

稀缺国产数控系统龙头, 3C 应用贡献高业绩弹性

投资评级: 买入 (首次)

2015年11月15日

盈利预测与估值	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	586	656	897	1171
同比 (%)	17.3%	11.8%	36.9%	30.5%
净利润 (百万元)	11	9	72	100
同比 (%)	6.5%	-16.0%	697.7%	39.3%
毛利率 (%)	28.1%	35.8%	35.9%	37.5%
ROE (%)	1.2%	1.0%	7.6%	9.8%
每股收益 (元)	0.07	0.05	0.42	0.58
P/E	518.66	617.21	77.37	55.53
P/B	6.47	6.34	5.88	5.43

投资要点

- **公司是稀缺国产高端数控机床及系统龙头, 产品的 3C 应用有望贡献高业绩弹性。**强大的研发能力使公司产品已在航天军工、3C 领域取得重大突破, 与沈飞达成合作、3C 领域打破西门子与发那科国外技术垄断。受益于 3C 高景气及金属件渗透率提升, 公司 3C 高速钻攻系统有望高速放量, 同时公司结合数控优势及子公司华数机器人布局, 已与劲胜精密合作共建 3C 智能工厂国家示范项目, 3C 应用未来贡献高业绩弹性可期。
- **收购江苏锦明, 丰富公司自动化集成业务。**今年 9 月公司公告拟作价 2.8 亿以 2014 年 13 倍 PE 收购江苏锦明 100% 股权, 标的 2015-17 年扣非归母净利 2210 万元、2865 万元、3715 万元。锦明强项在系统集成, 主要下游是食品、酒类、3C 等行业, 已在双汇、金种子酒、华为等行业龙头有过成功集成案例, 公司与强项在本体的华数机器人形成互补、具一定协同性。锦明集成经验丰富, 未来业绩有望超预期。
- **我们与市场观点的差异:** 1) 市场认为经济下行、机床行业整体不景气对公司拖累甚重, 但我们认为公司产品在 3C 的应用足以提供覆盖传统业务的高业绩弹性; 2) 智能制造领域, 市场对数控机床关注度低于工业机器人, 但我们认为机床作为工业母机是制造强国的基础, 中国制造 2025 也将发展数控机床列为重点战略方向, 公司作为龙头有望打破国外垄断, 手握产品定价权, 应享受龙头估值溢价; 3) 市场认为公司作为校企, 公司治理、经营效率、市场开拓一般。但我们觉得目前国企改革、高校改革正在全面推进, 公司未来改革的边际收益大。
- **投资建议:** 公司是国产数控机床及系统龙头, 高端数控机床+机器人+职业教育布局良好, 有望受益 3C、机器人高景气及中国制造 2025 政策红利。预计 2015-17 年摊薄 EPS 为 0.05/0.42/0.58, 对应 PE 617/77/56, 增发后公司市值约 55 亿, 与相关公司比仍有增长空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **催化剂:** 数控机床“十三五”规划、订单超预期、锦明超预期
- **风险提示:** 3C 景气度低于预期、国内机器人行业竞争超预期。

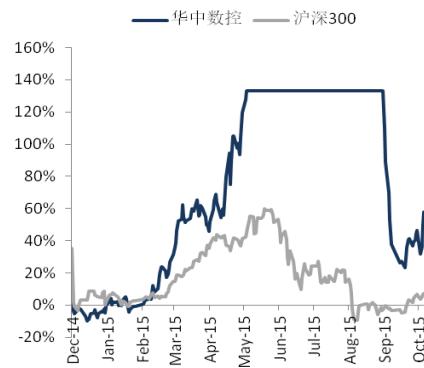
首席证券分析师 陈显帆
执业资格证书号码: S0600515090001

联系人 石炯
18589055095
shijiong@dwzq.com.cn

证券分析师 黄海方
执业资格证书号码: S0600511010016
huanghf@dwzq.com.cn

联系人 周尔双
zhouersh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.17
一年最低价/最高价	14.13/39.58
市净率	6.51
流通 A 股市值(百万)	5031

基础数据

每股净资产(元)	4.94
资产负债率(%)	37.03
总股本(百万股)	162
流通 A 股(百万股)	156

投资案件：

1、关键假设、驱动因素及主要预测：

关键假设：

- 1)、3C 行业高景气持续、3C 制造商对产品外壳采用金属件偏好持续；
- 2)、机器人行业高景气持续、公司产品竞争力增强；
- 3)、国家对公司补贴、扶持政策持续；
- 4)、新“十三五”周期，公司管理费用有所下行。

驱动因素：

- 1)、3C 行业技术更新、新潮产品层出；
- 2)、人力成本持续上涨、企业自动化改造意愿变强；
- 3)、公司高新技术、高新产品陆续成功研发。

主要预测：

- 1)、预计 3C 高速钻攻数控系统今年出货量 4000 台，明年翻倍，后年增长 50%；
- 2)、机器人业务未来 3 年收入 50% 增长；
- 3)、预计公司未来 3 年政府补贴保持在 7000 万左右；

2、我们与市场不同的观点：

1)、市场认为经济下行、机床行业整体不景气对公司拖累甚重。但我们认为虽然公司传统业务对公司有一定的影响，但公司优质的 3C 高速钻攻系统具备替代西门子、发那科系统的实力与性价比，且已通过了一些客户的验证，未来具快速放量的潜力。3C 应用将为公司带来较好的业绩弹性；

2)、智能制造领域市场对主流工业机器人关注度较高，而对数控机床领域关注度较低。我们认为数控机床也是非常核心的智能制造执行设备，其作为工业母机是制造强国的基础，国家在“中国制造 2025”制造强国战略也将数控机床列为中国制造业的战略必争领域之一。而且数控机床及系统市场 1000 亿+，而高端市场国产化仅为 10%-30%，进口空间大。我们认为公司作为国产高端数控机床及系统龙头，有望逐步打破国外垄断，高端产品定价权高，公司应该享受一定的龙头估值溢价；

3)、市场认为公司作为校企，公司治理、经营效率、市场开拓一般。但我们觉得目前国企改革、高校改革正在全面推进，公司改革的边际收益较大；且公司近年也积极往机器人业务、高新数控系统、职业教育逐步转型，体现了其转型发展的信心。

3、投资建议：

我们看好公司作为国内数控机床及系统龙头，核心技术强、高端数控机床+机器人集成+职业教育业务布局良好，有望受益于 3C、机器人行业高景气及中国制造 2025 政策红利。我们预计 2015-2017 年摊薄 EPS 为 0.05、0.42、0.58 元，对应当前股价 PE 为 617/77/56，首次覆盖，给予“买入”评级。

4、股价催化剂：

数控机床专项“十三五”规划、主业改善、3C 高速钻攻系统订单超预期、江苏锦明业务超预期。

5、主要风险因素：

3C 行业景气度低于预期、国内机器人行业竞争超预期。

目录

1. 高端数控机床是制造强国战略重点，进口替代空间大	4
1.1. 高端数控机床是“中国制造 2025”战略重点之一	4
1.2. 高端制造提升数控化率，我国数控机床市场 1600 亿+	5
1.3. 我国高端数控机床 70%进口，高端数控系统 90%+进口， 进口替代空间大	7
2. 公司是国产高端数控系统龙头，3C 应用放量贡献业绩弹性9	9
2.1. 公司是国产高端数控系统龙头	9
2.2. 受益 3C 高景气&金属件渗透率提升，公司高性价比 3C 高 速钻攻数控系统逐步放量	9
2.2.1. 3C 行业维持高景气	9
2.2.2. 3C 产品金属件渗透率不断提升	10
2.2.3. CNC 为最主流金属加工方案，加工时间长+金属材质更替 对 CNC 产量与自动化需求提升	11
2.2.4. 公司的 3C 高速钻攻系统性价比高，放量在即	11
2.2.5. 结合华数机器人打造 3C 智能工厂	12
3. 收购江苏锦明，丰富公司自动化集成业务	13
4. 盈利预测和投资建议	14
5. 风险提示	

1. 高端数控机床是制造强国战略重点，进口替代空间大

1.1. 高端数控机床是“中国制造 2025”战略重点之一

图表 1 中国制造 2025——战略任务与重点



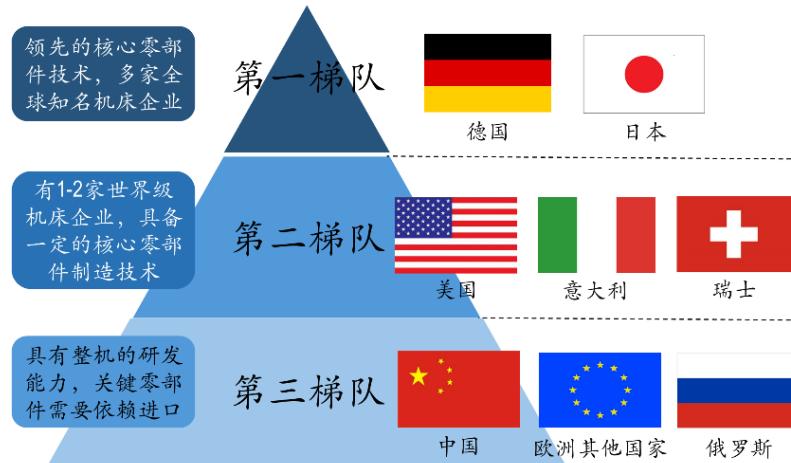
资料来源：东吴证券研究所

发达国家再工业化加速+中国人力成本等综合制造成本提升，外患内忧倒逼中国制造业转型升级。国家今年来强推“中国制造 2025”制造强国战略，力争用 3 个 10 年实现制造强国的战略目标。

机床作为“工业母机”，其技术水平与产品质量是衡量其装备制造业发展水平的重要标志，是发展高端制造的核心与基石。所以，“高档数控机床和机器人”被确定为“中国制造 2025”的 10 大重点领域之一，同时“中国制造”2025 将数控机床和基础制造装备行业列为中国制造业的战略必争领域之一。

