

昆明机床(600806)调研简报

行业复苏缓慢, 公司订单难言回暖

中性

首次评级

工业/通用机械

2009 年 11 月 11 日

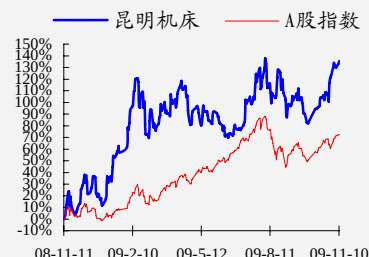
投资要点:

- 09 年 1—9 月份, 公司实现营业收入 10.29 亿元, 同比下降 15.17%; 实现净利润 1.89 亿元, 同比下降 10.11%; 与 09 年中报相比, 公司营业收入、净利润下滑幅度双双收窄。但是, 公司表示部分收入和利润的增加是由去年部分产品推迟交货, 收入近期确认导致的。同时, 公司表示手中订单情况并未有改善迹象, 加之从接到订单到最终交货要有半年至 1 年的交付期, 增长难以为继。
- 从公司现有库存看, 仍然有较高存量的落地铣床和卧式铣床, 除工程机械、风电领域订单明确外, 公司仍然需要一段时间来消化现有库存。部分下游客户推迟交付仍然存在一定隐患。
- 公司正在调整产品结构, 主流产品为 130mm~260mm 的落地镗铣床, 市场竞争较为激烈, 由于公司生产该产品较长, 具有较高的装备经验, 产品将主要大型化、重型化为方向, 提高产品的附加值。卧式镗铣床将逐步以成熟化、模块化、精品化为方向, 逐步退出低端竞争, 渐入高端市场。
- 根据公司的经营状况和经营计划, 预计公司未来 3 年实现的营业收入为 14.38 亿元、16.53 亿元和 20.67 亿元, 对应的 EPS 为 0.6 元、0.702 元和 0.799 元。短期之内公司业绩难于突破向上, 加之存在的上述风险, 给予公司“中性”评级, 长期投资者可在股价回调后适当介入。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2008	156,311	20.02	27,656	13.83	0.65		21.3	
2009E	143,806	-8.00	25,506	-7.78	0.60		23.1	
2010E	165,377	15.00	29,820	16.92	0.70		19.8	
2011E	206,721	25.00	33,959	13.88	0.80		17.3	

走势图



市场数据

2009/11/10

收盘价:	13.86 元
52 周最高价:	14.66 元
52 周最低价:	5.66 元
平均持仓成本:	12.68 元

基本数据

2009Q3

总股本 (万股):	42,486
流通 A 股 (万股):	31,215
每股收益 (元):	0.45
每股净资产 (元):	2.80
每股经营现金流 (元):	0.20
市净率:	4.95

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 3203

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

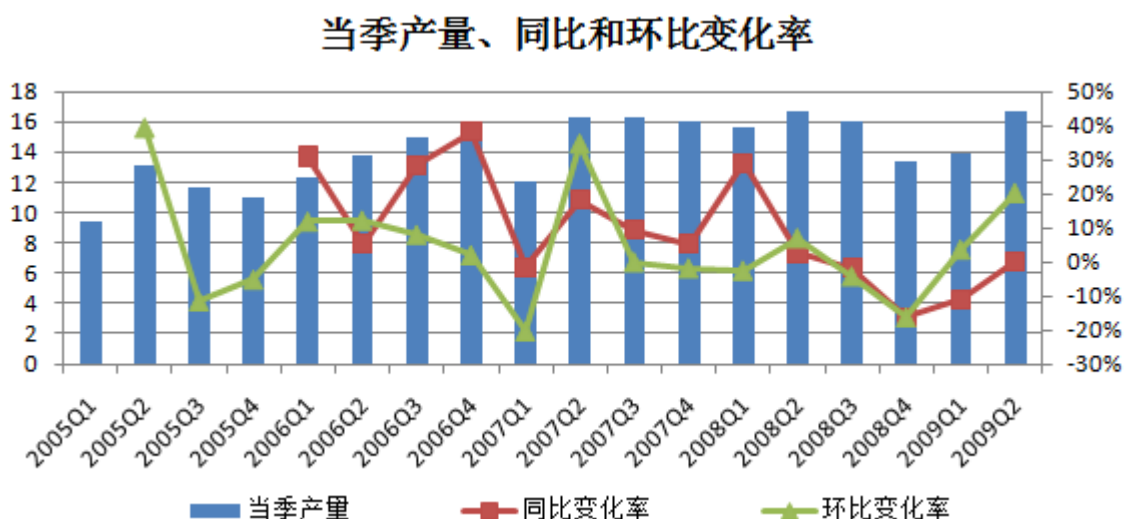
地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

1. 行业探底却难言回暖

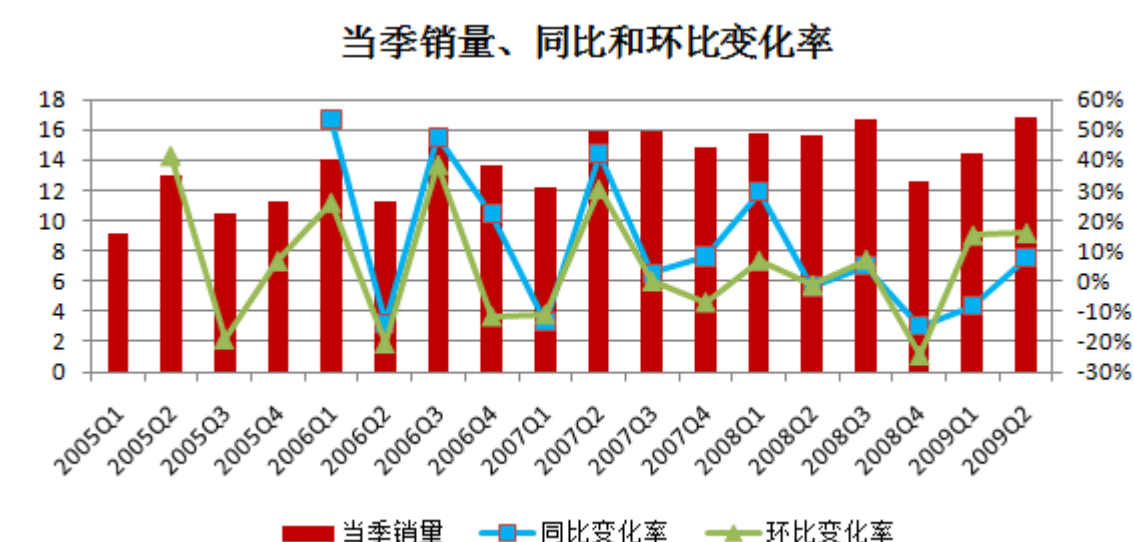
机床制造属于母机制造行业，购买机床则多属于资本性支出，其每年的销售存量中多为制造型企业的正常技改项目需求，而市场的增量中一般是由于下游的新增产能而导致市场需求增加引起的。

图表 1. 金属切削机床产量及其变化率



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图表 2. 金属切削机床销量及其变化率



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

机床制造业整体看从 2005 年开始进入一个平稳增长期，但是增幅逐渐下滑；由于每年 1 季度的两节，行业和公司都在 1 季度的产量都会是全年的低点，而后每个季度随着市场的订单变化呈现一定的变化，从环比数据看，变动幅度不大。从销售数量看，基本和产量呈现一定的同步性，行业处于一定的供销平衡的局面。

从 2008 年三季度数据看，产量限于销量下降到 16 万台的水平，四季度的销售情况严重萎缩，同比和环比都出现了较大的降幅。由于受到“4 万亿”投资的拉动，很多技改项目提前上马，导致 2009 年的上半年两个季度的产销都出现一定的增长，但是在一定程度上是存量的提前消化，属于政策“推动型”，而非有新的增量，行业的增长难言持续。

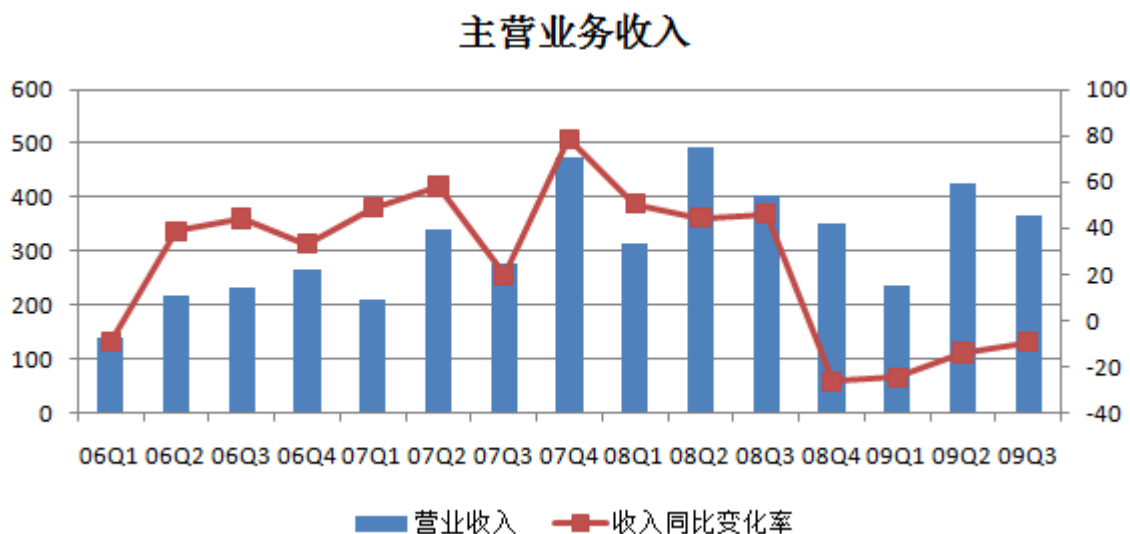
与此同时，下游的出工程机械外，船舶、军工、模具、化工机械、矿山机械等均为出现明显转暖迹象，所以下游需求仍不明朗。虽然我国机床的总量增加，但是从产品结构看，仍然处于低端机床多家竞争、高端产品依赖进口的局面。机床的发展趋势是大型化、数控化、模块化和集成化，国内厂家只有不断提升产品质量才能更快的发展，进而加速全国的装备制造业的产业升级。

