

国资入主，被忽视的数控机床龙头

公司主营集装箱装卸设备、智能数控机床和不锈钢现货交易服务业务，集装箱装卸设备业务为公司传统优势业务，岸桥、轨道吊等相关产品处于国际领先水平；智能数控机床业务主体润星科技是国内消费电子数控机床龙头企业之一；供应链服务板块围绕“要钢网”从事不锈钢等大宗商品交易服务。2019年公司实现营业收入136.87亿元，同比+37.59%，实现归母净利润3.57亿元，同比+15.96%。

受益自动化港机项目，港机业务面临增速拐点。集装箱装卸设备主要产品有岸桥、轨道吊等，主要应用于港口集装箱船舶装卸作业等场景。2019年3月公司中标新加坡港务集团28台自动化轨道式集装箱门式起重机项目，中标金额7638万美元。随着集装箱运输量提升、劳动力成本上升，自动化码头投资建设兴起，公司去年港机业务仅3.44亿元，明年开始自动化港机将大幅增厚传统业务规模，同时由于自动化港机毛利较高，港机业务毛利率有望提升，迎来双击。

智能数控机床业务主要从事CNC数控机床产品的研发生产和销售，主体“润星科技”来自2017年的外延并购，润星产品以钻攻机为主，下游主要包括消费电子、通信等领域。三大增长驱动因素：①CNC投资高峰期在2012-2017年，设备更换周期来到；②5G发展带来手机内部结构革新，通信方面微基站、滤波器等领域爆发，催生新的CNC设备需求；③苹果供应链有向大陆转移的趋势，国内相关代工和设备制造厂商将迎来发展红利。2019年润星科技实现净利3.73亿元，同比+20.2%，上市公司港机业务略亏，润星贡献超100%的净利润，今年年初受益口罩机爆发，下半年开始到明年，我们对3C领域的订单保持乐观。2020年6月公司发布转债预案，拟在重庆建设高端数控机床二期工程，扩大龙门加工中心、卧式加工中心、高精密切削加工机床产能，加强航空航天、军工、汽车、5G通信领域的竞争力。

国资战略入主，助力腾飞。8月7日，公司发布股权转让框架协议，翁耀根（董事长）及其一致行动人、周文元（二股东、润星董事长）拟将其合计持有的26%股份转让给四川省港航投资集团或其指定的关联方，港投集团第一大股东为四川省交通投资集团，背后为四川省国资委。转让价为停牌前一天收盘价7.14。港投集团具备长江上游的码头资源，同时四川是重要的军工航天战略区域，借助国有资本的资源优势和产业优势，公司将在传统港机以及军工、航天机床领域实现二次腾飞。

盈利预测：预计公司2020-2022年归母净利润分别为4.35、5.80、6.98亿元，与同行上市公司相比公司目前估值较低，首次覆盖，给与“买入”评级。

风险提示：下游客户扩产不及预期，股份转让存不确定性

华东重机 (002685)

首次评级

买入

秦基粟

qinjili@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执业编号：S1440518100011

发布日期：2020年08月09日

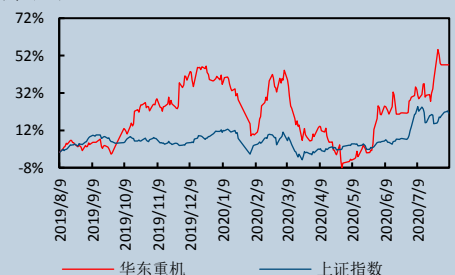
当前股价：7.14元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

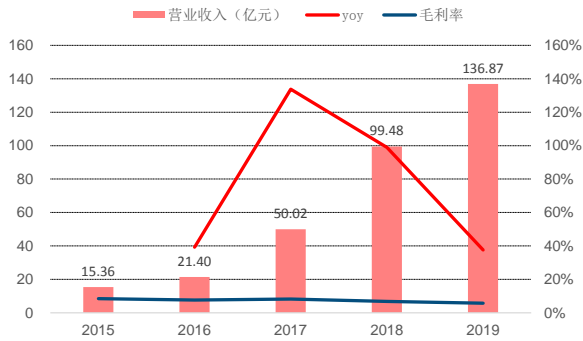
	1个月	3个月	12个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	9.85/11.3	53.21/37.37	44.31/24.29
12月最高/最低价 (元)			7.77/4.47
总股本 (万股)			100,769.06
流通A股 (万股)			79,383.01
总市值 (亿元)			71.95
流通市值 (亿元)			56.68
近3月日均成交量 (万)			1,592.93
主要股东			
无锡华东重机科技集团有限公司			21.67%

股价表现



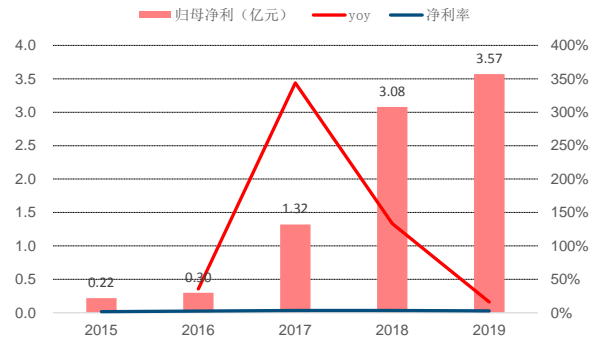
公司业务分为不锈钢贸易、CNC 数控机床、集装箱装卸设备三大部分，2019 年公司实现营业收入 136.87 亿元，同比+37.59%，实现归母净利润 3.57 亿元，同比+15.96%，综合毛利率 5.70%，净利率 2.65%。公司营收规模较大且毛利率较低主要是不锈钢贸易业务体量较大且盈利能力较低导致的；主要的利润贡献点是润星科技，19 年润星营收占比仅 9.48%，但贡献了 78.30%的毛利，贡献超过 100%的净利；传统的集装箱装卸设备业务，年营收在 3-4 亿，贡献约几千万的净利，19 年由于技改有所亏损，未来有望恢复正常。

图表 1：2015-2019 营收及毛利率情况



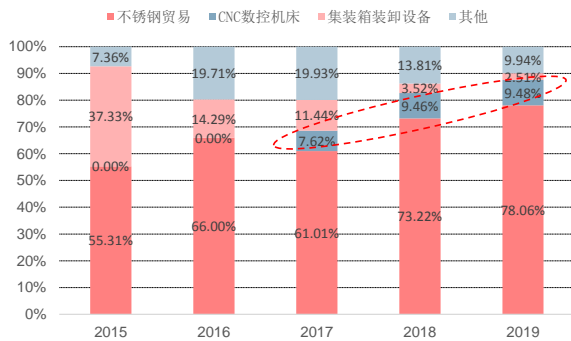
资料来源: Wind, 中信建投

图表 2：2015-2019 归母净利润及净利率情况



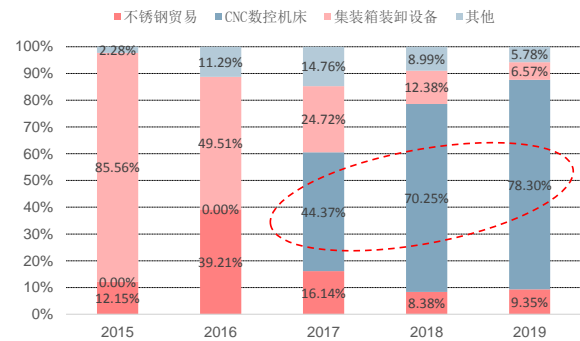
资料来源: Wind, 中信建投

图表 3：数控机床业务收入占比较小



资料来源: Wind, 中信建投

图表 4：公司毛利绝大部分由数控机床业务贡献



资料来源: Wind, 中信建投

2017 年公司完成对润星科技的收购，润星主营业务为数控机床的研发、生产、销售和相关服务，产品包括钻攻加工中心、立式加工中心、龙门加工中心、雕铣加工中心、卧式加工中心五大系列。2019 年实现营业收入 12.98 亿元，同比增长 37.93%，净利润 3.73 亿元，同比增长 20.2%。

图表 5：润星科技主要产品

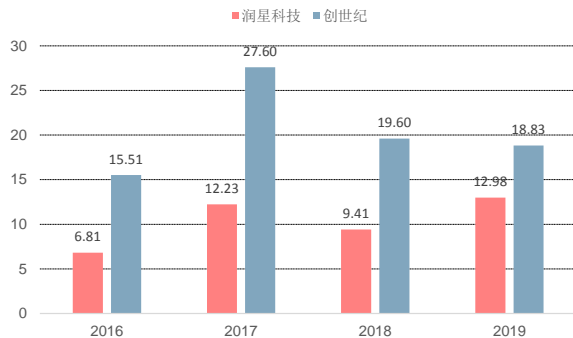
产品名称	产品图例	功能简介	应用领域
高速钻攻中心		用于智能终端等金属精密结构件的 CNC 加工	用于智能终端等金属精密结构件的 CNC 加工
立式加工中心		适用于各类板类、壳体类精密零部件的自动化加工与批量化生产	适用于各类板类、壳体类精密零部件的自动化加工与批量化生产
龙门加工中心		广泛用于各类大型工件的机械加工	航空航天、造船、发电、军工、重机、机车、机床、纺织机械、印刷机械、汽车覆盖件模具等行业
雕铣加工中心		主要应用于电子类产品、五金类产品的零件雕刻或者高光加工	电子产品、五金加工等行业
卧式加工中心		适用于形状比较复杂和精度要求高的箱体类产品的批量生产	汽车、航空航天、船舶和发电等行业

资料来源：公司公告，中信建投

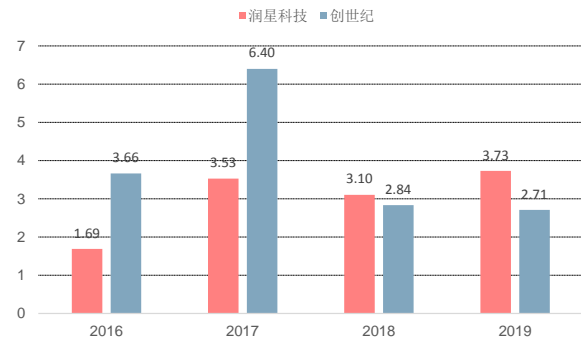
润星科技的同行为创世纪，2015 年被劲胜精密（现改名为创世纪）收购，营收体量看创世纪为龙头，但由于润星毛利率较高，润星的利润体量更大，根据华东重机和创世纪年报披露的参股公司数据，2019 年润星净利

润 3.73 亿元，高于创世纪的 2.71 亿元。

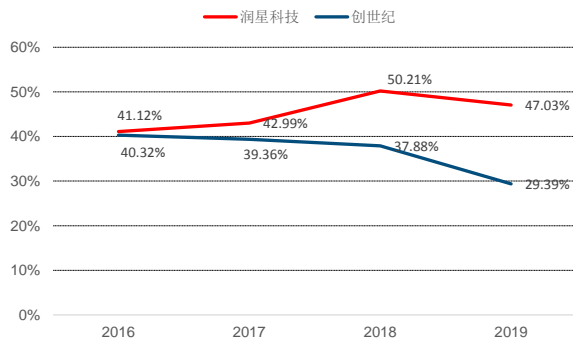
润星与同行毛利率的差异，一方面是产品结构的差异，润星在通信、军工行业的机床销售占比较高，此类机床的毛利率较高；另一方面，润星光机自产比例一直保持较高水平，外协加工占比较小，具备一定的成本优势。

图表 6：润星科技和创世纪营收对比


资料来源：公司公告，中信建投

图表 7：润星科技和创世纪净利润对比


资料来源：公司公告，中信建投

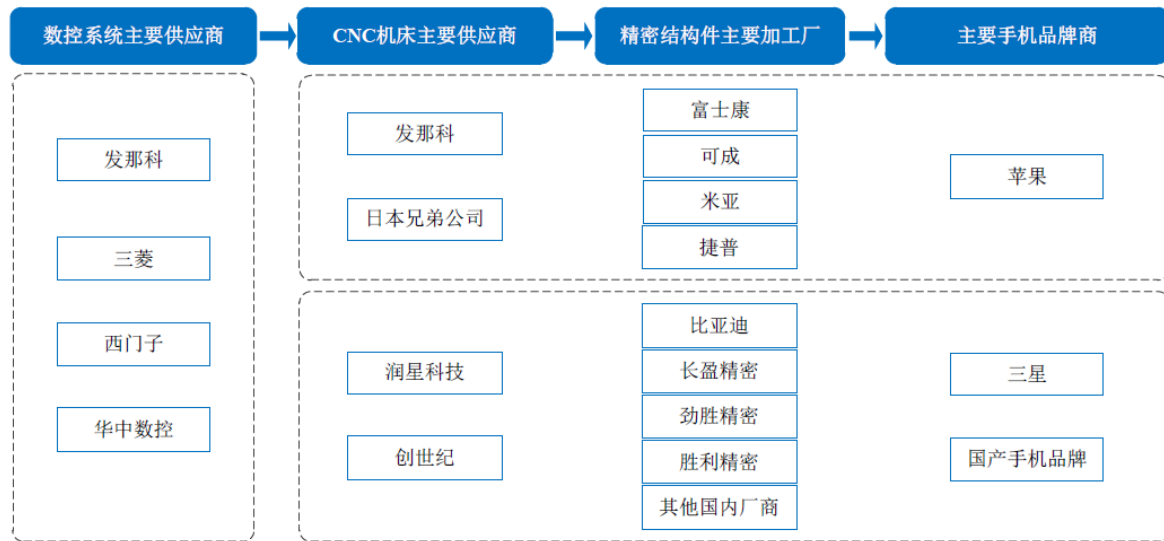
图表 8：润星科技和创世纪毛利率对比


资料来源：公司公告，中信建投

根据公司 2017 年 7 月收购回复函中披露的数据：行业内良品率一般在 60%-80%，一片金属机壳 CNC 加工时间 30-50min 不等，在良品率为 70%、单个金属壳加工时间 40min 的情况下，单台设备年加工 0.76 万台金属机壳，全球 15 亿部左右的智能手机出货量，对应 CNC 加工设备总存量在 20 万台左右，假设更新换代周期 5 年，平均每年替换的 CNC 设备需求预计在 4 万台左右。CNC 设备投资高峰期在 12-17 年，如今到达设备更新换代的周期，同时 5G 时代到来，手机内部结构更加复杂，对 CNC 设备提出更高要求，也进一步推动设备的升级。

消费电子行业对钻攻加工中心的需求分为苹果系和非苹果系两大阵营，鸿海、可成等苹果系供应商的 CNC 设备主要从发那科、日本兄弟公司采购，国内比亚迪、立讯精密、长盈精密等非苹果系供应商的 CNC 设备主要从国内企业采购，少部分来自发那科。近几年，苹果供应链逐渐向大陆转移的趋势日益明显，国内代工企业的崛起将带动润星等国内 CNC 供应商的发展。

图表 9: 消费电子行业钻攻加工中心的市場格局



资料来源: 公司公告, 中信建投

盈利预测:

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5001.88	9947.59	13687.19	14980.52	18255.42	21555.78
增长率(%)	133.71%	98.88%	37.59%	9.45%	21.86%	18.08%
归属母公司股东净利润	131.93	307.84	356.98	434.80	580.33	697.58
增长率(%)	343.88%	133.34%	15.96%	21.80%	33.47%	20.20%
每股收益(EPS)	0.131	0.305	0.354	0.431	0.576	0.692
每股股利(DPS)	0.030	0.050	0.050	0.086	0.115	0.138
每股经营现金流	-0.253	-0.225	-0.060	0.081	0.127	0.209
销售毛利率	8.25%	6.76%	5.70%	5.94%	6.62%	6.67%
销售净利率	3.28%	3.25%	2.65%	2.97%	3.23%	3.28%
净资产收益率(ROE)	3.04%	6.65%	7.22%	8.22%	10.08%	11.05%
投入资本回报率(ROIC)	17.02%	8.37%	7.91%	8.96%	10.82%	11.81%
市盈率(P/E)	54.54	23.37	20.15	16.55	12.40	10.31
市净率(P/B)	1.66	1.55	1.46	1.36	1.25	1.14
股息率(分红/股价)	0.004	0.007	0.007	0.012	0.016	0.019

报表预测

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5001.88	9947.59	13687.19	14980.52	18255.42	21555.78
减: 营业成本	4589.21	9274.90	12907.61	14091.29	17046.62	20119.04
营业税金及附加	10.17	21.23	19.21	21.13	25.36	27.90
销售费用	70.24	101.71	111.76	117.34	154.89	185.87
管理费用	136.86	77.72	90.24	103.77	140.09	175.11
研发费用	-	53.64	55.37	60.91	85.27	98.06
财务费用	20.85	3.47	31.72	34.50	28.40	31.81
资产减值损失	5.82	54.24	91.14	100.25	136.35	156.80
加: 投资收益	18.18	31.63	47.21	71.66	55.17	69.46
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	186.92	392.32	427.36	522.98	693.60	830.65
加: 其他非经营损益	14.84	1.43	0.57	0.32	0.90	1.80
利润总额	201.75	393.75	427.93	523.30	694.50	832.45
减: 所得税	37.60	70.80	64.84	78.49	104.18	124.87
净利润	164.15	322.95	363.09	444.80	590.33	707.58
减: 少数股东损益	32.22	15.11	6.11	10.00	10.00	10.00
归属母公司股东净利润	131.93	307.84	356.98	434.80	580.33	697.58
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	697.14	278.92	526.67	516.64	1351.42	1486.97
应收和预付款项	1406.41	1881.13	3007.53	3308.29	3969.94	4763.93
存货	860.54	725.94	670.35	770.90	886.54	992.92
其他流动资产	241.58	283.00	74.19	111.11	143.90	168.55
长期股权投资	32.13	30.92	27.59	25.48	23.26	20.93
投资性房地产	5.21	4.74	5.37	5.25	5.14	5.12
固定资产和在建工程	269.86	273.18	519.86	652.63	824.28	833.71
无形资产和开发支出	2363.57	2401.24	2397.61	2396.23	2397.23	2398.23
其他非流动资产	24.28	54.85	116.61	122.82	128.90	228.96
资产总计	5900.72	5933.92	7345.79	7909.36	9730.63	10899.33
短期借款	150.77	370.36	652.75	688.50	421.57	555.72
应付和预收款项	1059.40	683.93	1211.89	1417.01	1754.13	2117.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	1153.55	1145.00
其他负债	259.12	152.76	432.68	397.53	520.80	632.44
负债合计	1469.29	1207.04	2297.32	2503.04	3850.05	4450.68
股本	1007.69	1007.69	1007.69	1007.69	1007.69	1007.69
资本公积	3025.09	3024.04	3026.22	3026.22	3026.22	3026.22
留存收益	313.34	595.27	908.59	1256.43	1720.69	2278.76
归属母公司股东权益	4346.12	4627.00	4942.49	5290.34	5754.60	6312.67
少数股东权益	85.31	99.87	105.98	115.98	125.98	135.98

股东权益合计	4431.43	4726.87	5048.48	5406.32	5880.58	6448.65
负债和股东权益合计	5900.72	5933.92	7345.79	7909.36	9730.63	10899.33
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	-254.53	-227.11	-60.65	81.89	128.41	210.96
投资性现金净流量	-448.47	-396.56	44.78	-225.33	-380.92	-192.53
筹资性现金净流量	859.03	174.38	127.44	121.93	1104.68	135.07
现金流量净额	140.97	-437.39	113.83	-21.51	852.17	153.50

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

秦基粟：上海财经大学会计硕士，南京大学财务管理学士，2016 年加入中信建投证券，重点关注高端制造领域以及策略选股研究。2016 年“新财富”最佳分析师中小市值研究入围，2017 年“新财富”最佳分析师中小市值研究第 3 名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李星星
邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk