

# 短期业绩扰动不改成长前景，四季度蓄势爆发

## 核心观点

- **2016 年前三季度本部业绩符合预期，明匠收入确认短期扰动：**根据公司三季报，公司前三季度实现营业总收入 17.08 亿元，同比增长 34.15%；实现归属母公司股东净利润 2.55 亿元，同比增长 62.09%。同时前三季度毛利率比去年同期增加 4.5 个百分点，净利率增加 2.6 个百分点，盈利能力逐步提升。1) 传统主业材料类保持平稳发展，前三季度本部实现收入 13.13 亿元，同比增加 3%，实现净利 1.5 亿元，同比降低 4.45%；2) 明匠智能前三季度实现收入确认 3.94 亿元，其中第三季度确认 1.25 亿元收入；实现前三季度约实现净利 1.04 亿元，其中第三季度约实现净利 0.25 亿元；明匠收入确认低于预期的原因是 IPP 基金资金到位速度较慢，部分项目收入确认延迟到 4 季度，但根据明匠公开的月订单数，4 月份后月均新增订单超过 1 亿元，在手未执行订单至少在 8 亿元以上，四季度将集中交付，随着基金资金到位将加快结算，维持明匠全年 6 亿元以上收入确认，净利润 1.5-2 亿元的预测。同时从应收账款来看，明匠第三季度新增应收账款 7000 万左右，低于收入确认额，现金流环比有所改善，预计公司年底将加大账款催收力度，经营性现金流进一步改善。
- **子公司明匠智能订单加速落地，我们强烈看好明匠未来 2-3 年成长为国内一线智能工厂总包服务商的前景！**明匠智能的定位是智能制造总包服务商，为制造业企业提供智能制造的“一站式”解决方案，对于新进入智能制造的应用行业（白电、钢构等一般制造业）吸引力尤其强大。公司近期获得国内药厂数字化工厂和泰国出口两个亿元大订单，为明匠高速增长提供了最有力的一个注脚。此外，公司 IPP 模式通过第一个南宁项目的落地正在各地快速复制中，借助金融杠杆撬动更大体量的智能制造需求。我们强烈看好明匠成长为国内一线智能工厂总包服务商的前景，独特的商业模式和厚积薄发的技术底蕴将是公司未来 3 年增长的强力支撑！
- **公司本部积极募集资金投入新材料加工用金刚石线锯项目和增材制造专用金属球形粉料项目，打造公司业绩一个新的增长点。**公司通过公开发行可转债形式募集资金 11.3 亿元，其中 5.9 亿投入新材料加工用金刚石线锯项目，项目周期为 1.5 年，预计实现年销售收入 72,000 万元（不含税）；同时投资 5.2 亿元于增材制造专用金属球形粉料项目，项目建设周期为 1.5 年，达产后预计实现年销售收入 70700 万元（含税），预计达产年利润总额为 14690 万元。公司积极在原有主业优势基础上进行新领域的拓展，打造公司业绩一个新的增长点。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2016-2018 年实现净利润 4.37、7.02、9.19 亿元，对应每股收益分别为 0.55、0.89、1.16 元。参考可比公司，给予公司 2016 年 49 倍市盈率，目标价为 26.95 元，短期业绩扰动不改成长前景，维持买入评级。

## 风险提示

明匠智能收入确认低于预期，公司传统业务募投产品释放低于预期。

| 公司主要财务信息      |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入（百万元）     | 1,662 | 1,817 | 2,371 | 3,118 | 3,759 |
| 同比增长          | 6.8%  | 9.3%  | 30.5% | 31.5% | 20.6% |
| 营业利润（百万元）     | 253   | 310   | 509   | 820   | 1,074 |
| 同比增长          | 5.8%  | 22.5% | 64.5% | 61.0% | 31.0% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 224   | 275   | 437   | 702   | 919   |
| 同比增长          | 6.7%  | 22.9% | 58.9% | 60.8% | 30.8% |
| 每股收益（元）       | 0.28  | 0.35  | 0.55  | 0.89  | 1.16  |
| 毛利率           | 32.7% | 35.9% | 40.7% | 44.5% | 46.2% |
| 净利率           | 13.5% | 15.1% | 18.4% | 22.5% | 24.4% |
| 净资产收益率        | 9.7%  | 7.9%  | 9.3%  | 13.3% | 15.1% |
| 市盈率（倍）        | 67.9  | 55.2  | 34.8  | 21.6  | 16.5  |
| 市净率（倍）        | 6.3   | 3.4   | 3.1   | 2.7   | 2.3   |

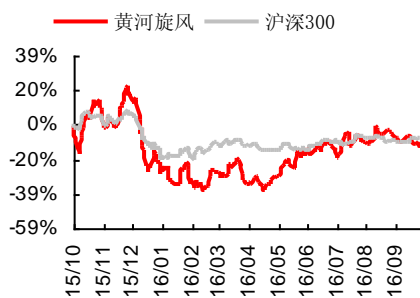
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

|                      |                  |
|----------------------|------------------|
| 股价（2016 年 10 月 26 日） | 19.17 元          |
| 目标价格                 | 26.95 元          |
| 52 周最高价/最低价          | 27.08/14.05 元    |
| 总股本/流通 A 股（万股）       | 79,240/64,187    |
| A 股市值（百万元）           | 15,190           |
| 国家/地区                | 中国               |
| 行业                   | 机械设备             |
| 报告发布日期               | 2016 年 10 月 26 日 |

| 股价表现       | 1 周  | 1 月   | 3 月  | 12 月  |
|------------|------|-------|------|-------|
| 绝对表现 (%)   | -3.4 | -6.5  | -0.5 | -13.8 |
| 相对表现 (%)   | -4.5 | -10.7 | -3.1 | -7.3  |
| 沪深 300 (%) | 1.2  | 4.2   | 2.6  | -6.5  |



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 余炜超  
021-63325888\*6071  
sheweichao@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514060002

**联系人** 周丹  
021-63325888\*2470  
zhoudan@orientsec.com.cn

**相关报告**  
中报业绩基本符合预期，智能制造龙头起航 2016-08-10  
入选工信部智能制造标准，龙头地位再次确认 2016-06-07  
1Q 业绩超预期，智能制造增长较快 2016-05-03

图 1：可比公司估值表

| 公司    | 代码     | 市盈率    |       |       |
|-------|--------|--------|-------|-------|
|       |        | 2015A  | 2016E | 2017E |
| 华中数控  | 300161 | -104.9 | 62.6  | 47.0  |
| 华昌达   | 300278 | 108.6  | 47.3  | 43.0  |
| 汇川技术  | 300124 | 19.7   | 15.8  | 12.9  |
| 智云股份  | 300097 | 131.2  | 45.7  | 31.3  |
| 江南红箭  | 000519 | 58.1   | 68.5  | 55.9  |
| 豫金刚石  | 300064 | 80.2   | 41.6  | 28.6  |
| 调整后平均 |        |        | 49.0  | 37.0  |

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表   |       |         |       |       |       | 利润表       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|---------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元  | 2014A | 2015A   | 2016E | 2017E | 2018E | 单位:百万元    | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金    | 339   | 676     | 1,680 | 2,049 | 2,315 | 营业收入      | 1,662 | 1,817 | 2,371 | 3,118 | 3,759 |
| 应收账款    | 384   | 737     | 645   | 944   | 1,228 | 营业成本      | 1,119 | 1,164 | 1,405 | 1,729 | 2,022 |
| 预付账款    | 36    | 78      | 77    | 117   | 131   | 营业税金及附加   | 14    | 20    | 21    | 28    | 34    |
| 存货      | 534   | 419     | 653   | 751   | 848   | 营业费用      | 47    | 46    | 55    | 65    | 75    |
| 其他      | 213   | 453     | 341   | 447   | 518   | 管理费用      | 120   | 159   | 255   | 357   | 485   |
| 流动资产合计  | 1,507 | 2,362   | 3,396 | 4,308 | 5,042 | 财务费用      | 109   | 117   | 141   | 149   | 104   |
| 长期股权投资  | 43    | 14      | 15    | 15    | 15    | 资产减值损失    | 15    | 30    | 16    | 3     | 3     |
| 固定资产    | 2,457 | 3,261   | 3,205 | 3,252 | 3,720 | 公允价值变动收益  | 0     | (0)   | (0)   | (0)   | (0)   |
| 在建工程    | 411   | 720     | 817   | 782   | 0     | 投资净收益     | 13    | 29    | 32    | 35    | 38    |
| 无形资产    | 126   | 249     | 237   | 224   | 212   | 其他        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他      | 424   | 977     | 38    | 68    | 67    | 营业利润      | 253   | 310   | 509   | 820   | 1,074 |
| 非流动资产合计 | 3,462 | 5,222   | 4,311 | 4,341 | 4,014 | 营业外收入     | 5     | 11    | 7     | 8     | 9     |
| 资产总计    | 4,968 | 7,584   | 7,708 | 8,648 | 9,056 | 营业外支出     | 0     | 3     | 2     | 2     | 2     |
| 短期借款    | 1,059 | 1,380   | 1,096 | 1,178 | 1,218 | 利润总额      | 258   | 318   | 514   | 826   | 1,081 |
| 应付账款    | 334   | 348     | 443   | 526   | 619   | 所得税       | 34    | 43    | 77    | 124   | 162   |
| 其他      | 325   | 505     | 479   | 551   | 622   | 净利润       | 224   | 275   | 437   | 702   | 919   |
| 流动负债合计  | 1,718 | 2,233   | 2,018 | 2,255 | 2,460 | 少数股东损益    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款    | 38    | 29      | 29    | 29    | 29    | 归属于母公司净利润 | 224   | 275   | 437   | 702   | 919   |
| 应付债券    | 711   | 713     | 714   | 716   | 0     | 每股收益 (元)  | 0.28  | 0.35  | 0.55  | 0.89  | 1.16  |
| 其他      | 92    | 89      | 28    | 28    | 28    | 主要财务比率    |       |       |       |       |       |
| 非流动负债合计 | 841   | 830     | 771   | 772   | 56    |           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 负债合计    | 2,559 | 3,063   | 2,789 | 3,027 | 2,516 | 成长能力      |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益  | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     | 营业收入      | 6.8%  | 9.3%  | 30.5% | 31.5% | 20.6% |
| 股本      | 533   | 792     | 792   | 792   | 792   | 营业利润      | 5.8%  | 22.5% | 64.5% | 61.0% | 31.0% |
| 资本公积    | 751   | 2,357   | 2,357 | 2,357 | 2,357 | 归属于母公司净利润 | 6.7%  | 22.9% | 58.9% | 60.8% | 30.8% |
| 留存收益    | 1,125 | 1,372   | 1,769 | 2,472 | 3,390 | 获利能力      |       |       |       |       |       |
| 其他      | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     | 毛利率       | 32.7% | 35.9% | 40.7% | 44.5% | 46.2% |
| 股东权益合计  | 2,409 | 4,521   | 4,919 | 5,621 | 6,539 | 净利率       | 13.5% | 15.1% | 18.4% | 22.5% | 24.4% |
| 负债和股东权益 | 4,968 | 7,584   | 7,708 | 8,648 | 9,056 | ROE       | 9.7%  | 7.9%  | 9.3%  | 13.3% | 15.1% |
| 现金流量表   |       |         |       |       |       | ROIC      | 7.7%  | 6.7%  | 8.2%  | 11.5% | 13.0% |
| 单位:百万元  | 2014A | 2015A   | 2016E | 2017E | 2018E | 偿债能力      |       |       |       |       |       |
| 净利润     | 224   | 275     | 437   | 702   | 919   | 资产负债率     | 51.5% | 40.4% | 36.2% | 35.0% | 27.8% |
| 折旧摊销    | 169   | 210     | 294   | 318   | 367   | 净负债率      | 63.0% | 32.8% | 4.2%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 财务费用    | 109   | 117     | 141   | 149   | 104   | 流动比率      | 0.88  | 1.06  | 1.68  | 1.91  | 2.05  |
| 投资损失    | (13)  | (29)    | (32)  | (35)  | (38)  | 速动比率      | 0.57  | 0.87  | 1.35  | 1.57  | 1.69  |
| 营运资金变动  | (119) | (310)   | 6     | (387) | (304) | 营运能力      |       |       |       |       |       |
| 其它      | 57    | 212     | 671   | 3     | 3     | 应收账款周转率   | 5.0   | 3.2   | 3.4   | 3.9   | 3.5   |
| 经营活动现金流 | 427   | 475     | 1,517 | 751   | 1,051 | 存货周转率     | 2.0   | 2.4   | 2.6   | 2.4   | 2.5   |
| 资本支出    | (395) | (1,442) | (347) | (347) | (40)  | 总资产周转率    | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.4   | 0.4   |
| 长期投资    | 9     | 43      | (1)   | 0     | 0     | 每股指标 (元)  |       |       |       |       |       |
| 其他      | (197) | (338)   | 337   | 32    | 37    | 每股收益      | 0.28  | 0.35  | 0.55  | 0.89  | 1.16  |
| 投资活动现金流 | (583) | (1,738) | (11)  | (315) | (3)   | 每股经营现金流   | 0.54  | 0.60  | 1.92  | 0.95  | 1.33  |
| 债权融资    | 39    | (36)    | (37)  | 0     | (716) | 每股净资产     | 3.04  | 5.71  | 6.21  | 7.10  | 8.26  |
| 股权融资    | 0     | 1,865   | 0     | 0     | 0     | 估值比率      |       |       |       |       |       |
| 其他      | 35    | (255)   | (464) | (67)  | (64)  | 市盈率       | 67.9  | 55.2  | 34.8  | 21.6  | 16.5  |
| 筹资活动现金流 | 73    | 1,573   | (502) | (67)  | (781) | 市净率       | 6.3   | 3.4   | 3.1   | 2.7   | 2.3   |
| 汇率变动影响  | (0)   | 1       | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA | 32.3  | 26.9  | 18.2  | 13.3  | 11.1  |
| 现金净增加额  | (82)  | 312     | 1,004 | 369   | 266   | EV/EBIT   | 47.5  | 40.1  | 26.4  | 17.7  | 14.5  |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

