

6-12个月目标价	16.15元
当前股价	14.69元
投资评级	持有

研究员: 魏萌 执业号: S0640210010111
 电话: 010-84801800-8111
 Email: Mandy1368128@yahoo.com.cn
 报告日期: 2010/4/13

基础数据

上证指数	3161.25
总股本(百万)	545.470
流通A股(百万股)	536.620
流通B股(百万股)	0.00
流通A股市值(百万)	7882.95
总市值(百万)	8012.95
每股净资产(元)	2.49
ROE(年化)	9.03
资产负债率	85.67%
动态市盈率	91.81
动态市净率	5.69

近一年股价走势与大盘比较



江南金融研究所

联系人: 邝野、毛艳琼
 联系电话: 0755-83778731
 地址: 深圳市深南大道 3024 号航空大厦 29 层 (518031)

投资要点:

- **年报平平，季报亮丽。**公司发布 2010 年一季报，相对于公司年报的业绩平平，一季度公司实现营业收入 19.58 亿元，同比增长 69.94%；归属母公司所有者的净利润 3027.44 万元，同比增长 216.2%。业绩大幅增加的原因：一是行业处于上升周期，下游需求增长，数控机床和普通机床产销两旺；二是公司优化结构高端数控机床占比提高，销售毛利率提高，盈利能力加强。
- **定向增发关注数控机床。**公司定向增发不超过 2 亿股，募集资金 21.52 亿元，发行价 10.08 元，所募集资金主要用于重大型数控机床生产基地建设项目；新 CAK 数控车床技术改造项目和数控机床和新功能部件（主轴、刀架）技术改造项目。所有项目 2012 年完成投产后，数控机床的占比逐步提高，产品结构优化，公司盈利能力加强。
- **盈利扩大，需控制期间费用增长。**虽然公司一季度营业收入大幅提高，但是由于公司销售渠道的拓展所产生的费用也大幅增加，同比去年增加 124%，管理费用和财务费用也分别增加 74%和 41%，期间费用快速增加，必然压缩盈利空间，控制费用增长，是盈利能力提高的必要因素。
- **盈利预测及评级。**我们预测 2010 年-2012 年主营收入分别为 74.72 亿元，93.40 亿元，116.75 亿元，每股收益分别为 0.16 元，0.24 元和 0.29 元，如果按照假设增发 2 亿股，每股收益摊薄后分别为 0.12 元，0.18 元和 0.22 元。我们给出公司绝对估值 16.15 元，给出“持有”评级。
- **风险提示：**定向增发项目的不确定性；目前钢材价格的上涨可能导致成本上升。

重要财务指标

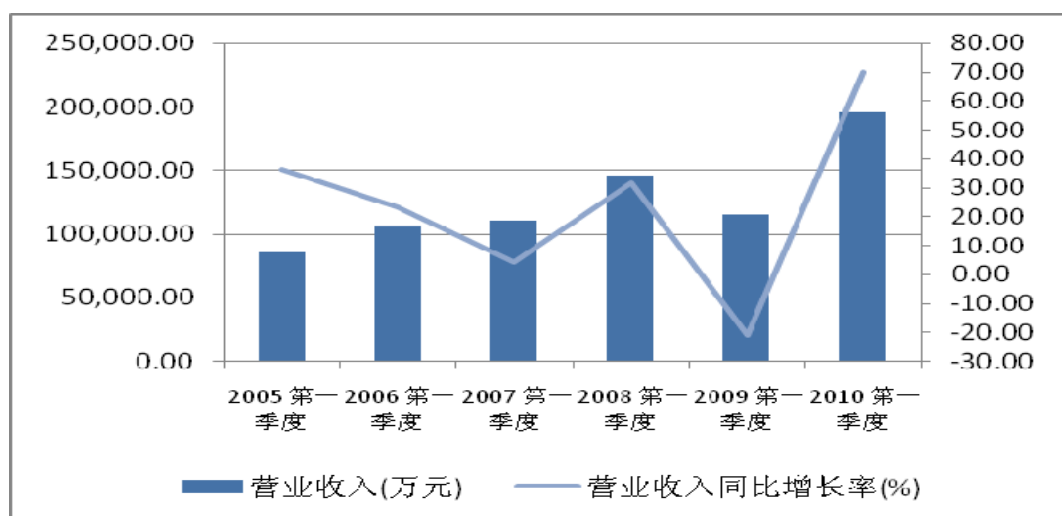
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5978	7472	9340	11675
收入同比(%)	-9%	25%	25%	25%
归属母公司净利润	27	87	132	157
净利润同比(%)	28%	221%	52%	19%
毛利率(%)	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%
ROE(%)	2.0%	6.2%	8.6%	9.3%
每股收益(元)	0.05	0.16	0.24	0.29
P/E	293.8	91.81	61.21	50.66
P/B	6.07	5.69	5.21	4.74
EV/EBITDA	25	18	15	13

数据来源: 江南金融研究所

一、数控机床和普通机床产销两旺，一季度业绩猛增

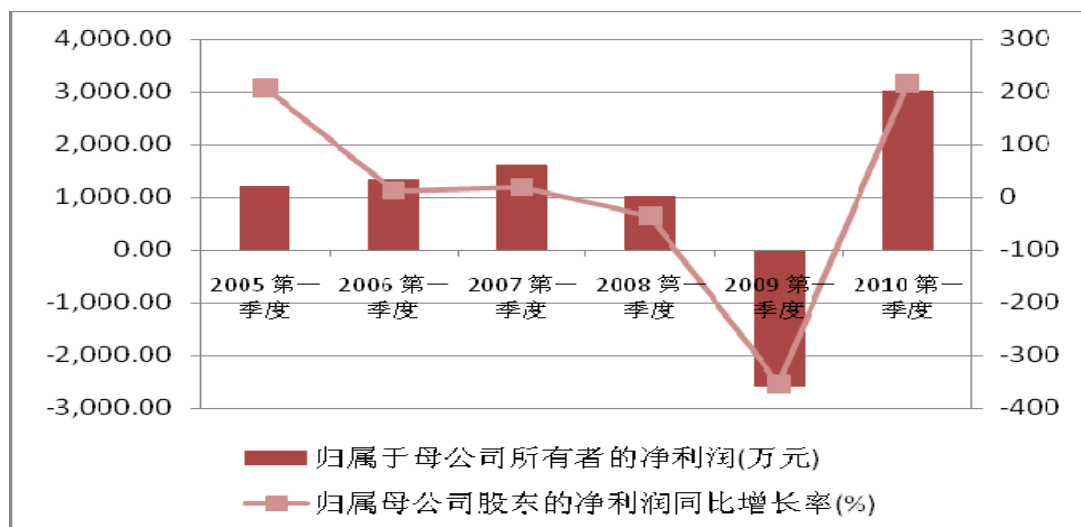
公司 09 年报的业绩平平，但是一季报公布公司发布 2010 年一季报，相对于公司年报的业绩平平，一季度公司实现营业收入 19.58 亿元，同比增长 69.94%；归属母公司所有者的净利润 3027.44 万元，同比增长 216.2%。单季每股收益 0.06 元。业绩大幅增加的原因：一是行业处于上升周期，下游需求增长，数控机床和普通机床产销两旺；二是公司优化结构高端数控机床占比提高，销售毛利率提高，盈利能力加强。

图表 1：单季营业收入及同比增长率



数据来源：公司季报，江南金融研究所

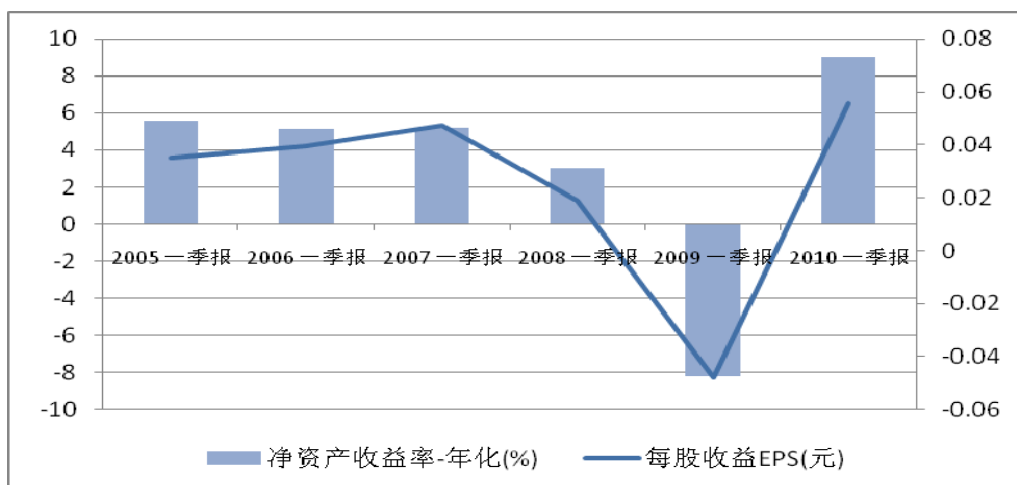
图表 2：单季归属于母公司所有者的净利润及同比增长率



数据来源：公司季报，江南金融研究所

机械行业从去年下半年开始复苏，特别是工程机械和汽车的产量大幅增加，传导到机床行业，普通机床和数控机床的需求大增。沈阳机床逐步调整产品结构，数控机床的占比不断提高，产品收入已经占到总收入的 50%左右。高附加值的数控机床的毛利率一直维持在 27%左右，高出普通机床 15%，它将是公司未来发展重点，也是公司盈利能力提高的重点。

图表 3: 公司单季净资产收益率和 EPS



数据来源：公司季报，江南金融研究所

二、定向增发数控机床是重点

公司定向增发不超过 2 亿股，募集资金 21.52 亿元，发行价 10.08 元，所募集资金主要用于重大型数控机床生产基地建设项目；新 CAK 数控车床技术改造项目和数控机床和新功能部件（主轴、刀架）技术改造项目。所有项目 2012 年完成投产后，数控机床的占比逐步提高，产品结构优化，公司盈利能力加强。

图表 4: 定向增发募集资金项目

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集 资金(万元)	完工时 间
1	重大型数控机床生产基地建设项目	90,000	82,440	2012 年
2	新 CAK 数控车床技术改造项目	44,000	44,000	2012 年
3	数控机床核心功能部件（主轴、刀架）技术改造项目	28,810	28,810	2011 年
4	偿还银行贷款项目	60,000	60,000	2010 年
	合计	222,810	215,250	

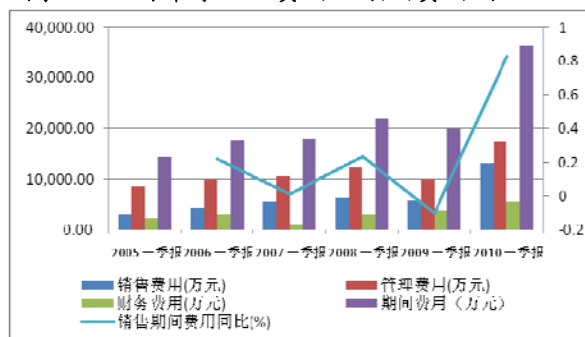
数据来源：公司公告，江南金融研究所

三、公司营运能力稳步提高，但需控制期间费用

公司营运能力稳步提高，营业周期和库存周转天数分别比去年同期提前 108 天和 110 天，主要原因在于下游需求旺盛，销售力度扩大。

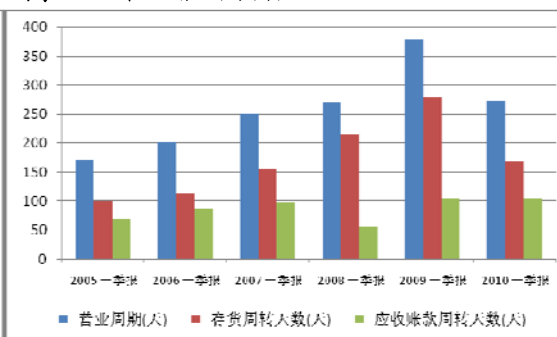
虽然公司一季度营业收入大幅提高，但是由于公司销售渠道的拓展所产生的费用也大幅增加，一季度达 1.325 亿元，同比去年增加 124%，管理费用和财务费用也分别增加 74%和 41%，期间费用快速增加到 3.64 亿元，同比增长 82.8%，这必然压缩盈利空间，因此控制费用增长，是盈利能力提高的必要因素。

图表 5 公司单季三项费用及期间费用同比



数据来源：公司公告，江南金融研究所

图表 6: 营运能力指标



数据来源：公司公告，江南金融研究所

图表 7: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6646	7411	9182	12029	营业收入	5978	7472	9340	11675
现金	624	927	1132	1389	营业成本	4687	5978	7472	9340
应收账款	2067	1669	2085	2597	营业税金及附加	37	31	38	48
其他应收款	159	523	432	574	营业费用	421	363	473	614
预付账款	1013	847	1106	1513	管理费用	564	699	848	1057
存货	2637	2791	3732	4987	财务费用	170	238	214	242
其他流动资产	145	653	695	968	资产减值损失	72	16	19	30
非流动资产	2311	2134	1945	1772	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	78	85	84	81	投资净收益	-0	-0	-0	-1
固定资产	1408	1354	1190	969	营业利润	28	147	276	343
无形资产	417	475	549	640	营业外收入	87	72	85	101
其他非流动资产	408	220	122	82	营业外支出	17	11	12	12
资产总计	8956	9545	11127	13802	利润总额	98	208	348	432
流动负债	6503	7022	8354	10616	所得税	46	92	162	198
短期借款	2901	2335	2397	3105	净利润	53	115	186	234
应付账款	2323	2514	3312	4392	少数股东损益	26	29	54	77
其他流动负债	1279	2173	2644	3119	归属母公司净利润	27	87	132	157
非流动负债	1035	988	1056	1238	EBITDA	449	631	756	863
长期借款	860	942	1003	1179	EPS (元)	0.05	0.16	0.24	0.29
其他非流动负债	175	46	53	60					
负债合计	7538	8010	9410	11855	主要财务比率				
少数股东权益	98	126	180	257	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	545	545	545	545	成长能力				
资本公积	380	380	380	380	营业收入	-8.7%	25.0%	25.0%	25.0%
留存收益	395	482	611	763	营业利润	-77.7%	423.9%	87.7%	24.5%
归属母公司股东权益	1321	1408	1537	1689	归属于母公司净利润	27.6%	220.8%	51.7%	19.3%
负债和股东权益	8956	9545	11127	13802	获利能力				
					毛利率 (%)	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%
					净利率 (%)	0.5%	1.2%	1.4%	1.3%
					ROE (%)	2.0%	6.2%	8.6%	9.3%
					ROIC (%)	2.3%	5.6%	6.7%	6.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	84.2%	83.9%	84.6%	85.9%
					净负债比率 (%)	50.53%	41.71%	36.37%	36.37%
					流动比率	1.02	1.06	1.10	1.13
					速动比率	0.62	0.66	0.65	0.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.81	0.90	0.94
					应收账款周转率	3	4	5	5
					应付账款周转率	1.81	2.47	2.56	2.42
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.05	0.16	0.24	0.29
					每股经营现金流(最新摊薄)	-2.03	1.97	0.78	-0.52
					每股净资产(最新摊薄)	2.42	2.58	2.82	3.10
					估值比率				
					P/E(最新摊薄)	296.39	92.40	60.90	51.04
					P/B(最新摊薄)	6.07	5.69	5.21	4.74
					EV/EBITDA	25	18	15	13

数据来源: 江南金融研究所

分析师简介:

魏萌，SAC 执业证书号：S0640210010111，英国埃克赛特大学金融硕士，2008年2月加入江南证券金融研究所，从事机械行业的研究。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义:

我们设定的上市公司投资评级如下:

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考。

免责条款:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代理行独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。