

路永光

执业证书编号: S0730209060093

021-50588666-8030

luyg@ccnew.com

## 向核电设备延伸, 高铁盛宴过后依旧可期

——华东数控 (002248) 调研报告

### 研究报告-公司调研

增持 (首次)

发布日期: 2010年9月3日

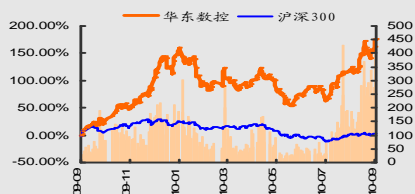
#### 市场数据 (2010年08月31日)

收盘价 (元)	27.68
一年内最高/最低 (元)	55.35/19.91
沪深300指数	2903.19
市净率 (倍)	7.17
流通市值 (亿元)	21.45

#### 基础数据 (2010年06月30日)

每股净资产 (元)	7.72
每股经营现金流 (元)	0.13
毛利率 (%)	32.84
净资产收益率 (%)	7.90
资产负债率 (%)	41.18
总股本/流通股 (万股)	25750/7750
B股/日股 (万股)	/

#### 个股相对沪深300指数走势



联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

#### 报告关键要素:

公司是国内综合实力较强的机床厂商, 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少数企业之一。凭借良好的质量和实力, 公司除了保持在高铁设备领域的优势外, 在新能源和航空航天等行业应用不断取得新突破。

#### 投资要点:

- **上半年业绩平稳增长。**公司2010年上半年实现营业总收入3.24亿元, 同比增长33.25%; 实现归属于上市公司股东的净利润0.53亿元, 同比增长31.16%; 基本每股收益0.41元。基本符合预期。
- **数控化率提高, 产品结构转型。**适应国内机床产业高端化趋势, 公司产品结构数控化率不断提高, 目前已达80%; 公司受益于高铁建设, 但是并不受限于该领域, 积极开发大型精密数控龙门机床, 向核电、航空航天等大型工程领域延伸。
- **未来核电项目值得期待。**公司成立核电公司, 计划建成国际先进核电重型精密零部件及成套设备生产制造基地, 与控股子公司华东重工形成较为完整核电设备产业链, 值得期待。
- **给予“增持”评级。**我们预计公司2010-2011年EPS分别为0.75元和1.04元, 对应10-11年PE分别为36.91倍和26.62倍, 高于机床行业PE33.34倍的平均估值, 但考虑未来行业良好的增长前景和公司地位, 给予“增持”评级。
- **风险提示。**经济周期导致下游产业波动; 新领域开拓进度落后预期。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	4.21	5.74	7.02	8.88
增长比率 (%)	5.78	36.34	22.30	26.50
净利润 (亿元)	0.51	1.16	1.93	2.69
增长比率 (%)	21.4	127.45	66.38	39.37
每股收益 (元)	0.43	0.97	0.75	1.04
市盈率 (倍)	64.37	28.53	36.91	26.62

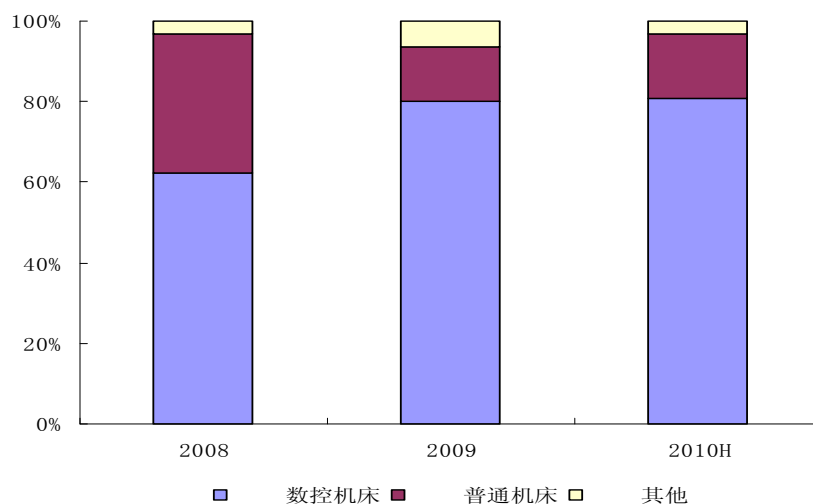
## 1. 公司简介: 综合实力突出的机床企业

华东数控以研制、生产制造数控机床、数控机床关键功能部件及普通机床为主营业务，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少数企业之一。公司成功开发了开放式 5 轴联动数控系统，是国内唯一拥有数控系统完全自主知识产权的机床企业。根据中国机床工具工业协会统计，2009 年在国内重点联系 128 家金属切削企业中，华东数控销售收入第 19 位，利润排名第 9 位。

截止2010年8月30日，公司总股本2.58亿股。有限售条件流通股为1.8亿股，占总股本69.90%，主要股东包括公司高管（持股37.61%），山东省高新技术投资有限公司（持股24.52%），威海顺迪投资担保公司（持股7.77%）。非限售流通股7749.5万股，占比30.10%。

公司主要产品是机床，包括数控机床、普通机床及其他产品，近 3 年构成如下：

图 1：公司分产品收入构成



资料来源：中原证券，Wind

从过去3年看，数控机床一直是公司的主导产品，占比逐年提升，10年中期数控机床收入占比在80%左右。

公司主要产品形状如下，从左至右由上到下分别为数控机床，控制中心，普通机床及 HD-500 控制系统。

图 2：公司主要产品图例



资料来源：中原证券，公司招股说明书

## 2. 中国机床行业分析：产销维持高速增长，面临向高端转型

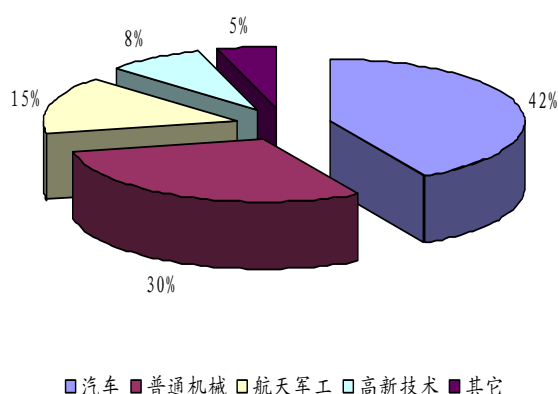
机床是能够完成车、铣、刨、镗、磨、钻、剪板、折弯等机械加工功能的设备统称。按照中国机床工具工业协会的统计分类标准，机床分为金属切削机床、成型机床、工具及附件三类。其中，进行金属切削加工的机床称为金属切削机床，常简称为机床。华东数控所生产的各种机床产品都属于金属切削机床的范畴，其中包括铣床、磨床、加工中心等数控和普通机床产品。

机床属于通用设备，从需求动力角度可归属于产能扩张需求和产品性能改善需求，因此机床行业发展主要靠两个方面的因素来拉动，第一是下游产业的发展；第二是出口。

### 2.1 下游持续高景气，机床需求继续攀升

目前国内机床行业的下游应用分布大概如下图所示。

图 3: 机床行业下游需求分布



资料来源：中原证券，wind

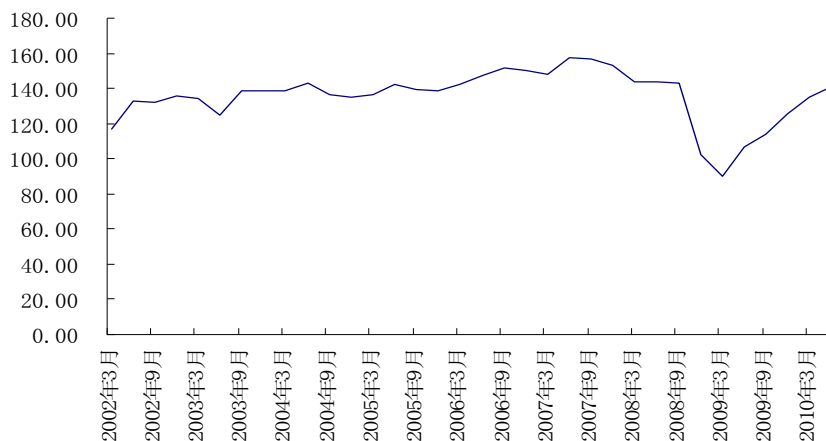
**汽车：**国内产销量10年1-6月分别完成892.7万辆和901.6万辆，同比分别增长48.8%和47.7%，各类车型普遍增长。月均产销达150万数量级水平，刷新历史纪录，汽车产销量继续荣居世界第一。上半年，1-6月单月销量都在120万辆以上，3月份达到销售173.51万辆的高点后开始下降，但在4-6月总体仍保持了140万辆以上的高水平。

**工程机械：**自今年2月行业产销同比增速总体处于上升态势，1-6月，工程机械行业完成总产值2145.89亿，同比增长60.46%；实现出口交货值83.36亿，同比增速从1-2月的2.68%提高到49.68%，增速位列机械行业首位，呈现历史最好水平。

**铁路设备：**整体呈现快速增长势头，1-5月铁路设备行业完成销售产值84320.75亿，同比增长46.66%，实现出口交货值3207.72亿，同比增长39.33%，整体呈现出快速增长势头。

得益于重点下游领域需求的拉动，国内机床产销维持高速增长。上半年，机床工具行业完成总产值2749.34亿，同比增长42.14%，增速大幅高于去年同期水平。2010年6月通用设备行业景气指数在140左右，已经接近07年最高水平。

图 4: 通用设备制造业行业景气指数



资料来源：中原证券，Wind

## 2.2 国际市场回暖，机床出口回升

2010年海外市场的回暖，带动国内机床进出口提升。美国2010年首季度机床累计消费额为5.49亿美元，同比增长33.7%。其中，金属切削机床消费额为5.08亿美元，同比增长44.5%；金属成形与制造机床的消费额为4005万美元，同比下降31.3%。

根据德国统计局的官方数据，2010年4月和5月德国机床产量实现了15个月以来的首次正增长。据德国机床设备制造商协会（VDMA）预测，2010年德国机床出口将同比增长3%，而此前该协会预测2010年机床出口将处于停滞状态。

韩国方面，2010年一季度累计生产机床值为5942.18亿韩元，同比增长39.5%。其中3月份，韩国机床产值为2251.51亿韩元，环比增长28.2%，较去年同期大幅增长50%。进出口贸易方面也表现增长趋势，2010年1-3月，韩国累计进口机床价值为3.11亿美元，同比增长32.3%；累计出口机床价值为2.89亿美元，同比下降5.6%。一季度，韩国累计机床订单达7259.44亿韩元，同比增长79.0%。3月份，韩国新增机床订单2997.08亿韩元，环比增长37.8%，同比猛增138.8%。

日本4月国内机床订单额为228.33亿日元，环比增长18.4%，同比增长了87.3%。1-4月，累积国内订单774.2亿日元，同比增长106.9%。4月，海外机床订单额为578.74亿日元，环比增长2.3%，同比则大幅增长345.4%。1-4月，累积海外订单1990.2亿日元，同比增长313.2%。

受益于海外市场的回暖，今年上半年国内机床行业实现出口交货值182.38亿，同比增长43.06%；在进出口方面，1-6月机床工具产品累计进口66.8亿美元，累计出口31.1亿美元，同比分别增长38.3%和45.7%。其

中金属加工机床进出口额分别为 39.2 亿美元和 8.1 亿美元，同比分别增长 24.2%和 20.0%。数控机床出口开始放量，1-5 月出口同比增速高达 72.12%。

### 2.3 高端数控机床技术创新势头加速

目前我国正处于工业化转型期，汽车、航空航天、重型机械、高速铁路等一批以重工业为基础的高增长行业发展势头强劲，国际经验看，工业化的中后期，下游行业的设备更新改造将出现加速，企业设备投资占固定资产投资的比重将上升，特别是目前我国出口面临国际保护主义压力不断加大的情况下，企业提升出口产品的质量、增加高端产品比例的动力增强，构成了对机床市场尤其是数控机床的巨大需求。数控机床成为机床消费的主流。

2001-2008年机床产量数控化率从的9.12%上升为的19.79%，同时产值数控化率也从37.8%提高到2008年的48.6%。2008年，我国金属切削机床年产量达到61.7万台、数控机床产量12.2万台，分别比2001年的19.2万台和1.75万台增长了2.21倍和5.97倍。2002-2008年，我国金属切削机床产量年均增长18.58%；而同期数控机床产量年均增长率更是高达33.22%，明显快于普通金属切削机床的增长速度。

### 2.4 政策作用助力行业发展

机床是机械工业的母机，是一个国家工业发展水平和国家竞争力的体现，作为装备制造业的典型代表，国家对我国机床工业的发展不断给予各项政策支持。



**表1: 国家机床产业支持政策**

政策	出台时间	具体相关内容
《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020)》	05	高档数控机床与基础制造装备, 国家16项科技重大专项之一, 规划计划投资221亿元, 其中中央直接投资100亿元, 09年是启动年中央财政投入20.4亿元
国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见	02/06	发展大型、精密、高速数控装备和数控系统及功能部件, 改变大型、高精度数控机床大部分依赖进口的现状, 满足机械、航空航天等工业发展的需要。
关于数控机床产品增值税先征后退政策的通知	12/06	数控机床企业生产销售的数控机床产品实行先按规定征收增值税, 后按实际缴纳增值税额退还50%的办法。退还的税款专项用于企业的技术改造、环境保护、节能降耗和数控机床产品的研究开发
外资企业进口机床类设备从11月1日起不再免交关税和增值税	09	只有进口国内现有技术无法达到指标要求的数控机床和压力成形机床, 才能享受相关优惠。利好国内机床
财政部国家税务总局关于提高劳动密集型产品等商品增值税出口退税率的通知	11/08	机床工具行业的有切削刀具、插拉刨床、木工机床和机床零部件等共35个税号, 主要分3种类型, 9种切割刀具的出口退税从5%提高到11%, 7种插拉刨床的出口退税从11%提高到13%, 19种木工机床和机床零件的出口退税从13%提高到14%。
增值税转型	01/09	采购设备所缴纳的进项增值税可以在采购企业所缴纳的增值税中抵扣

资料来源: 中原证券

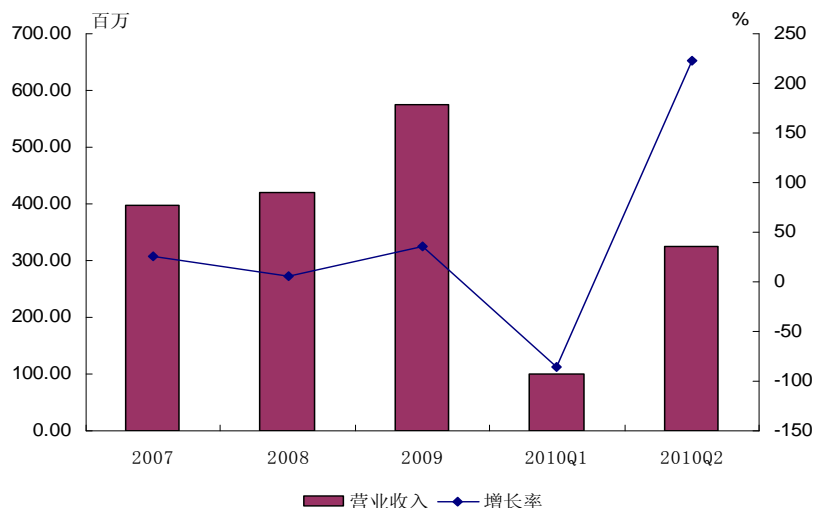
### 3. 公司业务分析: 盈利能力突出, 战略结构转型

#### 3.1 收入和利润保持快速增长

07-09年, 公司营业收入分别为3.98亿、4.21亿、5.74亿, 同比分别增长了25.23%、5.64%、36.38%; 07-09年公司净利润分别4154万、5072

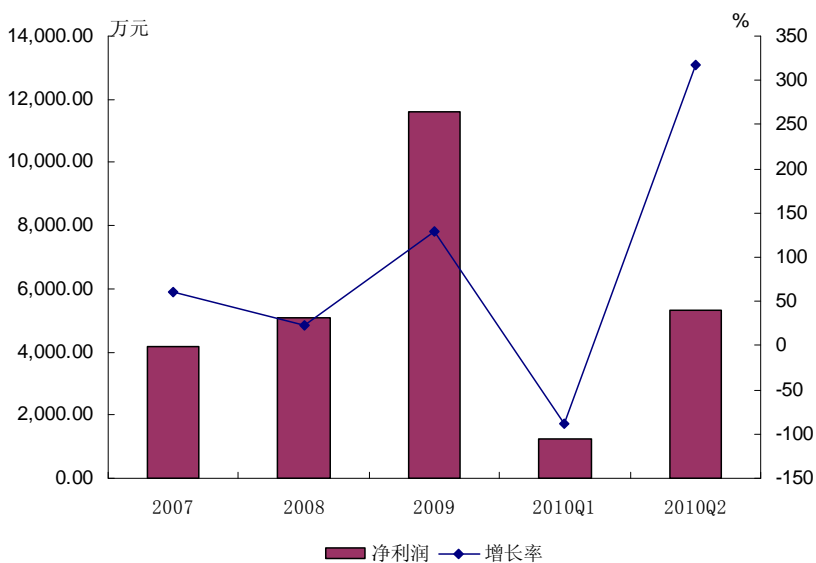
万、1.16 亿，同比增长 59.92%、22.09%和 128.64%，08 年增长较为缓慢主要是因为金融危机的影响，整体营收和盈利能力相对比较突出。

图5: 公司收入及增长情况



资料来源: 中原证券, wind

图 6: 公司净利润及增长情况

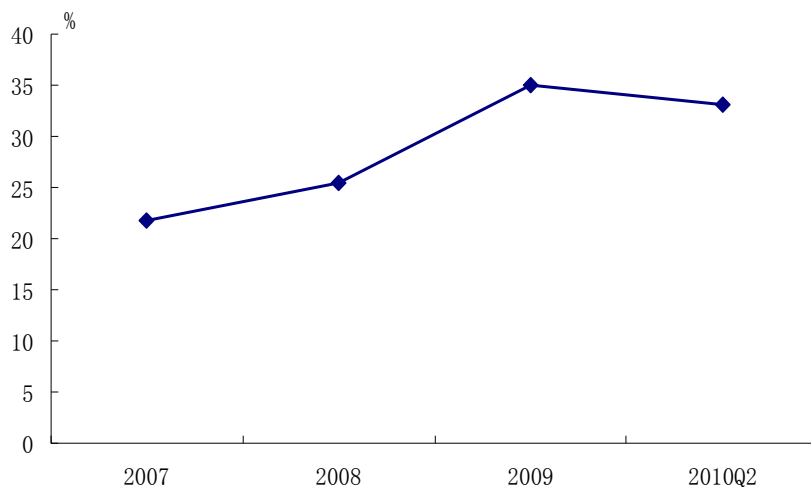


资料来源: 中原证券, wind

公司毛利率随产品结构变化逐年提高，07 - 09 年毛利率分别为 21.71%、25.37%、34.85%，主要原因是数控机床占比提升导致---07 年公司主要是以生产龙门机床与加工中心为主，占比为 43.7%，此后 08 年开始-2010 年中期，数控机床占比分别为 57.43%、78.42 和 80.46%。



图 7: 公司毛利率情况



资料来源：中原证券，wind

### 3.2 战略上谋求产品结构转型

为适应中国机床市场高端化数控化的产业转变，定位机床行业的高端领域是华东数控的长期发展目标，公司正在完成以生产中小型机床为主向以生产大型、重型、超重型精密数控机床为的业务转型，以单一生产机床整机产品为主向同时生产机床整机产品和承揽国内外重点工程项目大型、重型、精密部件加工业务并举的经营模式转变。

上市以来公司产品结构优化进程明显加快，数控机床收入占比已经从 2005 年的不足 30% 提高到 2010 年中期 80%，而借助 2009 年国家重点工程发展的契机，公司产品结构优化更是突飞猛进，到 2010 年数控机床收入占比 80.81%，较 2009 年同期增加 1.1 个百分点。

除了数控化率提高之外，公司数控机床产品也同样上演结构优化，数控机床产品中重点发展大型数控机床产品，逐步形成门类齐全、系列化、规模化生产。2009 年公司龙门机床的收入占比相比 2008 年提高了 28.56%。2009 年，公司大型龙门机床同比增长了 147.14%。公司的募投项目—数控龙门机床技改项目建成投产之后，公司准确把握了高速铁路的建设良机，09 年，轨道板数控龙门铣磨复合机床及其轨道板模板实现收 3 亿元。