目前，国内的中型镗铣床和加工中心仍然以进口为主，虽然国内需求量仍然较大，但是，国内产品多难以达到指标而被迫放弃此项市场。高端机床作为装备制造业的基础，其升级问题已然提升到国家战略层面，对于装备制造业的发展，国家不断通过产业政策加以扶持。

2. 三季度增长难以为继

09 年 1—9 月份，公司实现营业收入 10.29 亿元，同比下降 15.17%；实现净利润 1.89 亿元，同比下降 10.11%；与 09 年中报相比，公司营业收入、净利润下滑幅度双双收窄。但是，公司表示部分收入和利润的增加是由去年部分产品推迟交货，收入近期确认导致的。同时，公司表示手中订单情况并未有改善迹象，加之从接到订单到最终交货要有半年至 1 年的交付期，所以这种增长是难以为继的。

图表 3. 主营业务收入情况



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

从公司现有库存看，仍然有较高存量的落地铣床和卧式铣床，除工程机械、风电领域订单明确外，公司仍然需要一段时间来消化现有库存。部分下游客户推迟交付仍然存在一定隐患，下游公司能否复苏而交付全部货款取决于其自身经营情况和行业复苏情况。母机生产和需求往往又落后于经济复苏的过程，所以公司短期内交付和新增订单情况仍将保持低迷状况。

3. 产品调整静观市场

公司目前主要产品为落地镗床和卧式镗铣床，其中落地镗床国内主要竞争对手包括齐齐哈尔二机床（集团）有限责任公司、武汉重型机床集团有限公司等国有大型机床企业集团，公司排名第二，市场占有率接近 1/3；卧式镗铣床主要竞争对手为汉川机床集团有限公司等国内大型企业，市场占有率 30% 左右。

公司目前主流产品为 130mm~260mm 的落地镗铣床，市场竞争较为激烈，由于公司生产该产品较长，具有较高的装备经验，产品将主要大型化、重型化为方向，提高产品的附加值。卧式镗铣床将逐步以成熟化、模块化、精品化为方向，逐步退出低端竞争，渐入高端市场。

公司正在尝试生产 320mm 主轴的龙门镗床，作为目前最大型的镗床，也标志着公司的生产技能进入更高的层面。龙门镗床公司预计明年将会出现一定的好转，价格和毛利将仍处在高位水平，但是整个市场规模有限，公司将小量进入该市场。

公司现有订单多为工程机械和风电设备加工制造企业的订单，下游船舶、模具、钢铁、化工机械、矿山机械等行业仍然处于低迷状态。从市场看，公司将大力开发“大飞机”、核电、铁路等领域，通过新型市场的拓展来提升销量；同时，上述三大行业不仅受到国家政策的扶持和政府不断投资的支持，而且也正处在快速成长期，其对机床的要求也处于高端市场，这也与公司未来的高端化、精品化的定位匹配，公司在未来 2-3 年内，此项市场的开发程度也决定了公司成长性。

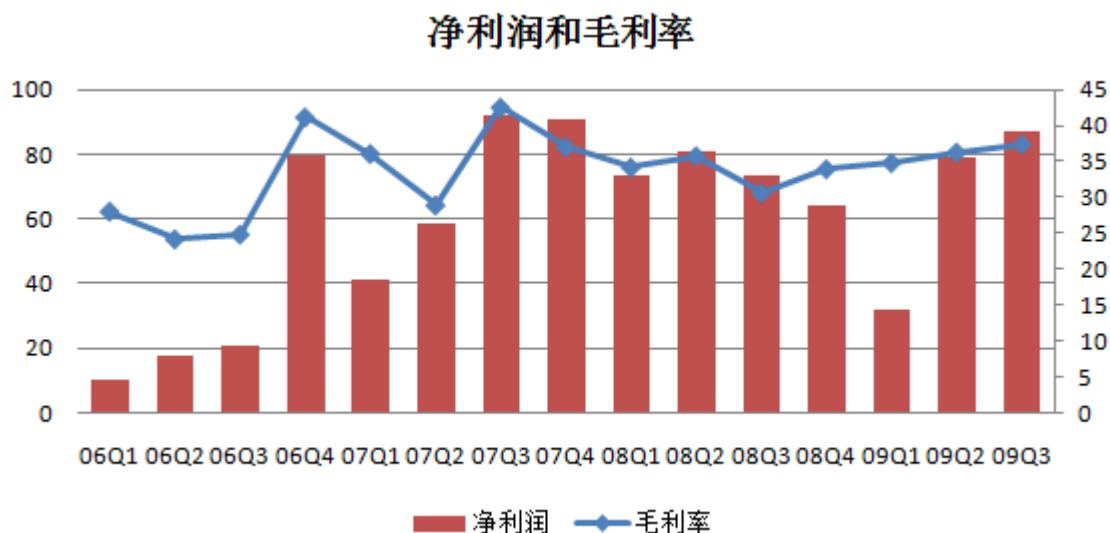
公司现已购得 600 亩的土地，用于大型、重型高端产品零部件的生产和整机的装配。例如：320mm 主轴的龙门镗床需要 22 米的起吊高度，200 吨的起重重量，其原有厂房无法满足上述要求，未来厂房将按照未来市场需求分期建设。预计将于 2011 年一期投入使用。

4. 盈利增长难见起色

公司的 1 季度的净利润为从 06 年 4 季度开始的低点，2、3 季度虽然恢复较快，但是从盈利结构看，其实是 08 年 4 季度和部分 1 季度的利润向 2、3 季度转移的结果。如果消除掉此项影响，实际 3 季度的净利润基本上相当于 07 年 2 季度的水平，随着这部分利润的消化，4 季度的利润将逐步回落，全年利润将回到 07 年的水平，

很难回复到 08 年的水平。公司的毛利水平略有回升，主要是由于产品结构的调整引起的，但是这种回升的幅度有限，预计未来一段时间内见维持在这个水平上，钢铁价格的波动有可能引起产品毛利水平的回落。

图表 4. 净利润和毛利率



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

根据《关于数控机床产品增值税先征后退政策的通知》（财税[2006]149 号），自 2006 年 1 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日，对列入本通知附件的数控机床企业生产销售的数控机床产品实行先按规定征收增值税，后按实际缴纳增值税额退还 50% 的办法。2009 年，行业内企业正在向财政部和工信部申请，期望能够延续该政策来扶持国内装备制造业，当从目前看，此项政策能否延续还存在较大的不确定性；若政策取消，将公司的盈利能力产生极为不良的影响。

公司将逐步剥离非盈利资产和业务相关系较小的资产。公司在 2008 年转让了“思源智能电器”公司的股权，今年年底将转让“昆机自动机器”公司的股权，未来将视其他公司经营情况。

5. 风险与估值

短期看，公司的股价还是存在一定的风险：

- 1) 公司目前小非解禁当尚未完全抛售，短期内对于股价上涨存在一定的抛售压力；
- 2) 年底财税政策将取消对于增值税的返还；
- 3) 原材料的价格发生变动；
- 4) 下游机构无法按期结款，形成一定的坏账，或延期交付影响当期收益；

5) 港股价格持续走低，抑制 A 股市场价格上扬。

根据公司的经营状况和经营计划，预计公司未来 3 年实现的营业收入为 14.38 亿元、16.53 亿元和 20.67 亿元，对应的 EPS 为 0.6 元、0.702 元和 0.799 元。短期之内公司业绩难于突破向上，加之存在的上述风险，给予公司“中性”评级，长期投资者可在股价回调后适当介入。

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	852.04	1302.39	1563.11	1438.06	1653.77	2067.21
增长率(%)	26.67%	52.86%	20.02%	-8.00%	15.00%	25.00%
归属母公司股东净利润	98.06	242.96	276.56	255.06	298.20	339.59
增长率(%)	435.22%	147.77%	13.83%	-7.78%	16.92%	13.88%
每股收益(EPS)	0.231	0.572	0.651	0.600	0.702	0.799
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.270	0.083	0.097	0.111
销售毛利率	31.50%	35.93%	33.72%	35.00%	35.00%	33.00%
销售净利率	12.62%	19.31%	17.98%	18.03%	18.33%	16.70%
净资产收益率(ROE)	15.41%	27.63%	26.56%	20.23%	19.64%	18.76%
投入资本回报率(ROIC)	22.04%	43.27%	45.28%	29.16%	47.35%	41.32%
市盈率(P/E)	58.67	23.68	20.80	22.55	19.29	16.94
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.020	0.006	0.007	0.008

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209