我国目前机床制造水平较低，发展高端数控机床战略性凸显。

图表 2 我国目前机床制造水平较低

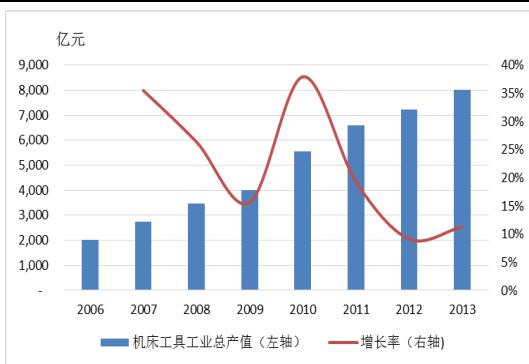


资料来源：东吴证券研究所

1.2. 高端制造提升数控化率，我国数控机床市场 1600 亿+

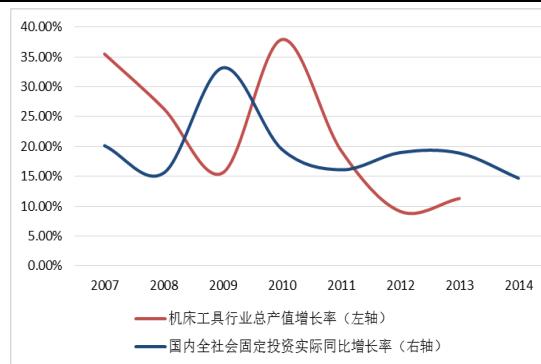
机床行业受宏观经济下行影响整体增速平稳

图表 3 机床工具行业产值增速近年来有所下降



资料来源：中国机床工具协会，东吴证券研究所

图表 4 行业较固定投资增速有一年左右的滞后



资料来源：中国机床工具协会，东吴证券研究所

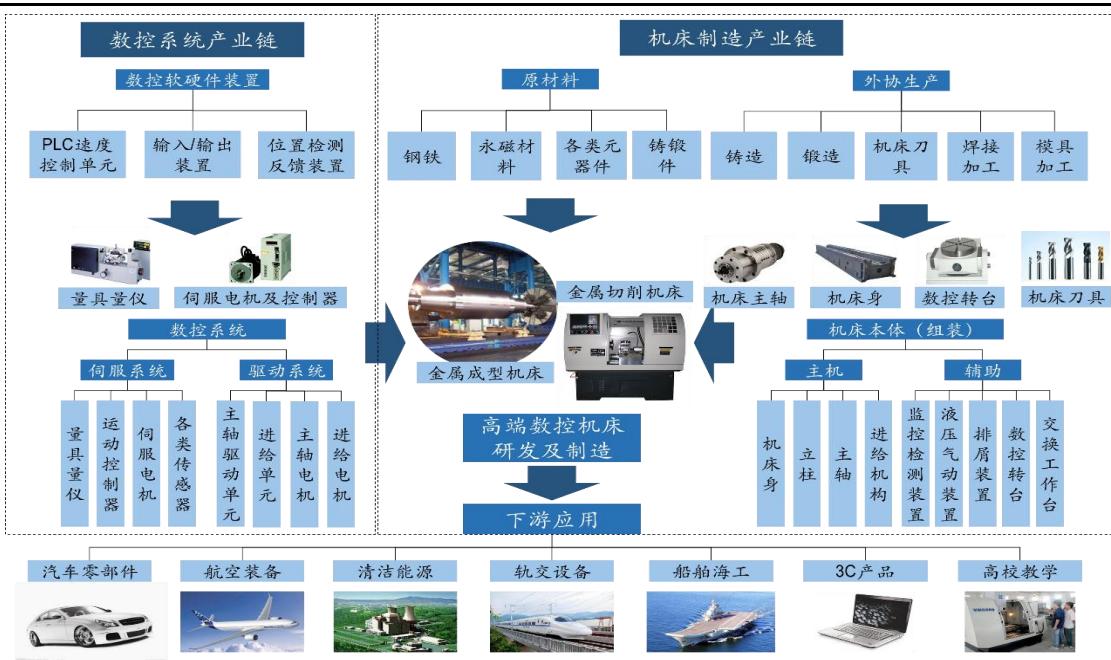
图表 5 数控机床较传统机床具有的优势与劣势

特点	数控机床	普通机床
零件适应性	可加工复杂形状的零件表面	很难或无法加工的精密复杂表面(如螺旋表面)
加工精度	精度较高，加工稳定，避免人为误差	精度不高，人为操作失误可能造成误差
生产效率	由于结构刚性好，具有更高的切削效率	无法达到最优切削量，效率仅为数控机床的35%-50%左右
自动化程度	工人强度小，通过计算机程序进行控制	工人需要直接操作机床进行生产
经济效益	废品率低、质量稳定；可以一机多用	工时较长；产品质量不稳定，需要检验
设备投资	设备价格较高，首次投资大	价格便宜，一般不到数控机床的一半
操作人员要求	加工复杂零件时，手工编程工作量大	主要取决于工人的操作水平

资料来源：《数控机床技术的优缺点及发展前景》、东吴证券研究

汽车、航空等高端制造精度&效率加工需求拉动高端数控机床需求

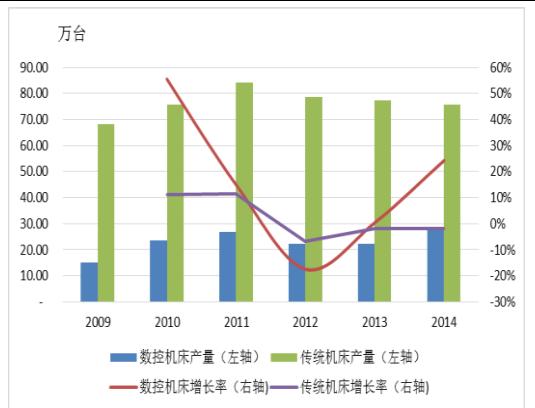
图表 6 高端数控机床产业链各个环节及下游应用



资料来源：东吴证券研究所

近年，在机床行业整体平稳的情况下，数控机床呈现结构性增长，国内机床数控化率稳步上升。2013 年我国机床工具产业产值为 8000 亿元、我国国内机床产值约为 6400 亿元，2014 年我国机床数控化率在 25% 左右，按以上数据，**我们粗估 2014 年我国数控机床的市场在 1600 亿元左右，并呈现稳步上升趋势。**

图表 7 数控机床对传统机床替代趋势明显



资料来源：中国机床工具协会，东吴证券研究所

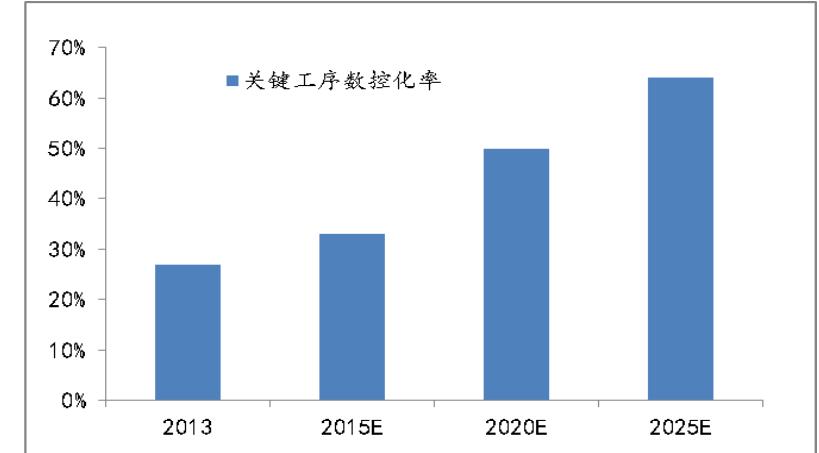
图表 8 国内机床数控化率保持上升



资料来源：中国机床工具协会，东吴证券研究所

《中国制造 2025》规划中国制造业关键工序数控化率 5 年内翻倍达到 64%，对我国发展数控机床推动明显。若 2020 年我国机床的数控化率能达到 50%，则我国数控机床市场至少在 3000 亿以上，且未来 5 年数控机床市场将呈现 CAGR15% 左右的快速增长。

图表 9 《中国制造 2025》规划中国制造业关键工序数控化率



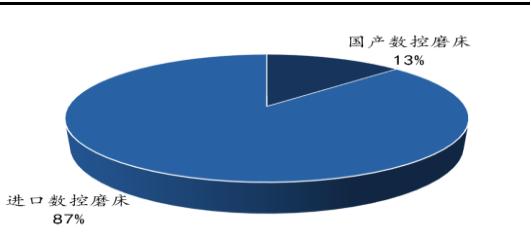
资料来源：《中国制造 2025》、东吴证券研究所

1.3. 我国高端数控机床 70% 进口，高端数控系统 90%+ 进口，进口替代空间大

我国高端数控机床国产化率低

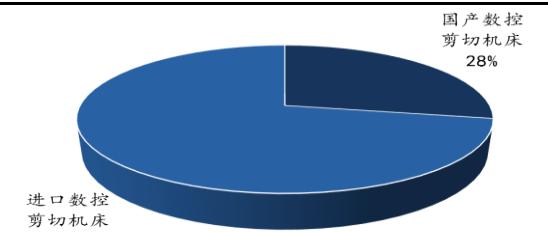
数控机床可分金属切削机床（车床、镗床、铣床、刨床、磨床、加工中心等）、金属成形机床（液压机、锻压机、冲压机、剪板机、折弯机等）。我们以数控机床中附加值较高的金属切削机床中的高端数控磨床、金属成形机床中的剪切机床为代表，根据海关总署数据，2013 年我国进口数控磨床金额约为 10.28 亿美元（进口依赖度 87%），进口数控剪切机床金额约为 1.64 亿美元（进口依赖度 72%），高端数控机床有很大国产替代空间。

图表 10 数控磨床国产化率仅 13% (按金额:2013)



资料来源：海关总署，东吴证券研究所

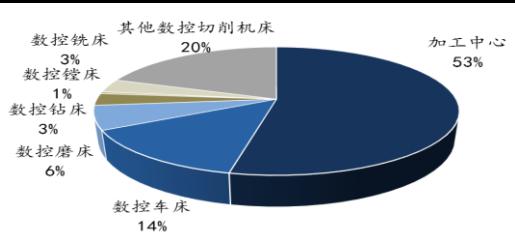
图表 11 数控剪切机床国产化率仅 28% (2013)



资料来源：海关总署，东吴证券研究所

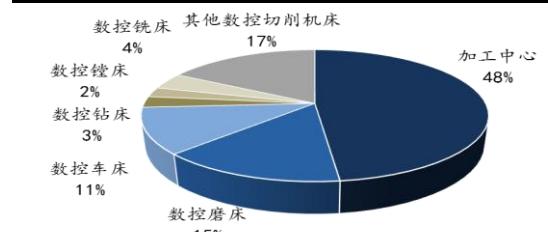
从数控金属切削机床进口情况来看，近 50% 的数量与价值均由加工中心贡献，可见在切削机床中我国对加工中需求较大。

图表 12 我国进口数控切削机床种类分布 (数量)



资料来源：海关总署 (2013)，东吴证券研究

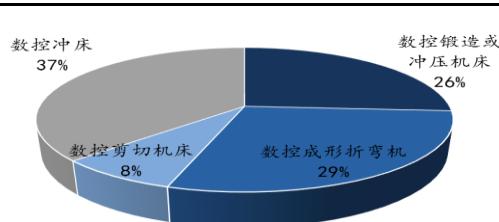
图表 13 我国进口数控切削机床种类分布 (金额)



资料来源：海关总署 (2013)，东吴证券研究所

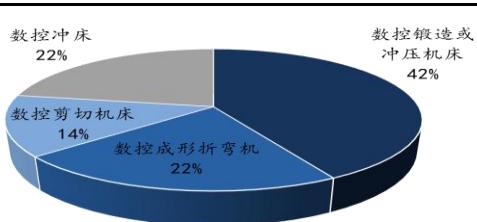
从数控金属成形机床进口情况来看，数控锻造或冲压机床需求量较大。

图表 14 我国数控成形机床种类分布 (数量)



资料来源：海关总署 (2013)，东吴证券研究所

图表 15 我国进口数控成形机床种类分布 (金额)



资料来源：海关总署 (2013)，东吴证券研究所

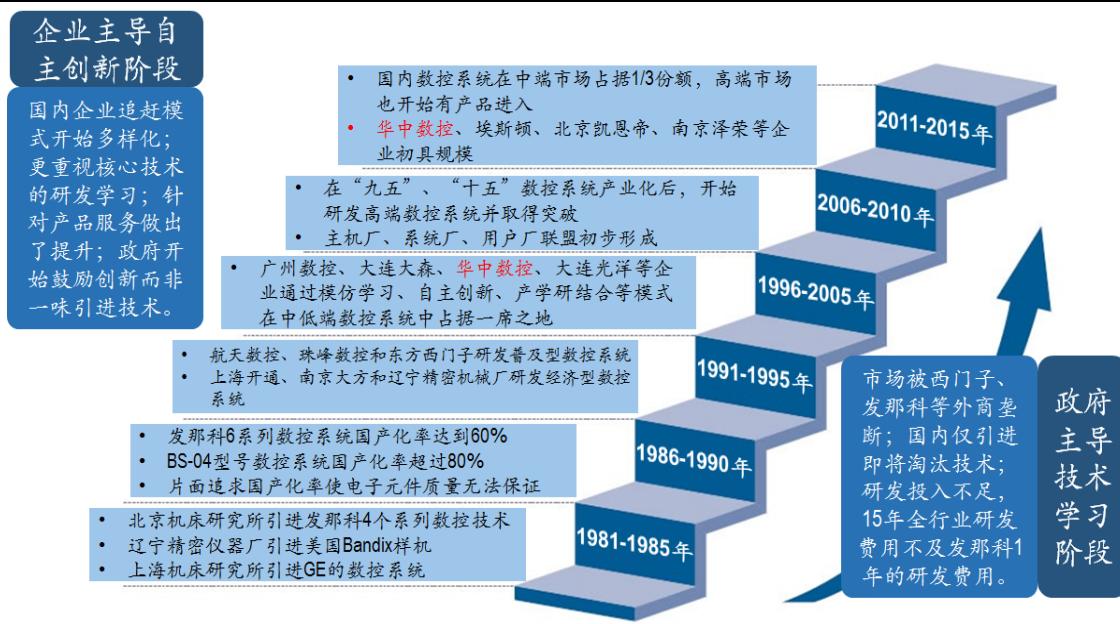
数控系统是数控机床的核心部件，高端市场几乎为外资垄断

我国高端数控系统市场被发那科、西门子等国外巨头占据，国内只有南京埃斯顿、广州数控、华中数控等少数企业具备生产能力。由于核心元件具有高技术和高附加值的行业特性，国外企业往往借此抬高产品的价格，我国数控机床整机的发展也因此受到严重制约。

发展至今，虽然国内数控系统的应用仍然以国际品牌产品为主，但行业已经步入了企业自主创新的阶段。根据工信部装备工业司《机床工具行业“十二五”发展规划》，**国产中档数控系统国内市场占有率达到 35%，而高档数控系统也占有 5% 左右的市场份额。**

国产数控系统发展历史：由政府主导发展为企业主导

图表 16 国内数控系统由政府主导发展转变为企业自身主导



资料来源：东吴证券研究所

图表 17 目前各类数控机床的主要制造商

应用机床	国内主要厂商	国外主要厂商
金属切削机床	广州数控、华中数控、北京凯恩帝、南京华兴	日本发那科、德国西门子、荷兰 Delem
压力机	南京泽荣、扬州大祺	无
冲压机	无	日本发那科、德国西门子
剪折机床	南京埃斯顿、深圳华德尔	瑞士 Cybelec、意大利 ESA
激光切割机	无	日本发那科、德国西门子

资料来源：东吴证券研究所

一般来说，数控系统价格在 5-10 万元，占数控机床成本结构 20% 左右。按前面估计的目前数控机床市场规模 1600 亿算，则目前数控系统市场规模为 320 亿左右，**进口替代空间高达 $320 \times 75\% = 240$ 亿元，且随着市场规模及进口替代率提升加速成长。**

2. 公司是国产高端数控系统龙头，3C 应用放量贡献业绩弹性

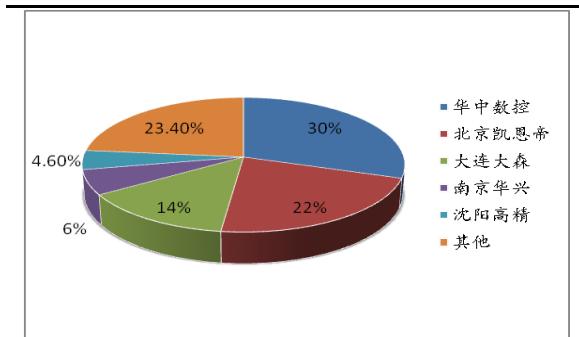
2.1. 公司是国产高端数控系统龙头

华中数控是我国国产数控系统龙头，数控系统形成了高、中、低三个档次的系列产品，公司在前期技术积累基础上，整合国家重大专项 3 个课题的研发任务，瞄准国外高档数控系统的最高水平，研制了华中 8 型系列高档数控系统新产品，已有数十台套与列入国家重大专项的高档数控机床配套应用。公司自主知识产权的伺服驱动和主轴驱动装置性能指标达到国际先进水平，自主研制的 5 轴联动高档数控系统已有 150 多台在汽车、能源、航空等领域成功应用。

自 2013 年以来公司取得两项重大突破，一是在国防军工领域的突破与沈飞达成合作，数控系统得到军方认可；二是在 3C 领域金属机壳钻孔系统取得突破，打破国外技术垄断。

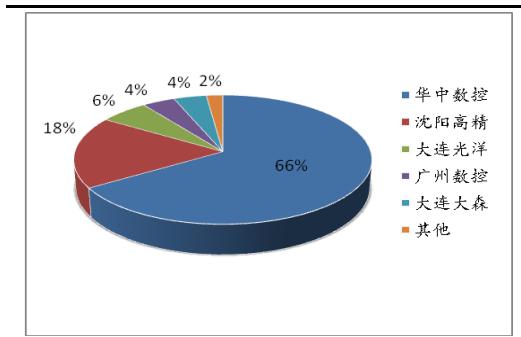
公司在国内中高档数控系统市场份额领先

图表 18 国内中档数控系统市场格局



资料来源：中商情报网，东吴证券研究所

图表 19 国内高档数控系统市场格局

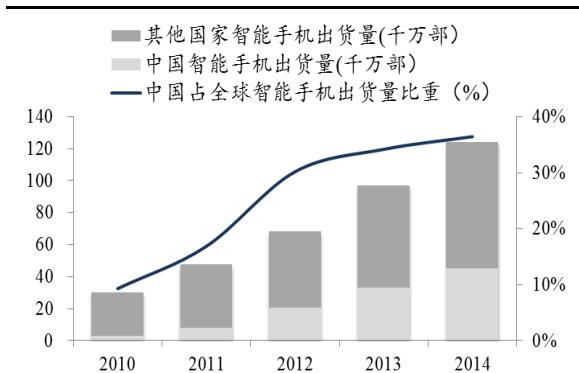


资料来源：中商情报网，东吴证券研究所

2.2. 受益 3C 高景气&金属件渗透率提升，公司高性价比 3C 高速钻攻数控系统逐步放量

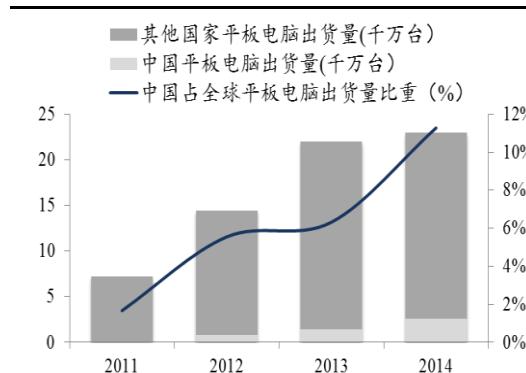
2.2.1. 3C 行业维持高景气

图表 20 中国智能手机出货量增长迅速



资料来源：工信部，东吴证券研究所

图表 21 中国平板电脑出货量增长迅速



资料来源：工信部，东吴证券研究所

2.2.2. 3C 产品金属件渗透率不断提升

图表 22 主要 3C 产品金属壳应用情况

	智能手机	平板电脑	笔记本电脑
当前金属壳渗透率	25%左右 (部分品牌更高)	50%左右	30%左右
金属应用于 终端发展趋势	大屏化、轻薄化、多功能化	平板电脑已经大量 使用金属背壳作为 整体外观件	笔记本电脑外壳 材料种类多， 各类金属壳较普遍
未来潜力	全金属或将 成为未来潮流	金属背壳普及率较 高，未来看点在增量	超级全金属外壳或 将成为标配

资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

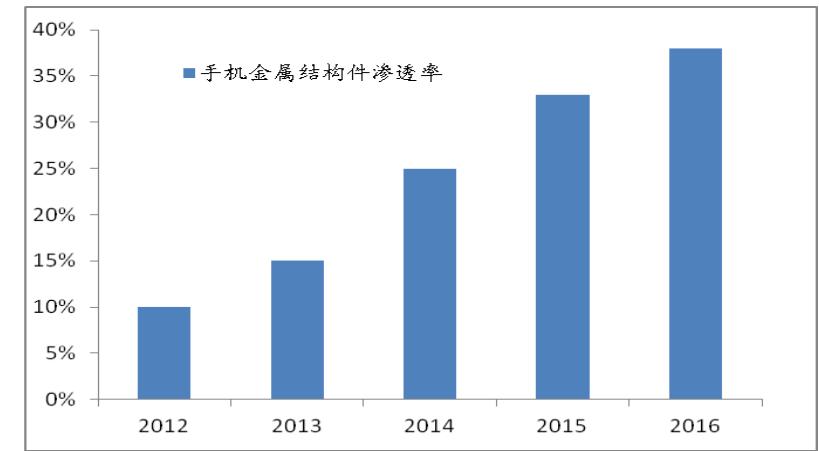
图表 23 主要品牌手机外壳材质及上市时间

iPhone5s	lenovo K900	Lumia 925	小米 4	Galaxy S6	HUAWEI P8
					
2012.09 上市	2013.05 上市	2013.05 上市	2014.07 上市	2015.03 上市	2015.04 上市
铝镁合金机身	不锈钢合金	铝合金边框	不锈钢边框	铝合金边框	铝合金机身

资料来源：东吴证券研究所

金属的轻薄、坚固、散热好、易一体成型等特点，成为市场追逐差异化的亮点。自苹果手机 2012 年底 iPhone5S 以全镁铝合金引领智能手机外壳金属化潮流后，随后三星、HTC、华为、联想、小米、OPPO、魅族等均推出金属外壳手机，手机机壳金属化比例上升明显，中兴终端 CEO 认为未来 1000 元手机金属机壳可能成为标配，手机金属壳渗透率仍将加速提升。

图表 24 手机金属结构件渗透率预期将加速提升



资料来源：《中国制造 2025》，东吴证券研究所

2.2.3. CNC 为最主流金属加工方案，加工时间长+金属材质更替对 CNC 产量与自动化需求提升

CNC（数控机床）加工是目前最主要的金属解决方案，3C 终端制造创新工艺拉动 3C 高速钻攻中心的巨大的市场需求。

CNC 加工时间长：CNC 加工有一定的缺点，即加工时间长达 30 分钟左右，相对以往注塑成型（20 秒）所需机器、人员成百倍的增加，因而在金属 CNC 加工上实施自动化、信息化的智能制造，需求迫切，效果明显。

金属材质更替拉长加工时间：如 iPhone 手机更新换代，iPhone 6S 机身使用全新的铝合金材质，拉长了平均单机加工时间，随着出货量的增加，对 CNC 需求量拉动明显。

图表 25 iPhone 6S 采用全新铝合金材质拉长单机加工时长

	月出货峰值（百万）	CNC 数量	单机加工时间（小时）
iPhone 6	18	20000	0.6
iPhone 6+	8	9333	0.63
合计		29333	
材料变化带来的加工时间增加			20%
iPhone 6S	15	20000	0.72
iPhone 6S+	15	21000	0.75
合计		41000	

资料来源：全象制造，东吴证券研究所

CNC 加工高时长+3C 产品短生命周期（产品材质变更快）=>更多的 CNC 需求，更高效率的自动化加工方案需求

2.2.4. 公司的 3C 高速钻攻系统性价比高，放量在即

产品性能优秀：

华中数控系统在 3C 行业的突破——高端 5 轴联动控制技术应用于高速钻攻中心 3 轴/4 轴控制系统。华中系统和西门子、发那科毫不逊色，效率高 10%，在南方的口碑已经很好。

产品在福建嘉泰（打破国外垄断的国内高速数控钻攻中心商之一）的测试

图表 26 嘉泰 JT-TL510 比拼测试

工序	三菱系统	华中 8 型系统
手机精加工	32 秒	33 秒
手机粗加工	7 分 30 秒	6 分 52 秒
清根程序	40 秒	32 秒

资料来源：东吴证券研究所

图表 27：大连机床——比亚迪新机测试

机床	大连 B15-16	力劲 B02-06	大连 B15-19	大连 B25-16
数控系统	西门子	西门子	发那科	华中数控
外观效果	基本 OK	OK	OK	OK
加工时间	13 分 15 秒	13 分 30 秒	13 分 10 秒	10 分 50 秒

资料来源：东吴证券研究所

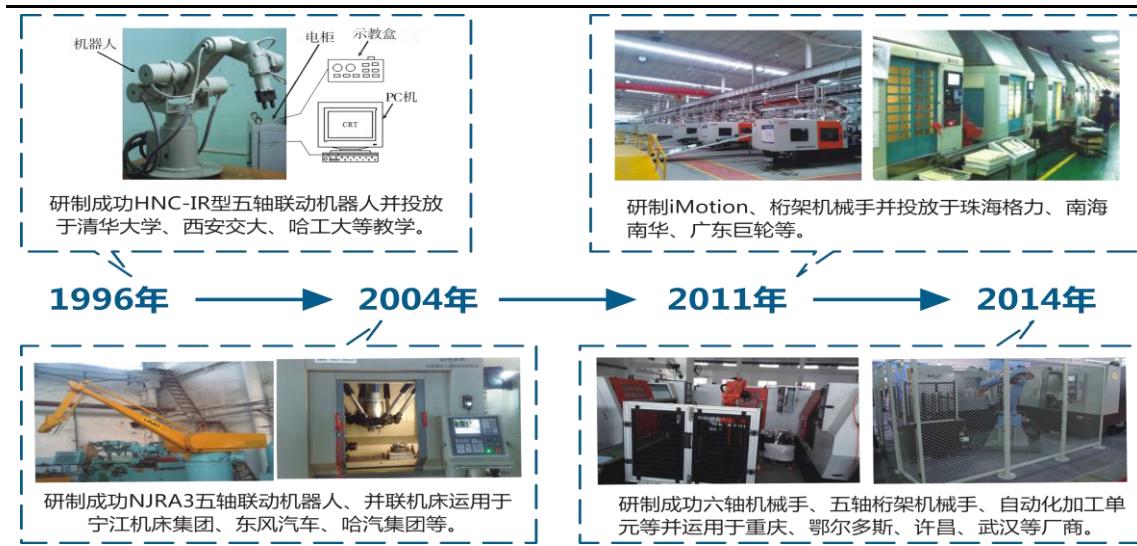
价格比国外产品便宜 20%：公司数控系统卖 4 万多，国外要 6 万多，性价比高。

主要客户：目前主要服务于三星以及国产机，主要数控机床客户包括台群，鼎泰，嘉泰，大连机床等，公司努力开拓进入全球各大品牌手机的供应链。

出货量：公司钻攻中心去年 11 月推出，截止到目前公司数控系统在 3C 行业出货量 3000 多台，三季度销量下滑，全年预计 6000 台左右，国产手机 7-9 月份的定型比较慢（手机反复更改以至生产受阻），导致了出货量相对低于年初的预期。明年预期出货量将有大幅增长。

2.2.5. 结合华数机器人打造 3C 智能工厂

图表 28 华数机器人发展历史



资料来源：东吴证券研究所

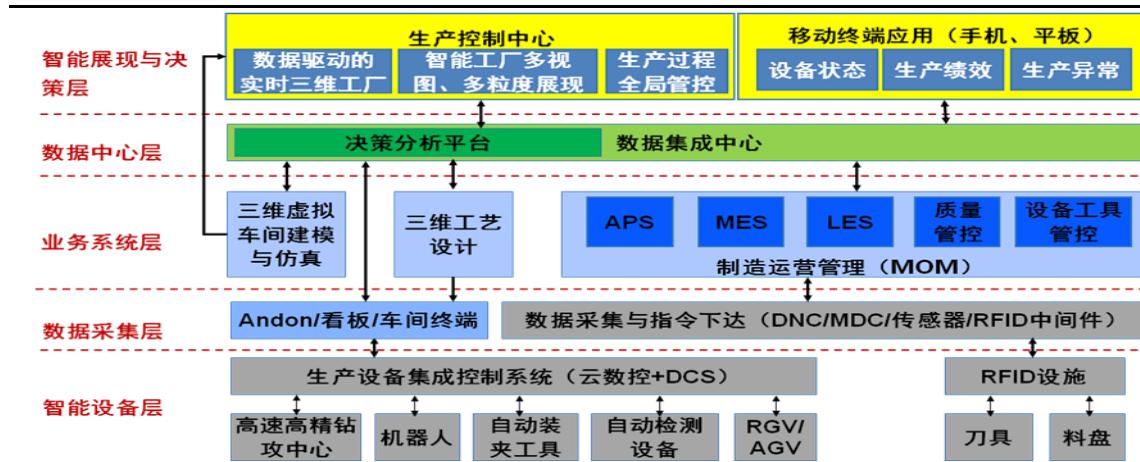
目前，公司参股 51% 重庆华数机器人、控股 100% 深圳华数机器人。

图表 29：华数机器人财务情况（单位：万元）

	2012	2013	2014	2015H1
重庆华数 (营收/净利)	/	/	1083/198	?/478
深圳华数 (营收/净利)	3301/(-155)	3742/(-393)	4782/(-545)	?/119

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 30 3C 智能工厂结构图



资料来源：东吴证券研究所

目前，公司已与东莞劲胜精密合作建立了示范智能车间，车间共有 180 台机床、70 多台机器人，将有今年 12 月份开始运行。工厂将实现从整个生产、调度、设计一条线运营。这是国家工信部首批示范支持项目，整个用云端、大数据控制，整个车间的方案、机器人都是由公司与华科大设计提供。未来若运营顺利，公司的 3C 智能工厂有望快速复制放量。

3. 收购江苏锦明，丰富公司自动化集成业务

今年 9 月公司公告拟作价 2.8 亿以 2014 年 13 倍 PE 收购江苏锦明 100% 股权，标的 2015-17 年扣非归母净利 2210 万元、2865 万元、3715 万元。江苏锦明具备为客户提供包括包装、物流等多领域机器人运用综合解决方案的能力，客户包括玻璃、食品、酒类等多个行业的龙头企业。

江苏锦明前身锦明玻璃始创于 2001 年 3 月，成立之初主要从事玻璃机械制造设备的研发、生产、销售，是我国玻璃机械制造领域的领先企业。此后公司投入大量资金，转型机器人业务，目前已研发成功 165kg、185kg、210kg、240kg、360kg 系列化重载机器人，3kg、5kg、8kg 系列化 DELTA 机器人，扭转了国内重载机器人完全依赖进口的局面，填补了国内技术空白。

锦明的强项在于自动化系统集成，公司专门针对机器人系统集成应用成立了三大事业部，分别为包装事业部、装配事业部和部。

包装事业部：已有的成功集成案例包括：基于 DEL 物流事业 TA、SCARA 等机器人的双汇自动分拣装箱工作站，基于 DELTA 等机器人的金种子酒类后道包装自动线等。

装配事业部：已有的成功集成案例包括：基于 SCARA 等机器人的华为手机（平板电脑）TP 装配平台、基于 SCARA 机器人的 18650 锂离子电池生产线等。

物流事业部：基于六轴重载机器人的玻璃原板装箱码垛生产线。

锦明食品、3C 等下游系统集成空间广阔，协同华数机器人工业机械手及控制系统的强项，未来业绩有望超预期。

4. 盈利预测和投资建议

关键假设与主要预测：

数控系统：假设 3C 行业高景气持续、3C 制造商对产品外壳采用金属件偏好持续。我们预计 3C 高速钻攻数控系统今年出货量 4000 台，明年翻倍，后年增长 50%；毛利率随着业务放量微幅提升。

数控机床：预计传统数控机床业务今年收入下滑 33%，未来 2 年保持平稳；在国家扶持、新产品产出下毛利率稳步上升。

机器人：假设机器人行业高景气持续、公司产品竞争力增强。预计机器人业务未来 3 年收入 50% 增长；随着智能工厂、集成业务放量毛利率稳步提升。

电机及其他业务：业务未来增长趋平稳。

收购的江苏锦明：业务承诺 2015-2017 年扣非净利不低于 2210、2865、3715 万元。

图表 31 公司分业务盈利预测

主要业务	2013	2014	2015E	2016E	2017E
数控系统及散件					
收入 (百万元)	152	138	160	320	480
YOY%	33%	-9%	16%	100%	50%
毛利率	37.21%	36.90%	39.00%	40.00%	41.00%
营收占比	30%	24%	24%	36%	41%
数控机床					
收入 (百万元)	145	242	160	168	176
YOY%	-13%	66%	-34%	5%	5%
毛利率	11.74%	20.11%	20.00%	21.00%	22.00%
营收占比	30%	41%	24%	19%	15%
机器人					
收入 (百万元)			40	60	90
YOY%				50%	50%
毛利率			40.00%	40.50%	41.00%
营收占比			6%	6.7%	7.7%
电机					
收入 (百万元)	21	122	207.90	393.28	554.74
YOY%	25%	8%	-37%	10%	10%
毛利率	24.94%	28.43%	25.00%	26.00%	27.00%
营收占比	29.5%	27%	15%	12%	10%
收购江苏锦明					
承诺扣非净利(百万)			22	28	37
				27%	32%
总营业收入(百万元)	500	586	656	897	1170
YOY%	17.8%	17.26%	11.8%	36.9%	30.5%

