

## 审慎推荐-B (维持)

日发数码 002520.SZ

目标估值: 暂无

当前股价: 31.23 元

2011年7月8日

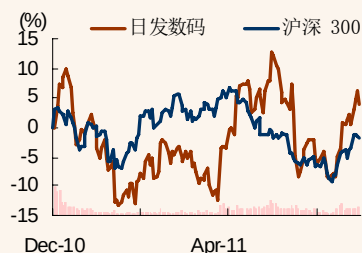
## 业绩增长再超预期

### 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 上证综指       | 2794     |
| 总股本(万股)    | 9600     |
| 已上市流通股(万股) | 2400     |
| 总市值(亿元)    | 30       |
| 流通市值(亿元)   | 7        |
| 每股净资产(MRQ) | 7.8      |
| ROE(TTM)   | 10.6     |
| 资产负债率      | 16.2%    |
| 主要股东       | 浙江日发控股集团 |
| 主要股东持股比例   | 33.5%    |

### 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 6  | 3  | 37  |
| 相对表现 | 3  | 5  | 17  |



### 相关报告

1、《日发数码(002520)-中小民营企业中的高端装备代表》

2011.6.28

2、《日发数码(002520)-定位中高端的数控机床新贵》

2010.11.26

### 刘荣

0755-82943203

liur@cmschina.com.cn

S1090511040001

### 研究助理

### 刘杰

0755-82960334

liujie2@cmschina.com.cn

日发数码上调上半年业绩预增幅度, 2011 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 115%-135%, 上调幅度 20% 左右, 盈利 5630 万元-6154 万元, 再次超出市场预期。

- **业绩高增长主要是因为公司产品结构合理, 市场营销力度加强, 订单持续增加。** 公司 5 月以后的新增订单仍保持较高水平, 受宏观调控的影响并不大, 其中数控磨床由于产能扩大及轴承行业订单增长, 翻倍增长; 整体订单依然饱和。
- **中小企业 IPO 后规模和管理效益显现, 生产效率提升。** 公司通过实施全面预算管理, 成本、费用得到合理控制。相比于大中型国有企业, 公司销售手段和促销方法更灵活, 市场反应更迅速, 成本控制意识更突出。对比已上市的机床上市公司, 公司虽然规模不大, 但是毛利率和净利率水平最高, 存货和应收账款周转率处于中上游水平。我们预计上半年公司综合毛利率将提高 2 个百分点左右, 费用率下降, 表现将远好于机床行业其它国有上市公司!
- **数控机床作为国家高端装备代表。** 公司今年获得的财政支持也超预期, 上半年增加专项补贴 1000 万元。
- **丰富的产品系列及模块化设计优势:** 公司产品系列全, 目标市场面宽, 容易满足不同行业、不同客户个性化需求。公司在数控机床模块化设计和研发、可重组轴承自动线方面拥有自己的核心技术和核心竞争力。
- **依托江浙制造业产业集群优势:** 公司地处长三角地区, 长三角地区拥用汽车、工程机械及零部件产业集群, 并且民营中小企业聚集, 是公司主要的客户来源。
- **维持“审慎推荐-B”投资评级:** 我们上调 2011 年的业绩预测至 1.05 元, 上调幅度为 20%, 目前动态 PE30 倍, 属中小板中的优质品种, 并受益于高端装备振兴规划, 维持推荐评级。
- **风险提示:** 中小民营企业的治理风险; 成本上升风险; 下半年需求回落。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 203  | 266  | 418   | 574   | 741   |
| 同比增长      | 10%  | 31%  | 58%   | 37%   | 29%   |
| 营业利润(百万元) | 39   | 57   | 105   | 133   | 169   |
| 同比增长      | 7%   | 45%  | 83%   | 27%   | 28%   |
| 净利润(百万元)  | 38   | 49   | 100   | 124   | 156   |
| 同比增长      | 4%   | 30%  | 103%  | 24%   | 25%   |
| 每股收益(元)   | 0.40 | 0.51 | 1.04  | 1.29  | 1.62  |
| PE        | 73.2 | 56.3 | 27.8  | 22.4  | 17.9  |
| PB        | 7.9  | 2.6  | 4.6   | 3.9   | 3.3   |

