

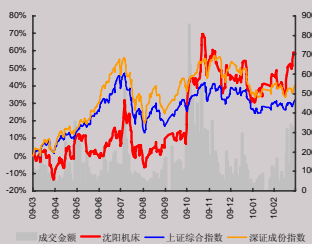

研究报告
沈阳机床
 (000410.SZ)

中性 (维持)
所属行业: 机械行业
行业评级: 推荐
股价数据

12个月区间(元) 6.67—13.90

股本结构

总市值(亿元)	67.31
流通市值(亿元)	66.22
总股本(亿股)	5.475
流通A股(亿股)	5.366
流通B股(亿股)	0

股价表现图

齐鲁证券有限公司
行业公司部
分析师
孙绍冰

(执业证书编号: S0740209030125)

Tel: (86531) 81776393

Fax: (86531) 81283791

Email: sunsb@qlzq.com.cn

沈阳机床 (000410):
结构优化迈出关键一步
投资要点:

- 近日,公司董事会通过定向增发预案。公司拟定向增发不超过2亿(含2亿)股,募集资金总额不超过21.525亿元;募集资金将分别应用于重大型数控机床基地建设、新CAK数控车床技改、数控机床核心功能部件技改及归还银行贷款四个项目(附表1);本次定向增发价格为10.08元/股。
- 募投项目引领行业未来发展趋势,公司产品结构优化迈出关键一步。剔除归还银行贷款,公司募投的其他三个项目均代表我国机床行业未来发展方向:
 - ✧ 能源、船舶制造、航天、军工等下游支柱产业技术改造和产业升级以及国家重点工程项目的建设需求为重大型数控机床的发展提供了广阔的市场,而国内厂商在质量和数量上都无法满足上述需求,高档数控机床对外依赖度依然较高,扩大高档数控机床产能及结构优化已经成为行业共识,对比其他机床厂商,公司产能扩张起步稍慢,但作为我国机床龙头企业,技术积淀厚重,公司有望厚积而薄发;
 - ✧ 公司车床在业界享有盛誉,但已经不能满足数控机床的高速、高效、智能、环保的发展需求,尤其是在本次金融危机中表现的更为突出,受到的冲击程度高于数控机床。公司的新CAK数控车床既保留了原有产品成本、价格等方面的优势,又实现了质量和档次的大幅提升,有利于公司产品结构的优化,而原有的普通车床以OEM外包生产;
 - ✧ 数控机床核心功能部件(主轴、刀架)技术改造项目是公司综合竞争优势维持领先的重要保障。我国机床产业发展滞后,功能部件制造能力的缺失是关键,公司功能部件如果能够实现跨越式发展,不仅可以提高公司的整体竞争实力,对于我国机床产业的发展也具有重要意义。
 - ✧ 公司对待普通车床的态度“不抛弃,不放弃”。公司的普通车床在业内具有良好的口碑,国内市场占有率70%左右。通过OEM外包,公司利用自己掌握的核心技术,负责设计和开发,控制销售渠道,既保留了自己在普车领域的竞争优势,又达到了优化结构的目的。
- 本次募投项目“远水难解近渴”,下游需求及出口复苏仍是2010年主要看点。2009年,公司业绩缺乏亮点,营业收入59.78亿元,同比下降8.67%;实现净利润2704万元,同比增长27.57%,但如果扣除政府补助等非经常性损益,公司净利润依然亏损;公司盈利能力虽又提升(毛利率提升幅度超过6%),但三项费用率的提高又侵蚀了部分利润空间。2009年公司产值数控化率56%,在机床行业上市公司中处于较低水平,虽然2010年大型和中高端数控机床的结构性复苏会给公司带来机会,但普通机床比例的偏高影响了公司的复苏步伐,虽然公司对出口恢复给予厚望(预计2010年海外收入1亿美元,同比增长100%),



但从目前情况看，出口能否走出困境还要进一步观察，综合起来看，公司 2010 年不确定性仍然较大。

- 不考虑定向增发，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.16/0.21/0.35 元（考虑定向增发 2 亿股，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.12/0.15/0.26 元，摊薄幅度 25%），未来三年净利润增长率分别为 230.85%、26.69% 和 70.19%，对应 PE 分别为 75 倍、59 倍和 35 倍，对比机床行业其他上市公司，公司估值水平已经偏高。我们维持“中性”投资评级。集团公司未来引进战略投资者等相关举动仍会成为二级市场股价的催化剂。
- 风险因素：国内外经济二次探底、钢材价格上涨、募投项目建成投产的不确定性等因素。

附表 1：公司募集资金投向

序号	项目名称	建设期	计划募集资金使用量（万元）
1	重大型数控机床生产基地建设项目	2012 年达产	82440
2	新 CAK 数控车床技术改造项目	2 年	44000
3	数控机床核心功能功能部件（主轴、刀架）技术改造项目	1 年	28810
4	偿还银行贷款项目	-	60000
	合计		215250

资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所


附表 2: 公司利润预测表格 (百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
合计 (单位: 百万元)					
总收入	6545.42	5954.70	6611.00	7516.01	9068.06
(+/-)		-9.02%	11.02%	13.69%	20.65%
总成本	5542.90	4680.12	5252.09	5971.98	7132.39
毛利率%	15.32%	21.40%	20.56%	20.54%	21.35%
数控机床					
收入	2747.51	3088.45	3644.37	4373.25	5685.22
(+/-)		12.41%	18.00%	20.00%	30.00%
成本	2101.89	2165.84	2587.50	3105.00	4036.51
毛利率%	23.50%	29.87%	29.00%	29.00%	29.00%
普通车床					
收入	1175.05	1088.69	1110.46	1143.78	1200.97
(+/-)		-7.35%	2.00%	3.00%	5.00%
成本	1124.88	977.76	1032.73	1098.03	1152.93
毛利率%	4.27%	10.19%	7.00%	4.00%	4.00%
普通镗床					
收入	831.11	735.29	757.35	817.94	899.73
(+/-)		-11.53%	3.00%	8.00%	10.00%
成本	642.55	624.28	651.32	711.60	791.76
毛利率%	22.69%	15.10%	14.00%	13.00%	12.00%
普通钻床					
收入	780.78	536.77	552.87	580.52	609.54
(+/-)		-31.25%	3.00%	5.00%	5.00%
成本	747.38	452.92	481.00	510.85	542.49
毛利率%	-	15.62%	13.00%	12.00%	11.00%
备品、配件					
收入	1010.97	505.50	545.94	600.53	672.60
(+/-)		-50.00%	8.00%	10.00%	12.00%
成本	926.20	459.32	499.54	546.49	608.70
毛利率%	-	9.14%	8.50%	9.00%	9.50%

数据来源: 齐鲁证券研究所


附表 3: 公司利润预测表格 (百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5961	6545	5978	6611	7516	9068
<i>增长率</i>	<i>NA</i>	<i>9.81%</i>	<i>-8.67%</i>	<i>10.59%</i>	<i>13.69%</i>	<i>20.65%</i>
减: 主营业务成本	4924	5543	4687	5252	5972	7132
销售毛利	1037	1003	1291	1359	1544	1936
<i>毛利率</i>	<i>17.40%</i>	<i>15.32%</i>	<i>21.60%</i>	<i>20.56%</i>	<i>20.54%</i>	<i>21.35%</i>
营业税金及附加	19	18	37	40	45	54
<i>营业税金率</i>	<i>0.32%</i>	<i>0.28%</i>	<i>0.62%</i>	<i>0.60%</i>	<i>0.60%</i>	<i>0.60%</i>
营业费用	290	292	421	469	564	680
<i>销售费用率</i>	<i>4.86%</i>	<i>4.46%</i>	<i>7.05%</i>	<i>7.10%</i>	<i>7.50%</i>	<i>7.50%</i>
管理费用	471	622	564	628	714	861
<i>管理费用率</i>	<i>7.91%</i>	<i>9.51%</i>	<i>9.43%</i>	<i>9.50%</i>	<i>9.50%</i>	<i>9.50%</i>
财务费用	96	168	170	172	150	181
<i>财务费用率</i>	<i>1.61%</i>	<i>2.57%</i>	<i>2.84%</i>	<i>2.60%</i>	<i>2.00%</i>	<i>2.00%</i>
资产减值损失	14	27	72	50	50	50
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
<i>投资收益</i>	<i>(4)</i>	<i>(1)</i>	<i>(0)</i>	0	0	0
营业利润	143	(126)	28	79	111	217
营业外收入	64	196	87	50	50	50
减: 营业外支出	8	9	17	10	10	10
利润总额	199	61	98	119	151	257
减: 所得税	122	19	46	30	38	64
<i>实际税率</i>	<i>61.33%</i>	<i>30.45%</i>	<i>46.48%</i>	<i>25.00%</i>	<i>25.00%</i>	<i>25.00%</i>
净利润	77	42	53	89	113	193
减: 少数股东损益	(2)	21	26	0	0	0
归属于母公司所有者的 净利润	79	21	27	89	113	193
<i>销售净利率</i>	<i>1.32%</i>	<i>0.32%</i>	<i>0.45%</i>	<i>1.35%</i>	<i>1.51%</i>	<i>2.13%</i>
<i>净利润增长率</i>	<i>NA</i>	<i>-73.17%</i>	<i>27.57%</i>	<i>230.85%</i>	<i>26.69%</i>	<i>70.19%</i>
EPS (元)	0.00	0.04	0.05	0.16	0.21	0.35

数据来源: 齐鲁证券研究所



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6-12 个月内, 股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内, 股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内, 股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内, 股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内, 行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内, 行业指数将基本于市场基准指数
	回避	预计未来 6-12 个月内, 行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“齐鲁证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址: 上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编: 200122

电话: (8621) 5820-8334

传真: (8621) 5830-6843

地址: 山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编: 250061

电话: (86531) 8128-3789

传真: (86531) 8128-3791

