

太平洋证券

评级：持有

联系人：尚钧

高端产品改善收入水平，高额负债拖累业绩

电话：010-8832 1797

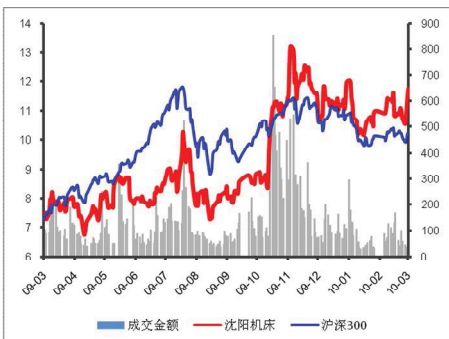
——沈阳机床年报点评

E-mail: shangjun@tpyzq.com.cn

市场与公司重要数据

当前股价(元)	11.74
52周股价区间(元)	6.67-13.9
总市值(亿元)	64.04
总股本(百万股)	545.47
流通股本(百万股)	536.62
日均成交量(万股)	1,382.83
每股收益(元)	0.05

一年股价表现



%	1M	6M	12M
绝对表现	7.02	46.75	61.49
相对表现	6.52	44.63	24.18

参考资料:

- ◆ **主营收入增长疲软，净利润大幅改善。**2009 财政年度，沈阳机床实现收入 59.77 亿元，同比减少 8.67%，净利润为 5260 万元同比增长 24.3%，基本每股收益为 0.05 较上一年度增加 25%。
- ◆ **数控机床毛利率水平大幅改善，提升公司盈利水平。**2009 年数控机床毛利率水平提高 6%，主要来自于公司高端数控机床销售占比提高。我们预计 10 年低端机床产品的毛利水平将会进一步由于来自上游成本的增加大幅下降，但是高端数控机床的销售能够抵消部分来自于成本上涨的压力
- ◆ **盈利能力大幅改善高额，高额负债制约其进一步发展。**2009 年公司税后经营性收益为 1.64 亿，较上一年度亏损 640 万的水平大幅改善。但是公司高达 84.2% 的负债率严重拖累了公司的发展，ROE 水平不到 1%。预计公司定向增发以后将会缓解公司部分来自于财务费用对业绩的拖累，但负债水平仍然较高。
- ◆ **谨慎看待募投项目及拟收购的希斯公司资产的短期前景。**公司拟以代价 4863 万收购母公司德国希斯公司用以设计、制造、安装大重型、高精度、数控机床产品的技术诀窍及相关信息。我们认为希斯公司的技术可以进一步改进公司的产品结构进一步提高公司在高端数控机床方面的产值。但另一方面，如果公司的拟募投项目在 2 年内不能实现管理层所预期的收益，那么来与募投项目的折旧费用将会进一步侵蚀公司的毛利水平，接下来一段时间公司的现金流有可能再一次吃紧。
- ◆ **估值与投资评级。**公司的管理费用在公司的占公司销售收入的占比较高，如果今年公司能够在费用控制特别是管理和销售费用上进行积极管理，公司 10 年的业绩将会迎来爆发式的改善。预计 10 年 11 年及 12 年公司 EPS 分别为 0.12 元 0.11 元和 0.18 元，对应 18 日收盘价为 101.7，104.9 和 66.2 倍市盈率。给予持有的评级

图 1: PE-band

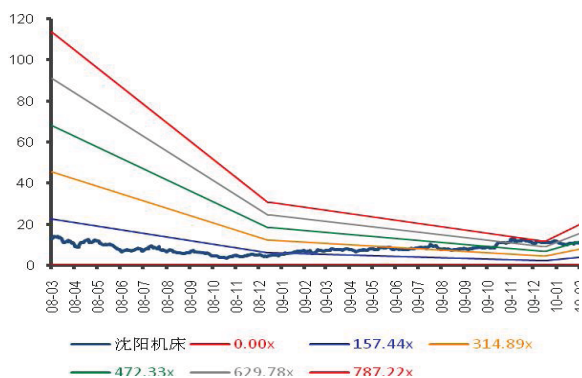
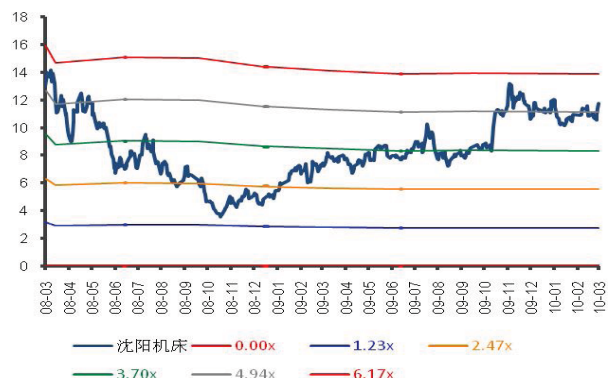


图 2: PB-band



资料来源: 太平洋证券研究院

附表(单位:百万)

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	791.2	623.6	1249.9	608.6	845.7	营业收入	6545.4	5977.7	7325.7	8424.5	9267.0
应收和预付款项	3432.9	3384.7	3116.0	3712.4	3642.1	营业成本	5542.9	4686.5	5727.4	6643.4	7199.3
存货	3010.2	2637.5	3497.1	3871.0	4256.9	营业税金及附加	18.0	37.0	45.4	33.7	37.1
其他流动资产	0.0	0.0	0.7	0.8	0.9	销售费用	291.8	421.3	512.8	598.1	676.5
长期股权投资	71.9	78.2	95.9	110.3	121.3	管理费用	622.3	563.5	695.9	800.3	880.4
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	168.2	169.8	176.8	164.6	164.6
固定资产和在建工程	1738.0	1769.7	3733.3	4071.0	4369.8	资产减值损失	27.0	71.5	87.9	67.4	74.1
无形资产和开发支出	204.8	419.2	226.4	260.3	286.3	投资收益	-1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	6.2	2.5	5.1	5.9	6.5	公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	73.2	40.9		84.2		营业利润	-125.9	28.0	79.4	117.0	235.0
资产总计	9.3	9.0	11.9	12.7	13.5	其他非经营损益	186.7	70.3	51.3	59.0	64.9
短期借款	2893.3	2900.9	2500.0	2500.0	2500.0	利润总额	60.8	98.3	130.7	176.0	299.9
应付和预收款项	4832.5	3390.7	4996.6	5474.6	6109.8	所得税	18.5	45.7	-12.6	15.5	45.7
长期借款	40.0	860.0	660.0	660.0	660.0	净利润	42.3	52.6	143.3	160.5	254.2
其他负债	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4	少数股东损益	21.1	25.6	68.8	77.0	122.0
负债合计	7943.3	7538.1	8419.5	8986.0	9629.4	母公司股东净利润	21.2	27.0	74.5	83.4	132.2
股本	545.5	545.5	745.5	745.5	745.5	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
资本公积	460.2	460.2	2276.2	2276.2	2276.2	毛利率	15%	22%	22%	21%	22%
留存收益	288.6	315.6	390.1	473.6	605.7	销售净利率	1%	1%	2%	2%	3%
归属母公司股东权益	1295.4	1320.7	3411.8	3495.2	3627.4	ROE	1%	1%	1%	1%	2%
少数股东权益	89.7	97.6	166.3	243.4	365.4	ROA	0%	0%	0%	0%	0%
股东权益合计	1385.1	1418.2	3578.1	3738.6	3992.8	ROIC	0%	4%	4%	4%	5%
负债和股东权益合计	9.3	9.0	12.0	12.7	13.6	销售收入增长率	10%	-9%	23%	15%	10%
						EBIT 增长率	-22%	17%	15%	11%	36%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	净利润增长率	-45%	24%	172%	12%	58%
NOPLAT	43.5	197.9	256.2	281.6	399.6	估值倍数					
经营性现金流	-441.8	-277.0	1508.5	192.3	1034.7	EPS(X)	0.04	0.05	0.12	0.11	0.18
投资性现金流	1066.4	621.1	-2338.0	-327.1	-271.0	PE(X)	293.50	234.80	101.70	104.88	66.21
融资性现金流	-606.7	-511.7	1455.8	-506.5	-526.6	PB(X)	4.94	4.85	1.88	1.83	1.77
现金增加额	17.9	-167.6	626.3	-641.3	237.0	PS(X)	0.98	1.07	1.19	1.04	0.94
FCFF	624.6	344.1	-829.5	-134.8	763.6	EV/EBITDA(X)	30.70	28.18	27.42	26.48	22.47

资料来源:太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。