资料来源：东吴证券研究所预测

图表 32 公司未来 3 年盈利预测 (百万元)

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	586	656	897	1171
营业成本	422	421	575	732
营业税金及附加	3	4	5	7
营业费用	57	72	108	146
管理费用	151	216	170	199
财务费用	-1	-6	-1	5
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
营业利润	-58	-51	40	82
营业外收入	80	70	80	85
营业外支出	1	4	0	0
利润总额	21	15	120	167
所得税	5	2	18	25
净利润	16	13	102	142
少数股东损益	5	4	30	42
归母净利润	11	9	72	100
EBITDA	-42	-40	60	111
EPS (元)	0.07	0.05	0.42	0.58

资料来源：东吴证券研究所预测

图表 33 可比上市公司一致预期及估值比较

代码	公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			P/E			PS
				15E	16E	17E	15E	16E	17E	
000410.SZ	沈阳机床	28	213	0.04	0.06	0.10	736	493	267	3
000837.SZ	秦川机床	16	114	(0.03)	0.02	0.02	-601	713	815	4
002520.SZ	日发精机	26	85	0.28	0.54	0.90	92	48	29	11
002559.SZ	亚威股份	16	60	0.29	0.31	0.35	56	54	47	7
002747.SZ	埃斯顿	79	96	0.38	0.48	0.65	206	165	121	20
行业平均		113	0.19	0.28	0.41	98	295	256	9	
300161.SZ	华中数控	32	52	0.05	0.42	0.58	643	77	55	10

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所，注：股价及市值取自 2015 年 11 月 13 日收盘

考虑收购的锦明，我们预测公司 2015-17 年备考净利为 900 万/7182 万/1 亿元，摊薄 EPS 为 0.05/0.42/0.58 元，对应 PE643/77/55X。考虑到国家战略重点扶持高档数控机床，公司作为国产数控机床龙头可享龙头溢价、且高校改革公司改革边际收益大可享改革溢价。对比行业 16 年、17 年平均 PE，公司估值具一定安全边际；另外公司增发后市值约 55 亿元，与相关公司比市值仍有增长空间，综上我们首次予以“买入”评级。

5. 风险提示

3C 行业景气度低于预期、国内机器人行业竞争超预期。

资产负债表				利润表				单位:百万元	
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1063	970	1193	1481	营业收入	586	656	897	1171
现金	407	241	200	200	营业成本	422	421	575	732
应收账款	296	347	473	616	营业税金及附加	3	4	5	7
其他应收款	22	29	38	50	营业费用	57	72	108	146
预付账款	65	67	92	117	管理费用	151	216	170	199
存货	242	253	345	439	财务费用	-1	-6	-1	5
其他流动资产	31	33	45	59	资产减值损失	11	0	0	0
非流动资产	302	359	377	391	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	9	40	40	40	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	181	207	225	238	营业利润	-58	-51	40	82
无形资产	36	39	42	45	营业外收入	80	70	80	85
其他非流动资产	75	73	70	68	营业外支出	1	4	0	0
资产总计	1364	1329	1570	1872	利润总额	21	15	120	167
流动负债	345	331	457	635	所得税	5	2	18	25
短期借款	85	100	123	220	净利润	16	13	102	142
应付账款	140	139	190	242	少数股东损益	5	4	30	42
其他流动负债	121	92	144	174	归属母公司净利润	11	9	72	100
非流动负债	89	48	63	66	EBITDA	-42	-40	60	111
长期借款	1	1	1	1	EPS (元)	0.07	0.05	0.42	0.58
其他非流动负债	88	47	62	66					
负债合计	434	378	520	702					
少数股东权益	71	75	105	146					
股本	162	173	173	173					
资本公积	487	487	487	487					
留存收益	210	216	285	364					
归属母公司									
股东权益	859	876	945	1024					
负债和股东权益	1364	1329	1570	1872					
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	33	-119	-24	-32	成长能力				
净利润	16	13	102	142	营业收入	17.3%	11.8%	36.9%	30.5%
折旧摊销	17	18	22	25	营业利润	-222%	-188%	-22.5%	106.0%
财务费用	-1	-6	-1	5	归属于母公司				
投资损失	1	0	0	0	净利润	6.5%	-16.0%	697.7%	39.3%
营运资金变动	-17	-96	-181	-229	盈利能力				
其他经营现金流	17	-47	35	26	毛利率(%)	28.1%	35.8%	35.9%	37.5%
投资活动现金流	-58	-74	-39	-39	净利率(%)	8.5%	1.8%	1.4%	8.0%
资本支出	56	35	35	35	ROE(%)	1.2%	1.0%	7.6%	9.8%
长期投资	-2	31	0	0	ROIC(%)	-6.6%	-6.1%	3.4%	6.1%
其他投资现金流	-3	-8	-4	-4	偿债能力				
筹资活动现金流	-22	28	21	71	资产负债率(%)	31.8%	28.5%	33.1%	37.5%
短期借款	-32	15	23	97	净负债比率(%)	19.70%	26.62%	23.86%	31.47%
长期借款	-0	0	0	0	流动比率	3.08	2.93	2.61	2.33
普通股增加	54	11	0	0	速动比率	2.36	2.17	1.85	1.64
资本公积增加	-54	0	0	0	营运能力				
其他筹资现金流	10	2	-2	-26	总资产周转率	0.44	0.49	0.62	0.68
现金净增加额	-47	-165	-41	0	应收账款周转率	1.82	1.78	1.93	1.89
					应付账款周转率	3.14	3.02	3.50	3.39
					每股指标(元)				
					每股收益	0.06	0.05	0.42	0.58
					每股经营现金流	0.19	-0.69	-0.14	-0.18
					每股净资产	4.98	5.07	5.47	5.93
					估值比率				
					P/E	518.66	617.21	77.37	55.53
					P/B	6.47	6.34	5.88	5.43
					EV/EBITDA	-118	-125	81	44

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>