机械设备

2012 年 07 月 31 日

公司研究 | 公司点评 | 跟踪评级_调高：短期_推荐，长期_A

需求改善仍需等待，公司成本管理尚待加强

——沈阳机床(000410)公司点评

核心观点

事件：公司发布半年报，2012 年 1-6 月实现营业收入 42.0 亿元，同比减少 18.7%，归属母公司净利润 5326.8 万元，同比减少 41.9%，实现 EPS 为 0.10 元。

投资要点：

1、机床需求改善仍需等待。作为中国机床行业龙头，公司的经营数据反映了行业目前的疲软需求。1H2012，1）国内金切机床累计销售 41 万台，同比下降 8.9%，数控金切机床销售 10.6 万台，同比下降 16.7%，且数控化率下降到 26%; 2)同期金属加工机床进口量也下降了 16.6%(但金额小幅上升 3.3%)。因此，无论是国产经济型机床还是代表高端机床的进口指标都明显下降，反映了实体经济低迷和下游支出削减的连锁反应。尽管 3Q 经济数据同比情况可能改善，但工业企业扩产仍需等待，机床需求短期不会明显上升，我们去年中期的行业报告已详述。

2、产业升级趋势使公司受益。公司产品以经济型数控机床为主(占+60%)，高端加工中心和重型机床国内领先，且加工方案提供能力突出。我们认为，行业需求低迷将挤压中小机床企业的空间；长期来看产业升级趋势明确，对公司有利。我们看好公司推行的机床"4S"店销售模式。

3、成本管理仍待加强。最近 3 个季度公司的毛利率均较高，但期间费用无法得到削减，中期营业利润下降 56.7%。且母公司出现了亏损，对合并利润贡献最大的是中捷机床，其 9.1%的净利率水平远好于整体资产盈利情况。过低的存货/资产周转率，较高负债水平存改善空间。

4、具高业绩弹性特征。最近 7 个季度，公司的净利率水平始终在 2%之下，资产负债率高达 86%，需求改善和成本控制加强均可使公司业绩大幅上升。我们预计，1）下半年公司的"新 5 类"数控产品较高的需求前景可提高毛利率，2）融资成本下降，可使公司的盈利状况有一定好转，公司的高业绩弹性特征值得关注。

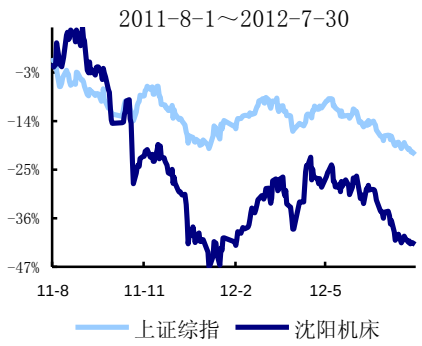
上调公司评级至"推荐-A"。我们预计 2012-2014 年，公司的 EPS 分别为 0.21 元、0.37 元和 0.48 元，对应动态 P/E 分别为 32X、18X 和 14X。我们认为 1）公司作为领先的综合性机床企业，受制于成本管理不足，盈利能力未反映其实际竞争地位；2）尽管行业需求改善仍需时间，但公司高业绩弹性特征可能在下半年发挥，目前的 EV/EBIT 为 17X，处于合理区间。因此调高对公司的评级至"**推荐-A**"。

风险提示：1）宏观经济衰退进一步加剧；2）公司的期间费用增长。

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	9611	9256	10286	11549
同比增速(%)	19.4	-3.7	11.1	12.3
归母净利润(百万)	104.8	113.4	202.5	263.4
同比增速(%)	-26.0	8.3	78.5	30.1
EPS(元)	0.19	0.21	0.37	0.48
P/E	35	32	18	14

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	54547.09
流通A股(万股)	53891.33
52周内股价区间(元)	6.01-12.78
总市值(亿元)	36.66
总资产(亿元)	123.55
每股净资产(元)	2.85
目标价 6个月	
12个月	

相关报告

1.《国都证券-行业研究-行业专题-机床行业：本轮周期增速趋缓，长期产业周期依然向上》 2011-10-20

研究员：肖世俊
电 话： 010-84183131
Email： xiaoshijun@guodu.com
执业证书编号： S0940510120011

联系人：向磊
电 话： 010- 84183147
Email： xianglei@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测

营业收入(百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
数控机床	5309.1	5017.1	5619.2	6434.0
普通车床	1198.0	1066.2	1183.5	1301.8
普通钻床	1022.5	1109.4	1203.7	1300.0
普通镗床	900.9	801.8	881.9	965.7
备件及其他	203.2	186.9	214.9	247.2
其他	977.3	1075.0	1182.5	1300.7
同比 YOY				
数控机床	8.9%	-5.5%	12.0%	14.5%
普通车床	-1.7%	-11.0%	11.0%	10.0%
普通钻床	27.0%	8.5%	8.5%	8.0%
普通镗床	22.5%	-11.0%	10.0%	9.5%
备件及其他	-31.0%	-8.0%	15.0%	15.0%
其他	848.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率				
数控机床	24.1%	24.2%	24.5%	24.5%
普通车床	16.1%	18.5%	18.0%	18.0%
普通钻床	22.8%	25.0%	24.8%	24.6%
普通镗床	17.8%	20.5%	20.3%	20.0%
备件及其他	11.5%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	20.8%	22.0%	20.0%	20.0%
营业总收入	9610.8	9256.4	10285.7	11549.4
同比 YOY	19.4%	-3.7%	11.1%	12.3%
毛利率	21.8%	22.9%	22.7%	22.7%

资料来源：公司公告，国都证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	9656.7	11102.1	13561.6	14117.9
现金	1091.9	3467.0	3754.2	4258.6
应收账款	2575.9	2264.4	3026.7	2855.2
其它应收款	158.9	238.6	164.0	280.2
预付账款	925.7	1523.8	1092.4	1757.3
存货	4468.3	3412.6	5150.2	4623.5
其他	435.9	195.6	374.1	343.1
非流动资产	2698.7	2319.6	2339.4	2334.0
长期投资	75.2	74.8	74.7	74.6
固定资产	1433.4	1246.1	1328.8	1361.5
无形资产	517.4	463.1	488.7	522.2
其他	672.6	535.5	447.1	375.8
资产总计	12355.3	13421.7	15901.0	16452.0
流动负债	10395.8	11415.9	13720.0	14047.4
短期借款	4742.7	7101.4	8722.9	8581.5
应付账款	3520.5	3171.7	3940.8	4138.6
其他	2132.6	1142.8	1056.3	1327.3
非流动负债	331.3	294.9	260.8	214.3
长期借款	180.0	115.5	80.0	43.8
其他	151.3	179.4	180.8	170.5
负债合计	10727.0	11710.8	13980.8	14261.8
少数股东权益	72.1	74.0	80.7	87.4
股本	545.5	545.5	545.5	545.5
资本公积金	364.5	364.5	364.5	364.5
留存收益	646.2	726.9	929.4	1192.8
归属母公司股东权益	1556.2	1636.9	1839.4	2102.8
负债和股东权益	12355.3	13421.7	15901.0	16452.0

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	527.7	1348.7	-604.0	1421.6
净利润	110.1	115.3	209.3	270.0
折旧摊销	300.5	243.6	297.1	351.3
财务费用	327.5	384.3	385.0	388.3
投资损失	-0.9	-0.4	-0.8	-0.7
营运资金变动	-181.4	583.7	-1489.8	416.9
其它	-28.0	22.1	-4.8	-4.2
投资活动现金流	-507.1	113.8	-311.3	-341.1
资本支出	267.3	-384.8	13.7	1.0
长期投资	-0.9	0.3	0.1	0.1
其他	-240.7	-270.7	-297.5	-340.0
筹资活动现金流	629.9	-2402.3	-123.8	-312.8
短期借款	1026.7	-956.2	295.2	121.9
长期借款	-520.0	-64.5	-35.5	-36.1
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	123.2	-1381.6	-383.5	-398.6
现金净增加额	650.5	-939.9	-1039.1	767.7

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9610.8	9256.4	10285.7	11549.4
营业成本	7516.6	7138.7	7949.7	8928.6
营业税金及附加	40.9	40.6	44.4	50.2
营业费用	635.9	615.5	678.9	756.5
管理费用	866.9	870.1	927.8	1039.4
财务费用	327.5	384.3	385.0	388.3
资产减值损失	145.6	129.6	113.1	127.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.9	0.4	0.8	0.7
营业利润	78.3	77.9	187.6	260.0
营业外收入	66.8	75.0	85.0	90.0
营业外支出	3.9	5.0	6.0	6.0
利润总额	141.1	147.9	266.6	344.0
所得税	31.0	32.5	57.3	74.0
净利润	110.1	115.3	209.3	270.0
少数股东损益	5.3	1.9	6.8	6.6
归属母公司净利润	104.8	113.4	202.5	263.4
EBITDA	705.2	683.3	933.3	1066.3
EPS（元）	0.19	0.21	0.37	0.48

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	19.4%	-3.7%	11.1%	12.3%
营业利润	164.4%	-0.5%	140.9%	38.6%
归母净利润	-26.0%	8.3%	78.5%	30.1%
获利能力				
毛利率	21.8%	22.9%	22.7%	22.7%
净利率	1.1%	1.2%	2.0%	2.3%
ROE	6.8%	6.7%	10.9%	12.3%
ROIC	4.1%	3.8%	4.6%	5.1%
偿债能力				
资产负债率	86.8%	87.3%	87.9%	86.7%
净负债比率	365.5%	423.9%	460.3%	395.5%
流动比率	92.9%	97.3%	98.8%	100.5%
速动比率	49.9%	67.4%	61.3%	67.6%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转率	4.1	3.8	3.9	3.9
应付帐款周转率	2.3	2.1	2.2	2.2
每股指标(元)				
每股收益	0.19	0.21	0.37	0.48
每股经营现金	0.97	2.47	-1.11	2.61
每股净资产	2.99	3.14	3.52	4.02
估值比率				
P/E	60.4	32.3	18.1	13.9
P/B	4.1	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.2	11.3	9.6	7.8

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			