

分析师： 李兴 021-68751807 lixing@cjsc.com.cn联系人： 吕越超 021-68751765 lyyuechao.cjsc@gmail.com

落地镗保持增长，龙门铣未来可期

事件描述

近期我们赴昆明机床调研，与公司董秘罗涛先生和一些管理人员及一线员工就公司经营情况进行了交流，主要调研结论如下：

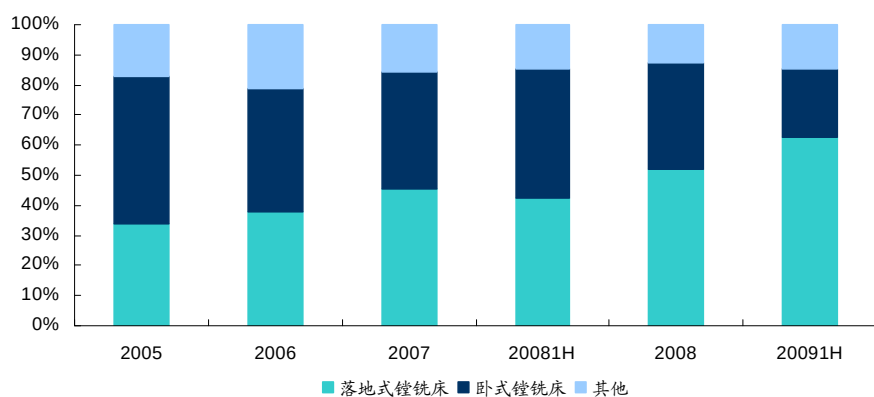
事件评论

第一，公司产品向高端化、大型化发展，结构不断优化

落地式镗铣床是公司过去几年成长最快的产品，毛利率水平也明显高于普通卧式镗铣床。在 09 年上半年行业萧条的背景下，落地镗的销售收入仍然实现了 48.13% 的增长，占主营收入比达到了 70%，目前行业内的主要竞争对手有齐二、武重、沈机、海天等，公司市场份额约为 25%—30%，与齐二同为行业内份额最大的两家公司，且市场份额仍在扩大，目前落地镗市场随着新进入者的增多竞争也日趋激烈，公司现在主打的落地镗产品有 TK6916、TK6919、TK6920、TK6926 等，售价在 500 万—2000 万不等。

卧式镗铣床是公司的传统产品，产品已经高度成熟化。受经济危机影响，卧镗销售收入上半年同比下降了 48.27%，占主营收入的比例下降到 25%，目前行业内的主要竞争对手有秦川发展、沈机、青海华鼎、汉川、中捷等，公司于秦川、沈机同属于国内卧镗行业的第一梯队，市场份额 30% 左右。卧镗目前销量比较好的主要有 TH6111、TH6111C-2、TH6113、TH6113C-2 等，主要几款产品按型号及配置情况不同售价在 40 万—100 万不等；

图 1：落地镗占比不断提升



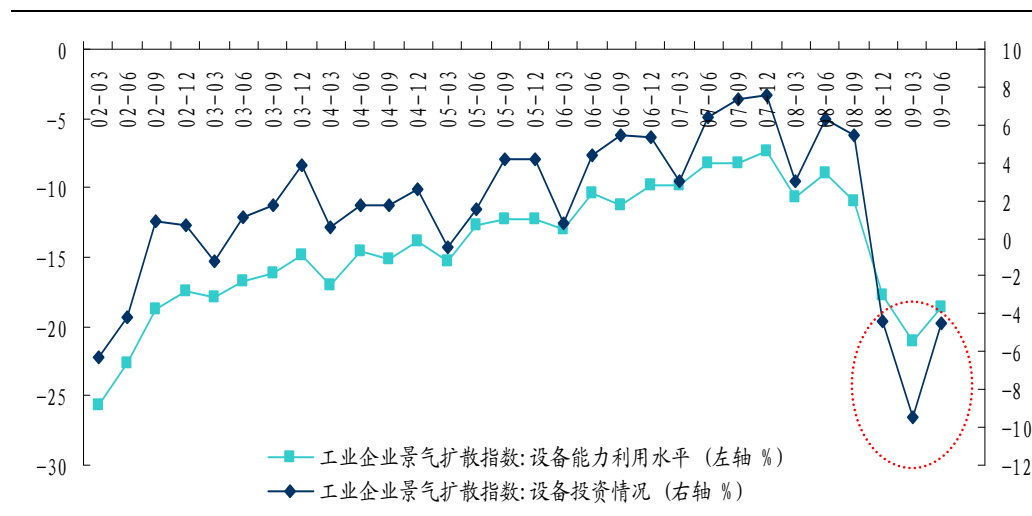
资料来源：公司公告，长江证券研究部

龙门铣是公司未来发展的一个看点，由于具有更好的通用性和适用范围，龙门铣的市场空间至少是落地镗的两倍以上，平均而言产品的单价也在落地镗之上。公司早在三年前便开始了这一产品的研发，目前已经成功开发出了 XK2130、XK2425、XK2440 等型号的产品，并初步具备了量产的能力。北一数控是龙门铣市场的领军者，市场份额超过了三分之一，武重、济二、沈重也在这个市场占据一席之地，公司计划通过 09—11 年的三年努力，成为龙门铣的主要供应商。

第二，下游需求冷热不一

公司的下游需求分布比较分散且冷热不一，主要有电力设备、铁路、工程机械、船舶、冶金、有色、模具等行业，从新增订单的情况来看铁路、工程机械、风电设备、核电设备的需求情况比较好，船舶、冶金、有色、水电等行业的需求情况比较差，公司今年尚未接到船厂的订单。

图 2：工业企业设备投资仍在低位



资料来源：CEIC，长江证券研究部

第三，生产及订单情况难言乐观

从 7、8 月份的订单情况来看公司接单量基本上呈现环比止跌企稳的迹象，但受下游需求冷暖不一的影响，目前尚难言恢复。近期公司接到的采购询价的电话开始增加，但我们认为对于象落地镗这样的大型设备企业从作采购计划到最后下订单一般有一个较长的周期，因此现在询价信息的增加很难在短期转化为订单量的提升。

以往卧镗的生产周期为 3-5 个月，落地镗为 5-8 个月，目前生产周期均有不同程度的缩短，这主要是由于生产任务的相对下降导致的生产能力的富余。在大件装配车间我们发现，去年车间过道上待加工和加工好的零件堆起来有一人多高，而现在堆放高度不到一米，这在一定程度上也反映了生产任务的下滑，尤其是小型的卧镗下滑非常明显。

值得关注的是，在铸造车间我们了解到，9 月份以来日均投料量较以往月度出现了一定程度的下滑。铸造是公司生产的第一个环节，提前反映了未来的产量情况，如果这一状况持续下去的话，今年四季度甚至明年一季度公司销售收入都不容乐观。

第四，二季度利润或将是全年高点

公司二季度净利润达到了 8853.36 万元，每股收益 0.21 元，基本与 08 年二季度持平，是近 12 个季度以来的高点，但我们认为在分析二季度盈利情况时需要考虑一下情况，三、四季度单季 EPS 难以达到二季度的水平：

- 1、二季度公司收入了 2008 年度的 1700 万的增值税先征后返，通过营业外收入进入利润表，使二季度的 EPS 增厚 0.04 元，而其他季度则没有如此大额的营业外收入。

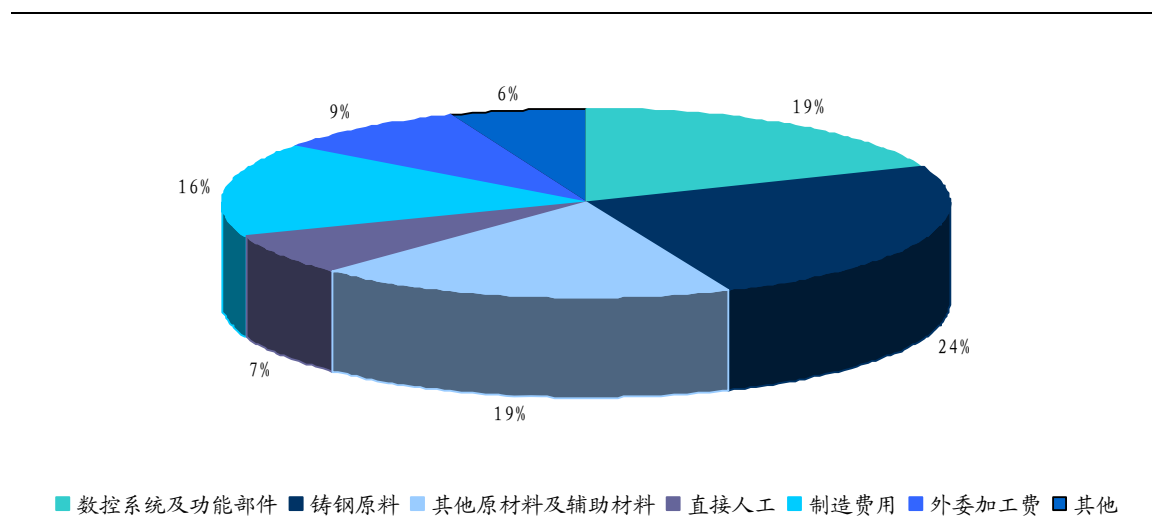
2、由于前期金融危机造成的恐慌心理以及今年 1 月份开始推行的增值税改革政策使一些客户推迟了提货，部分前期的销售收入推迟到二季度才得以确认，因此二季度确认的收入可能比实际经营情况乐观。

因此我们认为二季度的 EPS 可能是全年最高的，基于经营情况判断三、四季度的 EPS 很难超过 0.17 元。

第五，毛利率水平将保持稳定

大宗商品价格的上涨对公司的毛利率影响比较有限，通过公司历年总结的情况来看，影响销售毛利率的最重要的两个因素依次是产品结构和生产规模，然后才是生产原料的价格。进口的功能部件（数控系统、主轴丝杆、轴承等）约占公司生产成本的 15%—20%，占原材料成本近半的铸造用废钢原料基本上由当地供应，由于采购量大带来的议价能力较强，上半年钢价的上涨并未对公司毛利率产生太大影响。我们预计下半年公司产品结构会进一步优化会抵消生产规模下滑和原料价格上涨的影响，毛利率水平将保持稳定。

图 3：生产成本构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第六，重大专项促进企业发展

此次机床重大科技专项项目课题以招标的方式进行，突出主机牵引、需求导向，强调创新平台建设和应用示范工程。在重大专项实施方案提出的重点任务中，主机重点开发重型数控金切机床等八类产品，其中重型数控金切机床 7 项，包括龙门铣床、落地镗床等公司重点研发产品。

重大专项规划投资 220 亿元，已于 2009 年 3 月 4 日和 2009 年 3 月 17 日分别进行两次招标，公司也对重大专项招标进行了积极的申报工作，通过与公司的交流我们认为重大专项对公司发展将产生两方面的积极影响，一方面将很好地促进公司的新产品研发和产品结构的优化，另一方面，重大专项的课题费会通过营业外收入计入公司利润表，提升公司的盈利水平。

第七，给予“谨慎推荐”评级

综合来看，我们对公司下半年的生产销售及盈利情况持谨慎态度，但基于 2010 年大型、高端机床需求结构性复苏的预期，看好公司落地镗、龙门铣产品明年的销售表现，给予公司“谨慎推荐”的评级。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1563	1412	1859	2293
营业成本	1036	918	1232	1504
毛利	527	494	627	789
% 营业收入	33.7%	35.0%	33.7%	34.4%
营业税金及附加	1	1	2	2
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	70	64	84	103
% 营业收入	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	156	141	186	229
% 营业收入	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用	2	1	-2	-3
% 营业收入	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	13	33	32	33
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	15	12	13	13
营业利润	300	266	339	438
% 营业收入	19.2%	18.9%	18.2%	19.1%
营业外收支	27	17	0	0
利润总额	319	283	339	438
% 营业收入	20.4%	20.1%	18.2%	19.1%
所得税费用	38	34	40	52
净利润	281	250	299	386
归属于母公司所有者的	276.6	245.8	294.0	379.6
净利润				
少数股东损益	5	4	5	6
EPS (元/股)	0.65	0.58	0.69	0.89

现金流量表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流净额	120	97	629	419
取得投资收益收回现金	3	0	0	0
长期股权投资	7	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-64	-64	-39	-33
其他	3	0	0	0
投资活动现金流净额	-54	-64	-39	-33
债券融资	0	0	0	0
股权融资	3	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	20	-70	0	0
筹资成本	130	-37	-42	-53
其他	-260	0	0	0
筹资活动现金流净额	-107	-107	-42	-53
现金净流量	-41	-74	548	333

资产负债表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	328	254	802	1135
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	201	322	238	294
存货	663	754	775	947
预付账款	51	45	60	74
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1308	1431	1951	2544
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	53	46	40	33
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	231	210	155	87
无形资产	33	32	30	29
商誉	7	7	7	7
递延所得税资产	37	4	4	4
其他非流动资产	242	242	242	242
资产总计	1912	1972	2429	2945
短期贷款	70	0	0	0
应付款项	221	196	263	322
预收账款	434	381	502	619
应付职工薪酬	37	33	44	54
应交税费	-4	-3	-4	-5
其他流动负债	13	11	15	18
流动负债合计	771	618	820	1008
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	35	35	35	35
负债合计	806	654	856	1043
归属于母公司所有者权益	1041	1250	1500	1823
少数股东权益	64	68	73	79
股东权益	1106	1319	1573	1902
负债及股东权益	1912	1972	2429	2945

基本指标

	2008A	2009E	2010E	2011E
EPS	0.651	0.578	0.692	0.893
BVPS	2.45	2.94	3.53	4.29
PE	17.93	20.17	16.87	13.06
PEG	1.61	1.81	1.52	1.17
PB	4.76	3.97	3.31	2.72
EV/EBITDA	14.26	13.83	9.93	7.33
ROE	26.6%	19.7%	19.6%	20.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管 (8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理 (8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理 (8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理 (8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理 (8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。