



业绩存边际改善空间，期待国企改革注入活力

——沈阳机床（000410）调研快报

2014年09月05日

中性/首次

沈阳机床

调研快报

关注 1：订单总体无明显变化，结构有亮点

在国内经济增长放缓的背景下，我国机床行业仍然延续着低位徘徊的运行状态，公司整体订单没有明显变化。主要下游客户中通用机械（占 33%）、汽车（占 28%）、船舶（占 10%）订单基本稳定，教育（占 10%）、消费电子（占 3%）订单增长较快，但由于这两个板块占比较小，对公司整体影响有限。今年上半年，公司实现营业收入 38.2 亿元，同比基本持平，其中主导产品数控机床实现收入 24.3 亿元，同比增长 15.5%，普通车床、镗床、钻床普遍下滑 40% 以上。公司进一步提升高端数控机床的销售比重，收缩普通机床业务，逐渐通过 OEM 模式外包。按照金额计算公司目前的机床数控化率已提升至 71%。

关注 2：i5 系统数控机床逐渐产业化，中长期盈利有提升空间

沈阳机床集团于 2012 年研制成功 i5 数控系统，i5 是指 Industry、Information、Internet、Integrate、Intelligent，即工业化、信息化、网络化、智能化、集成化的有效集成。该系统误差补偿技术领先、控制精度达到纳米级、产品精度在不用光栅尺测量的情况下达到 3 μ m，该系统与自动化配合可以为用户实现数字化工厂管理，甚至可以通过手机进行远程控制。2013 年以来搭载 i5 系统的数控机床初步产业化，市场接受度良好，部分客户开始规模采购。14 年公司分别在四川、襄阳、许昌、苏州等地建立了 5 家示范用户并建立了以 i5 系统为核心的智能机。搭载公司自主研发的 i5 系统数控机床较搭载日本发那科数控系统的机床有明显价格优势，有助提升对下游用户的吸引力。由于处于市场开拓阶段，在当前产品定价策略下，毛利率并未显著改善，预计规模化后产品盈利能力有提升空间。

关注 3：由传统制造商向服务型制造商转型

传统制造业的低迷迫使国内机床企业纷纷转型。公司是国内最大的机床企业，具有广泛的客户基础，存量客户有 11.3 万家，为公司向服务型制造商转型提供空间。公司已成立再制造事业部，开发存量市场；销售模式上，公司借鉴汽车行业的经验推广 4S 店模式，目前已拥有 34 家 4S 店，计划 15 年达到 70 家，形成覆盖全国的网路；由于许多机床用户是中小企业，贷款获取能力弱，因此对融资租赁的需求日益增长，公司去年开始做融资租赁，目前公司与农

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

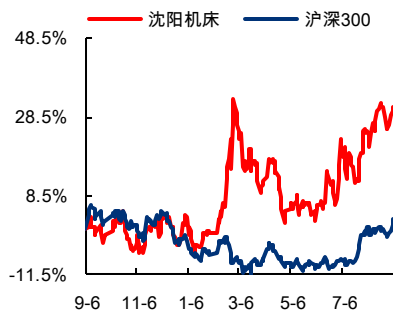
执业证书编号：

S1480514040001

交易数据

52 周股价区间（元）	7.53-5.7
总市值（亿元）	57.64
流通市值（亿元）	55.63
总股本/流通 A 股（万股）	76547/73878
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.65

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

银租赁、交银租赁及海尔租赁公司均有合作，将助力市场开拓。

关注 4：应收账款高企，财务费用压力依然较大

截止 14 年 6 月底，公司资产负债率高达 86%，应收账款 65.8 亿元，应收账款占 13 年营业收入的比例高达 89%，公司加大了应收账款催收力度，但目前市场环境下恐难显著改善。14 上半年期间费用率 26.1%，三项费用侵蚀了公司利润。由于负债率高，公司财务费用率为 8.7%，较去年进一步提升，公司费用压缩难度较大。

关注 5：期待国企改革为公司发展注入活力

目前全国已有 16 个省市出台国资国企改革方案，东北各省暂未出台，近期国务院发布《关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》，其中对国企改革是重点之一。据媒体报道，沈阳国资委已将包括机床集团在内的四家重点工业企业进行改革试点，拟通过四家企业的先行先试，率先突破，为全市国企改革发挥示范引领作用。目前暂没有相关政策出台，企业处于观望之中。未来国企改革有望改善公司的激励机制，为公司发展注入活力。

结论：

受经济大环境制约，公司业绩难现实质性好转，随着以 i5 系统为代表的高端数控机床逐渐打开市场，以及公司逐渐向服务型制造商转型，业绩存在边际改善空间。未来的国企改革有望给公司发展注入活力。我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.04 元、0.06 元、0.12 元，当前 PB 为 2.1 倍，给予“中性”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	10,176	13,092	13,010	13,139	13,967	营业收入	7,787	7,379	7,549	8,092	8,618
货币资金	516	1,514	1,132	1,214	1,293	营业成本	5,806	5,523	5,594	5,988	6,378
应收账款	4,212	5,619	5,791	5,764	6,139	营业税金及附加	44	41	42	45	47
其他应收款	100	65	66	71	76	营业费用	623	597	604	647	689
预付款项	591	405	405	405	405	管理费用	767	676	694	744	793
存货	4,347	4,926	5,057	5,086	5,417	财务费用	435	486	625	630	630
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	100	98	100	100	100
非流动资产合计	2,947	3,281	3,169	3,045	2,930	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	76	75	73	70	68	投资净收益	2	-1	-1	-1	-1
固定资产	1,314	2,087	2,137	2,081	2,017	营业利润	13	-43	-111	-64	-20
无形资产	588	763	732	702	671	营业外收入	65	117	160	130	130
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	13	5	5	5	5
资产总计	13,122	16,373	16,179	16,184	16,897	利润总额	64	70	44	61	105
流动负债合计	11,092	13,260	15,464	17,520	18,181	所得税	30	35	11	15	26
短期借款	6,990	8,815	11,043	12,812	13,203	净利润	34	34	33	46	79
应付账款	3,136	3,375	3,372	3,609	3,844	少数股东损益	11	15	0	0	0
预收款项	183	204	204	204	204	归属母公司净利润	23	19	33	46	79
一年内到期的非流	34	20	0	0	0	EBITDA	771	739	694	753	805
非流动负债合计	395	389	387	387	387	BPS (元)	0.04	0.03	0.04	0.06	0.10
长期借款	260	240	240	240	240	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	11,487	13,649	15,852	17,907	18,568	成长能力					
少数股东权益	83	45	45	45	45	营业收入增长	-18.98%	-5.24%	2.30%	7.20%	6.50%
实收资本 (或股本)	545	765	765	765	765	营业利润增长	-83.65%	-433.77%	-	-	-
资本公积	365	1,246	550	550	550	归属于母公司净利润	-77.77%	-18.04%	73.32%	39.34%	70.53%
未分配利润	520	539	563	595	650	获利能力					
归属母公司股东权	1,553	2,679	1,991	2,024	2,079	毛利率 (%)	25.44%	25.15%	25.90%	26.00%	26.00%
负债和所有者权益	13,122	16,373	16,179	16,184	16,897	净利率 (%)	0.43%	0.47%	0.44%	0.57%	0.91%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	0.18%	0.12%	0.20%	0.28%	0.47%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE (%)	1.50%	0.71%	1.66%	2.28%	3.78%
经营活动现金流	-1,275	-1,344	-1,020	-850	541	偿债能力					
净利润	34	34	33	46	79	资产负债率 (%)	88%	83%	89%	90%	90%
折旧摊销	323	296	180	187	195	流动比率	0.92	0.99	0.84	0.75	0.77
财务费用	435	486	625	630	630	速动比率	0.53	0.62	0.51	0.46	0.47
应收账款减少	-1,636	-1,407	-172	26	-375	营运能力					
预收帐款增加	-289	21	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.50	0.44	0.43	0.42
投资活动现金流	-201	-81	-231	-199	-199	应收账款周转率	2.29	1.50	1.32	1.40	1.45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.34	2.27	2.24	2.32	2.31
长期股权投资减少	-1	1	2	2	2	2每股指标 (元)					
投资收益	2	-1	-1	-1	-1	-1每股收益 (最新摊薄)	0.04	0.03	0.04	0.06	0.10
筹资活动现金流	852	2,358	870	1,130	-263	每股净现金流 (最新)	-1.14	1.22	-0.50	0.11	0.10
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	2.85	3.50	2.60	2.64	2.72
长期借款增加	80	-20	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	220	0	0	0	P/E	188.25	251.00	174.19	125.01	73.31
资本公积增加	0	882	-696	0	0	P/B	2.65	2.15	2.89	2.85	2.77
现金净增加额	-624	933	-381	82	79	EV/EBITDA	14.11	18.03	22.93	23.37	22.27

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008 年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位，具有 3 年实业经验和 5 年以上行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。