

华东数控

(002248.SZ/002248 CH)

2008年12月05日

研究网站：<http://research.kgi.com>

机械

增持

大陆

维持

✓ 王志霖

✓W 886.2.2181.8730

X stephen.wang@kgi.com.tw

✓ 魏宏达 (Coordinator)

✓W 86.21.6125.8673

投资报酬率表

L

收盘价 12月05日 (人民币元)	11.75
12个月目标价 (人民币元)	15.1
上涨/下跌空间 (%)	28.5
上涨空间排名 (percentile,%)	72
股利收益率-12/08估 (%)	N.A.

资产负债简表

M

每股净资产 -12/08估 (Rmb)	2.4
市净率 -12/08估 (x)	5.0
净负债比率 -12/08估 (%)	16.5

交易资料表

N

52周股价 (低/高):	6.4 - 16
市值:十亿元/美金百万	1.4/196
流通在外股数 (百万股):	120
不受大股东掌控(百万股):	30
外资持有股数 (百万股):	N.A.
3M平均成交量 (百万股):	1.8
股价表现 (3M) (%)	26
相对表现 (3M) (%)	27

公司概况

O

公司主要从事数控系统、数控机床、切削工具、手工具、金属切削机床、机床附件、液压件等的销售。是目前国内同时具有先进的龙门磨床和龙门铣床的设计和生产能力的少数企业之一。HD-500五轴联动数控系统软件获得“计算机软件著作权登记证书”，成为国内唯一拥有数控系统完全自主知识产权的机床企业，BZM-650博格式轨道板专用数控磨床技术也居国内前列。

中国大铁路计划的优先受惠族群

抢下京沪高速铁路轨道板专用设备大单

公司 BZM-650 博格式轨道板专用数控磨床居市场领先地位,08 年 11 月抢下京沪高速铁路 1.6 亿元大单,成为中国大铁路计划提速后首波受惠厂商,09-10 年是中国铁路建设投资高峰期,公司将持续受惠。

与德国希斯庄明合作抢食超大型铸锻件市场并建立重型机床技术储备

公司与德国希斯庄明全面合作将帮助公司完成下一阶段「质」的转变,2010 年公司将形成 5000 吨的超大型铸锻件对外加工能力,有助抢食核电、水电等超大型铸锻件商机,2011 年公司将完成中国首条 1.5-5MW 风机大型部件的柔性加工线,公司将具备为客户量身订做整线设备能力,附加值将大幅提高。

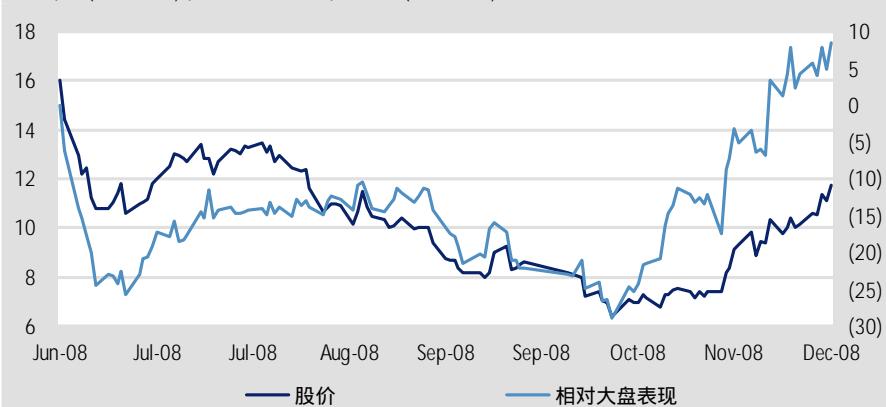
中国大铁路计划有助稳固公司业绩,投资评级给予「增持」

公司发展路线符合中国市场需求,在铁路建设提速下,公司业绩将因博格式轨道板专用数控磨床的订单而获得稳固支撑,预估 09 年 EPS 可达 0.75 元,给予公司 20 倍的目标本益比,得出一年目标价为 15.1 元,投资评级维持「增持」。

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)	税后利润 (百万元)	每股收益 (元)
2007A	398	85	57	71	41	0.46
2008F	465	113	72	96	57	0.47
2009F	600	163	109	137	91	0.75
2010F	723	197	134	164	113	0.94
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	398.3	85.2	57.4	70.9	41.4	0.5
2008F	465.0	113.5	71.6	96.0	56.6	0.5
2009F	600.0	163.2	109.2	137.5	90.6	0.8
2010F	723.0	197.4	133.8	164.4	112.9	0.9

华东数控股价走势图

股价,元(左坐标轴);相对大盘表现,百分比(右坐标轴)



资料来源：公司资料；凯基证券集团预估

公司估值

P

机械设备产业身为工业之母，重要性不言可喻，中国工业发展目前正处于从轻工业过度到重工业的转型期，基于中国重工业的长期竞争力及成本考虑，重型设备国产化趋势将势不可挡，我们认为公司将长期受惠于此一趋势。

配合中国工业发展趋势，公司产品结构也将继续朝多元化及重型化发展，08年公司已初步完成铣、磨、搪床的一体化布局，而成功接获博格式轨道板专用数控磨床1.6亿元大单也将使09年龙门型机床占营收比重将首度突破50%，在公司未来的5年计划里，公司将重点开拓铁路、清洁能源(核电、水电、风电)、航天、造船等产业设备市场，并藉由与德国希斯庄明(SCHIESS BRIGHTON GmbH)的合作，持续优化产品结构并建立超大型铸锻件的加工生产基地，完成公司下一阶段「质」的转变。

公司发展路线符合中国市场需求，2009-2010年在铁路建设提速下，公司业绩将因博格式轨道板专用数控磨床的订单而获得稳固支撑，2010年之后公司将同步受惠核电、风电等清洁能源所带动的庞大铸锻件商机。由于公司09年订单能见度较高且增长性也较同业为高，加上财务结构仍健康，我们预估公司09年EPS可达0.75元，给予公司20倍的目标本益比，得出一年目标价为15.1元，投资评级维持「增持」。

图一：同业营运指标比较:公司负债率以及费用率优于同业

2008年前三季度	沈阳机床	昆明机床	青海华鼎	秦川发展	华东数控
代码	000410.SZ	600806.SS	600243.SS	000837.SZ	002248.SZ
营业规模(百万元)	4,580	1,213	744	864	316
毛利率(%)	15.9	33.6	19.5	25.2	24.9
营业+管理费用率(%)	12.6	14.1	15.0	12.5	9.0
营益率(%)	3.3	19.6	4.5	12.7	15.9
ROE(%)	2.7	21.6	4.3	10.0	7.4
资产负债率(%)	82.3	48.3	61.4	40.5	37.2
流动比率(%)	1.0	1.5	1.5	2.0	1.9
应收帐款周转率(%)	4.6	6.6	3.5	6.3	3.7
存货周转率(%)	1.2	1.6	1.4	1.9	1.4

资料来源：Wind

图二：同业估值比较:公司成长性较为明确

公司	代码	收盘价 (元)	每股盈余(元)		本益比(倍)	
			2008F	2009F	2008F	2009F
沈阳机床	000410.SZ	5.05	0.17	0.29	30.3	17.4
秦川发展	000837.SZ	5.32	0.34	0.45	15.6	11.9
华东数控	002248.SZ	11.75	0.47	0.75	25.0	15.7
青海华鼎	600243.SS	5.07	0.17	0.19	29.8	26.7
昆明机床	600806.SS	7.66	0.68	0.86	11.3	8.9

资料来源：凯基证券集团整理

投资理由

Q

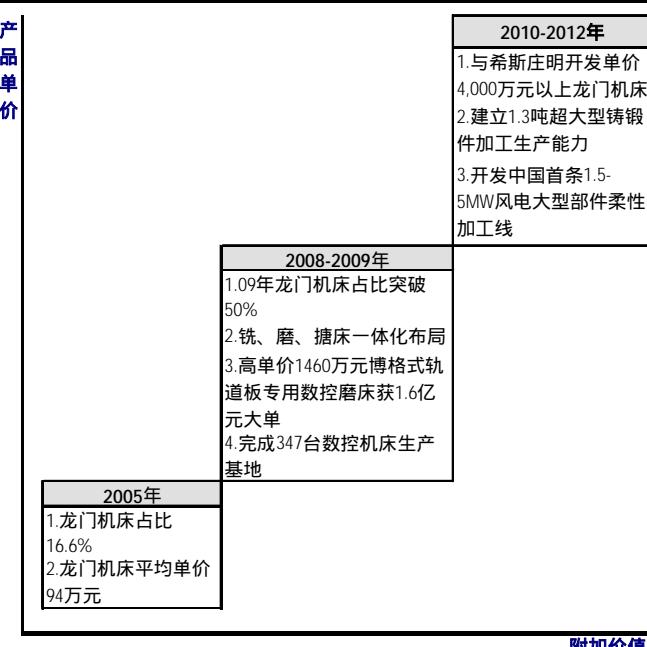
公司是中国大铁路计划的优先受惠族群

中国中长期铁路网调整规划出台，象征中国大铁路计划将正式提速推进，其中2020年客运专线的里程目标由原先的1.2万公里调高为1.6万公里，2009-2010年将是铁道投资密度最大的周期，铁道部规划2009-2010年将投资2万亿元于2万公里的铁路建设上，公司的BZM-650博格式轨道板专用数控磨床是铁路客运专线轨道基础建设所需设备，也是中国大铁路建设的优先受惠族群，08年11月公司正式取得京沪高速铁路(总长1300公里)博格板专用磨床11台的订单(总发采购量为14台)，金额高达1.6亿元(单价高达1,460万元)，市场份额达80%，对公司09年业绩将产生较大效益，以1.6万公里的客运专线里程目标推算，我们预估公司博格式轨道板专用数控磨床的市场需求仍有5-10亿元的空间。

藉与希斯庄明合作完成“质”的飞跃

与德国希斯庄明(SCHIESS BRIGHTON GmbH)的全面合作将帮助公司完成下一阶段「质」的转变，在2010年公司将具备制造数控龙门型移动式镗铣车削中心、320数控落地镗铣床及16米数控六轴滚齿机等国内空白产品的技术储备，并将具备5,000吨超大型铸锻件对外加工能力(产值1.5-2亿元)，有助抢食核电、水电等超大型铸锻件商机，2011年公司也将完成中国首条1.5-5MW风机大型部件的柔性加工线，公司将由单台工作母机制造商转化为帮客户量身订做整线设备的供货商，附加价值将大幅提高。

图三：产品发展路线图

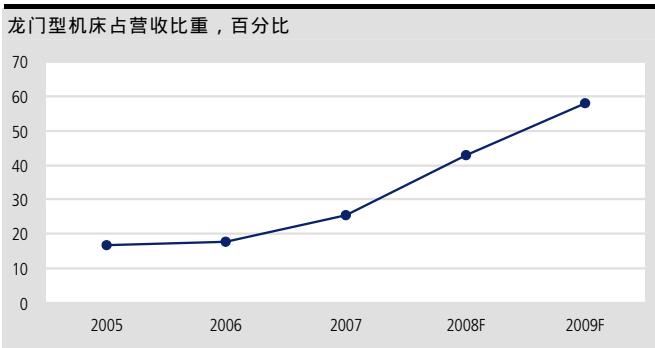


资料来源：凯基证券集团整理

产品结构持续优化

公司产品结构明确往大型化、附加价值高的方向转型，2008 年前三季公司数控机床占营收比重已达 58%，较 07 年 51% 有显著提升，提升主力来自于龙门型机床的出货持续攀升所致，我们判断 08 年龙门型机床占营收比重也将由 07 年的 25.4% 提升至 43%，而 09 年在博格式轨道板专用数控磨床的大量出货下，龙门型机床占营收比重将进一步攀升至 58%，产品利润率也将进一步提升。

图四：龙门型机床占营收比重



资料来源：凯基证券集团整理

公司简介

S

公司背景

公司主要从事数控系统、数控机床、切削工具、手工具、金属切削机床、机床附件、液压件等的销售。是目前国内同时具有先进的龙门磨床和龙门铣床的设计和生产能力的少数企业之一。HD-500 五轴联动数控系统软件获得“计算机软件著作权登记证书”，成为国内唯一拥有数控系统完全自主知识产权的机床企业，BZM-650 博格式轨道板专用数控磨床技术也居国内前列，成为中国大铁路建设计划的首波受惠厂商，公司产品结构也将继续朝多元化(铣、磨、搪床的一体化)及重型化发展，未来公司将重点开拓铁路、清洁能源(核电、水电、风电)、航天、造船等产业设备市场，藉由与德国希斯庄明的合作，持续优化产品结构并建立超大型铸锻件的加工生产基地，完成公司下一阶段「质」的转变。

产业趋势

T

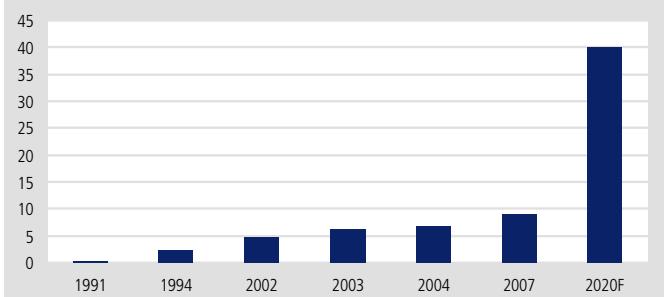
中国核能产业再次启动

优化电源结构及发展绿色能源是中国电源政策未来发展方向，包括超高临界火电、风电及核电都是符合这样的政策趋势，其中核电及风电又担负中国绿色环保的任务，根据国家公布的核电发展长期规划，计划 2020 年完成 4,000 万千瓦核电装机容量，但若依照 2008 年新成立的国家能源局的规划，国家能源局计划在 2020 年将核电装机容量占全国电力总装机容量的比例由原计划的 4% 提高至 5% 以上(2008 年核电装置容量占比仅 1.3%)，若依国家能源局的计划，则 2020 年中国核电装置容量有机会突破 5,000 万千瓦。

发改委在 08 年 11 月 12 日核准福建福清、浙江方家山及广东阳江约 10 台百万千瓦级核电站的开工，象征着中国核电产业发展进入另一阶段的提速期，若以目前中国市场主流 2.5 代核电站每千瓦造价约 12,000 元计算，10 台百万千瓦级核电站的开工象征着 1,200 亿元的商机。

图五：中国核电装置容量将提速

核能累计装置容量，千兆瓦



资料来源：凯基证券集团

图六：已运营以及在建核电站规划表

机组名称	所在地	容量(千瓦)	投运时间
秦山一期#1	浙江省海盐县	300	1991.4
秦山二期#2	浙江省海盐县	650	2002.4
秦山二期#2	浙江省海盐县	650	2004.3
秦山三期#1	浙江省海盐县	700	2002.12
秦山三期#2	浙江省海盐县	700	2003.11
大亚湾#1	广东省深圳市	984	1994.2
大亚湾#2	广东省深圳市	984	1994.5
岭澳#1	广东省深圳市	990	2002.5
岭澳#2	广东省深圳市	990	2003.1
田湾#1	江苏省连云港市	1060	2007.5
田湾#2	江苏省连云港市	1060	2007.8
岭澳二期#1	广东省深圳市	1080	2010(预计)
岭澳二期#2	广东省深圳市	1080	2010(预计)
秦山二期扩建#1	浙江省海盐县	650	2011(预计)
秦山二期扩建#2	浙江省海盐县	650	2011(预计)
红岩河一期*	辽宁大连	4 x 1,110	
宁德一期*	福建宁德	4 x 1,110	
福清一期*	福建福清	2 x 1,110	
方家山	浙江省方家山	2 x 1,110	
三门*	浙江省三门	2 x 1,117	
海阳*	山东省海阳	2 x 1,117	

附註:准备开工的还有湖南桃花江(中核集团)、湖北大畈(中广核)、江西彭泽(中电投)、广东省阳江和台山、田湾二期#3、#4, 红岩河二期, 山东石岛湾高温气冷堆核电站示范工程等。

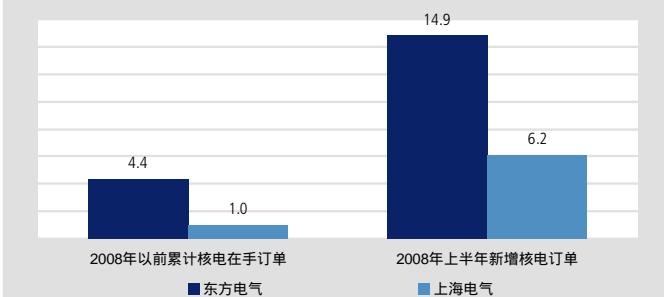
资料来源：凯基证券集团

目前核级电气设备供货商主要为东方电气(600875.SS, Rmb26.0, 未评级)、上海电气(02727.HK, HK\$2.92, 未评级)及哈尔滨动力(01133.HK, HK\$5.38, 未评级)，以08年上半年来看，东方电气及上海电气分别承接148.5亿元及61.5亿元的核电设备订单，分别占当年度电气设备新增订单的33%及10.3%。核电设备比重皆大幅度提升，两家厂商并已开始切入第三代百万千瓦级核岛设备领域，惟受制于目前国内对核级原材料及关键零部件自主供应能力仍不足，加上目前尚未形成规模化生产，核电设备毛利率仍偏低，我们认为如同风电在中国的发展路径一样，初期阶段核电关键原材料、零部件及机械设备供货商营运环境将优于整机制造商。

华东数控

图七：08年东方电气以及上海电气核电设备订单均同步大增

核电设备订单，十亿元



资料来源：凯基证券集团

核电设备种类多、数量大、精密度及安全级别要求高，以国产化率50%的秦山二期核电站为例，电站核岛、常规岛和BOP(汽轮发电机及辅助设备)各系统的设备有48,000多套件，其中机械设备约6,000套件，电气设备5,000多套件，仪器仪表25,000余套件。核电设备国产化率攸关核电的成本竞争力，未来国产化目标将提升至70%，百万千瓦级核电站的核心部件如核岛反应堆压力容器(RPV)、蒸汽发生器(SG)及核级材料(如特殊低合金钢)的自主生产都是必须攻克的难关，包括主泵、部分关键核级泵和核级阀门、堆内构件、大型铸锻件、蒸发器传热管以及部分特殊材料等制造能力明显不足，我们相信除了电气设备厂商受惠外，下游引申的机械设备及大型铸锻件制造商都将同步受惠。

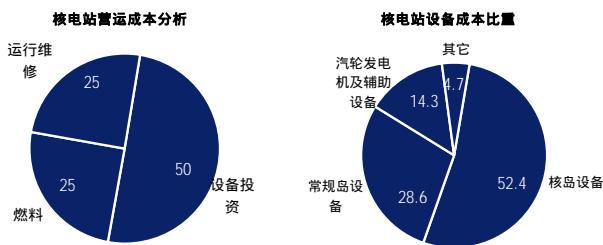
华东数控：近期宣布与德国希斯庄明(SCHIESS BRIGHTON GmbH)合作制造大型数控龙门型移动式镗铣车削中心、数控落地镗铣床及16米数控六轴滚齿机，目标即明确着眼在与核电、铁路建设相关大型零部件加工商机。

华锐铸钢(002204.SZ, Rmb13.39, 未评级)：为东方电气主要的电气设备铸锻件供货商，核电站相关铸锻件已开始送样给东方电气做认证。

太原重工(600169.SS, Rmb15.72, 未评级)：专业的起重设备制造商，并已开始涉入核电站相关起重设备。

图八：核电设备商机分析

成本比重，百分比



资料来源：发改委能源研究所

中国加速启动大铁路计划

铁道部中长期铁路网调整规划于 08 年 10 月 31 日经国家批准正式颁布实施。根据新调整的方案，将 2020 年全国铁路营业里程规划目标由 10 万公里调整为 12 万公里以上，其中客运专线由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里，电化率由 50% 调整为 60%。中长期铁路规划调整，重点将投资四大方向，主要包括：扩大快速客运网络；完善路网布局和西部开发性新线；构建以煤炭运输为主体的区际大能力通道；大规模改造既有铁路，相关细节如下：

1. 扩大快速客运网络。铁路快速客运网由客运专线、城轨交通和客货混跑快速线路组成，《调整规划》总规模达 5 万公里以上，较原规模增加 2 万公里。客运专线及城际铁路建设目标由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里以上。这一快速客运网，连接所有省会及 50 万以上人口的大城市，覆盖全国 90% 以上人口。

2. 完善路局和西部开发性新线。《调整规划》进一步扩大西部路网规模、完善中东部路网结构，将规划建设新线由 1.6 万公里调整为 4.1 万公里。新增中俄、中蒙等对外铁路通道，完善东北、西北、西南地区进出境国际铁路通道。

3. 构建以煤炭运输为主体的区际大能力通道。围绕十大煤炭外运基地和新疆地区，对煤运通道进行补充完善，加快大秦铁路等既有线路扩能改造，新增建设“三西”地区煤炭下海和铁路直达中南、华东内陆地区通道，以及新疆地区煤炭外运通道及集疏运系统，煤运通道运输能力达到 23 亿吨以上。

4. 大规模改造既有铁路。《调整规划》将增建二线建设规模由 1.3 万公里调整到 1.9 万公里，既有线电气化建设规模由 1.6 万公里调整为 2.5 万公里。

在具体的投资进程上，2009-2010 年将是铁道投资密度最大的周期，铁道部规划 2009-2010 年将投资 2 万亿元于 2 万公里的铁路建设上，华东数控的 BZM-650 博格式轨道板专用数控磨床具有中国第一台、世界第二台的市场地位，2006 年 2 月以及 2008 年 11 月分别取得京津高速铁路(总长 115.4 公里)以及京沪高速铁路(总长 1,300 公里)博格式轨道板专用设备的重大标案，根据铁道部的计划，中国 2009 年将完成 2,500 公里客运专线，2020 年客运专线将长达 1.6 万公里，博格板专用设备负责道枕及道叉的加工以及后续铁道营运后的轨道维护，将定期配置在铁道沿线，因此以每百公里配置 0.5-1 台专用设备的推估，未来博格式轨道板专用数控磨床市场需求仍有近 5-10 亿元的市场容量，而公司将是主要的设备供货商。

图九：中国铁路中长期规划(2004-2020 年)

中国大铁路计划(2004-2020年)

	2004版原版	2008年调整版
投资金额	1.5万亿	5万亿
2020年营业里程目标	10万公里	12万公里以上
铁路快速客运网	3万公里	5万公里
客运专线	1.2万公里	1.6万公里
铁路新线	1.6万公里	4.1万公里
电气化建设	1.6万公里	2.5万公里

附註:1. 2009-2010 年將投資 2 萬億元於 2 萬公里的鐵路建設

2. 铁路快速客运网由客运专线、城轨交通和客货混跑快速线路组成
资料来源：凯基证券集团整理

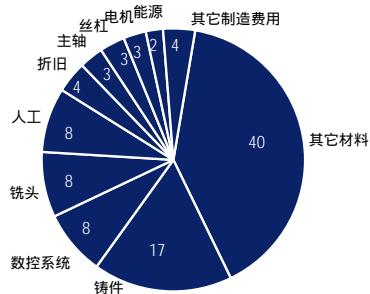
风险分析



1. 铸件价格攀升风险：铸件是公司产品主要原料之一，铸件价格对普通机床利润率有明显影响，公司已于 2008 年入主公司的中大型铸件的主要供货商弘久锻铸公司(持股 51%)，将有效避免铸件价格波动风险以及铸件供应紧张风险。