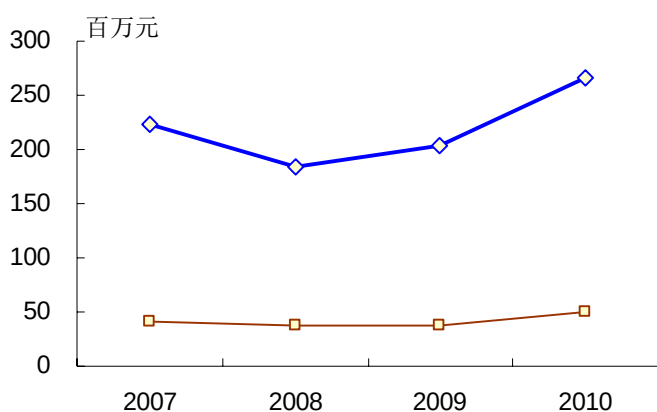
资料来源: 招商证券

表 1: 日发数码各季度业绩回顾

| 单位 (百万元)      | 09Q3  | 09Q4  | 10Q1  | 10Q2  | 10Q3  | 10Q4  | 11Q1   |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 一、营业总收入       | 46    | 56    | 42    | 86    | 66    | 72    | 100    |
| 二、营业总成本       | 36    | 47    | 32    | 64    | 53    | 58    | 73     |
| 其中: 营业成本      | 28    | 31    | 25    | 55    | 42    | 45    | 61     |
| 营业费用          | 3     | 6     | 3     | 5     | 6     | 6     | 5      |
| 管理费用          | 4     | 5     | 3     | 4     | 5     | 8     | 6      |
| 财务费用          | 1     | 1     | 0     | 1     | 1     | 1     | -1     |
| 资产减值损失        | 0     | 3     | 0     | -1    | 0     | -1    | 1      |
| 三、其他经营收益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 四、营业利润        | 9     | 9     | 9     | 22    | 13    | 13    | 27     |
| 五、利润总额        | 9     | 10    | 10    | 22    | 13    | 14    | 35     |
| 减: 所得税        | 2     | 1     | 1     | 4     | 1     | 2     | 5      |
| 六、净利润         | 7     | 9     | 8     | 18    | 11    | 12    | 30     |
| 减: 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 七、归属母公司所有者净利润 | 7     | 9     | 8     | 18    | 11    | 12    | 30     |
| EPS           | 0.15  | 0.19  | 0.17  | 0.38  | 0.24  | 0.25  | 0.63   |
| 主要比率          |       |       |       |       |       |       |        |
| 收入增长率         |       |       |       |       | 44.9% | 28.1% | 141.1% |
| 毛利率           | 37.6% | 44.4% | 38.9% | 36.3% | 36.7% | 37.3% | 39.2%  |
| 营业利润率         | 20.0% | 16.4% | 22.4% | 25.3% | 19.3% | 18.7% | 26.8%  |
| 净利率           | 16.0% | 16.2% | 19.5% | 20.9% | 17.1% | 16.6% | 30.2%  |
| 营业费率          | 5.9%  | 11.4% | 7.8%  | 5.4%  | 8.6%  | 8.0%  | 5.3%   |
| 管理费率          | 9.5%  | 9.5%  | 6.2%  | 5.1%  | 7.0%  | 11.3% | 6.0%   |
| 实际税率          | 19.8% | 5.7%  | 14.9% | 16.9% | 11.4% | 14.1% | 14.7%  |
| 净利润增长率        |       |       |       |       | 55.1% | 31.6% | 273.1% |

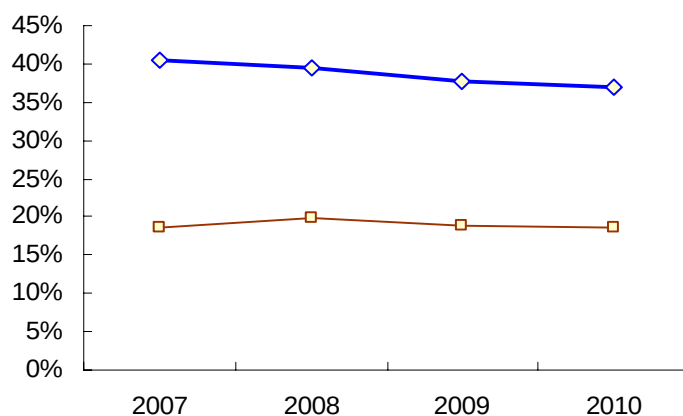
资料来源: 招商证券; 注: EPS 按最新总股本摊薄计算

图 1: 2007-2010 年收入及净利润增长示意图



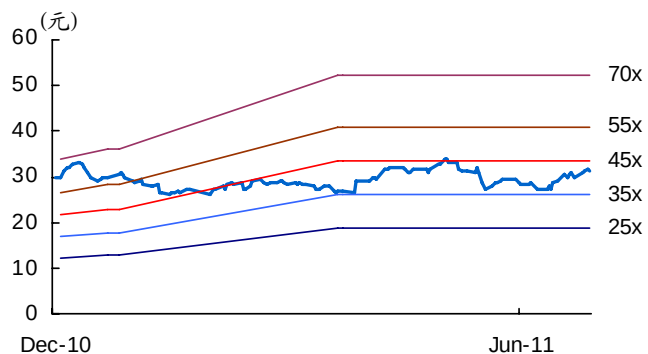
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 2: 2007-2010 年日发数码保持稳定的高盈利水平



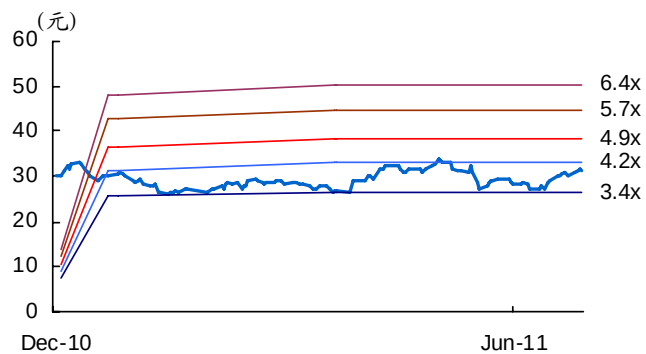
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 3: 日发数码历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳资讯

图 4: 日发数码历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳资讯

## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2009       | 2010       | 2011E      | 2012E      | 2013E       |
|----------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 211        | 806        | 597        | 740        | 918         |
| 现金             | 43         | 561        | 199        | 208        | 254         |
| 交易性投资          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0           |
| 应收票据           | 60         | 83         | 126        | 172        | 222         |
| 应收款项           | 63         | 53         | 129        | 176        | 228         |
| 其它应收款          | 5          | 3          | 8          | 11         | 15          |
| 存货             | 37         | 99         | 129        | 161        | 186         |
| 其他             | 3          | 7          | 8          | 11         | 14          |
| <b>非流动资产</b>   | 90         | 86         | 192        | 230        | 265         |
| 长期股权投资         | 0          | 0          | 100        | 100        | 100         |
| 固定资产           | 67         | 56         | 63         | 103        | 139         |
| 无形资产           | 21         | 15         | 13         | 12         | 11          |
| 其他             | 2          | 15         | 15         | 15         | 15          |
| <b>资产总计</b>    | <b>301</b> | <b>891</b> | <b>789</b> | <b>970</b> | <b>1183</b> |
| <b>流动负债</b>    | 122        | 170        | 179        | 241        | 308         |
| 短期借款           | 50         | 40         | 20         | 40         | 50          |
| 应付账款           | 52         | 88         | 129        | 143        | 186         |
| 预收账款           | 14         | 35         | 26         | 36         | 46          |
| 其他             | 6          | 7          | 5          | 22         | 26          |
| <b>长期负债</b>    | 2          | 1          | 1          | 16         | 31          |
| 长期借款           | 2          | 0          | 0          | 15         | 30          |
| 其他             | 1          | 1          | 1          | 1          | 1           |
| <b>负债合计</b>    | <b>124</b> | <b>170</b> | <b>180</b> | <b>257</b> | <b>339</b>  |
| 股本             | 48         | 64         | 96         | 96         | 96          |
| 资本公积金          | 1          | 489        | 457        | 457        | 457         |
| 留存收益           | 128        | 168        | 56         | 160        | 291         |
| 少数股东权益         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0           |
| 母公司所有者权益       | 177        | 721        | 609        | 713        | 844         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>301</b> | <b>891</b> | <b>789</b> | <b>970</b> | <b>1183</b> |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 37   | 38   | (17)  | 45    | 98    |
| 净利润            |      |      | 100   | 124   | 156   |
| 折旧摊销           |      |      | 8     | 10    | 14    |
| 财务费用           |      |      | (3)   | 1     | 2     |
| 投资收益           |      |      | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         |      |      | (120) | (91)  | (74)  |
| 其它             |      |      | (2)   | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | (14) | (3)  | (150) | (50)  | (50)  |
| 资本支出           |      |      | (50)  | (50)  | (50)  |
| 其他投资           |      |      | (100) | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | (8)  | 482  | (195) | 14    | (2)   |
| 借款变动           |      |      | (22)  | 35    | 25    |
| 普通股增加          |      |      | 32    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         |      |      | (32)  | 0     | 0     |
| 股利分配           |      |      | (176) | (20)  | (25)  |
| 其他             |      |      | 3     | (1)   | (2)   |
| <b>现金净增加额</b>  | 15   | 517  | (362) | 9     | 46    |

资料来源：公司报表、招商证券

### 利润表

| 单位：百万元           | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 203  | 266  | 418   | 574   | 741   |
| 营业成本             | 126  | 167  | 257   | 358   | 464   |
| 营业税金及附加          | 1    | 1    | 2     | 2     | 3     |
| 营业费用             | 14   | 19   | 28    | 39    | 50    |
| 管理费用             | 16   | 20   | 29    | 40    | 52    |
| 财务费用             | 3    | 2    | (3)   | 1     | 2     |
| 资产减值损失           | 4    | (1)  | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 39   | 57   | 105   | 133   | 169   |
| 营业外收入            | 4    | 1    | 12    | 12    | 12    |
| 营业外支出            | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>      | 44   | 58   | 116   | 145   | 181   |
| 所得税              | 6    | 9    | 16    | 20    | 25    |
| <b>净利润</b>       | 38   | 49   | 100   | 124   | 156   |
| 少数股东损益           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 38   | 49   | 100   | 124   | 156   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.40 | 0.51 | 1.04  | 1.29  | 1.62  |

### 主要财务比率

|                | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 10%   | 31%   | 58%   | 37%   | 29%   |
| 营业利润           | 7%    | 45%   | 83%   | 27%   | 28%   |
| 净利润            | 4%    | 30%   | 103%  | 24%   | 25%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 37.8% | 37.1% | 38.6% | 37.5% | 37.4% |
| 净利率            | 18.7% | 18.6% | 23.9% | 21.7% | 21.0% |
| ROE            | 10.7% | 4.6%  | 16.4% | 17.4% | 18.5% |
| ROIC           | 16.0% | 6.7%  | 14.0% | 15.0% | 16.0% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 41.2% | 19.1% | 22.8% | 26.5% | 28.7% |
| 净负债比率          | 17.2% | 4.7%  | 2.5%  | 5.7%  | 6.8%  |
| 流动比率           | 1.7   | 4.8   | 3.3   | 3.1   | 3.0   |
| 速动比率           | 1.4   | 4.2   | 2.6   | 2.4   | 2.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.7   | 0.3   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| 存货周转率          | 2.7   | 2.4   | 2.3   | 2.5   | 2.7   |
| 应收帐款周转率        | 3.3   | 4.6   | 4.6   | 3.8   | 3.7   |
| 应付帐款周转率        | 2.8   | 2.4   | 2.4   | 2.6   | 2.8   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.40  | 0.51  | 1.04  | 1.29  | 1.62  |
| 每股经营现金         | 0.78  | 0.59  | -0.17 | 0.47  | 1.02  |
| 每股净资产          | 3.69  | 11.27 | 6.34  | 7.43  | 8.79  |
| 每股股利           | 0.00  | 0.90  | 1.17  | 0.21  | 0.26  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 73.2  | 56.3  | 27.8  | 22.4  | 17.9  |
| PB             | 7.9   | 2.6   | 4.6   | 3.9   | 3.3   |
| EV/EBITDA      | 38.7  | 27.7  | 16.7  | 12.7  | 9.8   |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘荣**，机械行业首席分析师，招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

**刘杰**，机械专业工学学士，经济学硕士，2011 年 3 月加盟招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。