

研究所  
证券分析师：后立尧 S0980511110001  
010-88576833 转 802 houly@ghzq.com.cn

## 业绩仍在调整期，三项费用率将下降

### ——沈阳机床(000410)调研报告

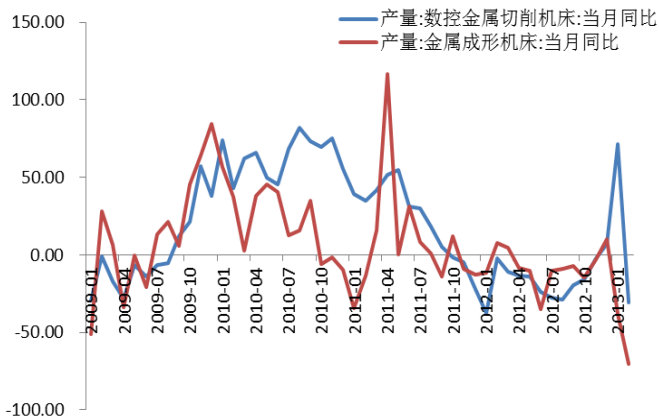
#### 事件：

近期我们对沈阳机床进行了实地调研。

#### 评论：

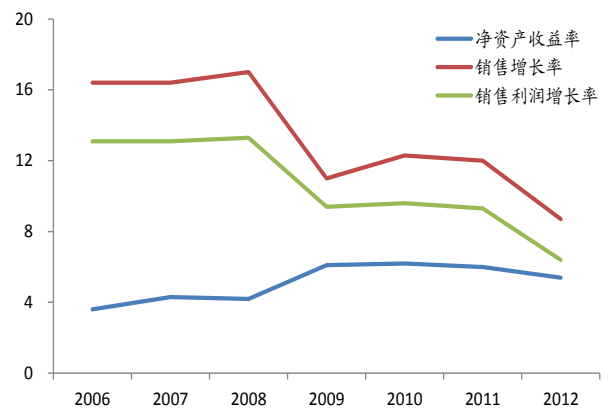
**业绩仍在调整期：**2012年公司台湾、日韩的企业竞争，销售政策激进导致应收账款上升，12年按照应收账款5%计提坏账约9700万，影响了公司净利润。13年一季度公司收入和净利润下降18.3%和48.7%，主要是非经常性损益减少。公司正在进行产品、经营、组织结构三方面调整。2012年全年公司新增订单70亿元，公司目前在手订单约8亿元。虽然机床行业整体不好，但有利于公司进行行业整合。

图 1、2009-2013 年金属切削机床销量同比增速



资料来源：wind、国海证券研究所

图 2、2006-2012 年机床行业增长率及 ROE 在下降

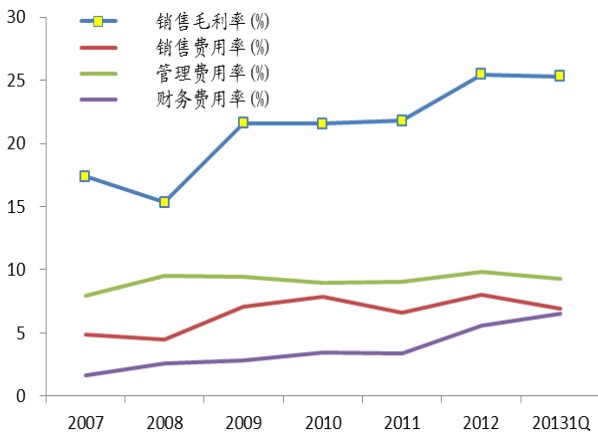


资料来源：wind、国海证券研究所

**公司产品加速走向中高档化：**预计未来国内中高档机床占比将由现在的30%上升到70%，高档数控机床销量增速将在30%左右。公司发展重心已移至中高档数控机床：与德国希斯公司合作生产重大型数控机床，新五类产品主攻中高档市场，普通机床逐渐OEM外包。预计2015年重大型数控机床、新五类产品和普通机床销售占比分别为25%、40%和20%。

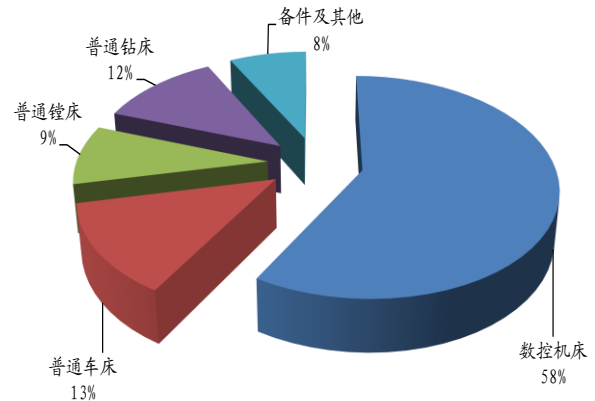
**飞扬数控系统自配将提升公司毛利率：**公司已开发出核心设备飞扬数控系统，主轴也能部分自配。数控系统占成本的20-50%的成本，人工20%，其他20-40%。飞扬12年卖了200台，价格是日本Fanuc的1/3。公司数控机床占比上升，公司去年还上调了钻镗类机床价格，以上原因导致公司毛利率上升。

图 3、2007-2013 年 1Q 公司毛利率及三项费用率



资料来源: wind、国海证券研究所

图 4、2012 年各项产品收入占比



资料来源: wind、国海证券研究所

**增发成功后财务费用将下降。**公司公告通过定向增发募集约12.3亿元，将用于提高重大型数控机床和新五类产品产值约50亿元，另外募集资金6.3亿元用于偿还贷款以优化财务结构。公司财务费用是由高资产负债率导致，我们判断随着增发后偿还短期贷款，行业景气度回升后应收帐缩小，公司财务费率将下降。公司13年经营目标是80亿收入及1亿元净利润，本预算并未考虑财务费用下降及政府补贴等因素。

**管理费用与销售费用会下降：**13年高管工资会降低一些，工人人数通过转岗压缩至7成。12年公司参加了4个展会，推广费用高。公司已经建成19家4S店，单店投资约5000万元，是代理商自己出钱。13年公司计划再开20个4S店。公司计划到2015年以前，在国内建立50~70家4S店，形成制造商、经销商和客户多方共赢的局面。目前公司产品通过渠道销售的占90%（注：4S店销售占总量的40%），直销10%。

图 5、沈阳机床目前在全国有 19 家 4S 店



资料来源: 公司网站、国海证券研究所

图 6、沈阳机床天津 4S 店实景



资料来源: 公司网站、国海证券研究所

## 投资建议:

按增发后最新股本计算，预计公司 2013-2014 年 EPS 为 0.12 和 0.15 元，对应 PE 为 50 倍、37 倍，公司增发价格为 5.58 元，目前股价接近增发价，安全边际较高，看好公司 2014 年业绩改善，首次给予“增持”评级。

表 1、沈阳机床盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7,787	8,158	9,630	11,397
(+/-%)	-19.0%	4.8%	18.0%	18.3%
净利润(百万元)	23	89	118	140
(+/-%)	-77.8%	280.0%	33.6%	18.3%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.12	0.15	0.18
EBIT Margin	7.0%	8.2%	8.3%	8.4%
净资产收益率(ROE)	1.5%	6.0%	8.8%	11.6%

资料来源：WIND、国海证券研究所

注：EPS 按增发后最新股本 7.65 亿股计算

**风险提示：**

1. 机床行业持续低迷的风险。2. 公司三项费用降幅低于预期的风险。

## 【分析师承诺】

后立尧，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1009室

姓名	固话	手机	邮箱
梁 铮	010-88576898-836	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn