

分析师： 刘元瑞 (8621)68751765 doujinhui@gmail.com

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 刘 军 (8621) 68751765 doujinhui@gmail.com

数控系统希望之星冉冉升起

事件描述

今日华中数控公布了 2010 年年报，公司主要经营业绩如下：

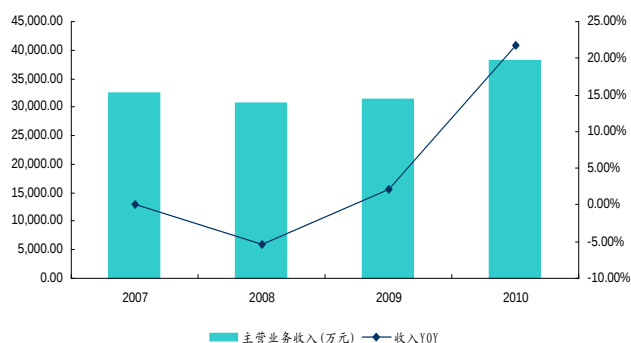
2010 年公司实现营业收入 3.82 亿元，同比增长 21.82%；实现归属于母公司净利润 0.53 亿元，折合每股收益 0.66 元，同比增长 24.57%；**业绩符合我们的预期。**

事件评论

第一， 受益国家政策导向和国家重大专项补贴增加，公司收入和净利润分别同比增长 21.82%和 24.23%

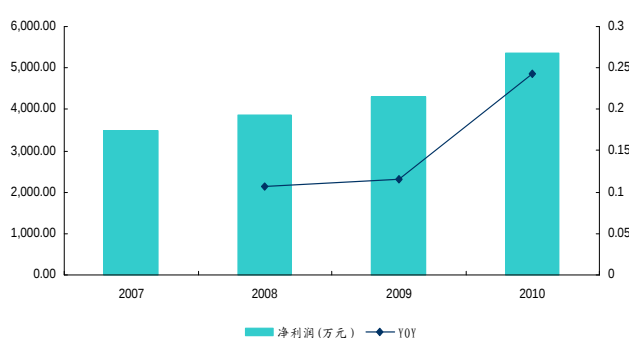
2010 年公司实现营业收入 3.82 亿元，同比增长 21.82%；实现归属于母公司净利润 0.53 亿元，同比增长 24.23%。净营业外收入增长 913 万，同比增长 70%，是公司业绩略超预期的主要原因。公司利润总额 6235.4 万元，而营业利润仅为 4023.4 万元，经营业外收入达 2212 万，较去年同期增长 70%，其中主要是公司承担国家重大专项的政府补贴，是公司业绩略超市场预期的主要原因。

图 1：公司营业收入同比增长 21.82%



资料来源：长江证券研究所

图 2：公司净利润同比增长 24.23%



资料来源：长江证券研究所

第二，毛利率提高难抵期间费用率上升，营业外收入助力销售净利率提高

2010 年公司综合毛利率为 28.25%，较去年同期提升 1.30%，处于历史高位。公司销售净利率达到 14.03%，较去年同期提高 0.28%，同样处于历史高位。

分产品来看，公司主营业务数控机床和数控系统毛利率均有提高，但研发费用支出提升导致管理费用率提高，大量投

资拉动了财务费用率提高，使得期间费用率同样处于历史高位。

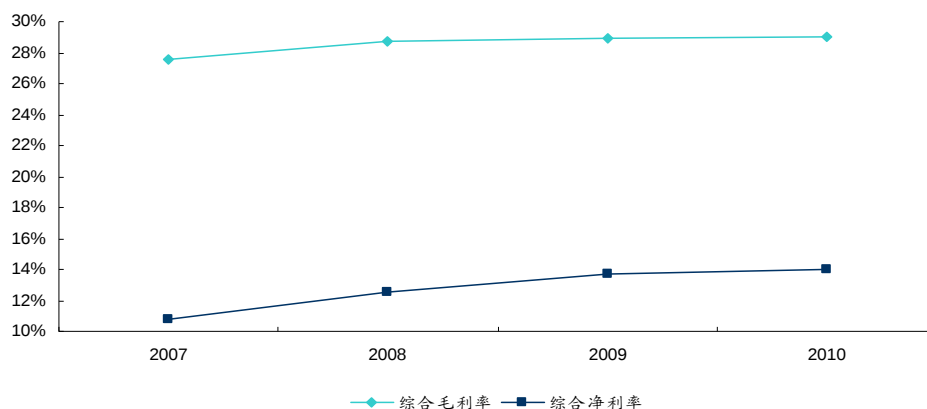
- 数控系统及散件：实现营业收入 1.52 亿元，同比增长 27.22%，主要动因为下游机床行业的强力复苏。毛利率为 39.15%，较 09 年同期提高 1%，主要原因为中高端产品占比提升，也从侧面证明了公司的中高端产品日益被下游企业接受；
- 数控机床：实现营业收入 2.05 亿元，同比增长 44.24%，毛利率为 20.01%，较去年同期大幅提高 5.6%，主要动因为 10 年海外（哥伦比亚）教学实训基地项目毛利率偏高；
- 红外业务：营业收入同比大幅减少 67.19%，毛利率为 31.34%，较去年同期下降较大。主要原因为 09 年受甲型 H1N1 流感的爆发，红外人体测温市场需求猛增，产生了规模效应，而 2010 年红外产品市场趋于正常，销量和毛利恢复正常水平；

表 1：公司 2010 年分产品收入和毛利率变动

分产品	营业收入 YOY	毛利率	毛利率同比变动
数控机床	44.24%	20.01%	38.79%
数控系统及散件	27.22%	39.15%	2.58%
红外	-67.19%	31.34%	-29.85%
其他	-70.54%	19.58%	-34.67%
合计	21.82%	28.25%	1.30%

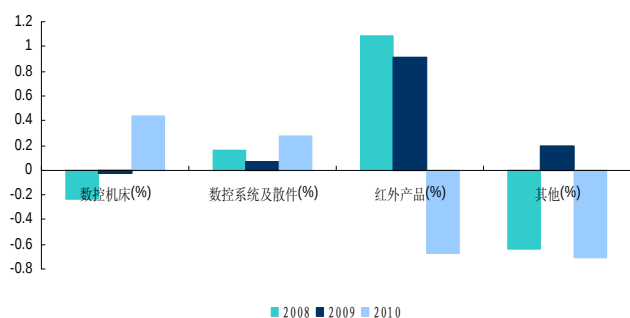
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：公司综合毛利率和净利率变动



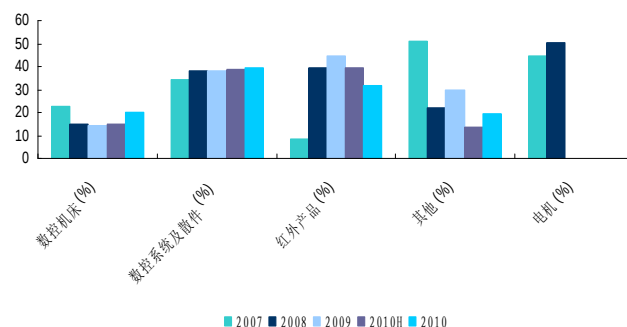
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 公司分产品收入同比增长率变动



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

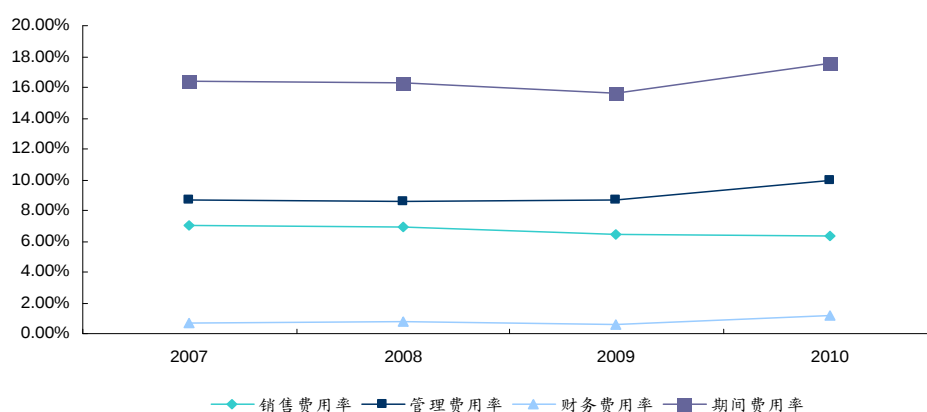
图 5: 公司分产品毛利率变动



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

研发费用支出增加致管理费用率提高, 借款增加提高财务费用, 公司期间费用率达历史高位。公司增加研究开发费用以及管理人员人工费用增长导致管理费用同比增长 40.43%; 10 年银行借款比上年增幅较大, 同时支付中国机电出口产品投资公司资金占用费 80 万元导致了较高的财务费用, 同比增长高达 141.02%。10 年公司期间费用率大幅提高 1.9%, 达到 17.52%的历史最高位。

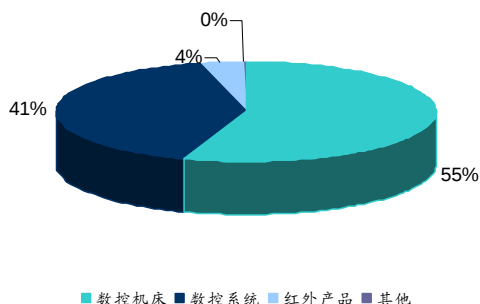
图 6: 公司期间费用率的变动



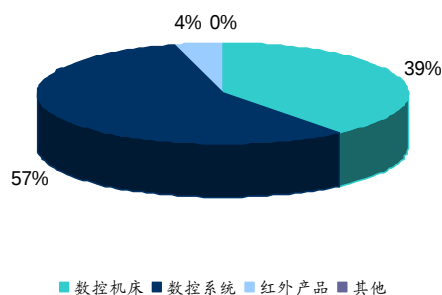
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三, 公司发展战略清晰, 数控系统竞争优势明显, 前景看好

公司立足于国内中高档数控系统龙头, 发展战略清晰。数控系统公司作为拳头产品和明星产品, 收入占比 41%, 但贡献了公司毛利的 57%; 红外产品是公司软硬件平台的延伸产品, 非公司的重点发展方向, 仅作为业务的有效补充; 数控机床主要是用于教育实训基地领域, 是公司开拓市场打造品牌的手段, 且为外购产品, 毛利率偏低, 为公司提供稳定的现金流量, 是公司的现金牛产品。

图 7：公司 2010 年营业收入占比


资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：公司 2010 年毛利占比


资料来源：公司公告，长江证券研究所

第四，华中 8 型推广和收购高科机械延伸产业链，是 2011 年看点

华中 8 型是以世界领先数控系统为目标的高端产品，也是公司未来进一步加大中高端数控系统进口替代的关键产品。华中 8 型是公司瞄准世界领先的西门子 840D 系统开发的具有国际先进水平的下一代数控系统产品，依托国家重大专项，公司已经完成华中 8 型数控系统的研发和样机试制。华中 8 型已通过湖北省科技厅组织的科学技术成果鉴定，整体性能指标接近国际先进水平，拟于 2011 年上半年进行产品中试和批量试制工作，11 年市场开拓前景值得期待。

公司计划收购高科机械，作为公司数控系统试验基地的同时，加大拓展专用数控机床领域，延伸产业链并进一步缩短产品研发周期。高科机械既是公司的客户又是公司的供应商，是公司 2010 年第五大供应商。公司向高科机械销售数控系统的同时，向其采购数控机床整机用于教育基地的数控机床销售。

收购高科机械或许只是公司产业链延伸的开始。此前调研了解到公司计划将部分外包业务转为自产以加强成本和质量控制，目前公司仍然有超募资金近 4 亿元，此次收购或许是公司拓展上下游产业链的开始。

我们认为对高科机械的收购是公司加速市场开拓的信号，公司业务有望实现跨越式发展。

第五，略微上调公司 11 年和 12 年业绩，维持公司“推荐”评级

考虑到收购增厚业绩和募投项目产能释放，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.69、1.05 和 1.34 元，公司是中国数控系统龙头，技术实力领先，看好公司中高端数控系统的进口替代前景和产业链延伸战略，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	382	505	720	936	货币资金	158	378	414	480
营业成本	271	359	501	652	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	111	146	218	284	应收账款	140	185	264	343
% 营业收入	29.0%	28.9%	30.4%	30.4%	存货	77	102	142	184
营业税金及附加	2	3	4	6	预付账款	66	87	121	158
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	24	32	46	60	流动资产合计	446	759	951	1178
% 营业收入	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	38	44	63	82	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.0%	8.8%	8.8%	8.8%	长期股权投资	23	23	23	23
财务费用	4	-1	-3	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	固定资产合计	59	484	493	499
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	16	15	14	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	40	67	108	140	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	10.5%	13.3%	15.0%	15.0%	资产总计	547	1282	1482	1713
营业外收支	23	20	25	30	短期贷款	55	0	0	0
利润总额	63	87	133	170	应付款项	178	235	328	426
% 营业收入	16.4%	17.2%	18.5%	18.2%	预收账款	5	6	9	11
所得税费用	9	13	20	26	应付职工薪酬	3	4	6	8
净利润	54	74	113	145	应交税费	7	10	14	19
归属于母公司所有者					其他流动负债	6	4	6	8
的净利润	53.4	74.0	113.2	144.6	流动负债合计	254	259	363	472
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	11	11	11	11
EPS (元/股)	0.49	0.69	1.05	1.34	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	5	5	5	5
经营活动现金流净额	7	54	78	112	负债合计	271	276	380	488
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	275	1005	1101	1224
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	276	1006	1102	1225
固定资产投资	-15	-436	-28	-29	负债及股东权益	547	1282	1482	1713
其他	7	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-8	-436	-28	-29		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.495	0.686	1.050	1.341
股权融资	0	667	0	0	BVPS	3.41	12.44	13.63	15.15
银行贷款增加 (减少)	25	-55	0	0	PE	69.20	49.90	32.62	25.54
筹资成本	11	-10	-14	-18	PEG	1.76	1.27	0.83	0.65
其他	-22	0	0	0	PB	10.05	2.75	2.51	2.26
筹资活动现金流净额	14	602	-14	-18	EV/EBITDA	73.14	42.88	26.27	20.12
现金净流量	13	220	36	66	ROE	19.4%	7.4%	10.3%	11.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。