华东数控普通机床 70% 出口，随着经济开始回暖，普通机床的需求开始出现恢复性增长。由于普通机床不再是公司的发展重点，未来也不会增加投入，普通机床已经对公司的发展不构成实质性影响。

### 3.3 新兴战略性产业助推公司结构化转型

华东数控产品下游主要为高速铁路，航天军工与核电新能源领域，均是国家大力发展的战略性新兴产业，成为公司结构化转型的动力。

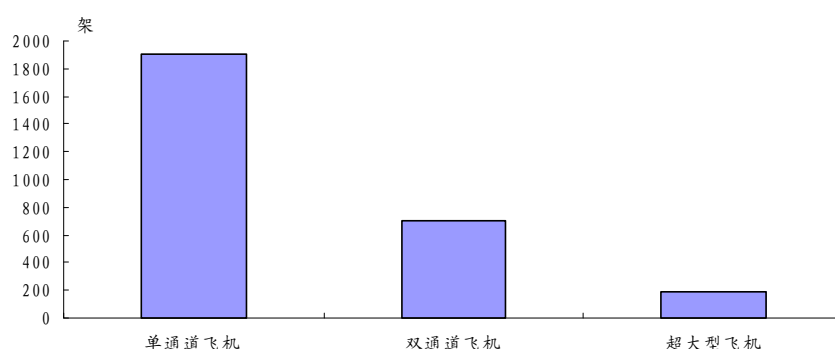
**铁路市场:**目前我国正进入铁路大发展的黄金时期,高速铁路和动车组的快速发展对相关产业拉动巨大。城市轨道交通方面,根据国务院批准的第一批城市轨道交通项目规划,至2015年的规划线路长度是2400km,投资规模近7000亿元。轨道交通装备制造领域主要需要的设备是大型铣床、磨床、重型机床等据研究,随着我国铁路建设提升,市场不断扩大。

受益于国家高铁投资增加等利好因素的影响下,2009年华东数控销售合同突破5亿元大关,全年完成产量741台、销量766台,分别比去年同期增长45.0%和53.5%,实现营业收入3.96亿元、净利润6206.90万元,分别比去年同期增长26.7%和10.0%。

但是公司业务并非完全依赖高铁磨床。前期公司为了承接高铁订单,已经推掉了不少其他大型数控机床订单。2010年上半年,公司前期1亿元的铁路磨床订单交付完毕后已经不在积极承接新高铁订单,或许未来还会有些零星高铁订单,但是主要业务增长还是看其他数控机床。上半年,公司快速增加其他数控机床如龙门铣床等订单替代铁路磨床下降的空缺,目前公司累计手持订单在5亿元左右。面向的下游主要是航空航天,军工,核电新能源等大型工程项目。

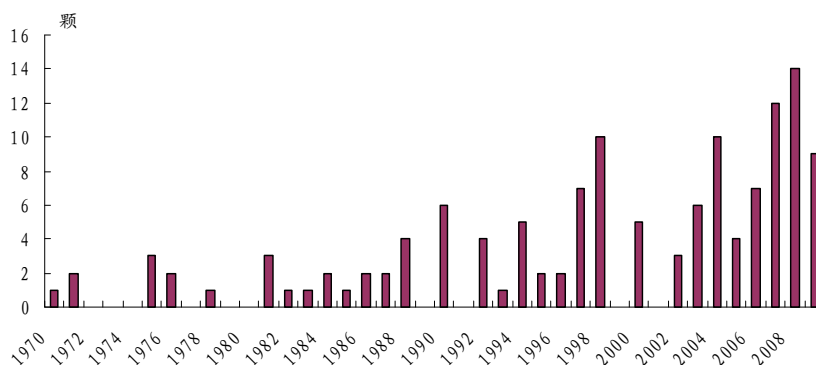
**航空航天:**在全球经济发展充满波动、国家不断强化经济结构调整的背景下,作为具有保卫国家安全、拉动经济发展的航空航天业成为发展的战略性新兴产业之一。未来我国新一代战机、民用大飞机以及各类支线飞机、通用航空、航天卫星等发展潜力巨大,随着国家政策的逐步调整,航空航天业将迎来历史性的发展机遇期。航空航天一直是机床的高端客户,其对高速、高精、复合数控机床以及五轴加工中心等关键制造设备有着较强刚性需求,势必带动机床高端部分的发展。

图 8: 空客预测未来 20 年我国各类飞机需求量



资料来源: 中原证券

图 9：我国卫星发射数量



资料来源：中原证券

**新能源领域：**中国将高效、高速、清洁的能源（如核电、风能）等列为重点发展对象，实施多元化能源发展战略，可以预见，能源行业的结构调整和技术进步，可望深度拉动国产加工设备的技术升级。

我们认为核电是未来最具爆发性增长的发电方式，相比世界水平我国核电发展还有很大差距。截止到 2010 年 8 月，我国大陆已投入运行核电机组 12 台，共计 977 万千瓦；在建（批准立项）机组共计 41 台，共计 4511 万千瓦，其中已开工建设 24 台，共计 2714 万千瓦。未来希望核电发电量占国内总发电量 5%左右。根据 06 年国务院《核电中长期发展规划（2005-2020 年）》，到 2010 年，在运行核电装机容量 1200 万千瓦；到 2020 年，在运行核电装机容量 4000 万千瓦，在建核电装机容量 1800 万千瓦。而 2020 年的目标有望调整为 7500 万千瓦，在建 3000 万千瓦。这必然带动对高可靠性、大规格、高强度数控机床，包括各种超重型数控机床和专机，以及五轴联动数控机床和复合加工机床的大量需求，核电加工业务的市场前景广阔，目前华东数控也正在积极谋求进入该领域。

## 4. 新建项目发展空间广阔

### 4.1 公司募投精密大型数控机床项目进展顺利

四月公司增发 875 万股，融资 3.5 亿元，募投精密大型数控机床项目项目，主要用于加工核电、风电、船舶制造、军工及航空航天设备，目前项目建设顺利，已接近完成 50%，预计明年上半年主体完工，下半年开始贡献利润。项目达产后预计贡献年收入大概 5 亿元，净利润 8000 万。

### 4.2 公司积极实施核电设备加工等非募投项目

公司与希斯庄明合资成立的华东重工，公司持股 75%，总投资 6 亿元，华东重工定位于国际先进水平的大型、重型数控机床生产厂商，主要生产制造重大型数控机床及风电、核电发电设备的大型零部件，并将推出国内首台数控龙门移动式镗铣车削中心。公司由此加快向风电、核电设备制造领域战略转型。该项目计划总投资 30 亿元，预计 2012 年实现产能，可实现年产值 100 亿元，利润 10 亿元。

2010年7月,公司公告称拟以自筹资金3亿元建立华东核电,加工制造核电、石油、化工、海洋工程重型精密零部件及成套设备,未来整体目标是与华东重工整合形成从核电零部件的特种钢精炼—锻造热加工—冷加工—焊接的较为完整产业链。公司此举也得到了国开金融有限责任公司的大力支持——国开金融拟以股权投资形式向华东核电投资2亿元。

## 5. 业绩预测和投资评级

预计公司2010-2011年EPS分别为0.75元和1.04元,对应10-11年PE分别为36.91倍和26.62倍,高于机床行业33.34倍的平均市盈率,但考虑未来行业良好的增长前景和公司地位,给予“增持”评级。

表 2. 预测损益表

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3.98	4.21	5.74	7.02	8.88
减: 营业成本	3.12	3.14	3.73	4.08	4.85
营业税金及附加	0.01	0.02	0.01	0.02	0.03
营业费用	0.12	0.18	0.14	0.17	0.18
管理费用	0.17	0.27	0.43	0.50	0.60
财务费用	0.11	0.10	0.09	0.11	0.12
资产减值损失	0.02	0.03	0.06	0.07	0.08
营业利润	0.44	0.51	1.24	2.14	3.02
营业外收入	0.04	0.10	0.12	0.12	0.12
减: 营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01
利润总额	0.48	0.60	1.36	2.25	3.13
减: 所得税	0.04	0.06	0.16	0.26	0.36
	8.33%	10.00%	11.76%	12.50%	12.50%
净利润	0.45	0.54	1.20	1.97	2.74
少数股东损益	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05
归属于母公司所 有者的净利润	0.42	0.51	1.16	1.93	2.69
每股收益	0.46	0.43	0.97	0.75	1.04

## 6. 风险提示

经济周期带来下游产业波动; 新领域开拓落后预期等。

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。