

2009 年 04 月 22 日

市场数据(人民币)

市价(元)	12.13
已上市流通A股(百万股)	158.55
流通港股(百万股)	112.72
总市值(百万元)	5,153.61
年内股价最高最低(元)	20.09/4.91
沪深 300 指数	2576.28
上证指数	2461.35
2007 年股息率	2.28%


相关报告

- 1 《收入增长符合预期,盈利能力有所下降》, 2008.10.28
- 2 《业绩符合预期,订单增速有所下滑》, 2008.8.28
- 3 《业绩符合预期》, 2008.4.30

机械行业研究小组
董亚光

(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

昆明机床 (600806.SH)

——08 年业绩符合预期, 09 年面临需求压力


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.184	0.572	0.651	0.601	0.650	0.745
净利润增长率	326.58%	210.87%	13.83%	-7.69%	8.09%	14.69%
先前预期每股收益(元)				0.809	0.836	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	8.78	7.47	7.24
市盈率(倍)	24.67	41.20	10.25	20.19	18.68	16.28
行业优化市盈率(倍)	55.04	70.74	33.57	33.57	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.08	0.20	0.74	-2.63	2.31	1.11
已上市流通A股(百万股)	60.00	132.14	153.38	153.38	153.38	153.38
总股本(百万股)	245.01	424.86	424.86	424.86	424.86	424.86

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 08 年公司实现收入 1,563 百万元, 同比增长 20%; 实现归属于母公司的净利润 277 百万元, 同比增长 13.8%; EPS 为 0.65 元。收入和净利润分别低于我们预期值的 4.4%和 5.5%。
- 公司主营业务毛利率为 33.72%, 较上半年的 35.16%和 07 年的 35.93%均有所下降, 主要原因机床业务毛利率因原材料成本的上涨和下半年为减少普通卧镗库存采取了降价促销措施, 导致同比减少约 3 个百分点, 同时交大赛尔的压缩机业务也因需求下降和成本上升导致毛利率下降约 4 个百分点。
- 公司 08 年期间费用为 227 百万元, 同比增长 38%, 占收入比重 14.5%, 较去年同期略有上升, 显示公司费用控制仍保持较好水平。
- 08 年公司投资收益为 15 百万元, 较 07 年同期减少 46%, 主要原因是 07 年同期公司因收回中富证券委托理财款, 投资收益大幅增加 24 百万元; 但我们注意到公司参股 50%的昆明道斯公司贡献了 12.5 百万元的投资收益, 同比增长 152%。由于昆明道斯在手订单较多, 我们预计 09 年仍能保持相对利润贡献。
- 当期公司收到的数控机床增值税返还较上年增加 11 百万元, 导致营业外收支同比增长约 90%, 09 年公司仍可享受该优惠政策; 但 10 年该优惠政策到期, 若无法延续, 对当期损益影响较大。
- 公司 08 年底的应收帐款和票据为 249 百万元, 低于 3 季度末的 355 百万元和年初的 290 百万元, 保持良好周转率; 但存货较上年同期增长 55%, 年底为 663 百万元, 高于 3 季度末的 592 百万元和年初的 427 百万元, 体现出下半年需求下降后公司库存压力明显加大; 由此导致当期的经营性现金流同比下降 55%, 为 120 百万元。

- 公司期末的预收款 434 百万元，与年初水平相当；但明显低于 3 季度末的 534 百万元，主要是因为 4 季度机床产品订单受下游企业不景气影响，增速大幅下降导致的。
- 基于需求仍处于低迷状态，09 年 1 季度其影响开始显现，我们调降了公司的盈利预测，09-10 年 EPS 由 0.81 和 0.84 元分别调为 0.60 和 0.65 元（假设数控机床增值税返还政策到期取消），目前公司股价对应 PE09E 为 20.2 倍，估值合理，投资建议由买入调为持有。

图表1：分项业务预测

项 目	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
机床产品销售及加工							
销售收入(百万元)	438.84	644.00	1,031.99	1,302.13	1,171.92	1,347.70	1,549.86
增长率(YOY)	54.46%	46.75%	60.25%	26.18%	-10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	26.08%	26.70%	39.33%	36.06%	36.56%	37.06%	37.06%
销售成本(百万元)	324.37	472.03	626.11	832.57	743.45	848.23	975.47
增长率(YOY)	57.85%	45.52%	32.64%	32.97%	-10.70%	14.09%	15.00%
毛利(百万元)	114.47	171.97	405.88	469.56	428.46	499.47	574.39
增长率(YOY)	45.60%	50.24%	136.02%	15.69%	-8.75%	16.57%	15.00%
占总销售比重	65.24%	75.91%	79.24%	83.30%	82.87%	82.96%	82.57%
占主营业务利润比重	65.03%	74.89%	86.74%	89.10%	88.45%	88.65%	88.29%
高效数控机床							
销售收入(百万元)	209.77	177.11	233.54	202.77	172.35	189.59	218.03
增长率(YOY)	52.62%	-15.57%	31.86%	-13.18%	-15.00%	10.00%	15.00%
毛利率	24.91%	26.41%	23.07%	18.80%	19.80%	19.80%	19.80%
销售成本(百万元)	157.53	130.34	179.67	164.64	138.22	152.05	174.85
增长率(YOY)	52.09%	-17.26%	37.85%	-8.36%	-16.05%	10.00%	15.00%
毛利(百万元)	52.25	46.78	53.88	38.12	34.13	37.54	43.17
增长率(YOY)	54.22%	-10.48%	15.19%	-29.24%	-10.48%	10.00%	15.00%
占总销售比重	31.19%	20.88%	17.93%	12.97%	12.19%	11.67%	11.62%
占主营业务利润比重	29.68%	20.37%	11.51%	7.23%	7.05%	6.66%	6.64%
其它							
销售收入(百万元)	24.03	27.31	36.85	58.21	69.85	87.31	109.14
增长率(YOY)	-49.79%	13.62%	34.94%	57.96%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率	38.70%	39.83%	22.22%	33.21%	31.21%	30.21%	30.21%
销售成本(百万元)	14.73	16.43	28.66	38.87	48.05	60.93	76.16
增长率(YOY)	-50.94%	11.51%	74.44%	35.64%	23.59%	26.82%	25.00%
毛利(百万元)	9.30	10.88	8.19	19.33	21.80	26.38	32.98
增长率(YOY)	-47.87%	16.97%	-24.73%	136.12%	12.77%	21.00%	25.00%
占总销售比重	3.57%	3.22%	2.83%	3.72%	4.94%	5.37%	5.81%
占主营业务利润比重	5.28%	4.74%	1.75%	3.67%	4.50%	4.68%	5.07%
销售总收入(百万元)	672.64	848.42	1,302.39	1,563.11	1,414.12	1,624.60	1,877.03
销售总成本(百万元)	496.63	618.79	834.44	1,036.09	929.72	1,061.21	1,226.48
毛利(百万元)	176.02	229.63	467.95	527.02	484.40	563.39	650.54
平均毛利率	26.17%	27.07%	35.93%	33.72%	34.29%	34.68%	34.66%

来源：公司资料，国金证券研究所

图2：财务报表预测

损益表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	673	848	1,302	1,563	1,414	1,625	1,877
增长率		26.1%	53.5%	20.0%	-9.5%	14.9%	15.5%
主营业务成本	-496	-619	-834	-1,036	-930	-1,061	-1,226
% 销售收入	73.7%	72.9%	64.1%	66.3%	65.7%	65.3%	65.3%
毛利	177	230	468	527	484	563	651
% 销售收入	26.3%	27.1%	35.9%	33.7%	34.3%	34.7%	34.7%
营业税金及附加	-2	-1	-3	-1	-1	-1	-2
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-33	-38	-62	-70	-65	-75	-86
% 销售收入	4.9%	4.5%	4.8%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%
管理费用	-86	-84	-116	-156	-157	-177	-200
% 销售收入	12.8%	9.9%	8.9%	10.0%	11.1%	10.9%	10.7%
息税前利润 (EBIT)	56	106	287	300	262	311	362
% 销售收入	8.3%	12.5%	22.0%	19.2%	18.5%	19.1%	19.3%
财务费用	-4	-5	-5	-2	-2	-5	-10
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%
资产减值损失	0	0	-28	-21	-20	-7	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-3	-1	28	15	13	15	17
% 税前利润	n.a	n.a	9.4%	4.7%	4.4%	4.7%	4.7%
营业利润	49	101	283	292	252	314	363
营业利润率	7.3%	11.9%	21.7%	18.7%	17.8%	19.3%	19.3%
营业外收支	-11	1	14	27	43	5	3
税前利润	38	101	297	319	295	319	366
利润率	5.7%	11.9%	22.8%	20.4%	20.9%	19.6%	19.5%
所得税	-10	-15	-46	-38	-35	-38	-44
所得税率	25.4%	14.9%	15.4%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	29	86	251	281	260	281	322
少数股东损益	10	8	9	5	4	5	5
归属于母公司的净	18	78	243	277	255	276	316
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%	106.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	18	78	243	281	260	281	322
少数股东损益	10	8	0	0	0	0	0
非现金支出	53	48	60	46	50	39	41
非经营收益	9	3	-22	3	-43	-3	5
营运资金变动	-29	-37	-25	-250	-50	-145	-148
经营活动现金净流	62	100	257	80	217	172	220
资本开支	-53	-63	-80	36	-11	-45	-67
投资	-10	1	54	-10	-9	-9	-9
其他	-1	-11	0	15	13	15	17
投资活动现金净流	-64	-73	-26	41	-7	-39	-59
股权募资	14	0	0	0	0	0	0
债权募资	-35	-40	-5	-5	-55	48	71
其他	1	4	-7	-12	-56	-81	-132
筹资活动现金净流	-20	-36	-12	-17	-110	-33	-61
现金净流量	-22	-9	219	105	100	100	100

来源：公司资料，国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	172	167	370	475	575	675	775
应收款项	129	201	312	247	247	299	346
存货	275	261	427	663	544	639	738
其他流动资产	39	56	41	53	57	65	75
流动资产	615	685	1,151	1,438	1,424	1,678	1,934
% 总资产	57.0%	57.9%	64.7%	71.4%	70.2%	72.6%	74.1%
长期投资	32	41	44	54	62	71	80
固定资产	377	410	448	478	503	523	561
% 总资产	35.0%	34.7%	25.2%	23.7%	24.8%	22.6%	21.5%
无形资产	55	46	100	41	38	36	35
非流动资产	465	497	628	575	606	633	677
% 总资产	43.0%	42.1%	35.3%	28.6%	29.8%	27.4%	25.9%
资产总计	1,079	1,182	1,779	2,013	2,030	2,311	2,611
短期借款	60	41	0	68	14	62	133
应付款项	326	378	632	668	526	539	549
其他流动负债	45	39	120	75	89	135	139
流动负债	431	457	753	811	629	736	820
长期贷款	40	20	50	0	0	0	0
其他长期负债	17	27	23	0	0	0	0
负债	488	504	826	811	629	736	820
普通股股东权益	532	611	879	1,113	1,305	1,475	1,685
少数股东权益	59	67	74	79	83	87	93
负债股东权益合计	1,079	1,182	1,779	2,003	2,016	2,298	2,598

比率分析

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标							
每股收益	0.075	0.319	0.572	0.651	0.601	0.650	0.745
每股净资产	2.171	2.493	2.070	2.621	3.072	3.471	3.966
每股经营现金净流	0.252	0.409	0.604	0.189	0.511	0.404	0.517
每股股利	0.000	0.000	0.270	0.100	0.150	0.250	0.250
回报率							
净资产收益率	3.44%	12.80%	27.63%	24.84%	19.56%	18.71%	18.78%
总资产收益率	1.70%	6.61%	13.66%	13.81%	12.66%	12.01%	12.18%
投入资本收益率	5.99%	12.62%	24.21%	21.01%	16.42%	16.83%	16.69%
增长率							
主营业务收入增长率	43.29%	26.13%	53.51%	20.02%	-9.53%	14.88%	15.54%
EBIT增长率	67.08%	97.13%	162.10%	4.63%	-12.93%	18.76%	16.62%
净利润增长率	N/A	326.58%	210.87%	13.83%	-7.69%	8.09%	14.69%
总资产增长率	0.28%	9.52%	50.52%	13.18%	0.80%	13.86%	12.98%
资产管理能力							
应收账款周转天数	44.5	47.6	40.8	39.9	47.9	51.9	51.9
存货周转天数	220.2	157.9	150.5	192.1	218.1	224.1	224.1
应付账款周转天数	59.9	63.0	53.5	59.5	54.5	49.5	44.5
固定资产周转天数	183.2	154.9	115.1	104.8	120.3	113.8	107.7
偿债能力							
净负债/股东权益	-14.27%	-17.40%	-33.60%	-34.15%	-40.48%	-39.27%	-36.16%
EBIT利息保障倍数	14.9	23.0	61.2	148.5	108.2	68.4	34.9
资产负债率	45.24%	42.63%	46.41%	40.50%	31.18%	32.02%	31.58%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	4	4	4	9
买入	3	7	7	7	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.60	1.63	1.63	1.63	1.57

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。