

管理效率大幅提升，行业发展前景看好

沈阳机床研究报告 (000410)

评级: 买入 (首次)

股价: 11.83 元

目标价位: 16.80 元

深度报告

2010年6月2日 星期三

牛纪刚
021-50586660-8636
niujiang@longone.com.cn
机械行业

投资要点

- **机床行业龙头企业。**公司是国内最大的综合性机床制造企业，市场占有率 20% 左右，产销量多年来始终居国内同行业首位，2009 年公司销售收入列世界机床行业第三位。
- **公司近年来利润增长缓慢。**主要原因是数控化率过低和期间费用过高。低盈利能力导致了低估值，公司市销率远低于 A 股同行业平均水平。
- **管理效率提升带来脱胎换骨的变化。**随着新管理层各项措施逐步实施，公司数控化率未来三年有望持续提高，预计各项费用率持续下降。
- **机床行业，尤其是数控机床行业发展前景看好。**预计机床行业需求将保持持续稳定增长；数控机床的需求增速远高于普通机床；中高端数控机床行业进口替代空间巨大；大型高端数控机床属国家产业政策重点扶持对象。
- **预计公司未来三年业绩持续快速增长。**预计 2010 年公司利润同比增长 300% 以上，预计公司 2011-2012 年收入增长可保持 25% 以上。尽管有增发新股摊薄因素，EPS 增长也可保持在 30% 以上。
- **预计公司 2010-2012 三年每股收益分别为 0.56、0.73 (增发摊薄后) 和 1.19 元。**考虑到公司良好的成长性，给予买入评级。

单位: 万元

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhrsearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 16.80
升值潜力 (%) 42.01
目标价确定日期: 2010/6/2

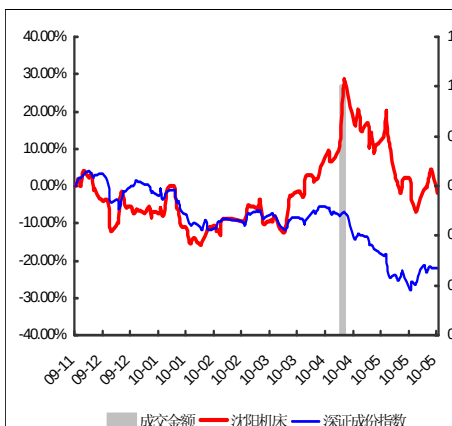
重要数据

总股本 (亿股) 5.45
流通股本 (亿股) 5.37
总市值 (亿元) 64.47
流通市值 (亿元) 63.53

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-11.65	-5.68
3 个月	4.14	20.76
6 个月	-1.83	20.35

个股相对上证综指走势图



盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	597770	768134	950566	1176325
增长率	-8.7%	30.0%	25.0%	25.0%
营业利润 (万元)	2803	34260	65499	110943
增长率	-122.3%	1122.2%	91.2%	69.4%
净利润 (万元)	2704	30275	54456	88355
增长率	27.6%	1019.8%	79.9%	62.3%
每股净资产 (元)	2.42	2.98	5.61	6.80
每股收益 (元)	0.05	0.56	0.73	1.19
市盈率 (P/E)	228.4	21.57	16.39	10.1
市净率 (P/B)	4.7	4.0	2.1	1.8
EV/EBITDA	17.4	29.4	20.3	14.7

目录

1. 机床行业龙头企业	4
2. 公司利润增长缓慢，主要受两个因素影响	5
2.1 数控化率过低	5
2.2 期间费用率过高	6
2.3 低盈利能力导致了低估值	7
3. 管理提升将带来脱胎换骨的变化	7
3.1 费用比例降低	7
3.2 数控化率将持续大幅提高	7
4. 行业发展前景看好	8
4.1 行业需求稳定增长	8
4.2 数控机床增长远高于普通机床	8
4.3 进口替代空间广阔	9
4.4 数控机床是国家产业政策重点扶持行业	10
5. 预计公司盈利未来三年快速增长	11
5.1 预计 2010 年利润增长 300%以上	11
5.2 预计 2011-2012 年收入增长 25%以上	11
6. 未来三年财务预测	11
7. 资产注入预期	13
8. 同业比较与估值	13

图形目录

图 1. 公司数控产品展示	4
图 2. 公司 2009 年收入构成	4
图 3. 公司 2009 年利润构成	5
图 4. 公司近年产值数控化率	5
图 5. 机床类上市公司销售毛利率比较	5
图 6. 机床类上市公司期间费用率率比较	6
图 7. 机床类上市公司销售净利率比较	6

图 8. 公司近两年单季度利润率比较	7
图 9. 金属切削机床行业近年增长	8
图 10. 数控金属切削机床行业近年增长	9
图 11. 金属加工机床进出口	9

表格目录

表 1. 行业市销率比较	7
表 2. “高档数控机床与基础制造装备” 2020 年发展目标	10
表 3. 关键财务与估值指标	11
表 4. 预测资产负债表	11
表 5. 预测利润表	12
表 6. 预测现金流量表	12
表 7. 沈阳机床（集团）有限公司控股子公司	13
表 8. 同行业估值比较	13

1. 机床行业龙头企业

公司是国内最大的综合性机床制造企业和国家数控机床开发制造基地，主导产品为金属切削机床，包括数控机床和普通机床共 300 多个品种，千余种规格。公司的机床市场占有率 20% 左右，市场覆盖全国，并出口 80 多个国家和地区，产销量多年来始终居国内同行业首位，2009 年公司销售收入列世界机床行业第三位。

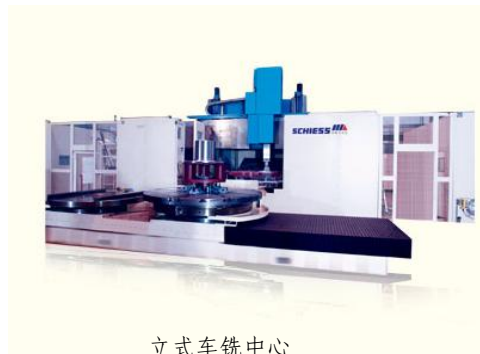
图1. 公司数控产品展示



龙门数控钻床



龙门数控铣钻床



立式车铣中心

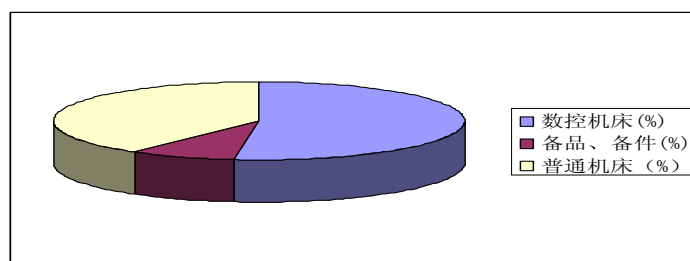


数控高精精密车床

资料来源：公司网站

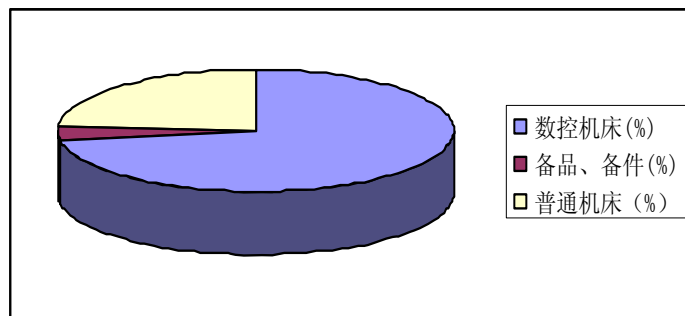
公司收入包括数控机床、普通机床（车、镗、钻）和备件收入三部分，其中数控机床收入占比 50% 左右，但提供了 70% 以上的利润。

图2. 公司 2009 年收入构成



资料来源: WIND

图3. 公司 2009 年利润构成



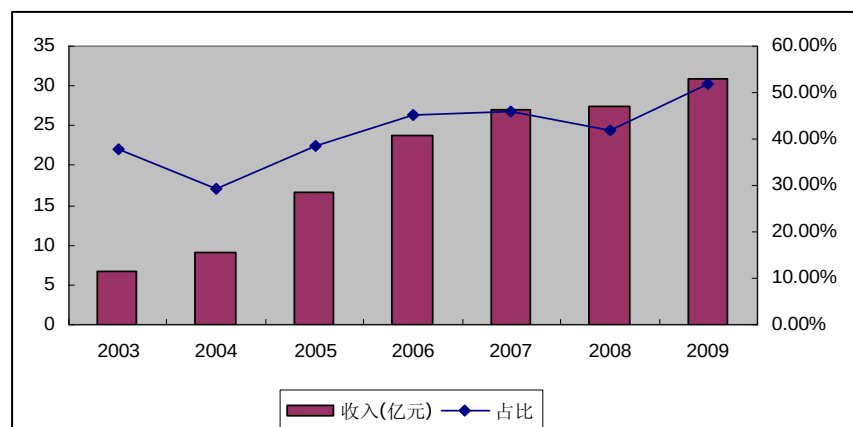
资料来源: WIND

2. 公司利润增长缓慢，主要受两个因素影响

2.1 数控化率过低

2009 年，我国金属切削机床产值数控化率为 53.2%，A 股机床类上市公司中，秦川发展在 80%以上，昆明机床、华东数控、法因数控均在 90%以上，沈阳机床的产值数控率仅为 51.67%，低于行业平均水平。

图4. 公司近年产值数控化率

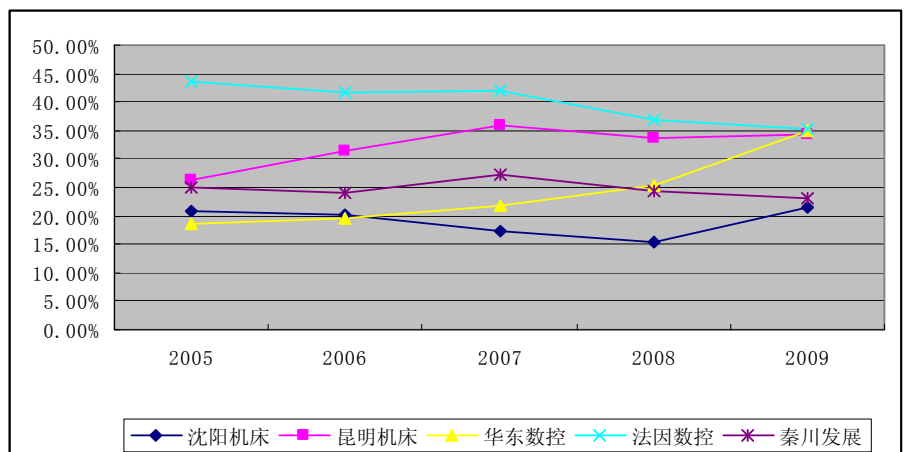


资料

来源: 公司年报

低数控化率的结果是低毛利，公司近 5 年年报显示，毛利率低于大多数机床类上市公司

图5. 机床类上市公司销售毛利率比较

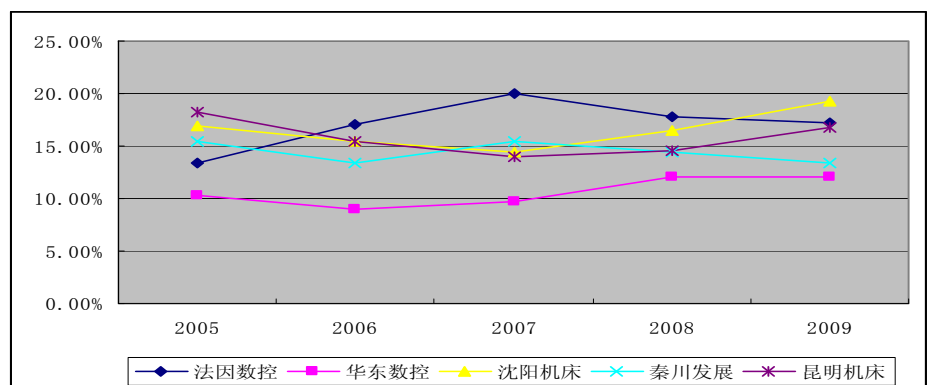


资料来源: WIND

2.2 期间费用率过高

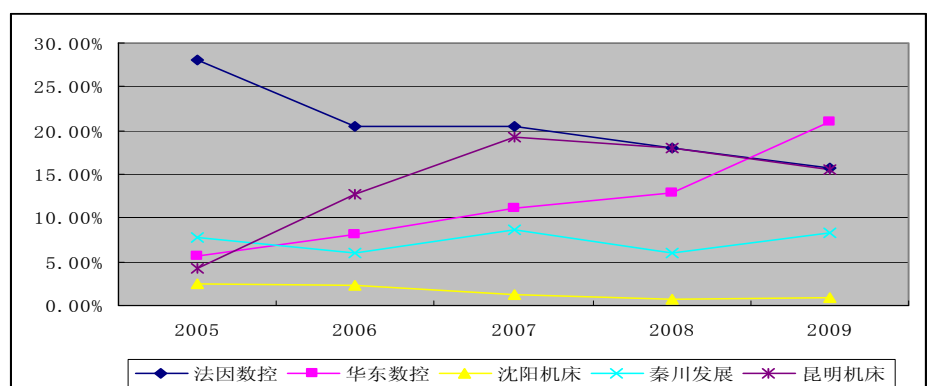
过高的费用率进一步侵蚀了公司的盈利, 导致公司销售净利润率低于所有同行业上市公司水平。

图6. 机床类上市公司期间费用率比较



资料来源: WIND

图7. 机床类上市公司销售净利润率比较



资料来源: WIND

2.3 低盈利能力导致了低估值

较低的盈利能力导致公司市销率远低于行业水平，约为行业平均值的 25% 左右。

表1. 行业市销率比较

证券简称	市销率 (PS)
法因数控	5.70
华东数控	7.59
沈阳机床	1.10
秦川发展	3.15
昆明机床	3.91

资料来源: WIND

3. 管理提升将带来脱胎换骨的变化

2008 年 7 月 30 日，公司新的管理班子正式上任，我们认为公司管理即将出现脱胎换骨的变化。

3.1 费用比例降低

新班子 08 年中期上任，09 年一次性核销了 7000 余万元的坏账，基本卸下了历史包袱，轻装上阵。

随着管理效率的不断提升，我们认为公司的期间费用比例有望持续下降，盈利能力持续提高，达到行业平均水平。

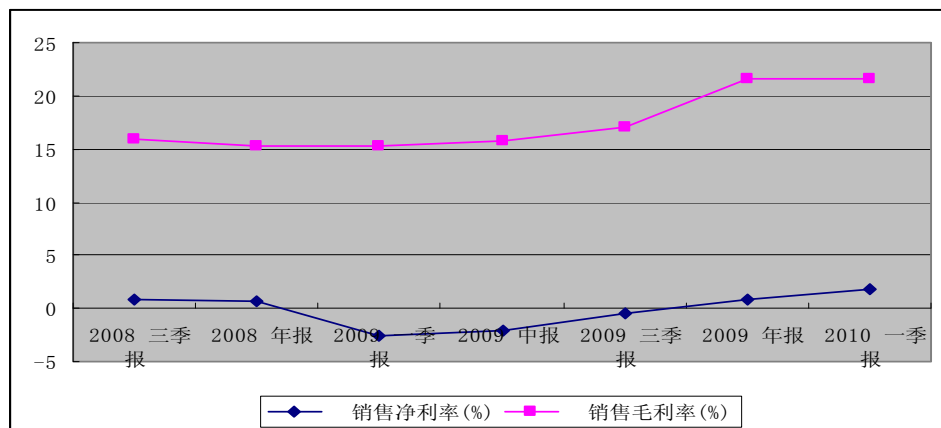
3.2 数控化率将持续大幅提高

公司近年始终不肯放弃普通机床业务的主要原因是职工问题，普通机床虽然利润微薄，但如果放弃这块业务，将有大量职工面临下岗。随着公司近年的技术积累，特别是“新五类”产品的上市，预计数控机床业务将迎来高速增长，职工问题已迎刃而解。

公司的普通车床国内市场占有率 70% 左右。公司计划将本块业务外包，利用自己掌握的核心技术，负责设计和开发，控制销售渠道，从而达到既保持在普通车床行业的竞争优势，又优化结构、提高数控化率的目的。

公司计划 2010 年产值数控化率提高 9 个百分点，达到 65% 以上。由于公司 09 年数控产品毛利率达到 29.87%，远高于公司 09 年 21.60% 的平均毛利率，我们预计公司盈利能力有望得到持续大幅提升。

图8. 公司近两年单季度利润率比较



资料来源: WIND

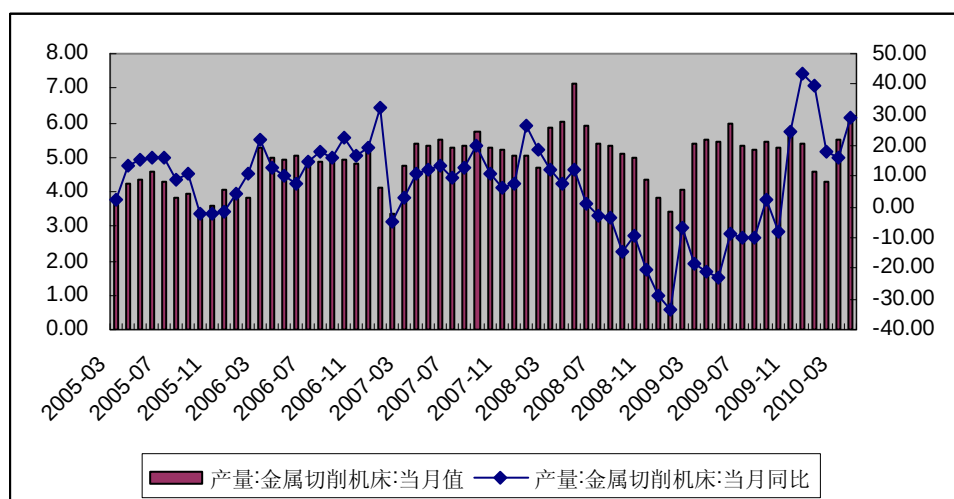
4. 行业发展前景看好

4.1 行业需求稳定增长

我国已连续八年成为世界机床第一大消费国和第一进口国。由于我国目前正处于工业化后期阶段,制造业蓬勃发展,各个行业产品和技术处于快速升级换代阶段,作为工业母机,预计到 2020 年我国的工业化基本实现之时,机床工业的国内市场需求都不会出现衰退和逆转。

2004-2009 年间,我国金属切削机床年均复合增长率 8.3%的,根据机床工业协会预测,行业 2010 年增速可达到 10%左右。

图9. 金属切削机床行业近年增长



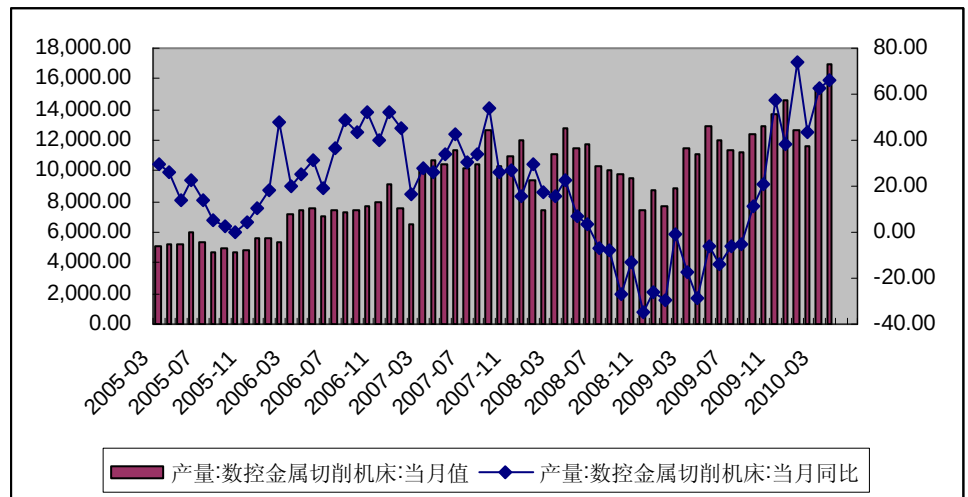
资料来源: WIND

4.2 数控机床增长远高于普通机床

2009 年 1-12 月,我国金属切削机床产品产量为 58 万台,同比下降 6.0%。而数控机床产品产量却保持上升态势,1-12 月产量为 14.4 万台,同比增长

17.75%，2004-2009 年间数控机床年均复合增长率为 22.6%，行业 8.3%的年均复合增长率。

图10. 数控金属切削机床行业近年增长

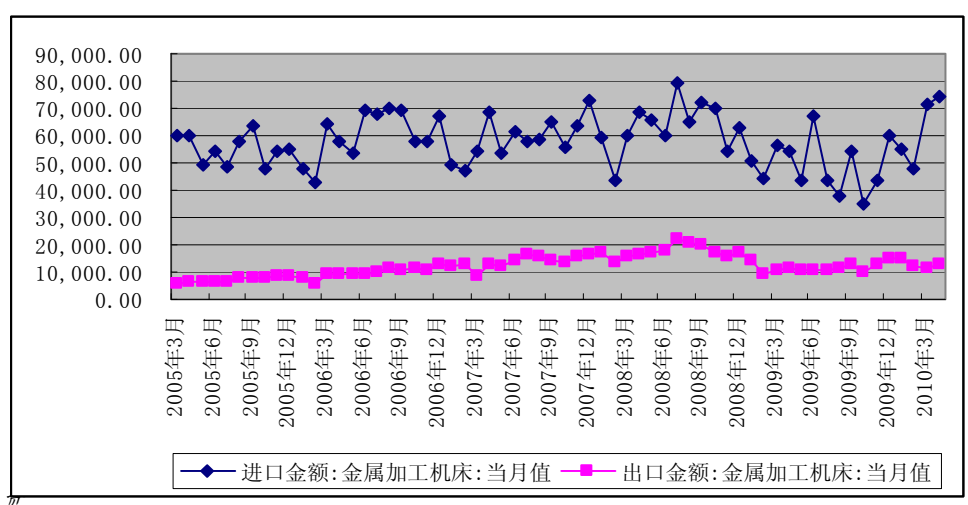


资料来源：WIND

4.3 进口替代空间广阔

我国机床工业外贸逆差自 2006 年达到 73 亿美元峰值，2009 年逆差接近 50 亿美元。2010 年 1 季度，我国金属加工机床出口单价为 263.24 美元/台，进口单价为 82761.97 美元/台；数控机床出口单价为 19773.09 美元/台，进口单价为 22.38 万美元/台。2010 年 1 季度，金属加工机床贸易逆差 13.55 亿美元，同比增长 1.81 亿美元。

图11. 金属加工机床进出口



资料来源：WIND

数控机床可分为高级型、普及型和经济型三种，我国现在对数控机床的需求布局，大要上是 1: 3: 6 的比例。2009 年我国国产数控机床产值市场占有率

达为 62%，但大都是附加值较低的简单经济型数控机床，占比近 70%，高档数控机床依赖进口的局面仍未打破，国外公司大约占领国内高档机床 85% 的市场份额。

以汽车行业为例，汽车行业目前占数控机床下游需求超过 45%，但我国各大汽车厂的发动机关键部件的生产设备仍然以进口为主，进口设备价值在我国汽车发动机生产中占有 90%~95% 的比重，发动机生产线使用的刀具，国产化率未超过 10%。

同时，可生产军工产品零部件的高档机床始终为西方发达国家限制对我国出口产品，中国企业若想购买需先打报告，保证不用于军事目的，还要把机床的使用地点告知，并接受抽查。

预计 2010 年我国数控机床需求将达 10 万台以上，40% 以上为中高档型，市场规模达到 60 亿-70 亿美元，国产数控机床进口替代空间巨大。

4.4 数控机床是国家产业政策重点扶持行业

机械工业是国民经济的基础产业，机床工业做为工作母机，又是机械工业的基础。数控机床是当代机械制造业的基础和核心，发展数控机床，是国家工业化道路上的必然选择。

“高档数控机床与基础制造装备”是《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020 年）》确定的 16 个科技重大专项之一，规划计划投资高达 221 亿元，其中中央直接投资 100 亿。发展目标如下：

表2. “高档数控机床与基础制造装备” 2020 年发展目标

2010 年	高档数控机床与基础制造装备的总体技术水平有明显提高，部分装备的技术水平进入国际先进行列。主要标志是：开发出 10 种以上重要高档数控机床与基础制造装备，其性能水平接近国际先进水平，满足航空航天、船舶、汽车、发电设备制造等领域的一部分需要；基本掌握高档数控系统和关键功能部件的核心技术及批量制造技术，并得到应用验证；重点企业建立具有较强开发能力的技术中心。
2015 年	自主创新能力显著提高，掌握一大批具有自主知识产权的核心技术，总体技术水平进入国际先进行列。主要标志是：基本形成高档数控机床与基础制造装备的自主创新能力，开发出 40 种重型、高精度关键装备，其中大部分产品的性能和水平达到国际先进水平，全部具有自主知识产权，基本满足航空航天、船舶、汽车、发电设备制造等领域的需求；高档数控机床与基础制造装备核心技术主要来源于国内；高档数控系统、关键功能部件与主机实现批量配套，并得到应用示范；基本建成以企业为主体、产学研结合的技术创新体系。
2020 年	形成高档数控机床与基础制造装备主要产品的自主开发能力，总体技术水平进入国际先进行列，部分产品国际领先；建立起完整的功能部件研发和配套能力；形成以企业为主体、产学研相结合的技术创新体系；培养和建立一支高素质的研究开发队伍；航空航天、船舶、汽车、发电设备制造所需要的高档数控机床与基础制造装备 80% 立足国内；研究开发出若干具有原创性的技术和产品，形成这一领域内自主创新在一些点上的突破。

资料来源：政府网站

5. 预计公司盈利未来三年快速增长

5.1 预计 2010 年利润增长 300%以上

公司一季度产能始终供不应求，目前订单已排到 3-6 月之后，随着“新五类”等新产品逐步放量，预计 2010 年公司销售收入 77 亿元，同比增长 30%，机床产量数控化率提高 6%，产值数控化率提高 9%，达到 65%。

5.2 预计 2011-2012 年收入增长 25%以上

预计公司 2010-2012 三年复合增长率可达到 100%，其中 2011 年收入达到 95 亿元，2012 年达到 120 亿元。

随着公司数控化率的不断提高，预计公司毛利 2011 年可达到 29%，2012 年达到 30%以上。

6. 未来三年财务预测

假设公司融资在 2011 年初完成，非公开发行 2 亿股，发行价为 10.08 元。

表3. 关键财务与估值指标

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.05	0.56	0.73	1.19
每股净资产	2.42	2.98	5.61	6.80
ROS	0%	4%	6%	8%
ROE	2%	19%	13%	17%
毛利率	22%	22%	24%	27%
EBIT Margin	6%	7%	9%	11%
EBITDA Margin	10%	9%	12%	14%
收入增长	-9%	29%	24%	24%
净利润增长	28%	1020%	80%	62%
资产负债率	85%	86%	71%	70%
P/E	228.4	21.6	16.4	10.1
P/B	4.7	4.0	2.1	1.8
EV/EBITDA	17.4	29.4	20.3	14.7

数据来源：东海证券研究所

表4. 预测资产负债表

单位：万元

资产负债表(万元)	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	664576	894915	1076110	1297270
固定资产	176966	218209	305089	327869
无形资产及其他	41669	40280	38891	37502
资产总计	895629	1166459	1433782	1676971
流动负债合计	650302	879035	939496	1083154

长期负债合计	103504	113504	63504	73504
负债合计	753806	992539	1003000	1156658
少数股东权益	9757	12471	17208	24884
股东权益	132067	161450	413573	495429
负债和股东权益总计	895629	1166459	1433782	1676971

数据来源：东海证券研究所

表5. 预测利润表

单位：万元

利润表(万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	597770	768134	950566	1176325
增长率	-8.7%	30.0%	25.0%	25.0%
营业成本	468651	596840	718628	864599
营业成本/营业收入	78.4%	77.7%	75.6%	73.5%
销售费用	42126	44360	54895	67933
销售费用/营业收入	7.0%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	56353	72589	89828	111163
管理费用/营业收入	9.4%	9.0%	9.0%	9.0%
财务费用	16983	20887	22110	21692
营业利润	2803	34238	65356	110538
增长率	-122.3%	1121.4%	90.9%	69.1%
利润总额	9829	41738	72856	118038
增长率	61.5%	324.7%	74.6%	62.0%
所得税费用	4569	8770	13797	22386
少数股东损益	2557	2716	4747	7702
归属于母公司净利润	2704	30275	54456	88355
增长率	27.6%	1019.8%	79.9%	62.3%

数据来源：东海证券研究所

表6. 预测现金流量表

单位：万元

现金流量表(万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2704	30275	54456	88355
折旧摊销	24718	17697	25754	35463
财务费用	16983	20864	21967	21287
营运资本变动	(78602)	(85237)	(133189)	(93631)
经营活动现金流	(55777)	(37549)	(51232)	34889
资本开支	(36995)	(47398)	(108245)	(53854)
投资活动现金流	(37632)	(48035)	(108882)	(54491)
权益性融资	0	0	201600	0
融资活动现金流	76647	86478	164055	26127
现金净变动	(16762)	0	0	0

货币资金的期初余额	79117	62355	62355	62355
货币资金的期末余额	62355	62355	62355	62355
企业自由现金流	(56880)	(71389)	(144744)	(4784)
权益自由现金流	(62233)	(2288)	(204045)	(2445)

数据来源：东海证券研究所

7. 资产注入预期

公司大股东沈阳机床（集团）有限公司拥有控股子公司 13 家，多数从事与机床生产有关的业务，其中沈机集团昆明机床股份有限公司（昆明机床）、沈阳机床（集团）昆明有限公司（云南机床）和沈阳机床（集团）希斯有限公司（希斯公司）均为大型机床企业，业绩优秀，我们认为集团公司具有资产整合的预期。

表7. 沈阳机床（集团）有限公司控股子公司

序号	公司名称	注册资本（万元）	投资比例（%）	08年利润总额
1	沈阳机床股份有限公司	54,547.10	42.60	6,085万元
2	沈阳机床第一设备动力有限公司	152.00	100.00	-177 万元
3	沈阳机床中捷设备动力有限公司	110.00	100.00	-270 万元
4	沈阳机床铸造有限责任公司	3,000.00	100.00	-1,145 万元
5	沈阳车床铸造厂	1,041.70	100.00	0
6	沈阳机床（集团）昆明有限公司	5,000.00	85.00	85万元
7	沈机集团昆明机床股份有限公司	42,486.50	25.09	31,892 万元
8	沈阳机床（集团）设计研究院有限公司	1,000.00	100.00	-1,010 万元
9	沈阳机床（集团）成套设备有限责任公司	3,000.00	100.00	-67 万元
10	辽宁精密仪器厂	559.00	100.00	-314 万元
11	沈阳数字控制有限公司	3,950.00	74.68	-211 万元
12	沈阳中天环海饮用水有限公司	50.00	55.00	6 万元
13	沈阳机床（集团）希斯有限公司	2,702.50(欧元)	100.00	631 万元

数据来源：沈机集团公开资料

8. 同业比较与估值

A 股机床类上市公司主要有 6 家，分别是沈阳机床、秦川发展、华东数控、法因数控、青海华鼎、昆明机床和南通科技：

表8. 同行业估值比较

证券简称	2010 年 PE	2011 年 PE	PEG	市销率
沈阳机床	21.57	16.39	0.71	1.15
南通科技	14.80	11.42	0.39	5.17
昆明机床	20.06	16.68	0.82	3.90
法因数控	26.08	19.92	0.64	5.74

华东数控	37.79	30.06	1.17	7.97
秦川发展	27.45	20.52	0.61	3.27

数据来源：东海证券研究所，WIND 资讯

沈阳机床 PE 处于中值，但 PS 明显低于同行业上市公司，另外，我们预计沈阳机床 2011 年净利润增速可达 70%以上，只是由于增发摊薄了每股收益，使得 PEG 处于行业中等水平。我们认为公司未来三年可保持 30%以上的增长，不考虑资产注入预期，按 2010 年 30 倍市盈率估值，公司合理股价为 16.8 元，买入评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 2 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122