



核风电电零部件加工空间巨大

——华东数控（002248）调研快报

2010年4月19日

推荐/维持

机械行业

调研快报

杨丽萍 yanglp@dxzq.net.cn 010-66507311

林阳 执业证书编号：S1480208070051

事件：

华东数控销售好转，华东重工建设如期推进。

问题 1：根据高铁建设的进展情况，2009 年是博格板机床需求的高峰，未来在该项业务需求下降的情况下，公司龙门机床的订单是否有保障？

公司 2009 年龙门机床实现销售收入 3.67 亿元，其中 3 亿元为博格板机床。公司目前在手机床订单 4 亿多元，其中龙门机床 3 亿多元（博格板机床订单 3000 万元左右）。公司龙门机床目前销售形势很好，预计全年可以实现 25%以上增长。

公司龙门机床为通用型设备，主要需求领域为机械、军工、船舶等，高铁博格板磨床只是龙门机床的一种，公司 09 年因为接单高铁订单而挤压了其他龙门机床的订单，因此公司的未来发展不依赖于高铁。

问题 2：与北一机龙门铣相比，公司龙门铣产品的优势是什么？

公司技术从最初向台湾、韩国学习到后来向日本、德国学习，技术上步步提高。公司龙门铣和北一机技术来源不一样，华东数控的主要是希斯技术，北一机的是科堡技术，两者各有优势。

问题 3：公司普通机床的订单恢复程度如何？

公司普通机床销售超预期，库存脱销。公司原来实行每周 6 天每天 8 小时工作制，现在延长至每天 10 小时。

问题 4：原材料涨价对公司毛利率的影响程度？

公司产品成本中占比最大的主要原材料为铸件，铸件成本占公司主营业务成本平均为 18.99%。由于铸件价格波动较大，2008 年、2009 年铸件的采购均价分别较上年波动 22.00%、-4.18%。铸件价格波动对数控机床产品影响较小、对普通机床产品影响较大。如果原材料价格上涨较快，公司会考虑提价。

问题 5：一季度业绩环比不如四季度的原因？

主要因为 3 月份之前提货较少，从 2、3 季度开始机床销售比较活跃。

问题 6：公司年报中计划 2010 年业绩增长 30%的目标能否实现？

公司经营目标是在全面判断市场、产能、资金的基础上做出的，目前销售形势良好，计划有可能实现。若龙门机床没有出现大批量订单，则向上超预期的可能性较小。

问题 7: 公司长远计划是实现 100 亿销售收入, 利税 30 亿, 是否可行?

“100 亿销售收入, 30 亿利税”是一个远期的规划, 未来重型机床市场空间有限, 但核电与风电零部件加工业务空间广阔。

问题 8: 核电与风电零部件加工业务未来主要在华东重工开展, 目前该公司建设进展情况如何?

华东重工注册资本 3000 万美元, 其中华东数控出资 2250 万美元持股 75%; 希斯庄明出资 750 万美元持股 25%。华东重工一期工程厂房占地约 33000 平米, 一期完工投产后, 2011 年考虑二期工程。华东重工一期厂房设计起吊吨位 300 吨, 而公司原来厂房起吊吨位 50 吨, 目前厂房建设已经完成, 计划 2010 年底设备安装完毕。2010 年底可能生产 3 米宽的龙门铣及 8 米高的立车。

华东重工的主要业务是向机床下游衍生, 为核电、风电提供零部件。

核电零部件加工: 未来 10 年核电发展空间巨大, 按照 2020 年核电装机容量占全国电力总装机容量 5% 的目标, 需新增核电装机 8000 万千瓦, 按 1.5 万元/千瓦造价计算, 核电建设投资在 1.2 万亿左右, 以设备及燃料采购占总投资 50%、国产化率 80% 计算, 国内核电设备市场需求额为 4800 亿元。华东重工的业务为生产加工核电站蒸发器, 每座核电站有近 10 个蒸发器, 而每个蒸发器在加工前锻造好的零部件价值 1 亿, 冷加工费 1 个亿, 因此核电零部件加工存在巨大需求空间。公司想从熔炼-锻造-冷加工一条链入手, 衍生产业链。目前华东重工已经从韩国斗山聘请了 6 名工程师, 帮助规划相关生产线布局。

公司核电零部件加工业务先期会和二重等公司合作, 因此核电加工认证问题将较易解决, 估计加工毛利率在 50% 左右。

风电零部件加工: 中国风力资源丰富, 内地及近海风资源可开发量约为 10 亿千瓦, 中国风能资源储量是印度的 30 倍, 德国的 5 倍, 但目前装机仅为印度的 1/2.5, 德国的 1/8, 未来有较大的发展空间。风电规模化发展给风电设备制造业及下游的风电增速箱等生产商提供了广阔的市场空间。华东重工提供柔性加工生产线, 加工 1.5-5 兆瓦的风电齿轮箱壳体。与现有的加工方式相比, 柔性加工生产线可以提高加工精度和效率, 同时前期希斯庄明在欧洲有成功先例, 因此华东数控开拓此项业务成功的可能性较大。

问题 9: 目前公开增发项目的市场空间?

公开增发项目募集资金 3.5 亿, 将重点发展数控大型龙门镗铣床和数控大型落地铣镗床两个系列的大型机床产品, 主要下游为电力 (特别是核电及风电)、船舶、冶金、军工、航空航天等行业。该项目投资建成后, 公司数控大型机床生产能力进一步增强, 将可替代同类进口产品。项目达产后, 可实现年均新增销售收入 5.3 亿元, 年均新增利润总额 9988 万元。

盈利预测及投资建议:

上调公司盈利预测, 预计公司 10-11 年每股收益为 1.09、1.37 元, 对应 PE 为 37.63、30.03 倍, 维持“推荐”评级。

表 1 华东数控分产品营业收入预测

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
龙门机床	100.74	148.32	366.56	469.19	563.03

加工中心	60.72	57.40	60.39	81.52	101.90
数控铣床及磨床	41.54	35.95	21.61	28.53	34.23
数控产品小计	203.00	241.67	448.55	579.24	699.16
铣床	110.48	78.79	36.85	66.33	86.23
磨床	72.57	56.47	38.31	72.80	91.00
普通机床小计	183.05	135.27	75.17	139.13	177.23
铸件	0.00	28.71	12.21	17.10	22.23
机床配件及其他	12.29	15.19	37.98	41.78	50.14
零部件加工				5.00	20.00
合计	398.35	420.83	573.92	782.25	968.76
毛利率%	2007	2008	2009	2010E	2011E
龙门机床	31.6%	35.7%	41.7%	41.0%	40.2%
加工中心	31.9%	30.2%	29.0%	30.0%	27.0%
数控铣床及磨床	21.9%	24.8%	21.2%	23.5%	22.4%
数控产品小计	29.7%	32.8%	39.0%	38.6%	37.4%
铣床	12.0%	13.0%	15.2%	14.5%	14.4%
磨床	14.0%	14.2%	12.2%	13.8%	13.7%
普通机床小计	12.8%	13.5%	13.7%	14.1%	14.0%
铸件		13.8%	22.5%	20.0%	20.0%
机床配件	13.8%	19.5%	32.0%	23.0%	23.0%
零部件加工				50.0%	50.0%
合计	21.5%	24.8%	34.9%	33.1%	32.2%

表 2 华东数控盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E		
主营收入 (百万元)	420.83	573.92	782.25	968.76		
主营收入增长率	5.64%	36.38%	36.30%	23.84%		
EBITDA (百万元)	79.45	162.11	242.26	278.68		
EBITDA 增长率	15.91%	104.04%	49.45%	15.03%		
净利润 (百万元)	50.72	115.97	140.44	176.01		
净利润增长率	22.09%	128.64%	21.11%	25.33%		
ROE	10.05%	19.10%	13.42%	14.94%		
EPS	0.48	0.97	1.09	1.37		
P/E	85.52	42.32	37.63	30.03		
P/B	9.76	8.11	5.05	4.48		
利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%
营业收入	420.83	573.92	782.25	36.30%	968.76	23.84%
营业成本	314.07	372.90	523.43	40.37%	656.45	25.41%
营业费用	14.31	17.83	25.03	40.38%	31.00	23.84%
管理费用	26.68	42.82	54.76	27.88%	67.81	23.84%

财务费用	10.03	8.83	17.73	100.87%	10.44	-41.11%
投资收益	0.00	0.27	0.33	20.00%	0.39	20.00%
营业利润	50.75	124.13	152.52	22.87%	193.53	26.89%
利润总额	60.39	135.80	162.82	19.90%	203.74	25.13%
所得税	6.27	15.77	17.10	8.41%	21.39	25.13%
净利润	54.12	120.03	145.72	21.41%	182.35	25.13%
归属母公司所有者的净利润	50.72	115.97	140.44	21.11%	176.01	25.33%
NOPLAT	54.47	117.52	152.38	29.66%	182.55	19.80%
资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%
货币资金	85.88	185.16	458.26	147.50%	510.15	11.32%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	92.36	185.28	171.45	-7.47%	212.33	23.84%
预付款项	68.15	153.05	257.73	68.40%	389.02	50.94%
存货	240.41	278.95	329.84	18.24%	413.66	25.41%
流动资产合计	499.33	834.32	1,250.19	49.85%	1,565.86	25.25%
非流动资产	349.45	712.93	706.17	-0.95%	691.74	-2.04%
资产总计	848.78	1,547.25	1,956.36	26.44%	2,257.59	15.40%
短期借款	40.00	176.00	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	101.52	103.48	141.97	37.19%	178.05	25.41%
预收款项	54.06	116.98	195.21	66.87%	292.08	49.63%
流动负债合计	263.82	477.63	437.12	-8.48%	595.01	36.12%
非流动负债	40.00	367.00	372.00	1.36%	377.00	1.34%
少数股东权益	40.17	95.46	100.74	5.53%	107.07	6.29%
母公司股东权益	504.80	607.17	1,046.50	72.36%	1,178.51	12.61%
净营运资本	235.51	356.69	813.06	127.95%	970.84	19.41%
投入资本 IC	536.58	1,057.96	1,060.97	0.28%	1,152.43	8.62%
现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%
净利润	54.12	120.03	145.72	21.41%	182.35	25.13%
折旧摊销	18.67	29.15	0.00	N/A	74.71	N/A
净营运资金增加	163.97	121.17	456.37	276.62%	157.78	-65.43%
经营活动产生现金流	23.81	64.09	235.39	267.30%	167.93	-28.66%
投资活动产生现金流	(147.72)	(449.65)	(71.67)	N/A	(66.61)	N/A
融资活动产生现金流	170.25	485.53	109.39	-77.47%	(49.45)	N/A
现金净增 (减)	46.34	99.97	273.11	173.20%	51.88	-81.00%

分析师简介

杨丽萍

金融学硕士，2008年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。

