

动态报告

机械设备

工业机械

沈阳机床(000410)

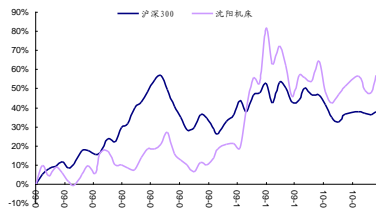
中性

2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 7 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	11.86
总股本/流通 A 股(百万股)	545.47/536.62
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	6,469.28/6,364.32
上证综指/深圳成指	2,648.12/10,838.91
12 个月最高/最低 (元)	15.51/7.27

财务数据

净资产值(百万元)	1,483.53
每股净资产(元)	2.72
市净率	4.36
资产负债率	84.24%
息率	

相关研究报告:

《沈阳机床 09 年报点评: 定向增发 优化产品结构》——2010-3-18

分析师: 余爱斌

电话: 0755-82133400

E-mail: yuab@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207060202

分析师: 黄海培

电话: 021-60933150

E-mail: huanghpei@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060045

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

产品结构优化 管理有待提升

●1H10 收入同比增长 78%, 净利润 1.62 亿元, EPS 0.31 元

1H10 年公司实现主营业务收入 43.6 亿元, 同比增长 78%。净利润 1.62 亿元, 每股收益 0.31 元。扣除非经常性损益净利润 3700 万, EPS0.07 元, 去年同期 -0.09 元。非经常性损益较大主要由于期间收到政府补助 1.37 亿元。

●产品结构进一步优化, 数控机床比例上升至 58%

收入大幅上升除了机床行业恢复良好外, 产品结构优化是主要原因。公司严格执行三年战略方针, 提高数控机床比例, 外包低毛利率的普通机床。数控机床占比由年初的 50% 提高到 58%, 年底将提升至 65%, 11 年有望达到 80%。

●整体毛利率同比上升 3%, 未来毛利率上升空间有限

产品结构优化提升了毛利率, 1H10 年毛利率由去年同期的 16% 上升至 19%。考虑到外包普通机床后, 部分产品毛利率下降。未来随着数控机床占比上升空间受限, 普通机床大量外包, 整体毛利率将难以提升, 预计 11 年整体毛利率不超过 22%。

●管理问题扼住发展命脉

扣除非经常性损益净利率 3700 万, 净利率不到 1%。一方面由于企业负债率较高 (70%), 财务费用负担较大 (3%), 另一方面, 各事业部管理分散, 协调成本上升, 管理费用较高 (8%), 三项费用累计高达 17%, 吞噬掉了大部分毛利。管理问题短期内难以有很大改善, 预计 11 年净利率将不超过 5%。

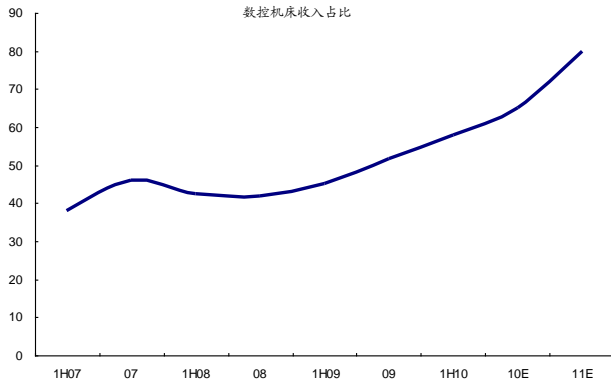
●维持“中性”评级

目前订单已排至年底, 预计下半年收入 40 亿, 净利润 4000 万。全年收入 80 亿, 净利润 2 亿。我们预测 10、11 年 EPS 分别为 0.36、0.20, 对应 PE 33 倍、59 倍, 估值水平偏高, 维持“中性”评级。

盈利预测和财务指标

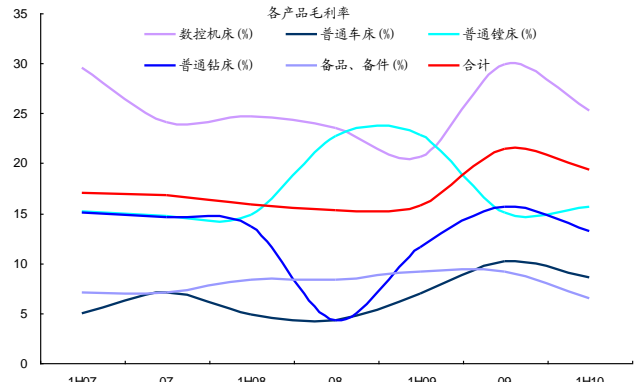
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,545.42	5,977.70	7,739	8,598	9,720
(+/-%)	9.81%	-8.67%	29.5%	11.1%	13.1%
净利润(百万元)	21.19	27.04	194	109	161
(+/-%)	-73.17%	27.57%	618.5%	-43.7%	46.9%
每股收益 (元)	0.04	0.05	0.36	0.20	0.29
EBIT Margin		4.82%	4.5%	4.6%	5.0%
净资产收益率 (ROE)	1.64%	2.05%	13.0%	6.9%	9.2%
市盈率 (PE)	305.27	239.29	33.3	59.2	40.3
EV/EBITDA		18.98	30.8	28.1	25.0
市净率 (PB)	4.99	4.90	4.33	4.06	3.72

图 1: 数控机床占比上升, 10 年底有望达到 65%



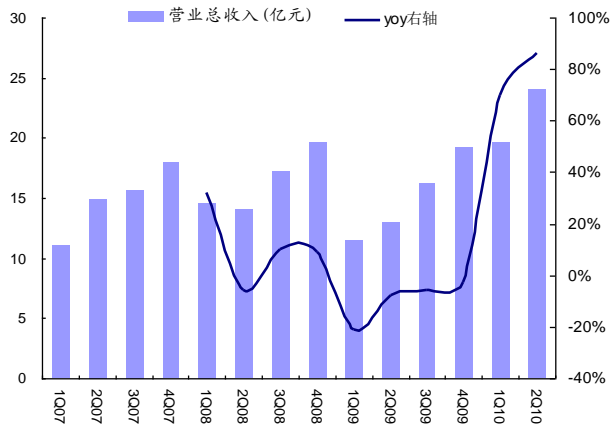
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 2: 数控机床依然保持高毛利率



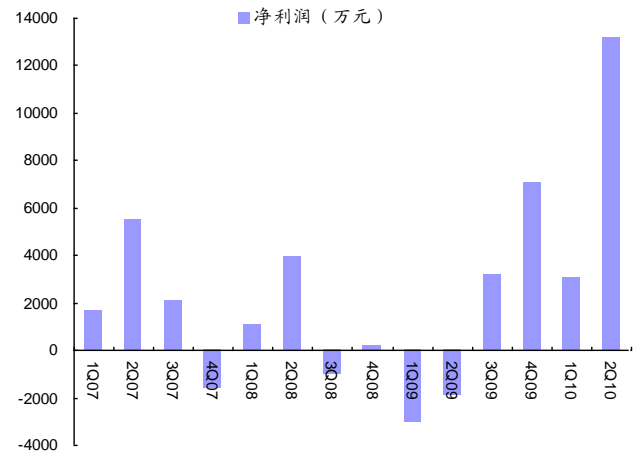
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 3: 二季度单季收入同比增长 86%



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 4: 二季度单季净利润达 1.3 亿



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

表 1: 二季度收入、成本、毛利率变动情况

	营业收入 万元	营业成本 万元	毛利率 %	营业收入同 比%	营业成本同 比%	毛利率同比 %
数控机床	252108.40	188401.40	25.27	128.82	116.00	4.45
普通车床	73255.05	66992.98	8.55	52.55	49.94	1.59
普通镗床	44014.57	37150.71	15.59	22.18	33.65	-7.25
普通钻床	48549.34	42151.02	13.18	35.76	33.40	1.54
备件及其他	17192.72	16081.47	6.46	20.00	-20.82	4.39
合计	435120.08	350777.58	19.38	78.10	70.43	3.63

资料来源: 国信证券经济研究所

表 2: 非募集资金投资情况

	项目名称	总投资额	累计投资额	完工年份	工程进度
1	重大型数控机床生产基地建设项目	9 亿	7200 万	2012	14 %
2	生产扩建项目	3.36 亿	2.6 亿	2012	90 %
3	数控机床主轴、刀架技术改造项目	1.42 亿	8500 万	2011	60 %
	合计	13.78	4.2 亿		

资料来源: 国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	624	49	49	50
应收款项	2372	2968	3232	3581
存货净额	2637	3955	4299	4768
其他流动资产	1013	1161	1290	1458
流动资产合计	6646	8134	8886	9857
固定资产	1770	2033	2271	2491
无形资产及其他	417	375	333	292
投资性房地产	46	46	46	46
长期股权投资	78	78	78	78
资产总计	8956	10666	11614	12764
短期借款及交易性金融负债	2949	3147	3432	3696
应付款项	2998	4120	4570	5172
其他流动负债	556	728	798	889
流动负债合计	6503	7995	8799	9757
长期借款及应付债券	860	870	881	893
其他长期负债	175	205	237	270
长期负债合计	1035	1075	1118	1163
负债合计	7538	9070	9917	10919
少数股东权益	98	101	103	106
股东权益	1321	1496	1594	1738
负债和股东权益总计	8956	10666	11614	12764

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.05	0.36	0.20	0.29
每股红利	0.00	0.04	0.02	0.03
每股净资产	2.42	2.74	2.92	3.19
ROIC	3%	5%	5%	6%
ROE	2%	13%	7%	9%
毛利率	22%	21%	21%	21%
EBIT Margin	5%	4%	5%	5%
EBITDA Margin	9%	7%	7%	7%
收入增长	-9%	29%	11%	13%
净利润增长率	28%	619%	-44%	47%
资产负债率	85%	86%	86%	86%
息率	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
P/E	239.3	33.3	59.2	40.3
P/B	4.9	4.3	4.1	3.7
EV/EBITDA	27.1	30.8	28.1	25.0

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5978	7739	8598	9720
营业成本	4687	6085	6765	7659
营业税金及附加	37	46	52	58
销售费用	421	526	567	638
管理费用	564	777	858	919
财务费用	170	190	207	222
投资收益	(0)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(72)	(10)	(10)	(10)
其他收入	(0)	42	42	42
营业利润	28	146	179	255
营业外净收支	70	137	(20)	(21)
利润总额	98	283	159	234
所得税费用	46	85	48	70
少数股东损益	26	4	2	3
归属于母公司净利润	27	194	109	161

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	27	194	109	161
资产减值准备	45	10	12	11
折旧摊销	247	158	186	209
公允价值变动损失	72	10	10	10
财务费用	170	190	207	222
营运资本变动	(786)	(729)	(173)	(250)
其它	(19)	(7)	(10)	(8)
经营活动现金流	(415)	(363)	134	133
资本开支	(227)	(400)	(404)	(408)
其它投资现金流	0	0	(15)	15
投资活动现金流	(233)	(400)	(419)	(393)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	820	10	11	12
支付股利、利息	0	(19)	(11)	(16)
其它融资现金流	(1160)	198	285	265
融资活动现金流	480	189	285	261
现金净变动	(168)	(575)	0	0
货币资金的期初余额	791	624	49	49
货币资金的期末余额	624	49	49	50
企业自由现金流	(622)	(729)	(113)	(108)
权益自由现金流	(961)	(654)	38	14

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

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。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
交易策略					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戩 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		黎敏 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		徐冉 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn