

2010年10月22日

沈阳机床

盈利能力尚待改善

A
持有

000410.SZ - 人民币 15.28

目标价格: 人民币 14.94 (▲12.45)

许民乐, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8589

minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090247

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	35	24	37	79
相对新华富时	48	5	19	88
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	545
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	4,081
3个月日均交易额(人民币 百万)	178
净负债比率(%)	223
主要股东(%)	
沈阳机床集团	42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

2010年前三季度公司实现总收入68.61亿元, 同比大幅上升69%, 公司综合毛利率水平为18.3%, 同比上升1.3个百分点, 主要由于数控机床等高毛利产品收入比重增加。但受原材料价格上涨因素影响, 公司第三季度综合毛利率水平仅为16.2%。同时, 依然高企的费用导致公司盈利能力下滑, 公司前三季度非经常性盈利5,449万元, 依靠上半年政府补贴等非经常性盈利达到1.79亿元。我们上调目标价至14.94元, 仍给予持有评级。

三季度要点

- 高企的期间费用吞噬公司的利润。
- 原材料成本的上升显著, 毛利率回归正常区间。
- 公司的高端产品数控机床收入占比逐渐增加, 产品结构优化有利于毛利率的提高。

估值

- 我们维持2010-2011年的盈利预测, 基于30倍2010年预期市盈率, 我们将目标价格由12.45元上调至14.94元, 维持持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	6,545	5,978	8,364	10,681	14,052
变动(%)	10	(9)	40	28	32
净利润(人民币 百万)	21	27	271	324	496
全面摊薄每股收益(人民币)	0.039	0.050	0.498	0.434	0.665
变动(%)	(73.1)	27.5	904.5	(12.8)	53.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.375	0.457	0.713
核心每股收益(人民币)	(0.165)	0.051	0.243	0.319	0.550
变动(%)	(243.2)	(130.8)	378.9	31.4	72.2
全面摊薄市盈率(倍)	393.2	308.5	30.7	35.2	23
核心市盈率(倍)	NM	300.9	62.8	47.8	27.8
每股现金流量(人民币)	(1.43)	(2.03)	(0.09)	(0.56)	(0.36)
价格/每股现金流量(倍)	(10.7)	(7.5)	(171.4)	(27.4)	(42.7)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(107.1)	23	35.3	33.3	23.9
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.075	0.065	0.100
股息率(%)	0.0	0.0	0.5	0.4	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 2. 2010 年第三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年第三季度	2010 年第三季度	同比变动%
销售收入	1,624	2,500	54
销售成本	(1,317)	(2,094)	59
毛利润	307	406	32
销售费用	(109)	(152)	39
管理费用	(102)	(175)	72
经营利润	96	79	(18)
财务成本	(49)	(62)	27
其他	1	(2)	(200)
税前利润	48	15	(69)
税金	(16)	(5)	(69)
少数股东权益	(11)	1	-
净利润	21	11	(49)
盈利能力 (%)			
			百分点变动
毛利率	18.9	16.2	(2.7)
经营利润率	5.9	3.2	(2.7)
净利率	1.3	0.4	(0.9)

资料来源: 公司数据

图表 3. 2010 年 1-3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 1-3 季度	2010 年 1-3 季度	同比变动%
销售收入	4,067	6,861	69
销售成本	(3,375)	(5,608)	66
毛利润	692	1,253	81
销售费用	(242)	(437)	81
管理费用	(318)	(525)	65
经营利润	132	291	120
财务成本	(124)	(192)	55
其他	2	117	5,850
税前利润	10	216	2,160
税金	(27)	(38)	41
少数股东权益	(1)	1	-
净利润	(18)	179	-
盈利能力 (%)			
			百分点变动
毛利率	17	18.3	1.3
经营利润率	3.2	4.2	1.0
净利率	(0.4)	2.6	3.0

资料来源: 公司数据

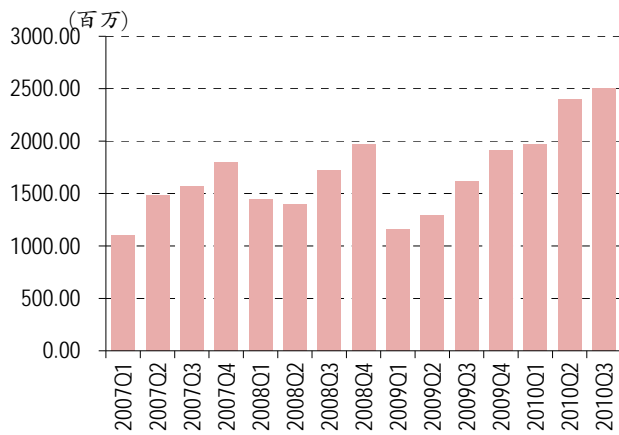
第三季度公司盈利能力有待提高

2010 年第三季度公司营业总收入达到 25 亿元, 较去年同期增长 54%, 但是归属母公司的净利润仅为 1,070 万元, 较去年同期下降 49%。毛利率的下滑和经营费用及财务费用的上升导致了公司的盈利能力出现明显下降。

由于宏观经济的持续向好，钢材价格从低位回升，公司的毛利率也从去年四季度的高点回落且进入寻底区间。若公司能有效提升采购成本管理，公司毛利率水平下降的趋势将得到控制。但是，高企的销售费用、管理费用和财务费用吞噬了公司的盈利空间，导致公司第三季度销售强势增长的同时，盈利却出现下滑。

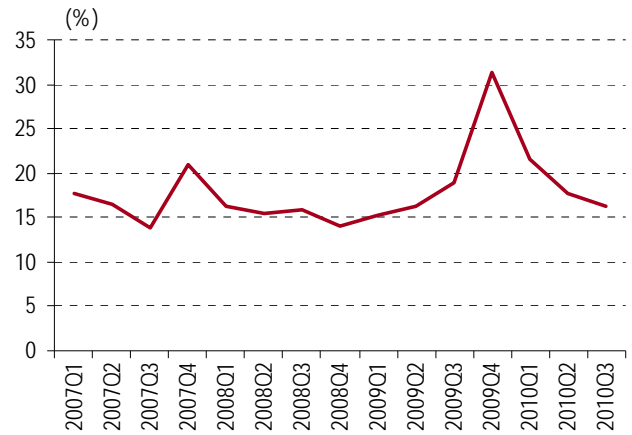
受益于上半年较低的原材料成本和政府的两笔巨额补贴，公司前三季度实现盈利 1.79 亿元，折合每股收益 0.33 元。扣除非经常性损益后的净利润为 5,449 万元，较去年同期扭亏，折合每股收益为 0.10 元。

图表 4. 第三季度收入同比增长 54%



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 第三季毛利率进入寻底区间



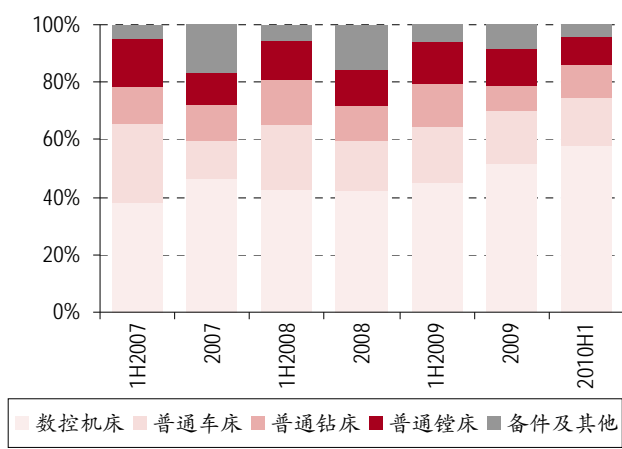
资料来源：公司数据、中银国际研究

国家产业政策的支持和公司产品结构的优化将带来快速成长契机

国务院 10 月 18 日下发《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，明确表示加快推进包括航空装备工业、卫星产业、轨道交通设备制造业、海洋工程装备制造业和智能装备制造业等五大高端装备制造业的快速发展。下游汽车产业和工程机械产业的持续繁荣决定了我国机床市场在相当长的一段时间内都保持良好的增长前景，国家政策支持高端制造业实现跨越式发展的同时也将带动国产数控机床技术水平跨上一个新的台阶。

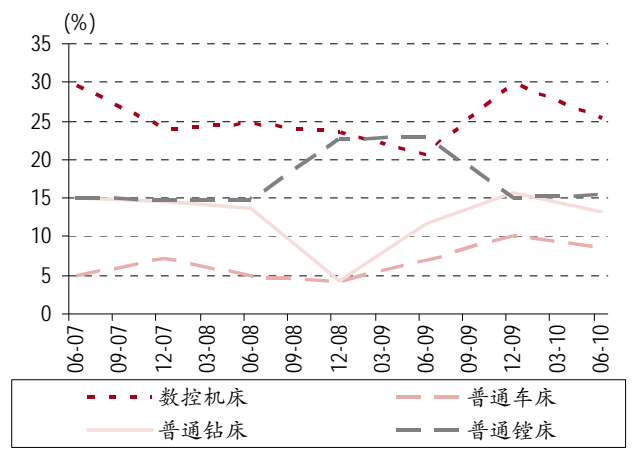
公司高瞻远瞩，严格执行三年战略方针，提高数控机床产品比率，在满足下游行业需求的同时，优化产品结构，有利于提升公司综合毛利率水平。公司数控机床功能部件项目的工程建设接近尾声，将有效的缓解数控机床产品的产能限制，实现数控机床产品的快速增长和公司产品结构的优化。公司计划增发募集资金建设重大型数控机床和CAK数控机床技改基地，我们认为技术的领先将带来差异化的竞争优势，从而驱动公司快速成长，成为行业的领导羊。

图表 6. 数控机床占收入比上升趋势明显



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 7. 数控机床毛利率最高



资料来源：公司数据、中银国际研究

估值

我们维持 2010-2011 年的盈利预测，基于 30 倍 2010 年预期市盈率的，我们将目标价格上调至 14.94 元，维持**持有**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	6,545	5,978	8,364	10,681	14,052
销售成本	(5,543)	(4,687)	(6,783)	(8,602)	(11,193)
经营费用	(1,107)	(775)	(1,236)	(1,642)	(2,213)
息税折旧前利润	(104)	517	345	437	647
折旧及摊销	175	(247)	(21)	(21)	(21)
经营利润 (息税前利润)	70	269	324	416	626
净利息收入(费用)	(168)	(170)	(157)	(103)	(73)
其他收益/(损失)	159	(1)	192	118	118
税前利润	61	98	360	432	671
所得税	(19)	(46)	(100)	(121)	(187)
少数股东权益	(21)	(26)	12	12	12
净利润	21	27	271	324	496
核心净利润	(90)	28	133	238	410
每股收益(人民币)	0.039	0.050	0.498	0.434	0.665
核心每股收益(人民币)	(0.165)	0.051	0.243	0.319	0.550
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.075	0.065	0.100
收入增长(%)	10	(9)	40	28	32
息税前利润增长(%)	(73)	282	20	28	50
息税折旧前利润增长(%)	(133)	(596)	(33)	27	48
每股收益增长(%)	(73)	27	905	(13)	53
核心每股收益增长(%)	(243)	(131)	379	31	72

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	130	287	6	352	(753)
应收帐款	2,626	2,372	3,311	4,217	5,535
库存	3,010	2,638	3,817	4,841	6,299
其他流动资产	1,468	1,349	1,802	2,195	2,755
流动资产总计	7,234	6,646	8,936	11,605	13,836
固定资产	1,742	1,770	1,841	2,637	3,138
无形资产	206	417	417	417	418
其他长期资产	146	124	50	55	59
长期资产总计	2,094	2,311	2,308	3,109	3,615
总资产	9,328	8,956	11,244	14,714	17,451
应付帐款	4,705	3,170	4,580	5,809	7,564
短期债务	2,893	2,949	2,891	2,601	2,411
其他流动负债	303	385	1,179	1,422	2,160
流动负债总计	7,901	6,503	8,650	9,832	12,135
长期借款	40	860	860	860	860
其他长期负债	2	175	57	57	57
股本	545	545	545	745	745
储备	750	775	1,047	3,145	3,593
股东权益	1,295	1,321	1,592	3,891	4,338
少数股东权益	90	98	86	74	62
总负债及权益	9,328	8,956	11,244	14,714	17,451
每股帐面价值(人民币)	2.37	2.42	2.92	5.22	5.82
每股有形资产(人民币)	2.00	1.66	2.15	4.66	5.26
每股净负债/(现金)(人民币)	5.14	6.46	6.86	4.17	5.40

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	61	98	360	432	671
折旧与摊销	(175)	247	21	21	21
净利息费用	168	170	157	103	73
运营资本变动	(835)	(1,666)	(490)	(854)	(849)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	3	42	(96)	(117)	(183)
经营活动产生的现金流	(778)	(1,109)	(49)	(415)	(267)
购买固定资产净值	(298)	(569)	(96)	(821)	(527)
投资减少/增加	102	0	0	0	0
其他投资现金流	(1)	(7)	78	0	0
投资活动产生的现金流	(197)	(576)	(18)	(821)	(527)
净增权益	0	0	0	2,016	0
净增债务	1,169	1,997	(58)	(290)	(190)
支付股息	0	0	0	(41)	(49)
其他融资现金流	(183)	(155)	(157)	(103)	(74)
融资活动产生的现金流	986	1,842	(215)	1,582	(312)
现金变动	12	158	(281)	346	(1,106)
期初现金	118	130	287	6	352
公司自由现金流	(974)	(1,705)	(67)	(1,236)	(793)
权益自由现金流	26	123	(281)	(1,629)	(1,057)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(1.6)	8.6	4.1	4.1	4.6
息税前利润率	1.1	4.5	3.9	3.9	4.5
税前利润率	0.9	1.6	4.3	4.0	4.8
净利率	0.3	0.5	3.2	3.0	3.5
流动性(倍)					
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.2	1.1
利息覆盖率	0.4	1.6	2.1	4.1	8.5
净权益负债率(%)	202.4	248.3	223.2	78.4	91.5
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6
估值(倍)					
市盈率	393.2	308.5	30.7	35.2	23
核心业务市盈率	NM	300.9	62.8	47.8	27.8
目标价对应核心业务市盈率	NM	218.6	45.6	34.7	20.2
市净率	6.4	6.3	5.2	2.9	2.6
价格/现金流	(10.7)	(7.5)	(171.4)	(27.4)	(42.7)
企业价值/息税折旧前利润	(107.1)	23.0	35.3	33.3	23.9
周转率					
存货周转天数	203.3	219.9	173.7	183.7	181.6
应收帐款周转天数	116.0	152.6	124.0	128.6	126.7
应付帐款周转天数	250.9	240.4	169.1	177.5	173.7
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	1.6	2.1	18.6	11.8	12.0
资产收益率	0.6	1.6	2.3	2.3	2.8
已运用资本收益率	1.9	5.6	6.1	6.5	8.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 10 月 20 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621) 6860 4866
传真:(8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话:(8610) 6622 9000
传真:(8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话:(4420) 7022 8888
传真:(4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话:(1) 212 259 0888
传真:(1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65) 6412 8856 / 6412 8630
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371