图十：铸件是公司产品主要原材料

成本比重，百分比



资料来源：凯基证券集团整理

2. 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。

营运分析

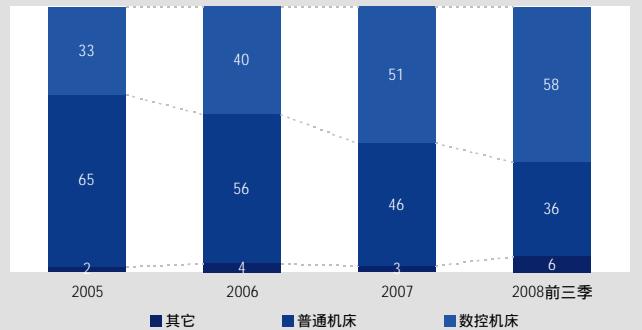


08 年前三季数控机床提升至 58%

公司产品结构明确往大型化、附加价值高的方向转型，2008 年前三季公司数控机床占营收比重已达 58%，较 07 年 51% 有显著提升，提升主力来自于龙门型机床的出货持续攀升所致，我们判断 08 年龙门型机床占营收比重也将由 07 年的 25.4% 提升至 43%。也得益于数控化率提高以及龙门机床的占比提升，使的公司 08 年前三季有效抵御了原材料价格攀升对产品毛利率的稀释，2008 年前三季平均毛利率达 24.6%，较 2007 年的 21.5% 显著提升。

图十一：产品结构变化

营收比重，百分比



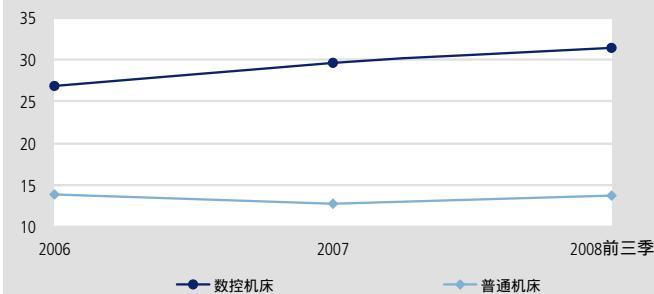
附注:数控机床涵盖龙门机床，加工中心以及数控机床

资料来源：凯基证券集团

华东数控

图十二：龙门型机床比重提升使的数控机床毛利率持续获得改善

毛利率，百分比



附注:数控机床涵盖龙门机床，加工中心以及数控机床

资料来源：凯基证券集团整理

产品继续朝多元化及重型化发展

从公司募投资金用途以及与德国希斯庄明(SCHIESS BRIGHTON GmbH)的合作计划来看，公司在产品的发展路径将朝多元化(铣、磨、搪一体化)以及重型化发展，公司在 2008 年已正式将 1.6 米及 2.0 米落地搪产品推向市场，完成铣、磨、搪床的初步布局，另外在产品重型化的发展也取得突破性进展，08 年 11 月公司成功取得京沪高速铁路博格板专用设备 1.6 亿元大单，产品均价高达 1,460 万元，再次创下公司新纪录，未来公司将继续与德国希斯庄明合作开发数控龙门型移动式镗铣车削中心、320 数控落地镗铣床及 16 米数控六轴滚齿机，上述产品均价均在人民币 5,000 万元以上，有助公司累积超重型机床的技术实力。

图十三：募集资金项目重在产能扩充以及完善产品线

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	200	1.5	303	34	11.3
数控外圆磨床	79	120	1.2	148	28	19.1
数控轧辊磨床	68	27	4.7	127	22	17.7
合计	245	347	7.5	578	85	14.7

资料来源：招股书

入主弘久锻铸向上掌握大型铸件生产环节

公司 08 年 7 月透过增资机会入主弘久锻铸(中日合资企业，2004 年 9 月成立)，弘久锻铸公司是公司中大型铸件主要供货商，07 年对公司铸件的供应比重高达 33%，该公司效益良好，08 年营收预计完成 1 亿元(07 年营收仅 2,900 万元)，入主弘久锻铸将使公司有效控制上游原

材料部份供应渠道，对于公司未来成本控制也将产生稳定效果。

与希斯庄明的合作有助公司完成“质”的飞跃

公司与与德国希斯庄明(SCHIESS BRIGHTON GmbH)的合作案分两个部分：

1. 合作研发产品。合作开发数控龙门型移动式镗铣车削中心、320 数控落地镗铣床及 16 米数控六轴滚齿机，累积大型机床的技术实力外，预计 2010 年将形成 1.3 万吨超大型铸锻件的加工能力，其中 5,000 吨可对外承接大型铸锻件的代工，主要锁定核电、火电、水电站的大型铸锻件的加工商机，其中中国在核电的大型铸锻件仍存在严重瓶颈，以刚核准动工的福建福清核电站首两台百万千瓦级核电机组的建设周期为 2009—2013 年(6 台机组完成年度为 2017 年)来看，我们认为公司切入的时间点正逢其时，以目前一般大型铸锻件加工价格每吨 3 万元计算，5,000 吨的加工产值高达 1.5 亿元，净利润率应可达 20%，年利润贡献约 3,000 万元。

图十四：与德国希斯庄明技术合作内容

合作项目	规格型号	产品单 价(百万 欧元)	预计投入资 金(人民币 百万元)	加工能力 (吨/年)	投产日期	产品地位
数控龙门型移 动式镗铣车削	Type SGM- 60/80-80	9-10	68.2	5,000	2010.5	国内第一台
320数控落地 镗铣床	HBM- 320/137	6.5	57.2	4,000	2010.12	国内第一台
16米数控六轴 滚齿机	RF-CNC 50/160	6.5	53.1	4,000	2010.4	国内第二台

资料来源：凯基证券集团整理

2. 成立子公司。与德国希斯庄明合资设厂(公司持股 75%)，预计投资 4 亿元建立中国首条 1.5-5MW 风机大型部件的柔性加工线，该加工线是由大型数控立车、落地镗铣床以其它工作机台所组成的加工单元，并配置智能化传输系统、自动化检测系统等，实现零件全自动化加工，有助提升产品精度、生产效率并且大量降低人力成本的投入，该合作项目主要是将公司由现有的单台工作母机制造商转化为帮客户量身订做整线设备的供货商，附加价值将大幅提高，该生产线预计 2011 年建成。

透过与希斯庄明的合作，公司将完成重要的产品质量的

飞跃，除了将产品结构继续朝向高单价、高附加值以及超大型机床产品转化外，也将使公司具备为客户量身订做整线设备的能力，有助提升公司的竞争优势。

09 年 EPS 上看 0.75 元

公司前三季营收及净利润分别为 3.16 亿元及 3619 万元，分别增长 13.14% 及 41%，利润增速大于营收主因高附加值龙门机床占比提升所致(由 07 年的 51% 提升至 08 年前三季的 58%)，惟受到全球经济衰退影响，普通机床以及标准型数控机床订单呈现萎缩，普通机床前三季营收衰退 17%，考虑年底将进行增值税改革，也将影响客户下单以及提货意愿，基于保守原则，我们预估 08 年营收及净利润分别为 4.65 亿元及 0.57 亿元，成长 37% 以及 17%，EPS 为 0.47 元。

09 年是公司产能释放的一年，加上 1.6 亿元京沪高速铁路博格板专用设备的大单挹注，09 年龙门机床比重将进一步提升至 70%，产品毛利率也有提升空间，我们预估 09 年营收及净利润分别为 6 亿元及 0.91 亿元，成长 29% 以及 60%，EPS 为 0.75 元。

图十五：财务预估假设基础

营收(百万元)	2006	2007	2008F	2009F	2010F
BZM-650博格板磨床	-	-	-	160	140
龙门机床	57	101	200	200	300
加工中心	54	61	60	60	78
数控机床	18	42	50	40	60
普通机床	178	183	140	120	120
其它	11	11	15	20	25
合计总营收	317	397	465	600	723
毛利率(百分比)					
BZM-650博格板磨床				35.0	35.0
龙门机床	28.3	31.6	31.5	31.0	31.0
加工中心	27.3	31.9	31.5	31.0	31.0
数控机床	20.9	21.9	21.5	20.0	20.0
普通机床	13.9	12.8	13.5	13.0	13.0
其它	17.4	13.8	13.5	13.5	13.5
平均毛利率	19.2	21.5	24.4	27.2	27.3

附注:BZM-650 博格板磨床 06 年出货一台，单价 1212 万元

资料来源：凯基证券集团预估

资产负债表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
资产总额	179	484	602	782	987
流动资产	172	273	374	553	719
现金及短期投资	40	33	83	136	200
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	228	229	268
长期投资	6	3	5	10	17
固定资产	0	188	203	198	230
什项资产	0	19	20	20	21
负债总额	309	287	318	407	500
流动负债	265	201	282	374	463
应付帐款及票据	143	116	144	210	270
短期借款	98	49	103	129	155
什项负债	23	36	35	35	38
长期负债	45	86	36	33	37
长期借款	40	78	26	23	27
其它负债及准备	5	8	10	10	10
股东权益总额	118	197	284	374	487
普通股本	80	90	120	120	120
资本公积	0	40	40	40	40
保留盈余	38	67	124	214	327

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务比率

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	16.7	29.0	20.5
营业利益	59.0	50.8	24.7	52.5	22.5
EBITDA	12.3	(56.7)	35.5	43.2	19.6
税后纯益	36.7	44.8	36.8	60.0	24.7
每股盈余	36.7	28.7	2.6	60.0	24.7
获利能力分析(%)					
营业毛利率	19.0	21.4	24.4	27.2	27.3
营业利益率	12.0	14.4	15.4	18.2	18.5
EBITDA 利益率	51.5	17.8	20.7	22.9	22.7
税后纯益率	8.9	11.1	12.9	15.9	16.4
平均资产报酬率	18.6	13.4	11.1	13.8	13.4
平均净值报酬率	26.8	26.3	23.6	27.5	26.2
稳定性\偿债能力分析					
毛负债比率(%)	117.1	64.5	45.6	40.7	37.4
净负债比率(%)	83.2	47.7	16.5	4.4	Net cash
利息保障倍数(X)	--	--	--	--	--
利息及短期债保障倍数(X)	0.3	1.0	0.6	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (X)	--	--	--	--	--
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	1.5	(1.3)	0.6	0.5	0.7
流动比率(X)	0.7	1.4	1.3	1.5	1.6
速动比率(X)	0.2	0.7	0.8	0.9	0.9
净负债(Rmb百万)	68	96	70	32	(1)
每股资料分析(人民币元)					
每股盈余	0.36	0.46	0.47	0.75	0.94
每股现金盈余	1.93	0.61	0.68	0.99	1.20
每股净值	1.47	2.19	2.36	3.12	4.06
每股营收	3.98	4.43	3.88	5.00	6.03
EBITDA/shr	0.48	0.64	0.60	0.91	1.11
每股股利	2.84	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	0.9	0.8
应收帐款周转天数	3.0	78.0	86.3	100.4	106.0
存货周转天数	136.2	123.6	125.6	139.9	143.9
应付帐款周转天数	164.6	106.3	113.0	127.8	136.3
现金转换循环天数	(25.4)	95.3	98.9	112.5	113.6

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	465	600	723
营业成本	258	313	352	437	526
营业毛利	60	85	113	163	197
营业费用	22	28	42	54	64
营业利益	38	57	72	109	134
利息收入净额	(6)	(11)	(9)	(10)	(10)
利息收入	(6)	(11)	(9)	(10)	(10)
利息支出	0	0	0	0	0
投资收益净额	0	(0)	2	5	7
其它营业外收入净额	2	2	2	2	1
税前纯益	34	48	67	106	132
所得税费用	6	4	7	11	13
非常项目税后利润	28	44	60	96	119
非常项目(包括少数股东权益)	0	(3)	(4)	(5)	(6)
税后纯益	29	41	57	91	113
EBITDA	164	71	96	137	164
每股盈余(人民币元)	0.36	0.46	0.47	0.75	0.94

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)	58	59	104
本期纯益	28	44	60	96	119
折旧及摊提	126	13	24	28	31
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	(2)	(5)	(7)
投资活动之现金流量	(126)	(218)	(40)	(24)	(63)
资本支出净额	(116)	(201)	(38)	(23)	(62)
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)	18	35	40
融资活动之现金流量	63	30	35	23	30
现金增资	(6)	38	30	(0)	(0)
本期负债变动	68	(11)	2	23	30
其它长期负债变动	1	3	2	0	0
本期产生现金流量	86	(252)	53	58	70

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	70.3% 5.3% 9.0% 15.4%
2009F	68.1% 4.7% 9.0% 18.2%
2010F	68.5% 4.2% 8.8% 18.5%
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 0.3 0.0 1.4
2010F	0.3 0.3 0.0 1.5
至12月31日	营业利润率 x 资本周转率 x 1 - 有效现金税率 = 税后 ROIC
2006A	12.0% x (17.8) x 83.4% = (178.1%)
2007A	14.4% x 1.3 x 92.2% = 16.8%
2008F	15.4% x 1.3 x 90.0% = 18.0%
2009F	18.2% x 1.4 x 90.0% = 23.4%
2010F	18.5% x 1.5 x 90.0% = 24.2%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

经营据点	大中华区	台湾
	KGI Asia 上海代表处： 上海市仙霞路 317 号 2502-2504 室 邮政编号:200051	KGI 凯基证券股份有限公司 104 台北市明水路 700 号 电话 886.2.2181.8888 传真 886.2.8501.1691
	KGI Asia 深圳代表处： 深圳市罗湖区宝安南路 2014 号振业大楼 A 座 24D1 邮政 编号:518008	

香港	泰国
香港凯基证券 香港中环花园道三号中国工商银行大厦二十七楼 电话 852.2878.6888 传真 852.2878.6790	泰国凯基证券 9th, 23rd, 24th, 25th, 45th floors, United Central Building 323 Silom Rd, Bangkok 10500, Thailand 电话 66.2.231.1111 传真 66.2.267.8290

股价说明	等级	定义
	增加持股 (OP)	个股未来十二个月的「超额报酬」(Excessive Return) 在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在前 40%。
	持有 (N)	个股未来十二个月的「超额报酬」在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在前 40%和后 40%之间。
	降低持股 (U)	个股未来十二个月的「超额报酬」在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在后 40%。
	未评等 (NR)	凯基证券集团未对该个股加以评等。
	受法规限制未评等 (R)	受凯基证券集团内部政策和/或相关法令限制使凯基证券集团无法进行某些形式的信息交流，其中包括提供评等给投资人参考。 $\text{*超额报酬} = (\text{十二个月目标价}/\text{现价}) - 1$
	备注	分析师每次出版研究报告的个股都会和凯基证券集团所追踪的相关市场中的其它个股就「超额报酬」这一项进行比较，然后根据比较的结果提出对该个股的评等。在分析师未对某个股提出新的报告之前，个股的评等不会自动有所更动。
	资料来源	凯基证券集团

免责声明
本报告之内容皆来自凯基证券集团认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，过后若有变更时，本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。投资人应审慎考量本身之投资风险，并就投资结果自行负责。本集团所属公司之主管或员工皆有可能持有报告中所提及的证券。本集团所属公司并可能经常提供投资银行或其它服务给报告中提及之公司或向其争取相关业务。