

战略重点从制造转服务与研发

评级: **增持-B**

上次评级: 中性-A

目标价格: **7.20 元**

期限: 6个月 上次预测: 6.50元

现价(2011年12月30日): 6.88元

报告日期: **2012-1-4**

报告关键点:

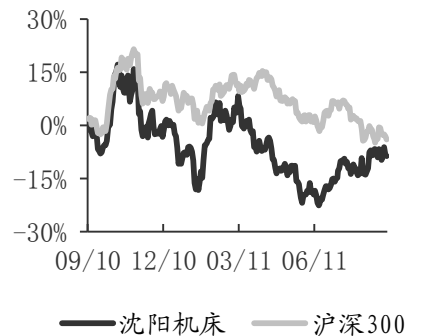
- 国外机床企业在国内市场的开拓不利于我国机床企业在中高端市场的开拓
- 公司从重制造到重服务与研发,我们认为这符合未来行业发展方向
- 近期股价下跌较多,回归至合理估值区间,我们调高评级至增持-B

报告摘要:

- 十二五期间是我国机床行业的战略发展期。我们认为全球机床行业未来仍将保持小幅增长,需求增长重心将转至发展中国家,我国十二五期间机床行业的需求增长动力主要来自西部开发、产品升级、新兴产业的发展等。而与此同时,行业的需求的升级以及竞争的加大,使得企业存在转型需求。
- 国外机床企业在国内市场的开拓不利于我国机床企业在中高端市场的开拓。国外经济危机使其更加重视对中国市场的开拓。两岸经济合作架构协议今年开始实施,未来有可能实现中日韩自贸区,这将使得我国进口增加,加大中高档(特别是中档)数控机床及其功能部件的竞争,这不利于我国机床产品的自身升级及市场开拓。
- 公司从重制造到重服务与研发,我们认为这符合未来行业发展方向。公司试图在研发和市场两端,打造新的价值微笑曲线。围绕数控机床核心技术的研发,适应中国工业生产模式的产品设计,目前正逐步将低端产品外包给别人生产,自己在为类产品上主要做设计与质控,将精力放在中端产品的研发与制造上;通过开设4S店并借助自身数控系统的研发,未来将提高对客户从产品设计到维修的一条龙服务,提高客户忠诚度。我们认为这符合未来客户的产品需求及服务需求。
- 公司未来费用率有望下降。公司逐步的从产值导向转向利润导向,虽然这还需要一段时间,但费用控制将逐步加强;由于公司上次整体搬迁时采用的是加速折旧政策,这批固定资产折旧完后费用将可能下降;公司明年如再融资成功,财务费用也将有所下降。
- 近期股价下跌较多,我们调高评级至增持-B。我们认为公司未来对补贴的依赖度会逐步降低,公司的发展思路符合我国实际环境,因此其业绩也将逐步释放。我们预计公司未来三年的每股收益分别为0.29元、0.36元和0.50元,复合增长率接近25%,按2012年20倍动态市盈率计算,公司合理股价为7.2元,近期股价下跌较多,我们认为已经从原来的高估值回归至合理估值区间,因此调高评级至增持-B。
- 风险提示:明年下半年机床市场复苏低于预期;公司战略执行力低于预期。

总市值(百万元)	3,752.84
流通市值(百万元)	3,707.72
总股本(百万股)	545.47
流通股本(百万股)	538.91
12个月最低/最高	6.64/14.62元
十大流通股股东(%)	47.66%
股东户数	72,907

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(9.46)	(20.46)	(17.50)
绝对收益	(17.79)	(30.92)	(42.07)

林晟

0755-82558022
执业证书编号

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

行业分析师

linsheng@essence.com.cn
S1450511020006

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,977.7	8,047.0	10,068.5	10,924.1	12,450.4
Growth(%)	-8.7%	34.6%	25.1%	8.5%	14.0%
净利润	27.0	141.6	160.1	196.6	273.1
Growth(%)	27.6%	423.9%	13.1%	22.7%	38.9%
毛利率(%)	21.6%	21.5%	20.8%	20.5%	20.9%
净利润率(%)	0.5%	1.8%	1.6%	1.8%	2.2%
每股收益(元)	0.05	0.26	0.29	0.36	0.50
每股净资产(元)	2.60	2.84	3.06	3.36	3.76
市盈率	138.8	26.5	23.4	19.1	13.7
市净率	2.6	2.4	2.2	2.1	1.8
净资产收益率(%)	3.7%	9.0%	9.6%	10.8%	13.4%
ROIC(%)	6.3%	9.1%	7.2%	7.5%	8.6%
EV/EBITDA	16.6	13.5	14.0	12.4	10.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.0%	1.5%

前期研究成果

沈阳机床: 普通机床表现不佳, 靠重组
收益扭亏

2009-04-20

沈阳机床: 期间费用率上升, 三季度出现
亏损

2008-10-20

沈阳机床: 机床行业龙头, 腾飞仍需时日

2008-10-06

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-12-29
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	5,977.7	8,047.0	10,068.5	10,924.1	12,450.4	成长性					
减: 营业成本	4,686.5	6,313.9	7,979.2	8,687.1	9,848.7	营业收入增长率	-8.7%	34.6%	25.1%	8.5%	14.0%
营业税费	37.0	36.2	45.3	49.2	56.0	营业利润增长率	-122.3%	5.6%	373.5%	36.5%	53.8%
销售费用	421.3	632.2	684.7	710.1	809.3	净利润增长率	27.6%	423.9%	13.1%	22.7%	38.9%
管理费用	563.5	720.7	855.8	895.8	1,020.9	EBITDA 增长率	-411.4%	44.6%	1.6%	14.8%	19.5%
财务费用	169.8	279.9	360.0	390.0	420.0	EBIT 增长率	367.8%	56.4%	61.6%	16.2%	22.9%
资产减值损失	71.5	35.6	3.2	0.6	1.0	NOPLAT 增长率	5.7%	88.6%	2.5%	14.2%	20.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.7%	30.6%	9.2%	4.8%	6.9%
投资和汇兑收益	-	1.2	-	-	-	净资产增长率	2.4%	9.2%	7.9%	9.5%	12.1%
营业利润	28.0	29.6	140.2	191.4	294.5	利润率					
加: 营业外净收支	70.3	173.3	80.0	80.0	80.0	毛利率	21.6%	21.5%	20.8%	20.5%	20.9%
利润总额	98.3	202.9	220.2	271.4	374.5	营业利润率	0.5%	0.4%	1.4%	1.8%	2.4%
减: 所得税	45.7	63.4	60.0	72.8	98.6	净利润率	0.5%	1.8%	1.6%	1.8%	2.2%
净利润	27.0	141.6	160.1	196.6	273.1	EBITDA/营业收入	7.1%	7.6%	6.2%	6.6%	6.9%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	3.3%	3.8%	5.0%	5.3%	5.7%
货币资金	623.6	462.6	805.5	873.9	996.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	88	67	59	59	54
应收账款	2,226.4	2,319.1	2,480.1	2,690.9	3,066.9	流动营业资本周转天数	118	139	144	147	141
应收票据	145.5	180.2	275.8	299.3	341.1	流动资产周转天数	418	328	308	315	305
预付帐款	1,012.8	1,234.9	1,274.8	1,318.2	1,367.5	应收帐款周转天数	99	94	78	76	74
存货	2,637.5	3,824.6	4,367.8	4,755.3	5,391.2	存货周转天数	170	145	147	150	147
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	551	435	396	397	376
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	245	237	225	221	206
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	78.2	74.3	73.8	73.8	73.8	ROE	3.7%	9.0%	9.6%	10.8%	13.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	1.3%	1.4%	1.6%	2.0%
固定资产	1,408.1	1,569.7	1,731.2	1,838.5	1,862.6	ROIC	6.3%	9.1%	7.2%	7.5%	8.6%
在建工程	361.6	255.1	153.1	91.8	55.1	费用率					
无形资产	416.7	494.8	461.9	431.2	402.5	销售费用率	7.0%	7.9%	6.8%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	43.4	48.4	50.0	50.0	50.0	管理费用率	9.4%	9.0%	8.5%	8.2%	8.2%
资产总额	8,956.3	10,482.7	11,674.0	12,422.9	13,606.7	财务费用率	2.8%	3.5%	3.6%	3.6%	3.4%
短期债务	2,900.9	3,716.0	4,191.5	4,348.9	4,602.9	三费/营业收入	19.3%	20.3%	18.9%	18.3%	18.1%
应付帐款	2,607.3	3,213.6	4,153.6	4,522.0	5,126.7	偿债能力					
应付票据	675.1	79.8	218.6	238.0	269.8	资产负债率	84.2%	85.2%	85.7%	85.3%	84.9%
其他流动负债	260.0	498.0	479.3	479.3	479.3	负债权益比	531.5%	576.6%	598.5%	578.9%	564.3%
长期借款	860.0	700.0	700.0	700.0	700.0	流动比率	1.02	1.00	1.01	1.03	1.05
其他非流动负债	175.0	211.9	220.0	223.4	229.5	速动比率	0.62	0.52	0.53	0.54	0.54
负债总额	7,538.1	8,933.5	10,002.6	10,598.3	11,578.9	利息保障倍数	1.17	1.11	1.39	1.49	1.70
少数股东权益	97.6	86.1	86.1	88.1	90.9	分红指标					
股本	545.5	545.5	545.5	545.5	545.5	DPS(元)	-	-	0.06	0.07	0.10
留存收益	775.8	911.7	1,039.8	1,197.0	1,415.5	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,418.2	1,549.2	1,671.4	1,830.6	2,051.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.0%	1.5%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	52.6	139.5	160.1	196.6	273.1	EPS(元)	0.05	0.26	0.29	0.36	0.50
加: 折旧和摊销	250.9	340.9	123.5	134.7	141.3	BVPS(元)	2.60	2.84	3.06	3.36	3.76
资产减值准备	71.5	35.6	3.2	0.6	1.0	PE(X)	138.8	26.5	23.4	19.1	13.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.6	2.4	2.2	2.1	1.8
财务费用	168.2	189.9	284.8	360.0	390.0	P/FCF	-21.1	-24.6	-8.8	86.6	53.7
投资收益	-	-1.2	-	-	-	P/S	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	25.6	-2.1	-	2.0	2.8	EV/EBITDA	16.6	13.5	14.0	12.4	10.7
营运资金的变动	-1,526.6	-1,019.9	334.9	-227.4	-377.4	CAGR(%)	55.7%	25.5%	47.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-1,108.6	-259.2	981.8	496.5	460.8	PEG	2.5	1.0	0.5	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-576.0	-438.1	-149.9	-150.1	-100.1	ROIC/WACC	1.0	1.4	1.1	1.1	1.3
融资活动产生现金流量	1,842.3	846.7	-422.2	-271.9	-220.6	REP	1.6	1.0	1.2	1.1	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

林晟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人		
010-59113593	mazn@essence.com.cn		
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhouorong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034