

沈阳机床 000410.SZ

任重而道远

研究结论

- **实现小幅盈利：**受金融危机影响，机床行业整体下游需求萎缩，公司作为机床行业的龙头企业也受到了较大冲击。报告期内公司实现营业收入 65.45 亿元，同比增长 9.81%，营业利润为-1.26 亿元，大幅下滑 187.83%。通过债务重组，公司营业外收入大幅增加 1.32 亿，实现了归属上市公司股东净利润 2119.17 万元，但公司主业仍亏损，扣除非经常性损益后归属上市公司股东净利润为-1.22 亿元。报告期实现每股收益 0.04 元，同比下降 72.38%，其中扣除非经常性损益后每股收益为-0.27 元。公司本年度不进行利润分配，也不实施资本公积金转增股本。
- **分产品情况：**公司普通车床和普通镗床报告期内收入增长不错，分别实现同比增长 59.15%、31.63%，其他产品基本与 2007 年持平。但各产品利润增长落后于收入增长，其中普通车床、普通镗床、备品、备件实现了小幅增长，普通钻床、数控机床同比分别下降 10.35%、0.55%，主要是各产品成本均出现了大幅上涨。我们预计未来公司普通机床仍将面临较大压力，同时不断加大大型化、数控化等高端产品的研发，并向重大型等高端产品倾斜，以不断优化产品结构。
- **毛利率下滑：**报告期内公司综合毛利水平为 15.32%，同比下滑 0.9 个百分点，主要受到原材料价格上涨影响，未来公司经营压力依然存在，但随着公司数控化率的提高，以及重大机床占比的不断上升，预计未来毛利水平会逐步稳定。
- **期间费用增加：**报告期内公司管理费用同比增加 31.8%，占比提高 1.6 个百分点，主要是公司管辅人员增加以及薪资水平上涨，加上新产品新技术研发投入加大所致，未来公司将持续进行新产品研发，我们预计其管理费用占比将维持这一水平。财务费用同比增长 75.64%，主要是公司利息和贴现费用支出增加以及人民币升值造成了 1694 万元汇兑损失，未来随着利率的降低以及人民币汇率的稳定，预计财务费用占比会小幅下降。
- **预计一季度有所恢复，但仍面临较大压力：**根据我们的跟踪，目前下游汽车零部件行业恢复仍需时日，投资仍谨慎，军工、新能源等领域恢复不错。分区域来看，东南沿海，尤其是珠三角地区受影响较大，中部地区和东北地区受惠于产业向内地转移而恢复情况较好。我们预计公司一季度稍有恢复，但仍不容乐观。
- **催化剂和风险因素：**管理水平的提升、产品结构的调整与集团改制的激励机制到位，是公司未来增长的主要驱动因素。但公司仍面临着国际、国内经济波动的不确定性，行业产能扩张带来的市场竞争加剧等压力。
- 我们预测公司 2009、2010 年 EPS 均为 0.02 元、0.02 元，BPS 分别为 2.349、2.369。给予公司 3.5 倍 PB，对应 2009 年预测 BPS 股价为 8.22 元，维持增持投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

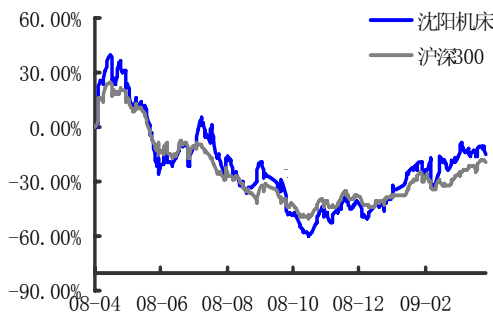


东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、安倩、张帆 机械分析师
8621-63325888 × 6100
zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2009 年 4 月 17 日)	7.69 元
目标价格 (6 个月)	8.22 元
总股本/A 股 (万股)	54547/30311
A 股市值 (百万元)	2330.89
国家/地区	中国
行业	通用机械制造业
报告日期	2009 年 4 月 20 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	4.91	40.59	(21.37)
相对表现 (%)	(12.24)	(0.88)	(7.78)

资料来源: WIND

财务分析				
(百万元)	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	5883.38	6545.42	6780.21	7168.62
税前利润	173.09	60.85	10.71	15.30
归属母公司净利润	73.33	21.19	9.10	13.00
EBITDA	313.02	306.18	320.11	343.08
每股收益 (元)	0.14	0.04	0.02	0.02
净资产收益率	5.43%	3.05%	0.67%	0.94%
每股经营现金 (元)	(0.41)	-1.43	0.23	0.22
市盈率 (X)	48.20	207.84	404.31	282.22
EV/EBITDA	38.25	14.08	13.63	12.80

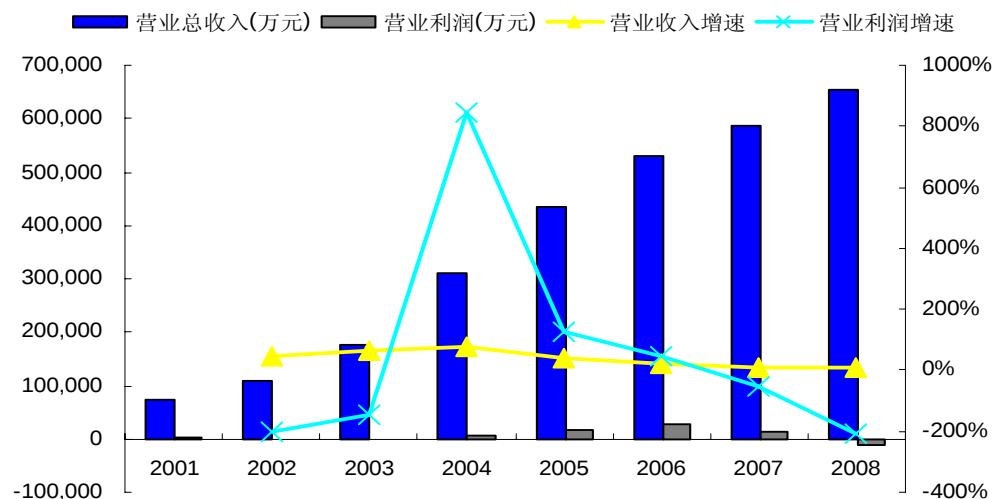
资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

整体受金融危机影响

国际金融危机的蔓延，导致机床行业下游投资热情下降，机床需求整体有所回落，尤其是部分中低端产品出现了滞销，而随着国内机床行业产能的扩张，行业整体面临着高端失守、低端混战的竞争格局。

报告期内公司受金融危机影响明显，报告期内公司实现营业收入 65.45 亿元，同比增长 9.81%，营业利润为-1.26 亿元，大幅下滑 187.83%。通过债务重组，公司营业外收入大幅增加 1.32 亿，实现了归属上市公司股东净利润 2119.17 万元，达到小幅盈利，但公司主业仍亏损，扣除非经常性损益后归属上市公司股东净利润为-1.22 亿元。报告期实现每股收益 0.04 元，同比下降 72.38%，其中扣除非经常性损益后每股收益为-0.27 元。

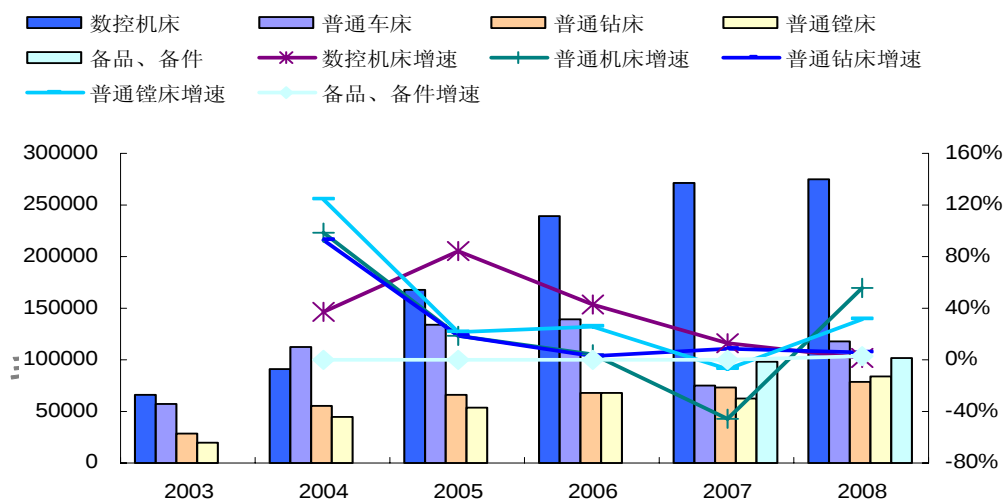
图：公司收入和利润情况



资料来源：东方证券研究所

分产品情况

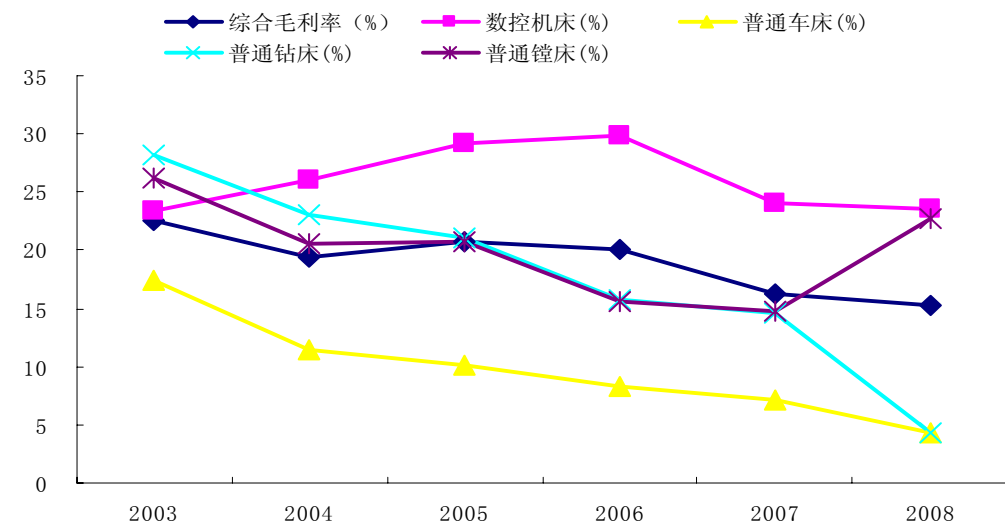
公司普通车床和普通镗床报告期内收入增长不错，分别实现同比增长 59.15%、31.63%，其他产品基本与 2007 年持平。但各产品利润增长落后于收入增长，其中普通车床、普通镗床、备品、备件实现了小幅增长，普通钻床、数控机床同比分别下降 10.35%、0.55%，主要是各产品成本均出现了大幅上涨。我们预计未来公司普通机床仍将面临较大压力，同时不断加大向大型化、数控化等高端产品的研发，并向重大型等高端产品倾斜，以不断优化产品结构。

图：各产品情况


资料来源：东方证券研究所

毛利率下降：

报告期内公司综合毛利水平为 15.32%，同比下滑 0.9 个百分点，主要受到原材料价格上涨影响，未来公司经营压力依然存在，但随着公司数控化率的提高，以及重大机床占比的不断上升，预计未来毛利水平会逐步稳定。

图：综合毛利和各产品毛利情况


资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2007	2008	2009E	2010E		2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	5883.38	6545.42	6780.21	7168.62	税后利润	75.25	(11.91)	8.97	12.85
营业成本	4883.27	5542.89	5724.77	6062.92	经常性现金支出	191.93	370.09	342.27	355.81
主营业务税金及附加	15.90	18.02	22.43	23.39	非经常性现金支出	19.36	17.75	16.87	16.99
销售费用	285.33	291.75	325.45	322.59	营运资金变动	-508.88	41.68	-244.74	-268.10
管理费用	448.24	622.27	576.32	609.33	少数股东损益	-1.92	(0.20)	0.13	0.15
财务费用	95.28	168.17	104.30	101.94	经营活动现金净流	-224.26	-777.67	123.50	117.69
营业利润	155.37	-125.87	26.94	48.46	资本开支	-10.95	148.72	41.34	10.62
非经常性损益	17.72	212.51	-16.23	-33.16	其他投资	0.00	(11.27)	-11.27	-11.27
税前利润	173.09	60.85	10.71	15.30	投资活动现金净流	9.89	-196.67	-53.54	-22.35
所得税	99.76	18.53	1.61	2.29	贷款增加	339.00	(2.37)	0.00	0.00
净利润	73.33	42.32	9.10	13.00	支付股利利息	-82.33	(127.84)	-103.10	-105.60
少数股东损益	-1.92	21.13	0.13	0.15	其他融资	337.26	16.03	-18.64	-15.73
归属母公司净利润	75.25	21.19	8.97	12.85	筹资活动现金净流	254.92	985.95	-121.74	-121.33
EPS (元/股)	0.14	0.04	0.02	0.02	现金净流量	40.55	11.61	-51.78	-25.98
资产负债表 (人民币百万元)					现金期末余额	742.49	129.63	1240.45	1214.47
	2007	2008	2009E	2010E	比率分析				
货币资金	742.49	791.17	1240.45	1214.47		2007	2008	2009E	2010E
应收账款票据	1569.99	2,420.8	1877.80	2164.49	增长能力				
存货	2944.22	3,010.18	3394.25	3468.33	营收增长率(%)	10.63%	8.04%	6.66%	5.73%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	-35.37%	-2.19%	4.55%	7.18%
流动资产合计	6038.51	7,234.22	7103.23	7409.85	EBIT 增长率(%)	-26.82%	-51.82%	8.68%	14.59%
长期投资	89.19	71.86	91.33	91.33	净利润增长率(%)	-40.37%	-116.51%	-175.16%	42.87%
固定资产	1104.58	1,501.97	818.16	664.04	盈利能力				
在建工程	27.69	236.07	58.49	24.22	毛利率(%)	16.22%	15.32%	15.57%	15.42%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	1.25%	-0.19%	0.13%	0.18%
非流动资产合计	1287.20	2,094.12	1083.05	900.25	EBITDA 利润率(%)	5.32%	4.82%	4.72%	4.79%
资产总计	7325.71	9,328.34	8186.28	8310.11	ROA(%)	1.00%	-0.15%	0.11%	0.16%
循环借款	1528.69	2,893.26	1937.05	1937.05	ROE(%)	5.43%	3.05%	0.67%	0.94%
应付账款	3554.21	4,216.95	3780.72	3937.91	ROIC(%)	3.84%	3.62%	3.18%	3.33%
预收账款	573.20	487.69	881.43	860.23	偿债能力				
其他应付款	-65.65	158.8	-17.09	-20.12	资产负债率(%)	81.57%	83.06%	83.30%	83.42%
流动负债合计	5909.34	7,900.83	6755.17	6867.83	流动比率(倍)	1.02	1.03	1.05	1.08
非流动负债合计	66.57	42.42	64.20	64.20	速动比率(倍)	0.39	0.44	0.46	0.49
负债合计	5975.92	7,943.25	6819.37	6932.03	价值评估				
股本	545.47	545.47	545.47	545.47	P/B(倍)	3.27	3.30	3.27	3.25
资本公积	413.59	380.5	413.00	415.57	P/E(倍)	55.74	-352.34	467.53	326.35
未分配利润	197.85	266.55	195.65	203.37	EV/收入(倍)	2.04	0.77	0.73	0.69
股东权益	1349.79	1,385.08	1366.91	1378.07	EV/EBITDA(倍)	38.25	15.94	15.41	14.45
负债和股东权益	7325.71	9,328.34	8186.28	8310.11	EV/EBIT(倍)	47.77	40.41	37.57	32.96

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn