

投资品 - 机械

## 受益普及型数控机床发展的优秀民企

——日发数码 (002520) 深度研究报告

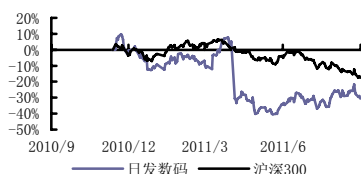
2011 年 9 月 29 日

评级: 增持

市场数据	2011 年 9 月 28 日
当前价格 (元)	31.92
52 周价格区间 (元)	27.46-50.49
总市值 (百万)	3064.32
流通市值 (百万)	766.08
总股本 (百万股)	96.00
流通股 (百万股)	24.00
日均成交额 (百万)	48.93
第一大股东	浙江日发控股集团有限公司
公司网址	<a href="http://www.rifapm.com">http://www.rifapm.com</a>

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	266	427	575	747
收入同比	31%	61%	35%	30%
净利润 (百万元)	49	100	128	160
净利润同比	30%	103%	27%	26%
毛利率	37.1%	38.6%	38.4%	38.0%
ROE	6.9%	13.3%	14.4%	15.3%
摊薄每股收益 (元)	0.51	1.05	1.33	1.67

### 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
日发数码	-8.23%	13.36%	/
沪深 300	-10.02%	-14.17%	-9.38%

■ **公司是产品数控化率 100%的中高端普及型数控机床民企。**公司产品数控化率 100%，定位于市场中高端的普及型数控车床及加工中心，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等几大系列产品。公司毛利率近年保持在 37%以上，具高于同行的盈利能力。

■ **普及型数控机床发展潜力较大。**(1) 机床数控化率仍有较大提升空间。目前发达国家数控机床产量数控化率水平在 60-70%左右，产值数控化率在 80%-90%，而我国目前只有约 30%的产量数控化率和 50%左右的产值数控化率；(2) 中高档数控机床需求潜力大。2007 年我国数控机床产量低中高档之比约为 70: 29: 1，日本约为 0: 80: 20，美国约为 0: 60: 40；而据统计到 2020 年，数控机床需求低中高档之比将达到 20: 60: 20。(3) 我国重工业化及持续城镇化等趋势对装备投资需求是机床行业发展的内在动力。

■ **公司竞争优势：**公司有较高的系统集成能力和工程成套能力，满足客户个性化需求及交钥匙工程的能力较强；公司产品线长，适用范围广，经营调控灵活，并对单一客户依赖小；公司地处我国经济最活跃的华东地区，具贴近市场的地缘优势。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预测 2011-2013 年公司实现摊薄后的 EPS 分别为 1.05、1.33 和 1.67 元，按照 9 月 28 日 31.92 元收盘价，公司 2011-2012 年的动态市盈率分别为 30.4 和 24.0 倍，稍高同行业上市公司平均值的 28.25 和 21.14 倍，由于公司为 100%数控化率的中高端数控机床企业，盈利能力和成长性也高于普通机床企业，相对估值并不显高；再考虑到普及型数控机床行业发展潜力，以及公司目前良好增长态势，给予“增持”的投资评级。

■ **风险提示：**数控机床行业竞争加剧；下游汽车及零部件等行业需求大幅放缓；下游客户资金紧张致坏账风险；公司规模扩大后经营模式转型风险。

赵晓闯

执业证书号: S1030511010004

0755-83199599-8267

zhaoxc@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

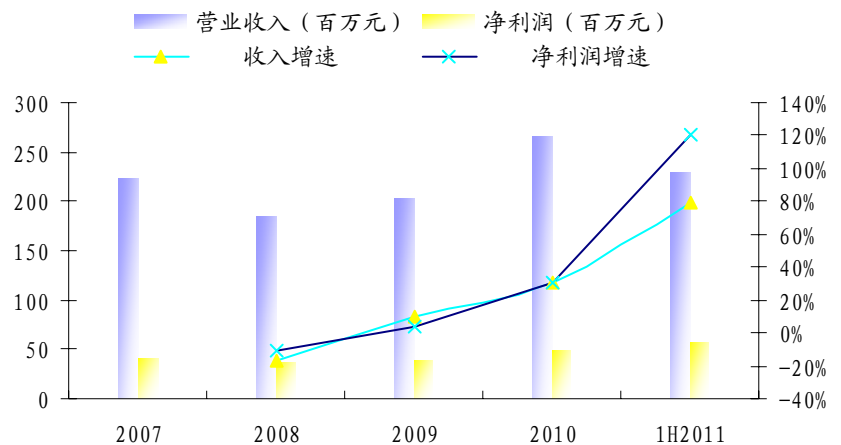
本人，赵晓闯，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司概况

**中高端普及型数控机床企业。**公司是生产数控机床的专业厂家，产品数控化率 100%，行业排名第一，定位于市场中高端的普及型数控车床及加工中心。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。公司的产品下游应用主要涉及铁路、电力设备、汽车摩托车零部件、航空航天、工程机械、船舶、石油化工、管道阀门、模具等多种行业。

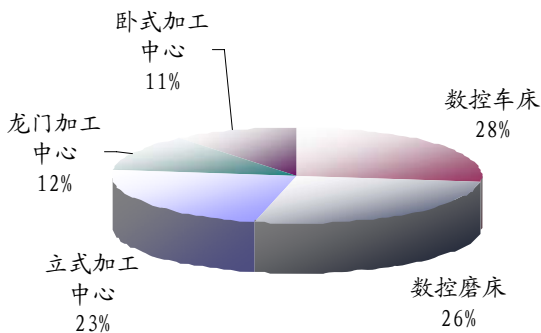
根据中国机床工具工业协会的《中国机床工具工业年鉴》和《机床工具行业重点联系企业统计资料汇编》，公司 2006-2008 年的加工中心产量在金属切削机床行业重点联系企业中分别排名第八、第九、第八。目前公司产品在轮毂、曲轴、压缩机等生产行业中具有较高的市场占有率，公司的数控轮毂车床的市场占有率名列国内第一，已有 600 多台数控轮毂车床在客户中使用。

Figure 1 公司收入及净利润增长情况



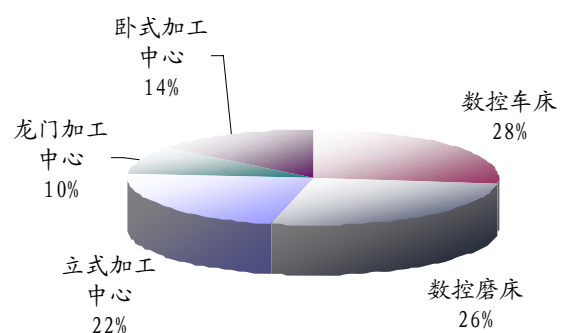
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 2011上半年公司主营业务收入构成








数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 2011上半年公司主营业务毛利构成



数据来源: wind、世纪证券研究所

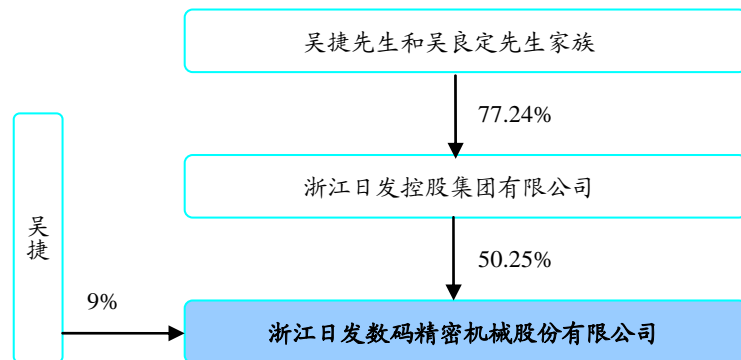
Figure 4 公司主要产品介绍

主要产品		性能及主要用途
数控车床(含车削中心)		具有广泛的加工工艺性能，可加工直线圆柱、斜线圆柱、圆弧和各种螺纹。具有直线插补、圆弧插补各种补偿功能，在复杂零件的批量生产中发挥了良好的经济效果。
数控磨床(含磨削中心)		主要用于轴承内圈、外圈的磨削和超精。公司的轴承自动线是为实现专门功能，将几台不同功能的数控磨床通过自动上料、输送系统等连接而成，有效降低人力成本，提升产品品质，提高加工效率。
立式加工中心		主轴轴线与工作台垂直设置的加工中心。可以在工件无须重新装夹的条件下，自动连续完成镗、钻、铰、攻丝等，可加工三维空间任意曲面，提高加工效率和质量，主要适用于加工板类、盘类、模具及小型壳体类复杂零件。
卧式加工中心		主轴轴线与工作台平行设置的加工中心，可以在工件无须重新装夹的条件下，自动连续完成镗、钻、铰、攻丝等，可加工三维空间任意曲面，提高加工效率和质量，主要适用于加工箱体类零件。
龙门加工中心		由于龙门结构的刚性好、机床性能稳定、加工承载能力强，主要用于大型零件的加工，可以在工件无须重新装夹的条件下，自动连续完成镗、钻、铰、攻丝等，并对复杂型面进行多轴联动加工。
数控落地铣镗加工中心		该系列机床有X轴、Y轴、Z轴、W轴，并可扩展B轴及U轴功能，可实现任意四轴联动，具备自动换刀功能，可自动实现大中型箱体类零件的铣、钻、铰、攻丝和镗孔等多工序的多面加工，尤其适合加工具有复杂型面的工件及工艺复杂的难加工零件。

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

**公司为家族控制企业。**公司的实际控制人为吴捷先生和其父亲吴良定先生家族。吴捷直接持有公司 9% 的股份，日发集团持有公司 50.25% 的股份，而吴捷先生和其父亲吴良定先生家族控股日发集团 77.24%，吴捷先生为浙江日发控股集团有限公司法定代表人。本公司实际控制人还控制的其他公司包括，浙江日发纺织机械有限公司、山东日发纺织机械有限公司、新昌县日发纺机技术有限公司，以及浙江五都投资有限公司、新昌县五都机械有限公司等，与本公司不存在业务竞争关系。

Figure 5 公司股权结构



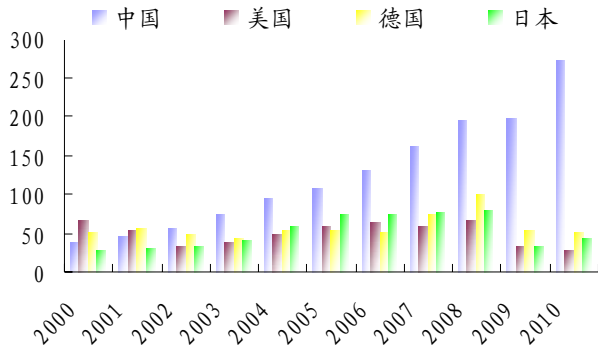
资料来源：公司年报、世纪证券研究所

### 数控机床在国内的发展趋势

**我国为第一大机床消费国。**随着制造业的不断发展，我国从 2002 年开始机床消费额上升到第一位，并且连续保持至今。机床消费额也从 2000 年的 37.9 亿美元上升到 2010 年的 272.8 亿美元，复合年增长率为 21.8%。根据 Gardner 统计，2010 年全球主要 28 个机床生产国机床消费总额为 598.9 亿美元，中国机床消费比 2009 年增长 37.9% 达到 272.8 亿美元，占比 45.6%，超过第二到第十位消费之和。

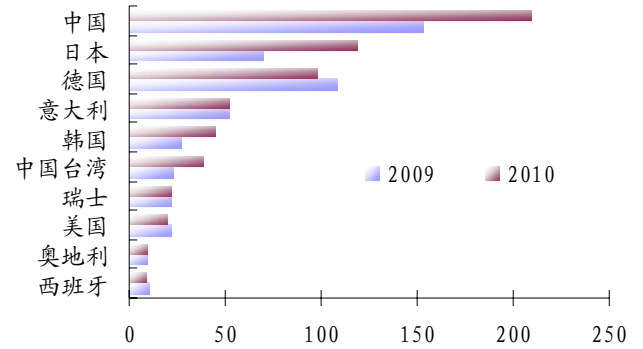
**我国机床产值连续两年保持全球第一。**在金融危机影响下，2009 年世界各机床主要生产国需求严重下滑，生产普遍收缩，产值大都大幅下降 30% 以上。而我国在拉动内需政策带动下，机床产值还增长 7.6%，首次成为机床产值第一大国。2010 年全球经济逐步复苏，28 个主要机床生产国总产值 663.3 亿美元，同比增长 21.2%；中国产值 209.1 亿美元，同比大幅增长 36.7%，连续第二年位居全球第一位，产值占比 31.5%。

Figure 6 我国2002年开始成为全球第一大机床消费国(单位: 亿美元)



数据来源: Gardner, 世纪证券研究所

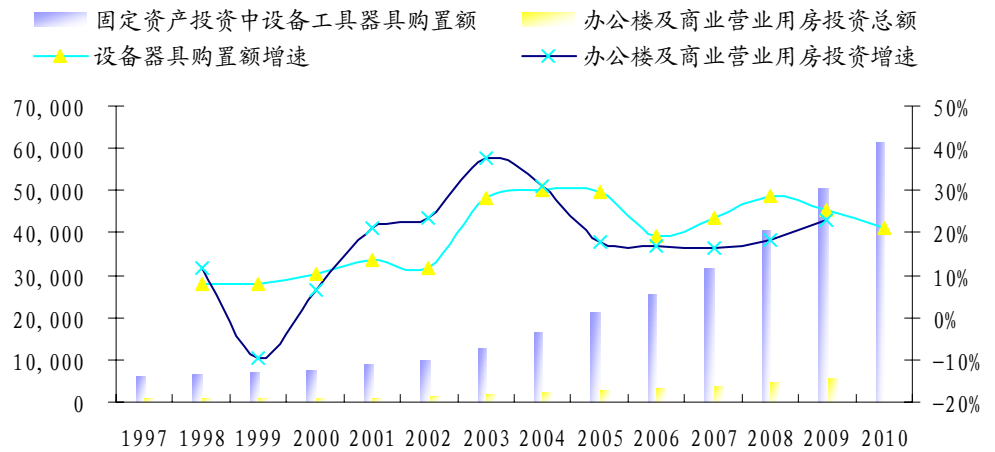
Figure 7 我国2009年开始成为全球第一大机床生产国(单位: 亿美元)



数据来源: Gardner, 世纪证券研究所

**持续的工业化、城镇化为机床行业发展提供良好机遇。**尽管我国经济发展面临着来自国际国内的各种困难和挑战,但我国经济发展的基本面和长期趋势没有改变,中国新的重工业化时期还将持续至少10年以上,城镇化也在加速发展,这为机床行业中长期发展提供机遇。期间固定资产投资增速会有起伏,但中国经济已经进入一个新的重工业化时期,企业设备投资为重,固定资产投资结构变化将给机床行业中长期崛起带来机遇。

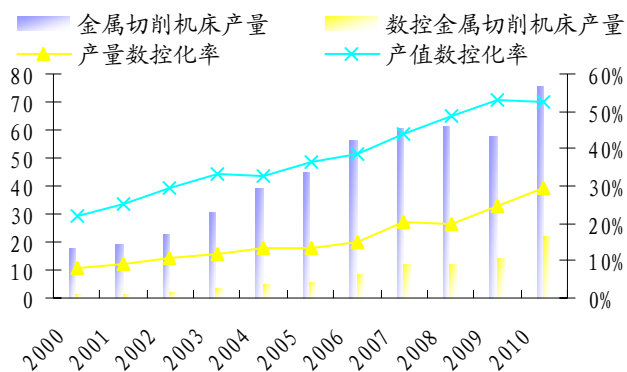
Figure 8 2003年后固定资产投资设备工器具购置增速超过房地产投资增速(单位: 亿元)



数据来源: 同花顺 EDB、世纪证券研究所

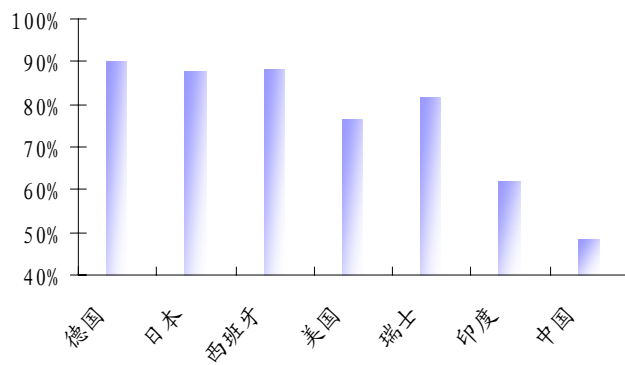
**我国机床数控化率与发达国家仍有差距。**通过向美、日、德、瑞士等发达国家引进技术及合办企业并自主研发,我国机床业取得了快速发展,数控机床所占比重也不断提升,金属切削机床产量及产值数控化率从2000年8%、22%的水平提升到了2010年的29.6%、52.5%。目前发达国家数控机床产量数控化率水平在60-70%左右,产值数控化率在80-90%,而我国目前只有约30%的产量数控化率和50%左右的产值数控化率,与发达国家相比仍有很大差距。

Figure 9 我国金属切削机床产量及数控化率 (单位: 万台)



资料来源: 中经网统计数据库、世纪证券研究所

Figure 10 主要国家金属切削机床产值数控化率 (2008)



资料来源: 中国机床工具工业协会、世纪证券研究所

中高档的普及型数控机床发展潜力较大。以 2007 年为例, 中国拥有数控机床约 60 万台, 低、中、高档之比约为 50: 48: 2; 美国拥有数控机床约 60 万台, 低、中、高档之比约为 0: 50: 50; 日本拥有数控机床 50 万台, 低、中、高档之比约为 0: 60: 40。从产量上看, 2007 年中国数控机床产量 12.3 万台, 低、中、高档之比约为 70: 29: 1; 日本低、中、高档之比约为 0: 80: 20; 美国约为 0: 60: 40。中国目前中高档产品占比相比发达国家仍较低, 根据行业预测, 到 2020 年, 数控机床需求低中高档之比将达到 20: 60: 20, 中高档的普及型数控机床应用广泛, 发展潜力较大。

Figure 11 下游设备制造业对机床的需求

下游行业	机床需求
航空工业	飞机机翼、机身、尾翼等和发动机零件的制造需要大批高速五轴加工中心、龙门移动式高速加工中心、精密数控车床、精密卧式加工中心、多坐标镗铣中心、精密齿轮和螺纹加工数控机床等。
航天工业	需要精密、高速、中小型数控机床, 如精密数控车床和车削中心、立卧转换五轴加工中心、高精度电加工机床、高精度万能磨床和坐标磨床等。
造船业	制造柴油机体的重型、超重型龙门铣镗床和重型数控落地镗铣床以及大型数控车床和车铣中心、大型数控磨齿机、曲轴镗铣床、大型曲轴车铣中心和曲轴磨床等。
汽车及其零配件制造业	汽车制造业需要大批高效、高性能、专用数控机床和柔性生产线, 如用于发动机加工的以高速卧式加工中心为主的柔性生产线、曲轴加工专用数控机床等; 汽车零配件生产需求大批数控车床、立卧式加工中心、数控高效磨床和数控齿轮加工机床等。
电力设备制造业	发电设备制造业需要重型数控龙门镗铣床、大型落地镗铣床、大型数控车床、叶根槽专用铣床和叶片数控加工机床等; 输变电设备制造业需要数控车床、加工中心、数控镗床等。
兵器制造业	需求的数控机床量大面广, 要求数控机床可靠、稳定; 需求大批数控车床、立卧加工中心、五轴加工中心、龙门镗铣床、镗铣加工中心、齿轮加工机床等。
工程机械、模具制造业	工程机械制造业需求大批中小型数控机床如数控车床、中型加工中心、数控铣床和齿轮加工机床等; 模具制造业需求高速数控铣床、三坐标测量机、精密电加工机床、高精度加工中心、精密磨床等。
冶金设备制造业	重点要解决连铸连轧成套设备的制造, 需求大型龙门铣床、大型数控车床等设备。
电子信息设备制造业	需求大批小型精密数控机床, 如高速铣削中心、高速加工中心、小型精密车床、小型精密冲床、精密和超精密加工专用数控机床及精密电加工机床等。

数据来源: 世纪证券研究所整理

## 公司竞争优势

机床行业在国内外都属于完全竞争行业，集中度不高，在国内行业集中度更低，除了沈阳机床和大连机床，其他企业占有率相对较低。以机床行业主要产品金属切削机床为例，2008年我金属切削机床企业产值超过10亿元的企业只有13家，其总产值425.7亿元，占金属加工机床行业总产值的34.7%。

Figure 12 我国产值超过10亿元的金属切削机床企业（2008）

排名	企业	产值(亿元)
1	沈阳机床集团有限责任公司	115.54
2	大连机床集团有限责任公司	100.03
3	齐二机床集团有限公司	35.12
4	陕西秦川机床工具集团有限公司	28.26
5	北京第一机床厂	25.87
6	齐重数控装备股份有限公司	25.73
7	济南二机床集团有限公司	18.86
8	宝鸡机床集团有限公司	16.49
9	江苏杨力集团有限公司	15.59
10	武汉重型机床集团有限公司	12.25
11	重庆机床集团有限责任公司	10.38
12	上海机床厂有限公司	11.55
13	安阳鑫盛机床有限公司	10.01
	<b>合计</b>	<b>425.69</b>

数据来源：《中国机床工具工业年鉴》、世纪证券研究所

Figure 13 公司的主要竞争对手

主要竞争对手	竞争产品	对手竞争优势
杭州友佳	数控车床、立式加工中心	在服务和工艺方面，具备一定优势
宁夏小巨人	数控车床、小型立式加工中心	流水线先进、市场营销、代理网络建设优势
宁波海天集团	龙门及卧式加工中心	公司直接竞争对手，龙门及卧式加工中心具备较强竞争力
沈阳、大连、济一、长城	数控车床	实力较强的大型企业
台湾协鸿、亚威、江苏多菱、桂林机床厂	龙门加工中心	龙门加工中心具备竞争力
上海莱比泰	轴承磨削设备	第一家进入轴承磨削设备的民企，自动线设备齐全，国外市场开拓良好
无锡开源机床厂	轴承磨削设备	老牌磨削设备企业，轴承行业影响力大，产品齐全，综合竞争力强
新乡日升	轴承磨削设备	定位中档与中低档市场，适用面广，销售政策灵活，具备一定竞争力

数据来源：世纪证券研究所整理

### 公司具备较高的综合服务能力。

目前用户经常对数控机床生产厂商提出“交钥匙工程”的要求，要求企业能提供产品的全寿命服务，对企业产品品种和规格的多样性提出较高的要求，这就需要企业有较高的系统集成能力和工程成套能力。

**公司具备较高系统集成能力。**公司通过对数控机床模块化设计和研发，既提高产品更新换代的速度、使维修更加方便、提高机床的稳定可

靠性、降低维修成本，同时又缩短了设计和试制，具备较高系统集成能力。同时在此基础上公司提出了为客户提供数字化工厂的一体化解决方案，公司逐步从注重产品销售转向注重售前与售后服务，从单纯的产品制造而进一步向前端的产品选型和工艺设计，以及后端的人员培训、安装调试方向延伸，在行业内具有较高的综合服务水平，渠道管理愈发成熟，营销服务日趋规范，用户忠诚度日益提高。

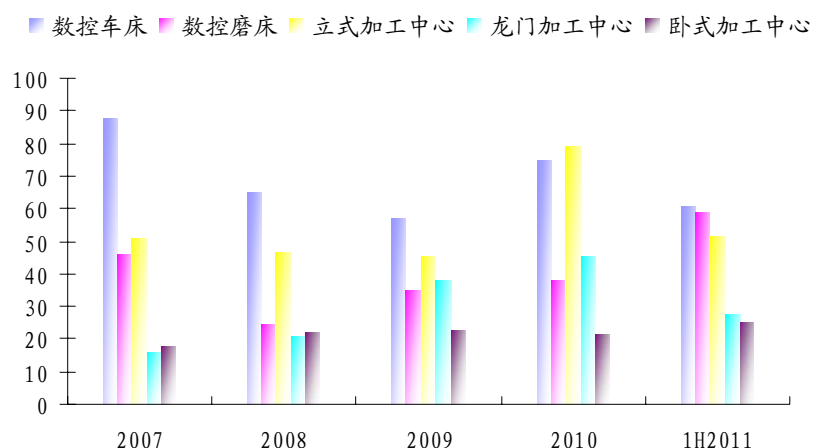
#### 公司产品线长，对单一客户依赖小。

公司为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，能够为客户提供数字化工厂的一体化解决方案，满足客户多种产品和服务的需求。

产品线长的使得公司在市场变化时能较快做出产品结构调整，市场适应性较强。比如在2008年全球性的金融危机时，由于市场需求下滑，公司主动地调整产品结构，加大如卧式、龙门加工中心等重型、大型高档数控机床的开发、营销和生产力度，抓住了市场机遇，较快地走出了困境。

公司产品线长，适用面广泛，客户基础广。公司的客户包括如中国第二重型机械集团公司、瓦房店轴承股份有限公司、徐州重型机械有限公司、南车集团、中联重科等，扩大了产品的服务领域，减少公司产品对某一行业的依赖。公司产品在国家重点投资领域和优势产业如航空航天、重型机械、工程机械、石油化工、核电和高速铁路等领域的产品开发和用户销售上都取得了更显著成果。

Figure 14 公司各类数控机床产品营收（单位：百万元）



数据来源：wind、世纪证券研究所

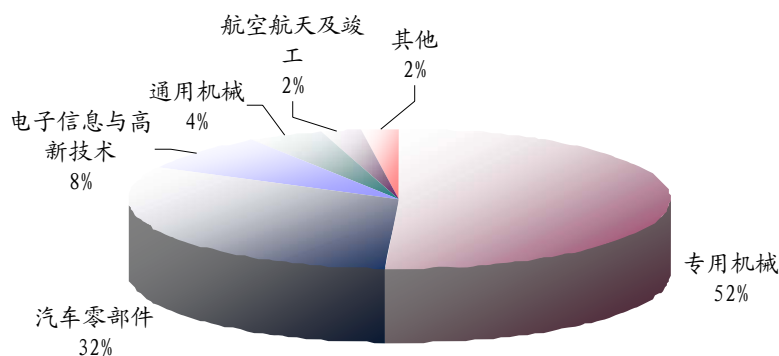
### 通过差异化竞争策略突出细分行业竞争优势。

公司将按照“标准机床专用化，专用机床柔性化”的原则，实施产品差异化的竞争策略，通过自主创新提升产品档次和水平，进一步提高产品精度和可靠性，提升产品功能和性能，满足下游行业由于新材料、新工艺、新技术的广泛应用对数控机床性能提出的新要求。

公司 2006 年-2008 年的加工中心产量在金属切削机床行业重点联系企业中分别排名第八、第九、第八，细分行业竞争优势比较突出，具有较高的市场地位。公司在注重通用的数控机床研发和生产的同时，开发出了一系列专用数控机床，与其他机床厂商通过差异化产品竞争策略，获得了较快发展。目前公司产品在轮毂、曲轴、压缩机等生产行业中具有较高的市场占有率，公司的数控轮鼓车床的市场占有率名列国内第一，已有 600 多台数控轮毂车床在客户中使用。公司的轴承超磨自动线是公司针对细分市场提供针对性解决方案的具体实践，公司在该领域拥有多项自主创新成果，取得了多项专利。

根据中国机床工具工业协会统计，数控车床和加工中心的销售去向主要集中在通用机械、汽车及摩托车、航天航空行业，而公司产品在上述行业中具有较强的适应性和市场竞争力。

Figure 15 公司营业收入行业分布（2009）



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

### 贴近市场的地缘优势。

公司地处的华东浙江绍兴，是我国经济最为活跃、生产力发展最为迅速的地区之一。根据中国机床工具工业协会统计，2009 年数控车床和加工中心销售去向按地区分布，华东占比最大为 39%，东北为 20.2%，华北、中南、西南分别为 17.1%、12.2%和 7.0%。公司充分发挥贴近市场的地缘优势，利用已经建立的良好市场形象和品牌，不断提高市场份额，公司近年产品销售在华东地区占到公司销售总量的 50%左右。

## 募投项目建设提供增长支撑

公司在2010年底获得实际募集资金5.04亿元，用于RF系列数控机床技改项目1.37亿元，轴承磨超自动线技改项目0.61亿元，超募资金约3.06亿元。项目建设期均为2年，完全达产后年产能比目前增加179%，预计可为公司带来年新增收入4亿元，年新增利润0.54亿元。

Figure 16 募集项目概况 (万元)

	固定资产投资		铺底流动资金	总投资	年新增收入	年新增利润
	第一年	第二年				
RF系列数控机床技改项目	6,000	5,508	2,147	13,655	27,500	3,595
轴承磨超自动线技改项目	3,000	2,124	964	6,088	12,500	1,866

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 17 募投项目投产后各类产品产能变化 (单位：台)

产品类型	目前年产能	新增年产能	募投达产后年产能
数控车床	180	280	460
数控磨床	180	400	585
立式加工中心	120	150	270
卧式加工中心	25	70	90
龙门加工中心	15	30	45
合计	520	930	1450

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

RF系列数控机床技改项目建成达产后形成新增年产530台RF系列数控机床的产能规模，轴承磨超自动线技改项目建成达产后形成新增年产80条轴承磨超自动线的产能规模。项目的建成投产，将有利于公司扩大生产规模，并保持长产品线优势，使公司的主营业务结构更趋合理，强化公司在细分市场提供针对性解决方案的能力，发展公司的差异化产品、专用设备、专用生产线和专有技术，进一步提升和强化公司在普及型数控机床行业中高端市场的地位。

Figure 18 RF系列数控机床技改项目新增产能 (单位：台)

产品类型	数量
RFCZ卧式数控车床	250
RFCL立式数控车床	30
RFMH卧式加工中心	70
RFMV立式加工中心	150
龙门加工中心	30
合计	530

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 19 轴承磨超自动线技改项目新增产能 (单位: 条)

产品类型	数量
深沟球轴承磨超线	30
圆锥滚子轴承磨超线	20
轮毂轴承磨超线	30
合计	80

数据来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

### 公司财务分析

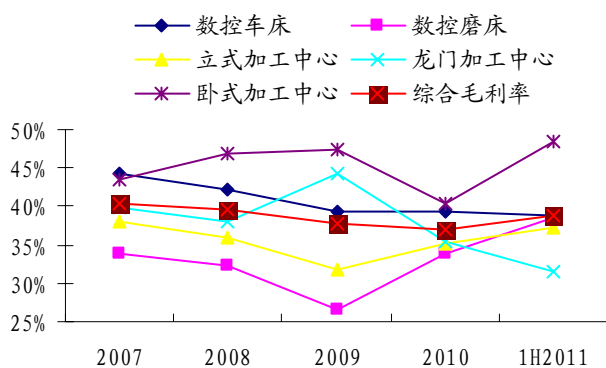
#### 盈利能力分析

**公司毛利率波动主要原因:** (1) 同一系列不同型号产品销售结构不同。公司各系列不同规格型号产品的单价、成本、产销量和生产周期等方面均不相同, 根据各系列产品的整体销售收入、销售成本和销售数量统计的平均单价和毛利率难以准确反映不同型号产品的毛利变动趋势。

(2) **产品的非标性。** 根据客户个性化要求提供的一体化解决方案和交钥匙工程, 使得产品的非标准化程度不断增加, 同系列产品根据客户要求的配置及服务不同, 价格和毛利差异加大。(3) **产品技术和市场成熟度不同。** 数控磨床和立式加工中心技术和市场较为成熟的产品, 随市场竞争加剧, 其毛利率可能出现一定幅度降低; 而卧式及龙门加工中心属大型数控机床, 产品技术含量高, 国内生产企业较少, 毛利率相对较高。

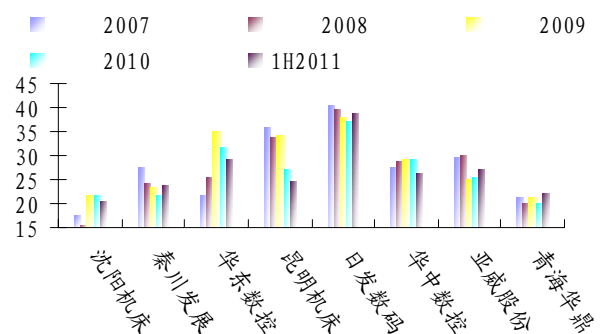
**公司毛利率高于同行业上市公司。** 公司毛利率一直保持在 37% 以上, 高于同行业其他上市公司的水平, 主要原因包括: (1) 公司产品定位在中高端的普及型数控机床和加工中心, 产品规格、档次和技术含量较高。(2) 根据客户的不同需求, 公司产品的设计、功能和配置呈现较大的个性化差异, 产品的附加值相对较高。(3) 公司产品以订单生产为主, 而目前公司产能相对不足, 因此在承接产品订单时, 公司首选大规格、销售价格高、附加值大的产品。(4) 公司的销售基本上是以直销为主, 减少了中间环节, 比以代理为主的产品销售价格能高出 5% 左右。

Figure 20 公司毛利率



资料来源: wind、世纪证券研究所

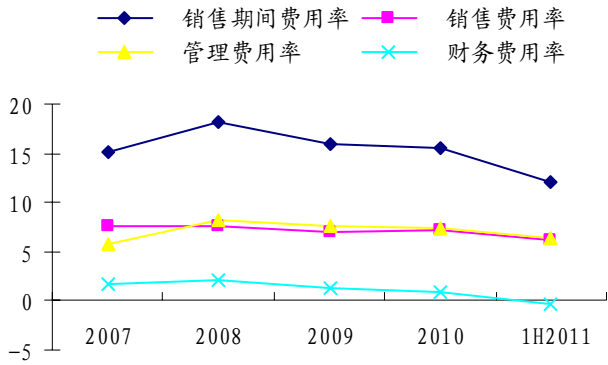
Figure 21 同行业上市公司毛利率比较 (%)



资料来源: wind、世纪证券研究所

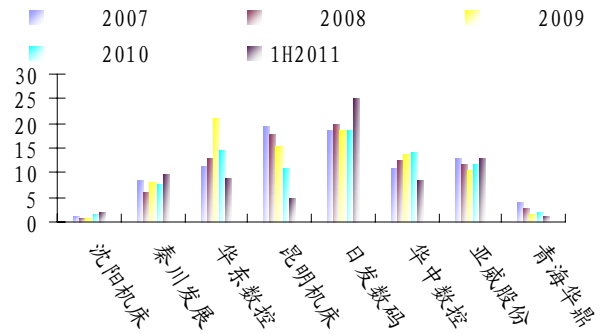
期间费用率控制良好，净利率水平在同行业上市公司中处于较高水平。公司期间费用率基本保持在 15% 左右，比较稳定合理。由于在公司管理能力不断提升，费用控制良好，在公司毛利率有所波动下，净利率仍保持良好，在同行业上市公司中处于较高的水平。

Figure 22 公司期间费用率 (%)



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 23 同行业上市公司净利率比较 (%)



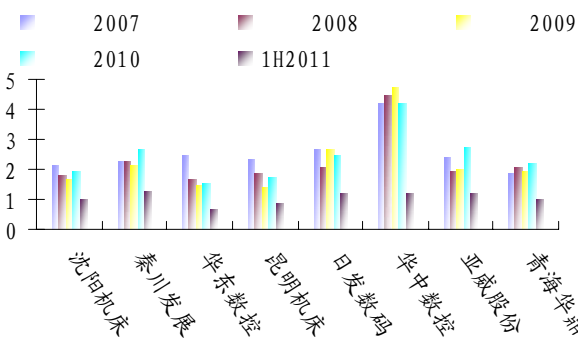
资料来源: wind、世纪证券研究所

### 营运能力分析

公司存货周转率较为稳定，处于同行业平均水平。2008 年由于金融危机公司加大了对重型、高档数控机床和龙门加工中心的开发和销售，由于其生产周期相对较长，使得 2008 年的存货周转率有所降低。2011 中期存货周转率较低是行业特点，由订单增加使得材料备货增加所致。

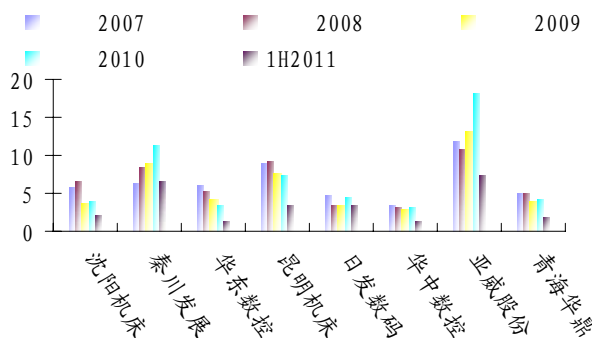
应收账款周转率同行业比处于相对较低水平。(1) 根据行业经营惯例，公司目前采取的销售结算方式通常约定，在安装调试完毕经客户验收合格后，通常会保留 10%-20% 货款作为质保金。(2) 受金融危机的影响，公司从 2008 年开始适当放宽了信用政策。但公司应收账款风险不大，目前 80% 以上为一年期以内应收款，且其主要为优质老客户，模较大，信誉度良好，可保证公司货款的回收安全。

Figure 24 同行业上市公司存货周转率比较



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 25 同行业上市公司应收账款周转率比较

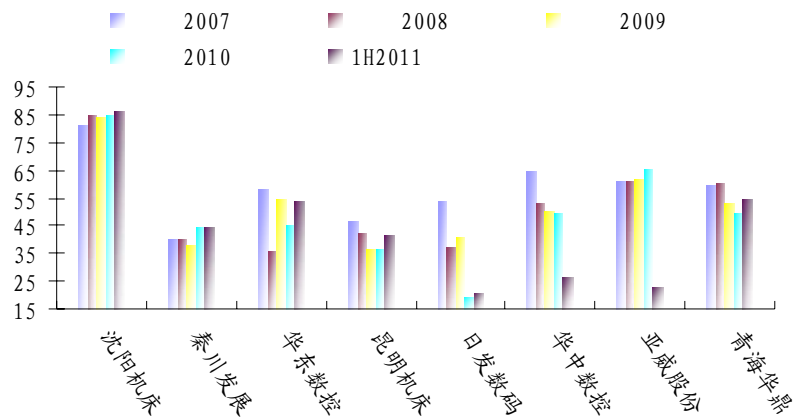


资料来源: wind、世纪证券研究所

### 偿债能力分析

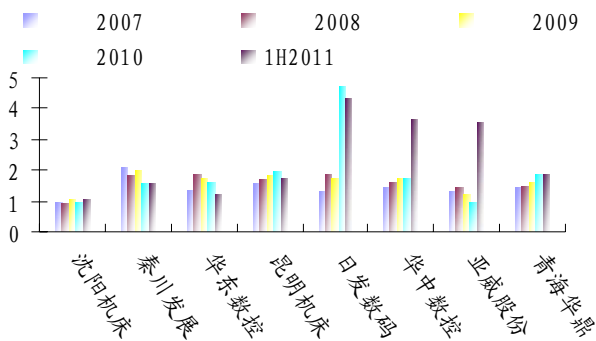
公司资产负债率同行比一直处对较低水平，体现出稳健的财务政策，尤其首次公开募集资金后，资本实力大幅提升，偿债及抗风险能力进一步提升。流动比率和速动比率和同行业其他上市公司比，也处于较好水平，而2010年至今流动比率和速动比率较高是由募集资金到位产生大量现金流动资产所致。

Figure 26 同行业上市公司资产负债率比较



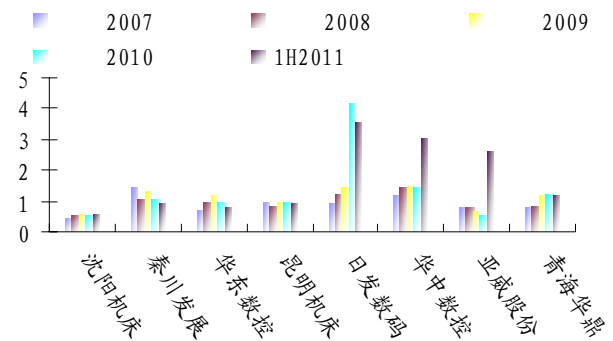
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 27 同行业上市公司流动比率比较



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 28 同行业上市公司速动比率比较



资料来源: wind、世纪证券研究所

### 盈利预测及投资评级

#### 主要假设:

- 1) 募投建设项目进展顺利，今年开始陆续释放产能；
- 2) 随着产能释放，数控磨床、卧式加工中心等产品仍能保持较高毛利率；
- 3) 继续享受15%所得税率，其他各项费用率保持稳定可控。

Figure 29 营业收入预测(单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
数控车床	87.92	64.93	56.96	74.89	101.10	131.43	170.86
同比增速		-26.15%	-12.27%	31.48%	35.00%	30.00%	30.00%
数控磨床	45.88	24.45	34.91	38.13	106.76	160.15	208.19
同比增速		-46.71%	42.78%	9.22%	180.00%	50.00%	30.00%
立式加工中心	50.95	46.73	45.21	78.91	110.47	143.62	186.70
同比增速		-8.28%	-3.25%	74.54%	40.00%	30.00%	30.00%
龙门加工中心	15.9	21.13	37.91	45.42	52.23	67.90	88.27
同比增速		32.89%	79.41%	19.81%	15.00%	30.00%	30.00%
卧式加工中心	17.99	22.39	22.69	21.45	47.19	61.35	79.75
同比增速		24.46%	1.34%	-5.46%	120.00%	30.00%	30.00%
主营收入	218.64	179.63	197.68	258.8	417.76	564.44	733.78
同比增速		-17.84%	10.05%	30.92%	61.42%	35.11%	30.00%
其他	3.94	4.2	5.19	6.76	8.79	10.99	13.18
同比增速		6.60%	23.57%	30.25%	30.00%	25.00%	20.00%
营业收入	222.58	183.83	202.87	265.56	426.55	575.43	746.96
同比增速		-17.41%	10.36%	30.90%	60.62%	34.90%	29.81%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 30 毛利率预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
数控车床	44.17%	42.31%	39.43%	39.41%	38.50%	38.00%	38.00%
数控磨床	33.78%	32.31%	26.63%	33.79%	38.50%	38.00%	38.00%
立式加工中心	38.05%	36.05%	31.69%	35.13%	37%	36.50%	36.00%
龙门加工中心	39.91%	38.01%	44.32%	35.42%	31.50%	35%	35%
卧式加工中心	43.51%	46.86%	47.36%	40.35%	48%	46%	45%
综合毛利率	40.45%	39.47%	37.82%	37.07%	38.63%	38.35%	38.05%

数据来源: wind、世纪证券研究所

依据假设条件我们预测 2011-2013 年公司实现的营业收入分别为 4.27 亿元、5.75 亿元和 7.47 亿元;实现的归属母公司净利润分别为 1.00 亿元、1.28 亿元和 1.60 亿元,实现的摊薄后 EPS 分别为 1.05 元、1.33 元和 1.67 元。

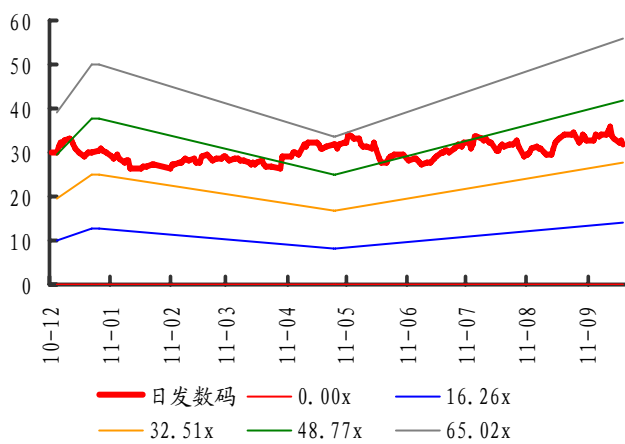
根据我们的盈利预测,按照 9 月 28 日 31.92 元收盘价,公司 2011-2012 年的动态市盈率分别为 30.4 倍和 24.0 倍,稍高同行业上市公司平均值的 28.25 倍和 21.14 倍,由于公司为 100%数控化率的中高端数控机床企业,盈利能力和成长性也高于普通机床企业,相对估值并不显高;再考虑到普及型数控机床行业发展潜力,以及公司目前良好增长态势,给予“增持”的投资评级。

Figure 31 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	流通A股 (亿股)	总股本股 (亿股)	9月28日 收盘价 (元)	EPS				PE			PB (MRQ)
					2010	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
000410	沈阳机床	5.37	5.45	10.37	0.26	0.43	0.58	0.76	23.96	17.90	13.69	3.66
000837	秦川发展	3.49	3.49	10.74	0.31	0.46	0.59	0.74	23.39	18.33	14.57	3.50
002248	华东数控	1.85	2.57	13.47	0.37	0.41	0.59	0.89	33.21	22.73	15.08	3.34
600806	昆明机床	3.9	5.31	8.13	0.34	0.32	0.41	0.49	25.53	20.03	16.71	3.11
300161	华中数控	0.27	1.1	21.34	0.49	0.59	0.80	1.04	35.91	26.52	20.53	2.51
002559	亚威股份	0.22	0.88	30.4	0.86	1.20	1.65	2.15	25.38	18.43	14.15	2.43
<b>002520</b>	<b>日发数码</b>	<b>0.24</b>	<b>0.96</b>	<b>31.92</b>	<b>0.51</b>	<b>1.05</b>	<b>1.33</b>	<b>1.67</b>	<b>30.40</b>	<b>24.00</b>	<b>19.11</b>	<b>4.29</b>
	<b>平均</b>								<b>28.25</b>	<b>21.14</b>	<b>16.27</b>	<b>3.26</b>

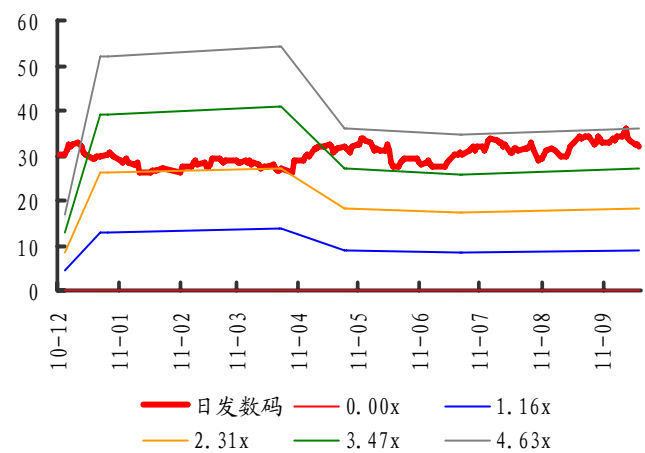
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 32 历史 PE Bands



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 33 历史 PB Bands



数据来源: wind、世纪证券研究所

### 风险提示

- (1) 数控机床行业竞争加剧;
- (2) 下游汽车及零部件等行业需求大幅放缓;
- (3) 下游客户资金紧张致坏账风险;
- (4) 公司规模扩大后经营模式转型风险。

## 附：财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	806	751	838	1030	<b>营业收入</b>	266	427	575	747
现金	561	404	369	420	营业成本	167	262	355	463
应收账款	53	86	116	151	营业税金及附加	1	2	2	3
其他应收款	3	5	6	8	营业费用	19	31	42	54
预付账款	7	10	14	19	管理费用	20	28	40	52
存货	99	118	160	208	财务费用	2	-3	-3	-3
其他流动资产	83	128	173	224	资产减值损失	-1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	86	234	314	360	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	56	155	238	290	<b>营业利润</b>	57	107	139	178
无形资产	15	14	14	13	营业外收入	1	11	11	11
其他非流动资产	15	64	62	57	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	891	985	1151	1391	<b>利润总额</b>	58	118	150	189
<b>流动负债</b>	170	227	266	345	所得税	8	18	23	28
短期借款	40	0	0	0	<b>净利润</b>	49	100	128	160
应付账款	88	138	187	244	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	41	89	79	101	<b>归属母公司净利润</b>	49	100	128	160
<b>非流动负债</b>	1	1	1	1	EBITDA	67	111	147	190
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.77	1.05	1.33	1.67
其他非流动负债	1	1	1	1					
<b>负债合计</b>	170	228	266	345	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	64	96	96	96	<b>成长能力</b>				
资本公积	489	457	457	457	营业收入	30.9%	60.6%	34.9%	29.8%
留存收益	168	205	332	492	营业利润	45.2%	87.7%	29.6%	27.7%
归属母公司股东权益	721	757	885	1045	归属于母公司净利润	30.0%	103.3%	26.9%	25.7%
<b>负债和股东权益</b>	891	985	1151	1391	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	37.1%	38.6%	38.4%	38.0%
					净利率 (%)	18.6%	23.6%	22.2%	21.5%
					ROE (%)	6.9%	13.3%	14.4%	15.3%
					ROIC (%)	27.0%	27.2%	23.2%	24.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	19.1%	23.1%	23.1%	24.8%
					净负债比率 (%)	24.52%	0.76%	0.65%	0.50%
					流动比率	4.75	3.31	3.15	2.99
					速动比率	4.17	2.79	2.55	2.39
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.45	0.45	0.54	0.59
					应收账款周转率	4	5	5	5
					应付账款周转率	2.38	2.31	2.18	2.15
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.51	1.05	1.33	1.67
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.39	0.88	0.64	1.13
					每股净资产 (最新摊薄)	7.51	7.89	9.22	10.89
					<b>估值比率</b>				
					P/E	62.00	30.50	24.03	19.12
					P/B	4.25	4.05	3.46	2.93
					EV/EBITDA	38	23	17	13

数据来源：天软、世纪证券研究所

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.