

机械行业研究小组

分析师：徐敏锋

执业证书编号：S0730511080003

联系人：张宇 zhangyu00@ccnew.com

行业不景气 公司下半年收入可能下降

——日发数码（002520.SZ）调研简报

证券研究报告-公司调研

增持（调降）

发布日期：2012年09月18日

报告关键要素：

在国内经济周期下行，制造业不景气，机床设备采购量下降等行业大背景下，上半年公司取得了净利润正增长的成绩，这与公司生产和经营等多重因素有关。未来行业如果出现拐点，公司业绩可能率先发力，继续领跑行业盈利水平。

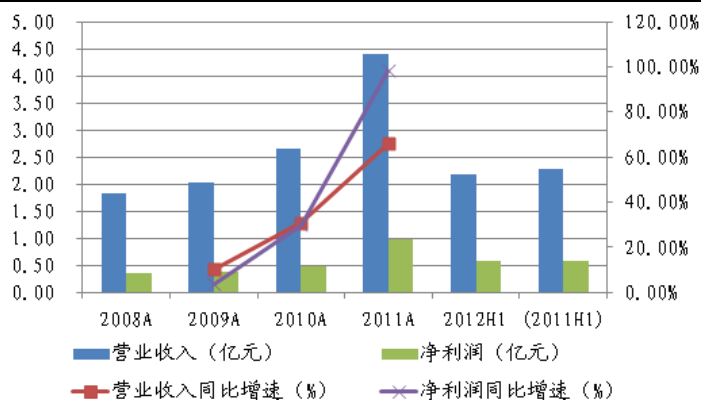
事件：

- 近期调研了日发数码（002520.SZ），就公司生产经营状况与董事会秘书李燕进行了座谈。

点评：

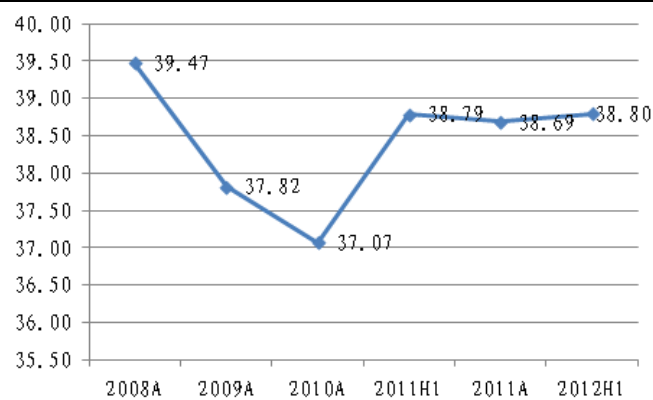
- 上半年公司业绩领跑机床行业。上半年公司营业收入和净利润分别为2.17亿元和0.59亿元，分别同比下降4.98%和上涨1.56%。2011年底留存订单是支撑公司上半年业绩相对稳定的主要原因。

图1：2008-2011年公司营业收入和净利润



数据来源：WIND，中原证券

图2：2008A-2012Q2公司毛利率（%）



数据来源：WIND，中原证券

- **市场化销售机制是公司收入的保障。**公司销售以直销为主，直销比例占到公司销售收入的70%-80%。销售模式采用费用承包制，销售人员只有很低的底薪，以销售提成作为收入主要来源。这种方式可以激励公司销售人员自觉拓展市场，做到“每单必争”的销售原则。

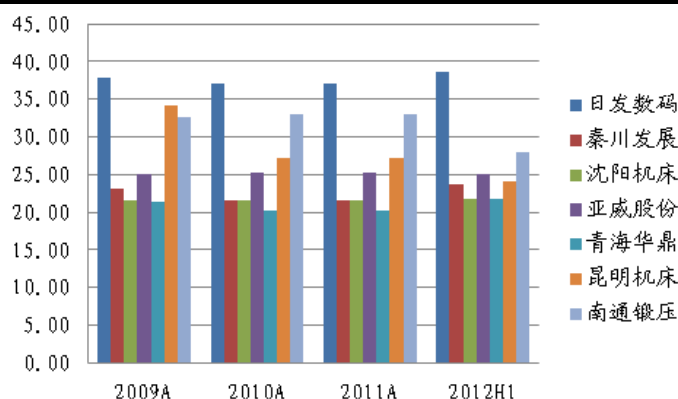
公司销售区域主要以江浙为主，华东区销售占公司总收入的比例在1/3以上。江浙地区下游客户主要集中在汽车、工程机械供应链，包括阀门、瓦轴、箱轴等零部件。这些企业多以民营企业为主，市场化机制较好，而公司产品的定位与台湾产品相当，恰好满足零部件加工需求。

相反，公司在东北地区的拓展不尽如人意。主要原因是之前东北老工业基地订单主要来自大型国有企业，这些企业市场化程度不高，政府行为较多造成公司销售受阻。但是，伴随东北地区国有企业改制增加，私有化加快，出现了一大批具备竞争力的民营企业。公司计划在东北地区加大投入，拓展市场份额。现有销售队伍中，江浙地区销售人员达到15人，东北地区只有3-5人，伴随公司在东北市场拓展深入，该区域有望成为公司未来业绩增长点。

海外订单方面，公司主要以经销为主，每年都有少量订单。公司看好印度市场，计划在印度建立直销中心，俄罗斯和美洲地区暂无主动拓展计划。未来海外市场收入可能成为公司业绩增长的动力之一。

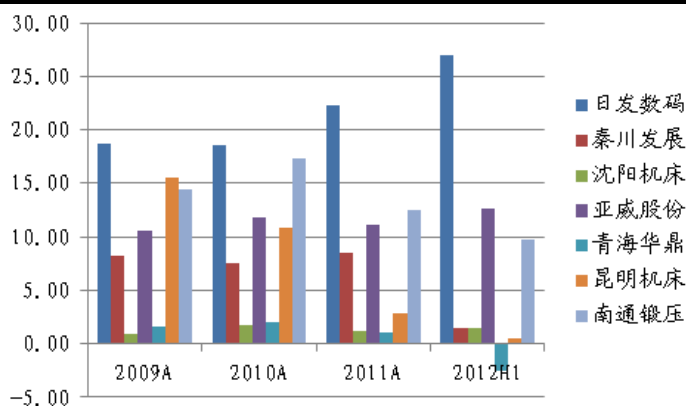
- **公司盈利能力持续领跑行业。**公司盈利能力在行业内一直处于较好水平，主要原因有如下几个方面：一是公司作为民营企业成本控制能力强，包括管理费用和销售费用在内的支出可以控制在较低水平，例如公司在销售方面采用费用承包制，以销售额为基数提取费用，实现较低费用下覆盖全国几大区域；二是公司在采购方面倾向于与供应商利益捆绑，给供应商大订单以获得其较大幅度年度折扣，例如公司98%的控制系统购自FANUC，从而获得FANUC低于市场均价的优惠额度；三是公司一直采用轻资产架构，非核心零部件多利用外包等形式，在折旧方面大幅低于竞争对手，特别是行业平均产能利用率下降时可以显示出抗风险优势。

