

报告撰写日期: 09 年 10 月 14 日

行业: 机械



平敬伟

021-53519888-1904



pingjingwei@sigchina.com

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	11.53
12mth A 股价格区间 (元)	5.47/13.98
总股本 (百万股)	424.86
无限售 A 股/总股本	37.32%
流通市值 (百万元)	1828.11
每股净资产 (元)	2.63
PBR (X)	4.36
DPS (Y08, 元)	0.09

主要股东 (09H1)

HKSCC Nominees Limited	25.55%
沈阳机床(集团)有限责任公司	25.09%
云南省工业投资控股集团	11.07%

收入结构 (09H1)

落地式铣镗床	61.33%
卧式铣镗床	21.75%
其他	16.92%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告:

■ 调研要点:

公司目前订单并未大幅增加, 今年业绩难以大幅增长

虽然下游需求在逐渐回暖, 但总体上对机床的需求不温不火, 公司第三季度接单没有出现期望中的大幅增长。根据公司上半年的经营状况以及当前的接单状况, 预计今年公司的收入和净利润同比均将较难实现大幅增长。

公司调整产品结构步伐加快

公司早在 10 年前就已开始开发高端机床产品。近期, 受金融危机倒逼, 公司向机床高端领域进军的步伐有所加快, 公司将建立新的生产基地, 专门用于高端机床的制造。

总体毛利率水平预计将继续提高

未来几年, 随着高端产品比重的提高, 原材料等生产成本占收入的比重将下降, 原材料价格的波动对毛利率的影线将逐渐减弱。预计公司的平均毛利率水平将进一步提升。

2011 年前主要看经济复苏, 2011 年后新基地将成亮点

在 2011 年前, 公司的收入增长将主要取决于现有生产能力下已有新老产品的销售增长; 在 2011 年以后, 公司收入的增长将主要依靠高端产品产销的增长, 公司的新基地将成亮点。

盈利预测和投资评级

根据公司的经营状况和经营计划, 我们预计 09、10 年公司能分别实现营业收入 16 亿元和 20 亿元, 分别实现 EPS 0.56 元和 0.70 元, 目前对应的动态市盈率分别为 21 倍和 17 倍。根据我们对公司未来 2—3 年的发展预期, 我们认为公司 2010 年的合理动态市盈率应在 20—25 倍。目前公司 2010 年的估值有吸引力, 给予其“跑赢大市”的评级。

■ 数据预测与估值:

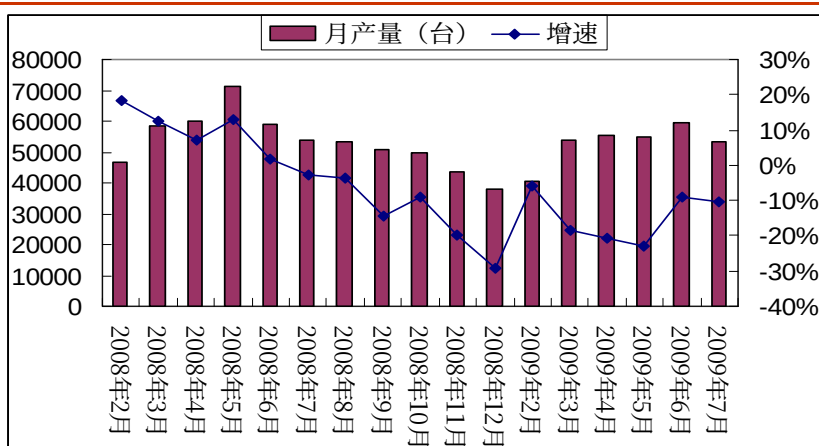
至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,563.11	1,600.00	2,080.00
年增长率 (%)	20.05%	2.36%	30.00%
归属于母公司的净利润	276.56	238.92	297.41
年增长率 (%)	10.18%	-13.61%	24.48%
每股收益 (元)	0.65	0.56	0.70
PER (X)	17.71	20.50	16.47

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、行业有所回暖，但力度有限

自年初以来，随着 4 万亿投资的大规模启动以及国内汽车制造业景气度的提高，国内各机床下游行业对机床的需求逐渐回暖，国内机床制造业从中受益，行业总体上缓慢回暖（图 1）。

图 1：08 年 2 月—09 年 7 月国内金切机床的月产量及其同比增速



数据来源：机经网、上海证券研究所

然而，虽然下游需求基本在逐步增长，但增速同比大大下滑，这给机床制造业的销售带来了困难，行业总体上呈现产能阶段性过剩的局面。需注意的是，这种过剩主要是低端产品产能的过剩，大型、重型、高精度、数控化的产品的需求依然旺盛。这就迫使行业内企业调整产品结构以适应市场。

二、公司目前的订单并未大增；库存仍需消化

由于下游需求不温不火，公司近几个月的接单状况也不温不火，订单同比并未大幅增长。由于今年上半年公司的销售收入同比下降了 18%，三季度接单状况也较一般，因此预计公司今年的收入很难超出 08 年的水平（即使第四季度订单增加，根据 5—8 个月的生产周期，也只能到明年上半年交货并确认收入）。

我们调研中发现，公司车间旁的广场上仍堆满了各类包装好的成品机床。据了解，这些库存中有部分是下游用户推迟提货而滞留的，而何时提货则取决于客户的经营状况。我们认为，公司的库存消化速度最终取决于国内外宏观经济的复苏速度。

三、公司调产品结构迈出大步伐

公司成立于民国时期，已有 70 年，是国内机床行业的“十八罗汉”之一，主营卧式铣镗床，是国内卧式铣镗床的核心生产企业，卧式铣镗床的国内市场占有率达到 30%。

20 世纪 90 年代末，公司开始开发新产品——落地式铣镗床。与卧式铣镗床相比，落地式铣镗床属大型高端产品。由于落地式铣镗床国内市场需求空间较大，公司的该产品推出后发展迅猛，国内市场占有率从 0 逐步提高到了 30% 左右，该新产品收入占公司主营收入的比重也从 0 提高到了 61%。

在 2006 年前后，公司审时度势，开始开发重型落地式铣镗床，目前首台产品已交付用户。

受金融危机影响，近一年来，国内外市场对普通机床的需求大幅萎缩，而对大型、重型高端机床的需求力度则不减。为此，公司加快了向高端转移的步伐，公司已开始研制龙门铣镗床，并在离现有生产基地 40—50 公里的昆明郊县购地 600 亩左右，用于大型、重型高端产品零部件的生产和整机装配。该新基地将根据市场复苏进度分期建设，目前已开始前期的土地平整。根据建设周期，我们预计该新基地将从 2011 年开始产生收入。

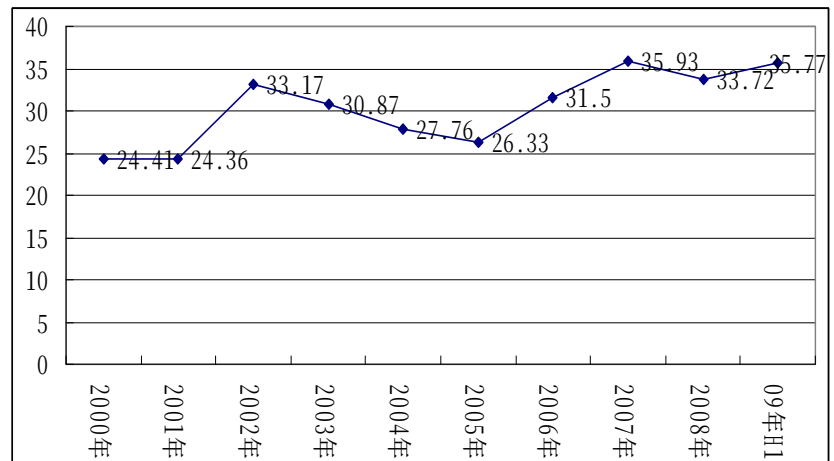
虽然公司在努力向机床的高端领域进军，但未来 1—2 年内是否会放弃普通卧式铣镗床的生产目前尚无计划。

在 2011 年前，公司的收入增长将主要取决于现有生产能力下已有新老产品的销售增长；在 2011 年以后，公司收入的增长将主要依靠高端产品产销的增长。

四、平均毛利率水平有望继续提升

09 年上半年，公司的平均毛利率水平为 35.77%，同比提高了 0.6 个百分点，主要原因是公司产品结构调整，高端产品比重提高，以及钢材等成本的下降。近年来，随着公司高端产品收入比重的提升，公司总体毛利率水平也有所提高（图 2）。随着高端产品比重的提高，原材料等生产成本占收入的比重将下降，原材料价格的波动对毛利率的影线将逐渐减弱。未来几年，随着公司产品进一步向高端转移，我们预计公司的平均毛利率水平将进一步提升。

图 2：2000—2009 年上半年公司总体毛利率水平（%）



数据来源：公司报表、上海证券研究所

五、沈机集团目前尚无整合计划

沈机集团目前控股沈阳机床，且是公司的第二大股东。沈机集团对公司经营具有较大的影响力。公司与沈阳机床在部分产品领域直接竞争。但据我们了解，沈机集团目前并无整合计划。

六、子公司将继续剥离整合

公司有多家控股子公司或参股公司，部分下属公司与母公司的业务相同或相近，部分则不同。08 年，公司转让了其中的“思源智能电器”公司的股权，今年年底前后将转让“昆机自动机器”公司的股权。其它公司的处置也将视经营状况而定。

七、盈利预测与投资评级

根据公司的经营状况和经营计划，我们预计 09、10 年公司能分别实现营业收入 16 亿元和 20 亿元（表 1），分别实现 EPS 0.56 元和 0.70 元，目前对应的动态市盈率分别为 21 倍和 17 倍。根据我们对公司未来 2—3 年的发展预期，我们认为公司 2010 年的合理动态市盈率应在 20—25 倍。目前公司 2010 年的估值有吸引力，给予其“跑赢大市”的评级。

表 1：公司 09-10 年盈利预测，单位：百万元人民币

年份	2008A	2009E	2010E
营业收入	1563.11	1600.00	2080.00
营业成本	1036.09	1027.69	1336.00
营业税金及附加	1.30	0.94	1.22
销售费用	69.69	80.04	104.05
管理费用	155.59	193.92	252.09
财务费用	2.02	9.59	12.47
资产减值损失	21.44	35.08	45.60
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资收益	15.05	12.00	0.20
营业利润	292.02	264.74	328.77
营业外收入	31.21	50.00	0.00
营业外支出	4.31	9.00	0.00
利润总额	318.92	264.74	328.77
所得税	37.80	25.25	31.35
净利润	281.12	239.50	297.41
少数股东损益	4.56	0.58	0.72
归属母公司所有者净利润	276.56	238.92	297.41
总股本（百万股）	424.86	424.86	424.86
EPS（元）	0.65	0.56	0.70

数据来源：公司报表，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 平敬伟

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。