



华东数控 (002248.SZ/002248 CH)

产品结构持续优化，获利展望佳

Rmb10.6

增持

首次评级

**公司拜访
动态更新**

王志霖

886.2.2181.8730

stephen.wang@kgi.com.tw

魏宏达 (Coordinator)

86.21.6125.8673

■ 龙门型机床受钢材价格波动影响小

■ 08 年将推出 1.6 米、2.0 米落地搪，完成大型龙门搪、铣、磨床的布局

■ 09 年龙门型机床将完成全产，首次评级为「增持」

龙门型机床受钢材价格波动影响小

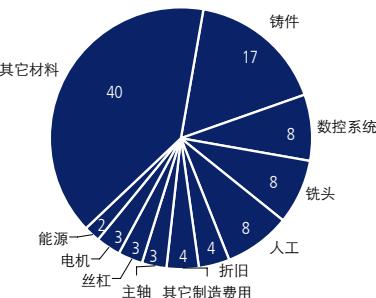
公司产品结构已确定往大型化、附加价值高的方向转型，而大型龙门机床抵御铸件价格波动的风险能力较高，主要理由是：

- 相较于普通机床，大型龙门机床铸件占总成本比重仅 15%，而普通机床铸件占成本比重达 25%。
- 龙门型机床平均交货时间长达 7 个月，因此在合约签订时原料价格多留有弹性调整空间。
- 龙门型机床国内生产厂商相对较少，以公司龙门式铣、磨床，较具实力者仅北京第一机床厂、上海重型机床厂、齐齐哈尔第二重型机床厂、沈阳机床集团、大连机床厂等，由于近年大型机床需求强劲，因此产品议价能力较强
- 公司龙门型机床也朝更大型化发展，由过去加工宽度 1 米逐渐提升至 3-5 米，产品单价急剧提升，因此铸件成本的影响也相形减弱，以 07/10-08/2 年的接单结构来看，产品均价高达 320 万元，较 07 年的平均单价提升 78%。

整体而言，产品结构的优化是抵制基础原料铸件价格波动最佳方法，公司 08 年龙门机床营收将达 2 亿元，较 07 年倍增，预估在新厂效益发挥下，09 年龙门型机床业绩上看 3.5 亿元，持续增长 75%。

图一：主要成本结构

成本比重，百分比



资料来源：凯基证券集团整理

图二：龙门机床跃升为获利主力

主要产品毛利占比，百分比	2005	2006	2007
龙门机床	29.1	26.3	37.3
加工中心	28.7	24.1	22.8
数控机床	3.0	6.1	10.7
普通机床	39.2	40.4	27.5
其它	(2.1)	3.3	1.7

资料来源：凯基证券集团整理

大型落地搪即将面世，09 年将产生贡献

公司大型机床过去以铣、磨床为主，近两年以自有资金投入市场需求强劲的落地搪床领域，目前国内主要厂商有昆明机床(600806.SS, Rmb12.03, 未评级)、齐齐哈尔二机床、武汉重型机床厂，推估重型搪铣床年市场规模约 20 亿元，公司 1.6 米及 2.0 米落地搪将于下半年开始将陆续在上海、北京机械展展出，预估将有订单效益产生，预估产品毛利率可达 30% 上下。

整体而言，公司在重型机床朝向铣、搪、磨床全面性的布局，因此公司面临单一产品的风险将大幅降低，且能提供客户一次性采购需求，民营化企业经营运策略的灵活弹性优点在此一揽无疑。

募集资金项目将于 08 年底逐渐发挥效益

公司投资项目均集中在大型化、高附加价值方向发展，目前进度如下：

- 数控龙门机床将最先产生效益，预估 08 年底即可全产能接单。
- 外圆磨床系与德国 Giebel 合作，该产品大量运用于汽车轴的加工，公司有权在中国、香港及台湾进行销售，该设备年进口金额约 8 亿元，目前仍有部分部件未完成国产化进度，预估 09 年约可达成产值的 30%



- 数控轧辊磨床大量应用在轧钢、造纸、纺织、印染、塑料橡胶行业，目前大部分仰赖进口，产品均价可达 400-1000 万上下，该产品处于研发投入阶段，我们预估效益须待 2010 年以后。

图三：募集资金项目中龙门机床效益将提前发挥

募集资金项目	总投资 (百万元)	达产后效益(百万元)				
		产量(台)	产品均价	达产营收	达产利润	利润率
数控龙门机床	98.0	200	1.51	302.7	34.19	11.3
数控外圆磨床	79.2	120	1.24	148.2	28.25	19.1
数控轧辊磨床	67.6	27	4.70	126.98	22.45	17.7

资料来源：凯基证券集团整理

民营化企业的优势将逐渐突显

我们比较了公司与其它企业的财务指标比较，虽然 07 年各项综合指标尚未有突出表现，但我们认为公司民营体制的灵活弹性、成本优势将随着产品成功转型将突显出来：

- 公司目前仍处于产品结构调整期间，07 年龙门机床占营收比重仍仅 26%，因此整体毛利率表现仍较同业为低，但公司龙门机床 07 年毛利率仍达 31.5%，并不较其它产商逊色，随着 08 年龙门机床继续朝大型化发展，毛利率有进一步提升空间。
- 公司管理及销售费用率优势突出，07 年费用率仅 6.98%，明显优于国有大型企业，显示公司承担的包袱较低且人事效率高，随着规模的扩大，公司费用率将有进一步降低的空间，若考虑 ROE 与营益率，公司的表现并不逊色。
- 负债率在 07 年虽然偏高，但成功上市后，公司 08 年底负债率将降低至 30-40%，优于同业。

图四：同业经营指标比较

公司代码	沈阳机床 000410.SZ	昆明机床 600806.SS	青海华鼎 600243.SS	秦川发展 000837.SZ	华东数控 002248.SZ
营业收入(百万元)	5,883	1,302	859	846	398
毛利率(%)	16.8	36.8	29.8	32.1	21.5
营业+管理费用率(%)	12.5	13.7	14.1	15.8	7.0
营益率(%)	4.3	23.1	15.7	16.3	14.5
ROE(%)	5.9	27.6	6.8	9.7	21.1
资产负债率(%)	81.6	46.4	60.0	40.3	58.0
流动比率(%)	1.0	1.6	1.4	2.1	1.4
应收帐款周转率(%)	5.9	9.0	5.1	6.4	6.1
存货周转率(%)	2.3	2.4	1.8	2.3	2.5

资料来源：凯基证券集团整理

2009 年 EPS 上看 0.88 元

09 年是公司产能释放的一年，也是公司产品结构大幅优化的一年，预估普通机床的占比将由 07 年的 46% 降至

32%，另外我们预估龙门机床业绩将达 3.5 亿元，其中外圆磨床将占 0.5 亿元，另外大型立式加工机营收也将达 1.5 亿元，我们预估 08-09 年营收分别达 5 亿元及 7.5 亿元，增长 25.6% 及 50%，净利润分别为 5800 万元及 1.06 亿元，增长 40% 及 82%，EPS 为 0.48 元及 0.88 元。

图五：产品结构朝数控化、大型化及高附加值方向发展

主要产品营收, 百万元	2006	2007	2008F	2009F	2010F
龙门机床	57	101	200	350	500
加工中心	54	61	70	150	200
数控机床	18	42	60	100	130
普通机床	178	183	160	140	120
其它	11	11	10	10	10
合计	317	397	500	750	960

资料来源：凯基证券集团整理

投资风险

- 铸件价格攀升风险：铸件是主要原料，铸件价格对普通机床利润率有明显影响，但对龙门机床影响较小
- 汇兑风险：公司普通机床出口较多，龙门机床基本未对外销售，出口金额占比约 30%，与进口金额相当，因此汇兑风险不大。

公司评价与投资建议

产品结构优化将对高企的钢材价格产生抵御作用，重型搪、铣、磨床的布局也将使公司有效规避单一产品风险，规模经济及产品结构优化的效益将于 09 年获得充分发挥，我们预估 09 年 EPS 可达 0.88 元，我们给予公司 1 年目标价 13.2 元(相当于 09 年 EPS 的 15 倍本益比)，首次评级为「增持」，潜在上涨空间为 24.5%。

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2007A	398	85	57	71	41	0.46
2008F	500	114	79	103	58	0.48
2009F	750	184	133	163	106	0.88
2010F	960	248	183	222	149	1.24
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2007A	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	26.3
2008F	2.7	17.0	8.2	21.9	3.1	24.1
2009F	1.8	10.1	13.0	12.0	2.3	31.3
2010F	1.4	7.1	8.2	8.5	1.7	32.0
产业	制造	52周股价(低/高):				10.6 - 16
12个月目标价(人民币元)	13.20	市值(十亿元/美金百万):				1.3 / 177
上涨/下跌空间(%)	24.5	流通在外股数(百万股):				120
上涨空间排名(percentile, %)	22	不受大股东控股股数(百万股):				24
股利收益率-12/08估(%)	N.A.	外资持有股数(百万股):				N.A.
每股净值-12/08估(人民币元)	2.4	3个月平均日成交量(百万股):				6
价格每股净值比-12/08估(x)	4.5	股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)				-33.8; N.A.; N.A.
净负债比率-12/08估(%)	22.4	股价相对表现 % (3, 6, 12个月)				-4.9; N.A.; N.A.



资产负债表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
资产总额	179	484	611	823	1,076
流动资产	172	273	364	529	713
现金及短期投资	40	33	73	112	194
存货	119	135	160	230	285
应收帐款及票据	3	85	110	165	210
其它流动资产	11	20	21	22	24
非流动资产	6	211	247	295	363
长期投资	6	3	3	3	3
固定资产	0	188	224	271	339
什项资产	0	19	20	20	21
负债总额	309	287	325	432	536
流动负债	265	201	288	396	493
应付帐款及票据	143	116	144	210	270
短期借款	98	49	109	151	185
什项负债	23	36	35	35	38
长期负债	45	86	37	37	43
长期借款	40	78	27	27	33
其它负债及准备	5	8	10	10	10
股东权益总额	118	197	285	391	540
普通股本	80	90	120	120	120
资本公积	0	40	40	40	40
保留盈余	38	67	125	231	380

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务报表分析

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
年成长率(%)					
营业收入	26.4	25.2	25.5	50.0	28.0
营业利益	59.0	50.8	36.7	69.1	38.1
EBITDA	12.3	(56.7)	45.2	58.5	35.8
税后纯益	36.7	44.8	40.5	82.0	40.7
每股盈余	36.7	28.7	5.3	82.0	40.7
获利能力分析(%)					
营业毛利率	19.0	21.4	22.7	24.5	25.8
营业利益率	12.0	14.4	15.7	17.7	19.1
EBITDA 利益率	51.5	17.8	20.6	21.7	23.1
税后纯益率	8.9	11.1	12.3	14.8	16.1
平均资产报酬率	18.6	13.4	11.3	15.4	16.3
平均净值报酬率	26.8	26.3	24.1	31.3	32.0
稳定性与偿债能力分析					
毛负债比率(%)	117.1	64.5	47.9	45.4	40.4
净负债比率(%)	83.2	47.7	22.4	16.8	4.5
利息保障倍数(X)	--	--	--	--	--
利息及短期债保障倍数(X)	0.3	1.0	0.7	0.9	1.0
Cash Flow Int. Coverage (X)	--	--	--	--	--
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	1.5	(1.3)	0.6	0.5	0.8
流动比率(X)	0.7	1.4	1.3	1.3	1.4
速动比率(X)	0.2	0.7	0.7	0.8	0.9
净负债(Rmb百万)	68.2	96.0	78.9	64.8	45.0
每股资料分析(人民币元)					
每股盈余	0.4	0.5	0.5	0.9	1.2
每股现金盈余	1.9	0.6	0.7	1.1	1.6
每股净值	1.5	2.2	2.4	3.3	4.5
每股营收	4.0	4.4	4.2	6.3	8.0
EBITDA/shr	0.5	0.6	0.7	1.1	1.5
每股股利	2.8	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
资产运用状况					
资产周转率(X)	2.1	1.2	0.9	1.0	1.0
应收帐款周转天数	3.0	78.0	80.3	80.3	79.8
存货周转天数	136.2	123.6	116.8	111.9	108.4
应付帐款周转天数	164.6	106.3	105.1	102.2	102.7
现金转换循环天数	(25.4)	95.3	92.0	90.0	85.5

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

损益表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营业收入	318	398	500	750	960
营业成本	258	313	387	566	712
营业毛利	60	85	114	184	248
营业费用	22	28	35	51	64
营业利益	38	57	79	133	183
利息收入净额	(6)	(11)	(8)	(5)	(3)
利息收入	(6)	(11)	(8)	(5)	(3)
利息支出	0	0	0	0	0
投资收益净额	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其它营业外收入净额	2	2	2	2	2
税前纯益	34	48	72	130	182
所得税费用	6	4	11	20	27
非常项目税后利润	28	44	62	111	155
非常项目(包括少数股东权益)	0	(3)	(4)	(5)	(6)
税后纯益	29	41	58	106	149
EBITDA	164	71	103	163	222
每股盈余(人民币元)	0.36	0.46	0.48	0.88	1.24

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

现金流量表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营运活动之现金流量	149	(64)	62	81	154
本期纯益	28	44	62	111	155
折旧及摊提	126	13	24	30	38
本期运用资金变动	(5)	(122)	(24)	(60)	(39)
其它营业资产及负债变动	(0)	0	0	0	0
投资活动之现金流量	(126)	(218)	(61)	(78)	(107)
资本支出净额	(116)	(201)	(59)	(77)	(105)
本期长期投资变动	0	3	0	0	0
其它资产变动	(10)	(19)	(2)	(1)	(2)
Free Cash Flow	23	(282)	1	3	47
融资活动之现金流量	63	30	42	41	41
现金增资	(6)	38	30	(0)	0
本期负债变动	68	(11)	9	41	41
其它长期负债变动	1	3	2	0	0
本期产生现金流量	86	(252)	43	44	88

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1 - $\frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{折旧及摊提}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{销管费用}}{\text{营业收入}}$	= 营业利润率
2006A	41.5%	39.5%	7.0%	12.0%
2007A	75.2%	3.4%	7.0%	14.4%
2008F	72.4%	4.9%	7.0%	15.7%
2009F	71.5%	4.0%	6.8%	17.7%
2010F	70.2%	4.0%	6.7%	19.1%
至12月31日	1 / $\frac{\text{营业运用资金}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{净固定资产}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{什项资产}}{\text{营业收入}}$	= 资本周转率
2006A	(0.1)	0.0	0.0	(17.8)
2007A	0.3	0.5	0.0	1.3
2008F	0.3	0.4	0.0	1.3
2009F	0.3	0.4	0.0	1.5
2010F	0.3	0.4	0.0	1.6
至12月31日	营业利润率	\times	资本周转率	\times 1 - 有效现金税率 = 税后 ROIC
2006A	12.0%	\times	(17.8)	\times 83.4% = (178.1%)
2007A	14.4%	\times	1.3	\times 92.2% = 16.8%
2008F	15.7%	\times	1.3	\times 85.0% = 17.5%
2009F	17.7%	\times	1.5	\times 85.0% = 22.5%
2010F	19.1%	\times	1.6	\times 85.0% = 25.2%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估