图3： 2009A-2012H1可比上市公司毛利率（%）



数据来源：WIND，中原证券

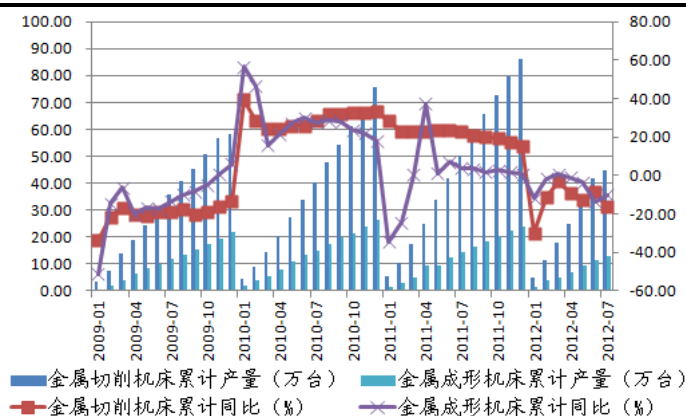
图4： 2009A-2012H1可比上市公司净利率（%）



数据来源：WIND，中原证券

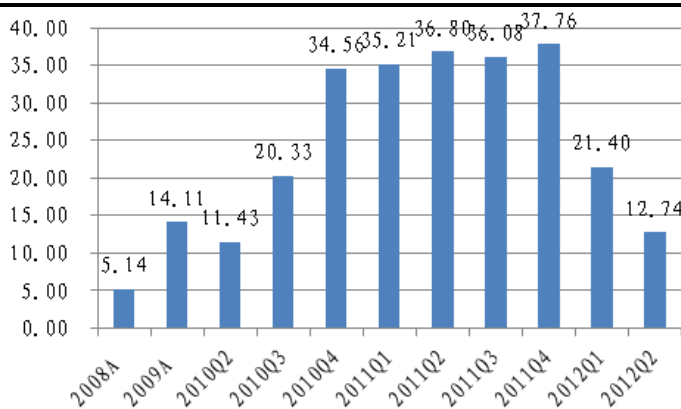
- **受累行业，公司二、三季度新接订单形势严峻。**面对行业不景气等大背景，公司二、三季度新接单同比大幅下降，实现全年利润增长难度大。客户订购机床通常要付3成定金，所以预收款项下降直接显示公司在手订单下降。2012年中报公布公司预收款项1274万元，同比下降65.38%。

图5： 我国金切机床和成形机床累计产量



数据来源：WIND，中原证券

图6： 2008A-2012Q2公司预收款项（百万元）



数据来源：WIND，中原证券

- **收购“中亚”，成立“日发-纽兰德”。**上半年公司使用超募资金1.14亿元收购山西中亚95%股权。山西中亚主要生产铸件，产品包括风机大型铸件和机床铸件。截止到2011年12月31日，山西中亚资产

总额4.35亿元，净资产2.77亿元，营业收入0.78亿元。中亚投产时间为2009年，之后面临风机行业生产过剩，铸造行业产能扩张加快，企业盈利能下降。公司收购中亚的主要目的是一方面，提高产品质量，铸件通常占机床成本的15%左右，公司之前多从河南和山东采购铸件，采购分散不利于质量控制；另一方面，公司注意到国家对钢铁行业监管正在加强，产能小、工艺落后的小企业将逐步关停，供应下降从长期来看可能造成公司铸件采购成本上升，业务向上游拓展可以有效控制未来公司采购成本；另外，公司未来从山西忻州采购铸件在运费成本上不会产生显著变动，同时可以利用本地零部件加工产业集中的优势，解决部分铸件产品的销售。

“日发-纽兰德”注册资金200万美元，公司出资140万美元，占公司股份的70%；纽兰德以工业产权、专有技术评估价60万元元出资，占公司股份30%。纽兰德之前在北美拥有良好的销售业绩，此次成立合资公司将给公司带来新的设计理念，提升公司设计水平。纽兰德将主要负责立磨、镗床、大立车、镗铣复合机床的设计。

- **投资建议：**预计2012年和2013年公司实现净利润分别为1.01亿元和1.23亿元，每股收益分别为0.70元和0.85元。按照公司9月17日收盘价12.93元计算，2012年和2013年PE分别为18.47倍，15.21倍，给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**

公司产品是后周期行业，周期性强，经济下滑可能给公司产品销售继续带来压力；公司在江浙地区外销售拓展不顺利可能造成业绩增长受阻。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(亿元)	2.66	4.41	4.13	5.01
增长比率(%)	30.90%	65.96%	-6.24%	21.34%
净利润(亿元)	0.49	0.98	1.01	1.23
增长比率(%)	29.97%	98.34%	2.59%	22.40%
全面摊薄每股收益(元)	0.34	0.68	0.70	0.85
市盈率(倍)	38.03	19.01	18.47	15.21

市场数据（2012年09月17日）

收盘价(元)	12.93
一年内最高/最低(元)	23.99/12.20
沪深300指数	2258.70
市净率(倍)	2.59
流通市值(亿元)	6.96

基础数据（2012年6月30日）

每股净资产(元)	4.98
每股经营现金流(元)	0.17
毛利率(%)	37.82
净资产收益率-摊薄(%)	7.78
资产负债率(%)	21.73%
总股本/流通股(亿股)	1.44/0.54
B股/H股(亿股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。