

法因数控 (002270)

收入增速和毛利率双降导致业绩低于预期

——法因数控 2008 年年报点评

吕娟

021-38676139

lvjuan@gtjas.com

本报告导读：

主营产品增长低于预期以及毛利率下滑导致 2008 年业绩低于预期；毛利率回升、铁塔钢结构和大型板材加工设备增长是 2009 年业绩增长的主要动力。

投资要点：

- **业绩低于预期：**2008 年公司营业收入、营业毛利、净利润分别为 312.86、115.26、56.41 百万元，同比分别增长 21.60%、6.99%、6.73%。全年 EPS 为 0.39 元，低于预期，三大产品增长低于预期和毛利率下滑是主要原因。
- **三大产品收入增长均低于预期导致营业收入增速下滑：**铁塔钢结构、大型板材和建筑钢结构数控成套加工设备的收入同比增长分别为-7.09%、149.17%、-27.15%，均低于我们此前的预期，使得营业收入增速同比下滑 17.56 个百分点。我们认为铁塔加工设备出现负增长的原因是 2008 年电网投资增速回落，建筑加工设备出现负增长的原因是受宏观调控影响新建房屋量下降，大型板材加工设备增速较快与风电建设提速相关。
- **原材料涨价和低毛利率产品占比提升导致综合毛利率下滑：**2008 年综合毛利率为 36.84%，同比下降 5.03 个百分点，我们认为原因包括（1）原材料涨价，而公司向上和向下的议价能力均有限，导致铁塔钢结构、大型板材和建筑钢结构数控成套加工设备的毛利率分别下降 6.42、5.98、2.67 个百分点；（2）毛利率较低的大型板材数控成套加工设备的收入占比由 13.68% 提高到 28.07%，提升了近 15 个百分点。
- **2009 年各业务增长预判：**受 4 万亿基建投资拉动，预计 2009 年电网投资增速快于 2008 年，铁塔钢结构数控成套加工设备会较快增长，公司 2009Q1 的销售情况也应证了这一点；受风电建设拉动，预计大型板材数控成套加工设备依然会保持较快增长；受经济危机影响，2009 年商品房新开工面积出现负增长，并且预计增速会继续在低位徘徊，预计建筑钢结构数控成套加工设备会低增长或维持负增长。
- **2009 年毛利率预判：**公司高价钢存货预计 Q1 消耗完，受钢材价格下跌影响，预计今年毛利率会提升，接近 2007 年水平。
- 预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.53、0.66、0.82 元，毛利率回升、铁塔钢结构和大型板材加工设备增长是 2009 年业绩增长的主要动力。目前行业平均 3.6 倍 PB 和 25 倍 PE，公司目标价为 13.3 元，维持中性评级。

评级：

中性

上次评级：中性

目标价格：

¥13.30

上次预测：¥11.00

当前价格：

¥13.88

2009.03.24

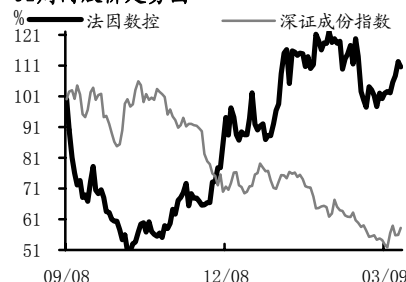
交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.20 ~ 16.40
总市值 (百万元)	2,020
总股本/流通 A 股 (百万股)	146/37
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.25
日均成交量 (百万股)	4.7
日均成交值 (百万元)	53.9

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	504.57
每股净资产	3.47
市净率	4.00
资产负债率	28.86%

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	257.28	312.86	398.47	502.11	634.59
(+/-)%	39.17%	21.60%	27.36%	26.01%	26.38%
经营利润 (EBIT)	57.58	56.47	88.65	110.85	139.64
(+/-)%	33.68%	-1.93%	56.98%	25.04%	25.97%
净利润	52.85	56.41	76.72	95.70	118.89
(+/-)%	40.25%	6.73%	36.01%	24.75%	24.24%
每股净收益 (元)	0.36	0.39	0.53	0.66	0.82
每股股利 (元)	-	0.10			

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	22.38%	18.05%	22.25%	22.08%	22.00%
市盈率	38.21	35.80	26.33	21.10	16.99
股息率 (%)	-	0.72%			

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 1: 财务比率分析

	2005	2006	2007	2008	解释
营业收入%		26.16%	39.17%	21.60%	各主营业务增速低于预期
营业成本%		30.57%	38.48%	32.13%	受原材料涨价影响, 成本涨幅快于收入涨幅
营业毛利%		20.43%	40.13%	6.99%	成本涨幅快于收入涨幅, 导致毛利涨幅较低
毛利率	43.56%	41.58%	41.87%	36.84%	受成本上涨和低毛利率产品占比上升的影响, 毛利率下降
销售费用率	6.79%	8.24%	9.27%	9.36%	
管理费用率	6.40%	9.02%	9.75%	8.38%	
财务费用率	0.14%	-0.18%	0.94%	0.09%	募集资金到位, 偿还了全部银行贷款, 财务费用减少
期间费用率	13.34%	17.07%	19.95%	17.83%	财务费用率和管理费用率下降
营业利润%		3.02%	27.07%	1.85%	
营业外收入%		-66.14%	7.21%	1082.69%	政府补助和增值税退税导致营业外收入大幅增长
营业外支出%			98.62%	72.43%	
利润总额%		-0.65%	26.57%	17.07%	营业外收入对利润总额贡献比例为 14.47%
实际所得税率	7.18%	14.47%	5.23%	13.60%	2007 年国产设备抵税导致当年所得税费用降低, 不具有可比性。
净利润%		-8.45%	40.24%	6.73%	
归属母公司净利润%		-8.45%	40.25%	6.73%	收入增速和毛利率双降是净利润增速较低的主要原因
净利润率	28.09%	20.38%	20.54%	18.03%	毛利率下降是主要原因

表 2: 主营业务预测情况

单位: 百万元	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
铁塔钢结构数控成套加工设备							
收入	67.14	97.43	131.76	122.41	132.21	142.78	154.20
G		45.13%	35.23%	-7.09%	8.00%	8.00%	8.00%
成本	37.48	53.56	72.24	74.98	74.04	79.96	86.35
毛利	29.66	43.87	59.51	47.44	58.17	62.82	67.85
毛利率	44.18%	45.03%	45.17%	38.75%	44.00%	44.00%	44.00%
大型板材数控成套加工设备							
收入	15.91	18.78	34.67	86.39	120.95	169.33	220.13
G		18.02%	84.66%	149.17%	40.00%	40.00%	30.00%
成本	8.92	12.84	21.54	58.83	76.20	106.68	138.68
毛利	6.99	5.94	13.14	27.57	44.75	62.65	81.45
毛利率	43.94%	31.64%	37.89%	31.91%	37.00%	37.00%	37.00%
建筑钢结构数控成套加工设备							
收入	44.87	51.97	73.91	53.85	48.46	46.04	46.04
G		15.84%	42.21%	-27.15%	-10.00%	-5.00%	0.00%
成本	23.35	28.71	44.26	33.68	29.56	28.08	28.08
毛利	21.52	23.26	29.65	20.17	18.90	17.95	17.95
毛利率	47.96%	44.76%	40.12%	37.45%	39.00%	39.00%	39.00%
其他专用数控加工设备							
收入	16.36	13.13	13.02	45.12	90.23	135.35	203.03
G		-19.73%	-0.88%	246.59%	100.00%	50.00%	50.00%
成本	11.99	10.49	9.41	27.35	52.34	78.50	117.75
毛利	4.37	2.65	3.60	17.76	37.90	56.85	85.27
毛利率	26.69%	20.14%	27.69%	39.37%	42.00%	42.00%	42.00%

数据来源: 国泰君安证券

表 3: 利润表及盈利预测

单位: 百万元	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	146.54	184.87	257.28	312.86	398.47	502.11	634.59
营业收入	146.54	184.87	257.28	312.86	398.47	502.11	634.59
二、营业总成本	104.40	141.78	202.11	256.67	310.42	392.27	498.12
营业成本	82.71	108.00	149.56	197.61	235.71	297.87	376.92
营业税金及附加	0.89	1.25	2.16	2.34	2.79	3.51	4.44
销售费用	9.95	15.23	23.84	29.28	37.46	47.20	59.65
管理费用	9.38	16.67	25.08	26.22	33.47	42.18	53.31
财务费用	0.21	-0.34	2.41	0.27	0.60	1.00	3.17
资产减值损失	1.26	0.98	-0.94	0.94	0.40	0.50	0.63
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益							
投资净收益	0.00	0.33	0.00				
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益							
汇兑净收益							
四、营业利润	42.15	43.42	55.17	56.20	88.05	109.84	136.46
加: 营业外收入	2.20	0.74	0.80	9.44	2.64	3.30	4.09
减: 营业外支出	0.00	0.10	0.21	0.36	0.44	0.55	0.68
其中: 非流动资产处置净损失	0.00	0.01	0.12	0.12			
五、利润总额	44.35	44.06	55.77	65.28	90.25	112.59	139.88
减: 所得税	3.18	6.38	2.92	8.88	13.54	16.89	20.98
加: 未确认的投资损失							
六、净利润	41.16	37.68	52.85	56.40	76.72	95.70	118.89
减: 少数股东损益	0.00	0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	41.16	37.68	52.85	56.41	76.72	95.70	118.89
EPS	0.28	0.26	0.36	0.39	0.53	0.66	0.82

数据来源: 国泰君安证券

表 4: 行业同类公司最新估值情况

证券代码	证券简称	2009/3/20 股价	BVPS(最新公告)	EPS(2009E)	PB	PE(2009E)
002248.SZ	华东数控	18.78	4.21	0.69	4.46	27.30
000410.SZ	沈阳机床	7.27	2.43	0.29	2.99	25.07
600806.SH	昆明机床	11.46	2.30	0.75	4.99	15.19
000837.SZ	秦川发展	6.35	2.36	0.31	2.69	20.57
002270.SZ	法因数控	13.88	3.47	0.56	4.00	24.91
600243.SH	青海华鼎	6.40	2.63	0.19	2.43	33.86
平均值		-	-	-	3.60	25.00

数据来源: WIND、国泰君安证券

作者简介:

吕娟: 国泰君安证券机械行业研究员, 河海大学机械电子工程专业学士, 法国EDHEC商学院 MSc. Finance 交流学生, 复旦大学经济学院经济学硕士。

免责声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com