

沈阳机床 (000410): 业绩低于预期

中性 (维持)

机械/机床

当前股价: 13.83 元

报告日期: 2011 年 2 月 25 日

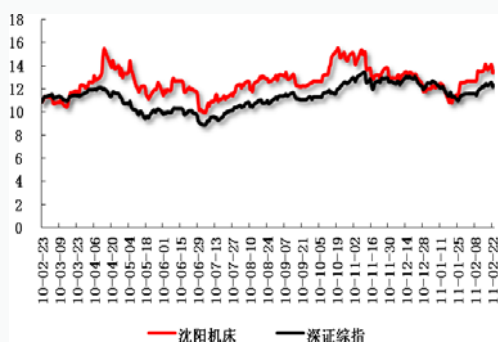
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,047	10,022	12,283	14,867
(+/-)	32.6%	24.5%	22.6%	21.0%
营业利润	30	136	229	360
(+/-)	-4.4%	359.5%	68.1%	57.6%
归属于母公司 的净利润	142	111	187	296
(+/-)	427.5%	-21.8%	69.3%	57.6%
每股收益 (元)	0.26	0.20	0.34	0.54
市盈率 (倍)	53	68	40	26

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	54,547/53,662
流通市值 (亿元)	72.50
每股净资产 (元)	2.68
资产负债率 (%)	85.22

股价表现 (最近一年)



证券分析师: 张雷

执业证书编号: A0140511010022

010-66045454 zhanglei002@txsec.com

联系人: 何思源

021-58824282-803 hesy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年 1-12 月, 公司实现营业收入 80.47 亿元, 同比增长 32.62%; 营业利润 2,960 万元, 同比下降 4.38%; 归属母公司所有者净利润 1.42 亿元, 同比增长 427.54%; 基本每股收益 0.26 元/股, 低于我们的预期。
- 收入大幅增长但低于行业平均水平。2010 年, 机床行业全面复苏: 全年行业金切机产量 7.2 万台, 同比增长 34%, 其中数控金切机床产量 22 万台, 同比增长 54%。但公司销售略低于行业平均水平: 2010 年公司实现机床销售 6.8 万台, 同比增长 20%, 其中数控机床 2.1 万台, 同比增长 39%。增速低于行业主要是因为公司作为行业巨头, 基数较大。我们判断受益于产业升级, 2011 年机床行业将进入新一轮的景气周期。公司有望跟随行业成长, 收入仍有望保持较高速率增长。
- 毛利率基本稳定。2010 年, 公司综合毛利率为 21.54%, 同比略微下滑 0.08 个百分点。虽然普通机床毛利率有所上升, 但数控机床毛利率同比下滑 6.2 个百分点。我们认为 2011 年数控机床毛利率有望止跌回升, 主要是因为: 一方面数控机床功能部件及立式加工中心产业化项目将于 2011 年建成投产, 将大幅降低功能部件的采购成本, 同时立式加工中心毛利率较高; 另一方面, 公司将增加数控机床的生产安排, 计划将数控化率再提高 4 个百分点至 64%。
- 盈利主要来自政府补助。公司期间费用率为 20.3%, 同比上升了 1 个百分点, 主要由于公司加大营销力度导致销售费用率略有上升; 同时, 公司较高的负债导致在利率上升的情况下, 财务费率同比上升 24%。公司较高的期间费用率导致营业利润率仅为 0.4%, 公司净利润的大幅增加主要来自高达 1.49 亿元政府补助。公司“转型和创新”之路还需要一个较长的时间过程。
- 盈利预测与投资评级: 不考虑政府补贴情况下, 我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.2 元、0.34 元和 0.54 元, 按照 2 月 24 日的收盘价 13.83 元计算, 对应的动态 PE 分别为 68 倍、40 倍和 26 倍, 维持公司“中性”的投资评级。
- 风险提示: 1) 钢材等原材料价格上涨的风险。2) 机床行业下游投资增速放缓的风险。3) 业绩来自政府补贴存在重大的不确定性。



图表 1 沈阳机床（000410）盈利预测（万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	606,762	804,698	1,002,214	1,228,321	1,486,666
增长率(%)	-7.30%	32.62%	24.55%	22.56%	21.03%
减：营业成本	475,615	631,390	789,170	961,023	1,154,781
毛利率(%)	21.61%	21.54%	21.26%	21.76%	22.32%
减：营业税金及附加	3,780	3,623	4,009	4,913	5,947
销售费用	42,931	63,221	70,155	85,982	104,067
管理费用	57,212	72,070	90,199	110,549	133,800
财务费用	16,980	27,992	30,066	36,850	44,600
期间费用	117,124	163,283	190,421	233,381	282,467
期间费用率(%)	19.30%	20.29%	19.00%	19.00%	19.00%
资产减值损失	7,048	3,563	5,011	6,142	7,433
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-100	121	0	0	0
营业利润	3,096	2,960	13,603	22,862	36,039
增长率(%)	-124.60%	-4.38%	359.52%	68.07%	57.63%
营业利润率(%)	0.51%	0.37%	1.36%	1.86%	2.42%
加：营业外收入	8,864	18,008	0	0	0
减：营业外支出	1,713	678	100	0	0
利润总额	10,247	20,291	13,503	22,862	36,039
增长率(%)	68.41%	98.01%	-33.45%	69.31%	57.63%
利润率(%)	1.69%	2.52%	1.35%	1.86%	2.42%
减：所得税	4,893	6,337	2,431	4,115	6,487
实际税负比率(%)	47.7%	31.2%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	5,354	13,954	11,073	18,747	29,552
归属母公司所有者净利润	2,685	14,165	11,073	18,747	29,552
增长率(%)	26.70%	427.54%	-21.83%	69.31%	57.63%
净利率(%)	0.44%	1.76%	1.10%	1.53%	1.99%
少数股东损益	2,669	-211	0	0	0
总股本	54,547	54,547	54,547	54,547	54,547
每股收益(元)	0.05	0.26	0.20	0.34	0.54

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518041