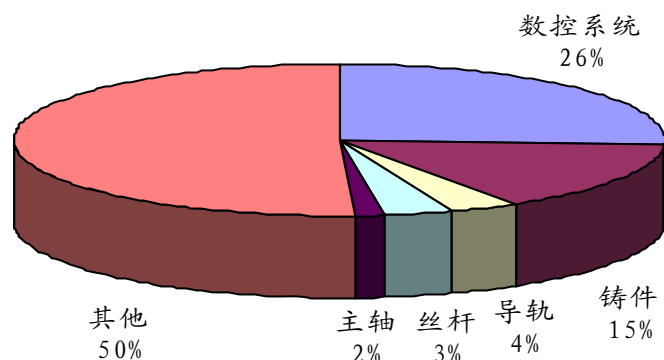
1. 市场需求下滑的风险

公司的产品的主要下游行业有汽车、轴承、工程机械等,如果这些行业的增速低于预期,将影响对公司的产品需求。

2. 产品成本大幅上涨的风险

公司的主要原材料均为外购,其中数控系统与铸件合计占成本的 40%左右,外购件等成本价格的大幅上涨,将增加公司的成本压力。

图 19: 公司主要成本构成



数据来源: 公司公告, 东北证券

机床行业影响毛利率最主要的因素是产品结构与生产规模, 其次为生产原料的价格, 如果公司产品结构进一步优化与生产规模扩大, 将能有效减少原材料价格波动的影响。

3. 限售股解禁与股价波动的风险

公司上市时间三个月后限售股解禁, 从而在短期内股价有波动的风险。

利润表			单位: 百万元		
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	184	203	264	388	523
营业成本	111	126	167	246	334
营业税金及附加	1	1	1	2	3
销售费用	14	14	18	27	37
管理费用	15	16	17	25	33
财务费用	4	3	2	(1)	1
营业利润	37	39	58	86	114
营业外收入	5	4	0	0	1
营业外支出	0	0	0	0	1
利润总额	42	44	58	86	114
所得税	5	6	9	13	17
净利润	37	38	49	73	97
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司净利润	37	38	49	73	97
EPS	0.57	0.59	0.77	1.14	1.51

现金流量表			单位: 百万元		
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	11	37	96	62	133
净利润			49	76	95
折旧摊销			7	10	14
财务费用			2.4	(1)	1
投资收益			0	0	0
营运资金变动			37	(23)	22
其它			1	1	1
投资活动现金流	(2)	(14)	(36)	(100)	(80)
资本支出			(36)	(100)	(80)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(22)	(8)	493	8	9
股权筹资			504		
债券筹资					6
其他	(22)	(8)	(11)	8	3
现金净增加额	(14)	15	554	(29)	61

资产负债表			单位: 百万元		
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	165	211	774	784	799
货币资金	32	43	560	498	428
应收款项	58	63	75	104	140
存货	57	37	60	81	105
其他	19	67	79	101	126
非流动资产	81	90	105	188	258
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	58	67	82	162	232
无形资产	22	21	21	21	21
其他	1	2	2	5	5
资产总计	245	301	879	972	1057
流动负债	89	122	148	181	219
短期借款	40	50	50	50	50
应付账款	39	52	65	88	114
预收账款	5	14	25	35	47
其他	5	6	8	8	8
长期负债	2	2	2	2	2
长期借款	2	2	2	2	2
其他	0	1	1	1	1
负债合计	91	124	150	183	221
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	154	177	729	789	836
负债和股东权益	245	301	879	972	1057

主要财务比率					
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-17.4%	10.4%	30.2%	46.8%	34.8%
营业利润	-32.6%	7.3%	46.4%	57.3%	27.6%
净利润	-11.4%	3.6%	29.5%	56.7%	27.6%
获利能力					
毛利率	39.5%	37.8%	36.8%	36.5%	36.1%
净利率	20.0%	18.7%	18.7%	19.9%	18.8%
ROE	23.8%	21.5%	6.8%	9.3%	11.6%
ROIC	19.7%	16.2%	6.2%	7.9%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	37.1%	41.2%	17.1%	18.8%	20.9%
流动比率	1.86	1.73	5.23	4.34	3.65
速动比率	1.21	1.43	4.82	3.89	3.17
营运能力					
资产周转率	0.74	0.74	0.45	0.42	0.52
存货周转率	2.09	4.30	5.43	5.50	5.61
应收帐款周转率	3.49	3.35	3.82	4.34	4.30
应付帐款周转率	4.77	2.24	2.25	2.54	2.59
每股资料(元)					
每股收益	0.57	0.59	0.77	1.14	1.51
每股净资产	2	3	11	12	13
PE	71	69	53	36	27
PB	16.9	14.7	3.6	3.3	3.1

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。