

2016年12月12日

华中数控 (300161.SZ)

公司快报

江苏锦明过户完成，工业 4.0 潜在龙头再出发

投资要点

◆ **江苏锦明资产过户完成**：公司作价 2.8 亿元收购江苏锦明 100% 股权事项已完成资产过户。锦明主要从事机器人系统集成和玻璃机械的设计、研发、生产和销售业务。其中机器人系统集成业务成长迅速，2014 年、2015 年及 2016 上半年营收分别为 3557 万元、6221 万元和 5531 万元，毛利率稳定在约 38%；锦明已经为包括华为、百事食品、老板电器等多个行业的知名企业提供机器人自动化系统产品；2015 年底，锦明与江苏金坛签订 8100 万元的电池 PACK 自动化装配线合同，2016 年还与其他多家企业签订业务合同，目前正在执行过程中，预计将于今年下半年陆续完工。锦明承诺 2015 年-2017 年归母扣非净利润不低于人民币 2210 万元、2865 万元、3715 万元。公司 2015 年实现净利润 2356 万元，2016 上半年已实现净利润 950 万元，公司在手订单充足，全年或将实现净利润超 3000 万元。

◆ **下游 3C 需求旺盛，公司迎来快速发展契机**：公司是国内少数几家在数控系统、机器人控制器、伺服系统具有完全自主知识产权的企业，研发能力优异；在机器人自动化生产线方面有成功的产线项目建设和整合经验，参与建立了国内首个 3C 智能制造示范工厂，并使用自主化国产设备（如高速钻攻中心、工业机器人）装备智能制造车间；公司在今年上半年共完成 3000 余套数控系统的销量，同比增长 212%。

◆ **盈利能力有改善空间，期待突围外资垄断**：公司近几年综合毛利率持续提升，已从 2012 年的 24.12% 提高至 2015 年的 31.59%。2015 年全年营收 5.5 亿元，归母净利润 4135 万元，管理费 2.06 亿元，管理费用率 37%，其中研发费用 1.46 亿元。公司近几年研发投入充分，期待公司以数控系统、机器人控制器及伺服系统为代表的产品能打破高端产品外资品牌垄断局面，为国产核心零部件的国产化提供有力的支持。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2016-2018 年营收分别为 7.01 亿元、9.78 亿元、13.14 亿元；实现归母净利润分别为 0.29 亿元、0.52 亿元、1.02 亿元。如考虑江苏锦明在 2017 年并表并实现业绩承诺，则 2017 年备考净利润 0.89 亿元。如募集配套资金 1.25 亿元顺利完成，参考目前股价假设融资成本每股 23.78 元，则备考 EPS 为 0.51 元。给予“增持-A”评级，给予 6 个月目标价 30.23 元，对应 2017 年备考净利润 59 倍动态市盈率。

◆ **风险提示**：3C 行业带动上游需求增量不明显；江苏锦明业绩不达预期；盈利能力与费用管理未有明显改善；核心技术研发遇到瓶颈难以突破等。

机械 | 机床设备 III

增持-A(首次)

投资评级

6 个月目标价

30.23 元

股价(2016-12-09)

26.42 元

交易数据

总市值 (百万元)

4,273.30

流通市值 (百万元)

4,131.36

总股本 (百万股)

161.75

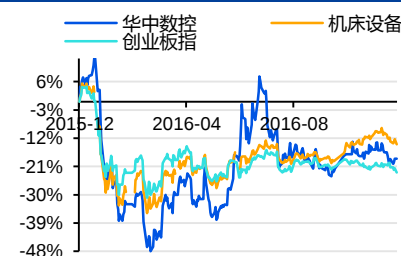
流通股本 (百万股)

156.37

12 个月价格区间

16.36/37.57 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.49	2.86	0.43
绝对收益	-2.69	-1.82	-20.96

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.cn

021-20655610

报告联系人

范益民

fanyimin@huajinsec.cn

021-20655736

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	586.2	550.7	701.3	978.9	1,314.6
同比增长(%)	17.3%	-6.1%	27.3%	39.6%	34.3%
营业利润(百万元)	-57.8	-123.6	-59.4	-40.5	10.7
同比增长(%)	22.0%	113.8%	-51.9%	-31.9%	-126.5%
净利润(百万元)	10.7	-41.4	29.3	52.3	102.7
同比增长(%)	6.5%	-486.0%	-170.8%	78.7%	96.3%
每股收益(元)	0.07	-0.26	0.18	0.32	0.64
PE	398.8	-103.3	145.9	81.6	41.6
PB	5.0	5.2	5.1	4.9	4.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	586.2	550.7	701.3	978.9	1,314.6	年增长率					
减:营业成本	421.6	376.8	480.0	658.0	864.6	营业收入增长率	17.3%	-6.1%	27.3%	39.6%	34.3%
营业税费	3.4	1.6	3.3	4.3	5.2	营业利润增长率	22.0%	113.8%	-51.9%	-31.9%	-126.5
销售费用	57.2	62.5	73.6	97.9	124.9	净利润增长率	6.5%	-486.0	-170.8	78.7%	96.3%
管理费用	151.4	206.7	182.3	234.9	276.1	EBITDA 增长率	14.4%	135.5%	-63.8%	-69.4%	-560.9
财务费用	-1.1	3.5	6.1	12.5	23.9	EBIT 增长率	18.0%	103.9%	-55.6%	-47.5%	-223.8
资产减值损失	11.0	20.0	14.0	10.0	7.0	NOPLAT 增长率	11.2%	165.3%	-61.6%	-47.2%	-224.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.4%	32.8%	4.1%	39.9%	19.2%
投资和汇兑收益	-0.6	-3.3	-1.4	-1.8	-2.1	净资产增长率	3.6%	0.8%	2.0%	4.7%	8.1%
营业利润	-57.8	-123.6	-59.4	-40.5	10.7	盈利能力					
加:营业外净收支	79.0	77.6	93.9	101.7	108.8	毛利率	28.1%	31.6%	31.6%	32.8%	34.2%
利润总额	21.2	-46.1	34.5	61.2	119.5	营业利润率	-9.9%	-22.4%	-8.5%	-4.1%	0.8%
减:所得税	5.2	-0.8	5.2	8.9	16.7	净利润率	1.8%	-7.5%	4.2%	5.3%	7.8%
净利润	10.7	-41.4	29.3	52.3	102.7	EBITDA/营业收入	-7.3%	-18.3%	-5.2%	-1.1%	3.9%
						EBIT/营业收入	-10.0%	-21.8%	-7.6%	-2.9%	2.6%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	31.8%	37.6%	33.8%	52.3%	54.0%
货币资金	406.5	312.4	307.6	293.7	394.4	负债权益比	46.7%	60.3%	51.2%	109.5%	117.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.08	2.26	2.91	2.37	2.73
应收帐款	318.0	341.1	429.4	654.3	836.6	速动比率	2.37	1.61	2.19	1.61	1.94
应收票据	29.4	25.0	41.6	53.4	74.0	利息保障倍数	54.32	-34.04	-8.72	-2.24	1.45
预付帐款	65.2	113.1	46.1	192.2	144.2	营运能力					
存货	242.2	324.4	274.4	572.4	591.5	固定资产周转天数	90	143	128	87	61
其他流动资产	1.2	15.7	6.9	8.0	10.2	流动营业资本周转天数	232	284	261	261	270
可供出售金融资产	16.0	15.0	10.3	13.8	13.0	流动资产周转天数	648	717	574	530	524
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	185	215	198	199	204
长期股权投资	8.9	8.4	8.4	8.4	8.4	存货周转天数	144	185	154	156	159
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	818	937	757	652	610
固定资产	181.1	256.2	243.2	230.2	217.1	投资资本周转天数	344	433	396	347	330
在建工程	35.1	13.8	13.8	13.8	13.8	费用率					
无形资产	36.5	41.7	37.9	34.2	30.4	销售费用率	9.8%	11.3%	10.5%	10.0%	9.5%
其他非流动资产	24.4	37.1	27.1	25.8	23.6	管理费用率	25.8%	37.5%	26.0%	24.0%	21.0%
资产总额	1,364.5	1,503.9	1,446.6	2,099.9	2,357.1	财务费用率	-0.2%	0.6%	0.9%	1.3%	1.8%
短期债务	84.8	156.5	125.0	144.7	190.1	三费/营业收入	35.4%	49.5%	37.4%	35.3%	32.3%
应付帐款	169.1	206.9	185.2	376.9	392.4	投资回报率					
应付票据	37.0	71.3	13.3	123.5	70.2	ROE	1.2%	-5.1%	3.5%	6.0%	10.7%
其他流动负债	54.4	66.9	56.9	103.3	98.2	ROA	1.2%	-3.0%	2.0%	2.5%	4.4%
长期借款	0.7	25.5	50.0	287.4	469.2	ROIC	-8.1%	-20.7%	-6.0%	-3.0%	2.7%
其他非流动负债	87.9	38.4	59.2	61.8	53.2	分红指标					
负债总额	434.0	565.6	489.6	1,097.6	1,273.3	DPS(元)	0.02	-	0.04	0.06	0.13
少数股东权益	71.0	123.4	123.4	123.4	123.4	分红比率	30.2%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	161.7	161.7	161.7	161.7	161.7	股息收益率	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%
留存收益	697.7	653.1	671.9	717.2	798.6						
股东权益	930.4	938.2	957.0	1,002.3	1,083.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	16.0	-45.3	29.3	52.3	102.7	EPS(元)	0.07	-0.26	0.18	0.32	0.64
加:折旧和摊销	17.0	21.9	16.8	16.8	16.8	BVPS(元)	5.31	5.04	5.15	5.43	5.94
资产减值准备	11.0	19.5	-	-	-	PE(X)	398.8	-103.3	145.9	81.6	41.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.0	5.2	5.1	4.9	4.4
财务费用	6.7	7.7	6.1	12.5	23.9	P/FCF	-106.1	-32.5	-481.0	-894.3	35.9
投资损失	0.6	3.3	1.4	1.8	2.1	P/S	7.3	7.8	6.1	4.4	3.3
少数股东损益	5.3	-3.9	-	-	-	EV/EBITDA	-93.0	-41.8	-115.8	-402.6	89.9
营运资金的变动	16.0	-228.3	-39.0	-329.5	-225.4	CAGR(%)	48.4%	-231.4	22.7%	48.4%	-231.4
经营活动产生现金流量	32.8	-158.8	14.6	-246.1	-79.7	PEG	8.2	0.4	6.4	1.7	-0.2
投资活动产生现金流量	-57.5	-75.9	3.3	-5.2	-1.4	ROIC/WACC	-0.8	-2.0	-0.6	-0.3	0.3
融资活动产生现金流量	-22.3	140.5	-22.7	237.4	181.9						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn