

昆明机床

600806

增持/ 首次评级

股 价	2009/12/17
RMB14.50	

基础数据

总股本（百万股）	425
流通 A 股（百万股）	159
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	2335

财务数据

市净率 (X)	5.26
TRADING P/E (X)*	24.52
EPS (元)	0.45
股息率 (%)	0.64

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 吴凯
 +755-82080067
 wukaiys@lhqz.com

优化产品结构，确保未来发展

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1563.1	1028.6	1438.9	1630.8	1815.6
(+/-%)	20.0	-15.2	-7.9	13.3	11.3
归属母公司净利润(百万元)	276.6	189.5	257.9	309.9	359.1
(+/-%)	13.8	-10.1	-6.8	20.2	15.9
EPS(元)	0.65	0.45	0.61	0.73	0.85
P/E(倍)	22.6	33.0	24.3	20.2	17.4

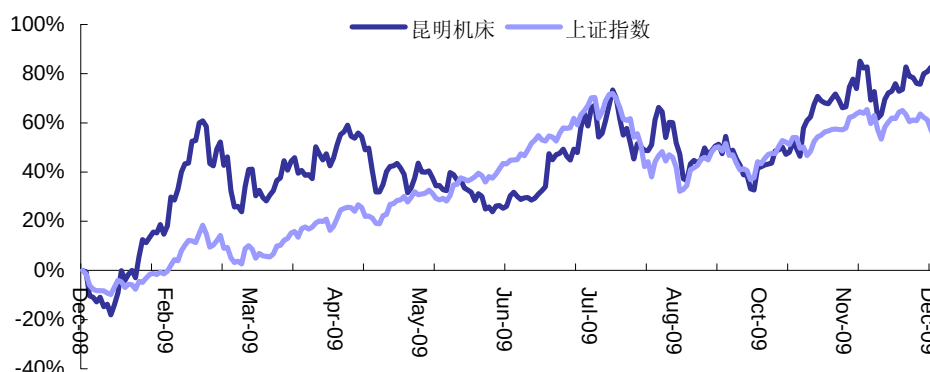
■ 结构调整将成为 2010 年经济工作的重点之一，高档数控机床作为提升装备制造业竞争力、为产业结构调整提供技术支持的基础性产品，有望取得快速发展：一是结构调整将加大对先进设备的需求，轨道交通、航空制造、汽车等先进制造业将成为需求的主要来源；二是行业重型化、高端化的趋势使得技术壁垒不断提高，从而为行业中的龙头提供了较大的发展空间，三是有望继续获得相关政策支持。

■ 公司产品结构优化取得阶段性成果。更加高效、精密的落地式铣镗床正逐步取代卧式铣镗床，成为公司最主要的利润来源。2003 年公司卧式和落地式铣镗床占公司机床收入的比例分别为 61.4%、16.6%，而到 2009 年上半年，这一比例已经逆转为 25.2%、70.7%。

■ 在新产品开拓方面，公司也取得了较大的进展。今年 4、5 月份，公司相继推出了全新的 TK6926 数控落地式铣镗和数控定梁龙门铣 XK2425。我们认为，未来重型落地铣镗床和龙门铣占公司收入的比例将不断增加，公司产品结构将进一步优化，同时公司产品毛利也将受益于这一进程。

■ 盈利预测与估值。我们预测，未来三年公司的营业收入分别为 14.4、16.3 和 18.2 亿元，增长率分别为-7.9%、13.3%和 11.3%，对应 EPS 分别为 0.61、0.73 和 0.85 元。绝对估值和相对估值显示，公司核心价值为 17.34 元，合理价值区间为 16.79~18.28 元，首次“增持”评级。

最近 52 周股价表现



目 录

不断优化产品结构.....	3
高档机床面临重要发展机遇	4
结构调整助推行业发展	4
技术升级加速进口替代	5
先进制造业支撑需求	6
汽车、轨道交通行业	6
航空制造业	8
船舶业	9
盈利预测与估值	10
营业收入	10
毛利变化	11
估值	13
风险提示	13

不断优化产品结构

同卧式铣镗床相比，落地式铣镗床更加高效、精密，适合加工大型、超大型零件，符合机床行业重型、高速、精密和复合化的发展趋势，因此，落地式铣镗床正逐步取代卧式铣镗床，成为公司最主要的利润来源。2003 年公司卧式和落地式铣镗床占公司机床收入的比例分别为 61.4%、16.6%，而到 2009 年上半年，这一比例已经逆转 25.2%、70.7%。

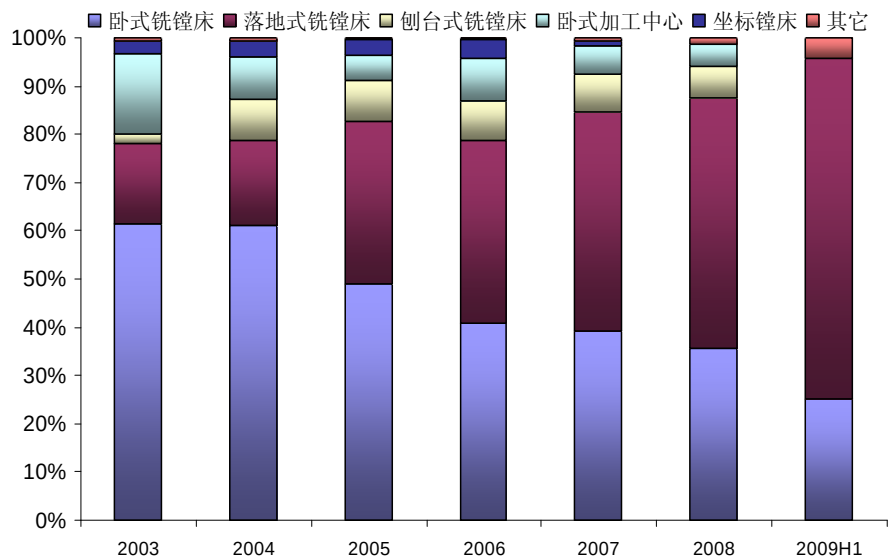
表 1、卧式、落地式铣镗床比较

	结构特点	工艺特点
卧式铣镗床	采用双立柱的热对称结构，具有刚性、平衡性、散热性好等特点，但不便于维护保养	主要适用于各种机械零件，尤其是机械传动箱体及各种曲面零件的加工
落地式铣镗床	采用滑枕式结构，具有截面大、刚性好、行程长、应动速度快，便于安装各种功能附件等特点	主要适用于各种大型、超大型零件加工

数据来源：联合证券研究所

图 1、公司机床产品结构变化

%



数据来源：公司公告，联合证券研究所

在开拓新产品方面，公司也取得了较大的进展。2009 年 4 月份，公司成功推出了全新 TK6926 数控落地式铣镗床并交付用户，这将进一步增强公司在落地式铣镗床领域的实力。

五月份成功推出了数控定梁龙门铣 XK2425，并开始接受订单，为公司进一步开拓龙门铣镗床奠定了良好的基础。该机床适用于带有复杂形状和较高精度要求的大型机座类零件和大型箱体类零件加工，特别适用于国防、航空航天、发电设备、能源交通、模具制造等行业的关键精密零件加工。其能够在一次装夹中完成对一个零件的五个不同表面进行钻孔、镗孔、切沟槽、平面及曲面的铣削加工。

我们认为，公司以 TK6926 为代表的重型落地式铣镗床和以 XK2425 为代表的龙门铣，将受益于我国产业结构调整的不断深入，以及汽车、船舶配套、航空制造等产业的快速发展。随着公司产品的高端化，产品结构将得到进一步优化，公司也将进入全新的发展阶段。

高档机床面临重要发展机遇

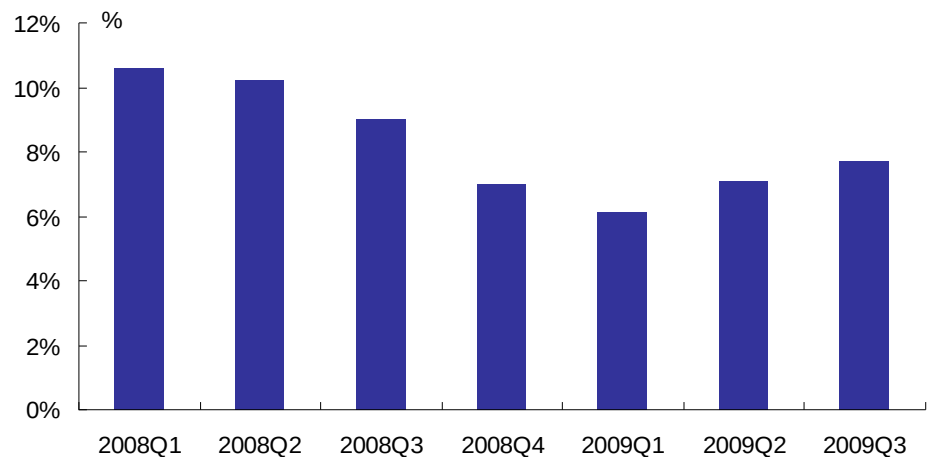
结构调整助推行业发展

随着我国经济的企稳回升，在保增长中更加注重推进产业结构的调整，将成为未来经济发展的重点工作之一。我们认为，随着我国产业结构调整的不断深入，作为工业母机的机床，特别是高档数控机床将获得巨大的发展机遇。

产业结构的调整，一方面将加大对先进机床设备的需求；另一方面，机床行业重型、高速、精密、复合化发展的趋势又使得行业技术壁垒不断提高，从而为行业中的龙头企业提供了较大的发展空间。此外，国家在相关政策上，仍有望给予重大技术装备领域进一步的支持。

图 2、我国 GDP 增长情况

%



数据来源：国家统计局，联合证券研究所

表 2、机床行业相关政策

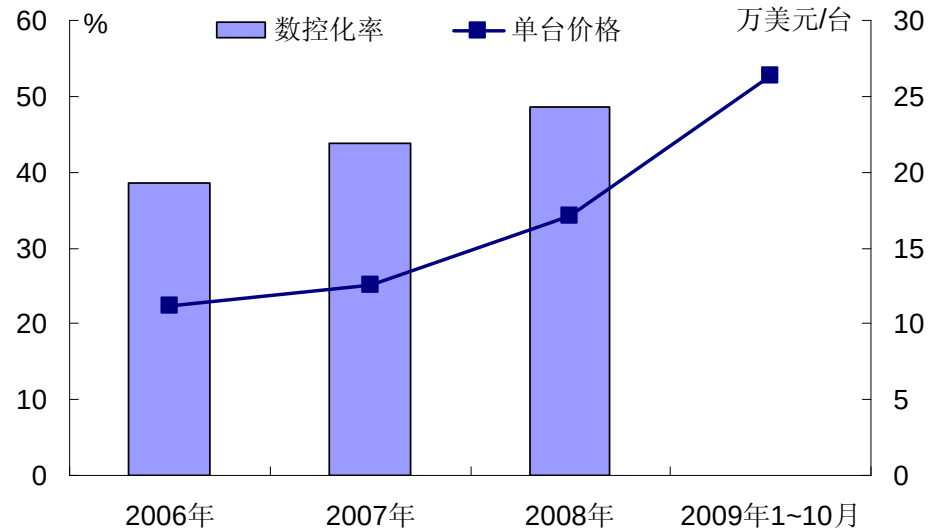
相关政策	主要内容
数控机床发展专项	2010 年，国产数控机床将占国内市场需求的 50%以上；而功能部件配套产品的自给率达 60%；有自主知识产权的数控系统占数控机床总产量的 75%。
《国务院关于加强振兴装备制造业的若干意见》	将发展大型、精密、高速数控装备和数控系统及功能部件，改变大型、高精度数控机床大部分依赖进口的现状，满足机械、航空航天等工业发展的需求作为重要突破点之一。
《国家中长期科学和技术发展规划纲要》	基本实现高档数控机床、工作母机、重大成套设备、关键材料和关键零部件的自主设计和制造。
十一五规划	提高高档数控机床等重大技术装备国产化水平

数据来源：国务院，联合证券研究所

技术升级加速进口替代

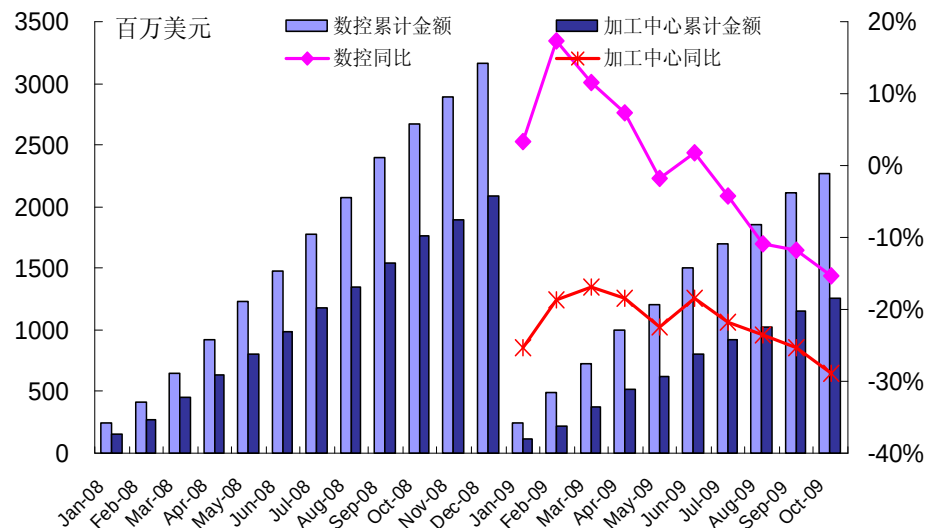
2006 年我国进口数控机床单台价格为 11.2 万美元，机床行业数控化率为 38.5%，而到 2008 年，机床行业数控化率已经达到 48.6%，今年前 10 个月，进口数控机床单台价格也攀升至 26.3 万美元。以上数据表明国产机床产品的整体水平在不断提升。

图 3、我国进口数控机床单台均格及机床行业数控化率 万美元，%



数据来源：CEIC，联合证券研究所

图 4、我国高档机床进口情况 百万美元，%



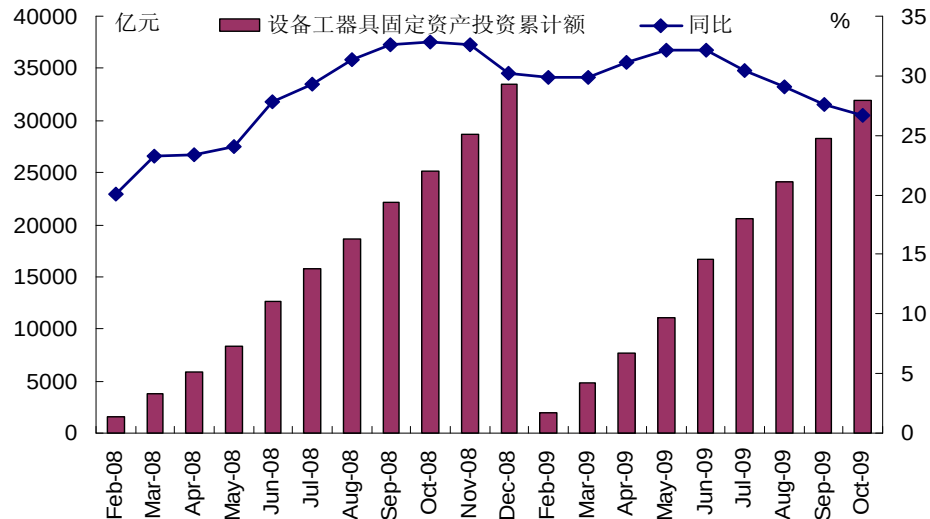
数据来源：CEIC，联合证券研究所

今年 1~10 月份，我国金属加工机床累计进口额 48.5 亿美元，同比降低 24.1%，其中加工中心累计进口额为 12.5 亿美元，同比降低 28.8%，数控机床累计进口额为 22.6 亿美元，同比降低 15.2%。

从今年我国工器具固定资产投资情况分析，虽然同比增速有所降低，但仍处

于 25%以上，因此加工中心和数控机床进口呈现双降局面并非需求不振，而是随着表明国产机床技术含量的提升，机床行业正逐渐步入进口替代的阶段。

图 5、我国设备工器具固定资产投资累计金额 %，亿元

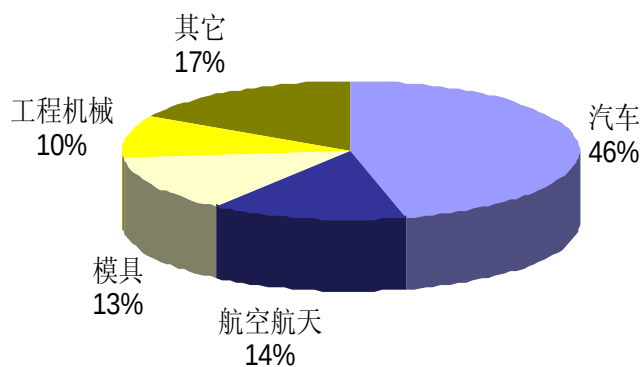


数据来源：Wind，联合证券研究所

先进制造业支撑需求

机床广泛应用于制造业的各个领域，但我们认为，随着我国装备制造业的产业升级、结构调整，汽车、高铁、船舶制造、航空制造等先进制造业将成为高档机床需求的主要来源。

图 6、机床下游需求分布 %



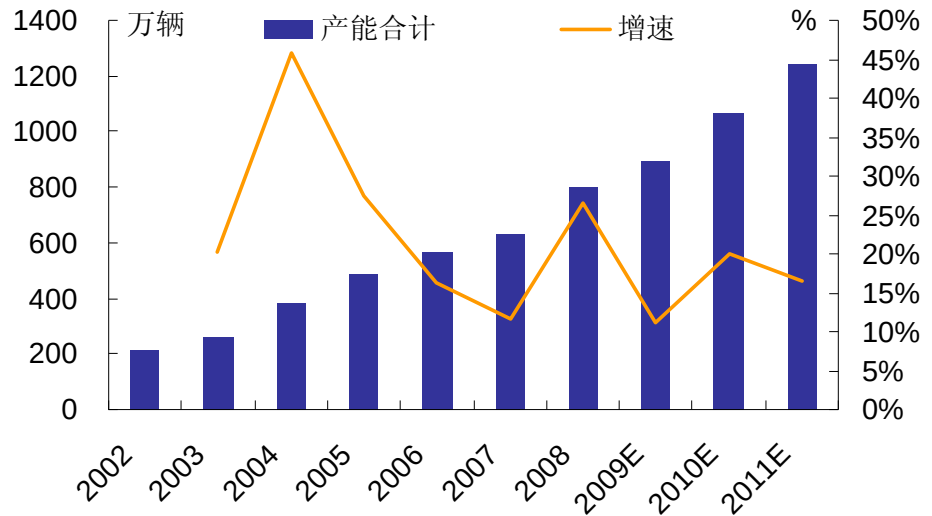
数据来源：机经网，联合证券研究所

汽车、轨道交通行业

09 年以来，我国汽车行业进入了快速发展阶段，根据联合证券研究所汽车研究小组的预测，明后两年我国汽车行业仍将处于快速发展阶段，产能增长率将在 16~20% 之间。

图 7、我国汽车行业产能统计

万辆, %



数据来源：联合证券研究所

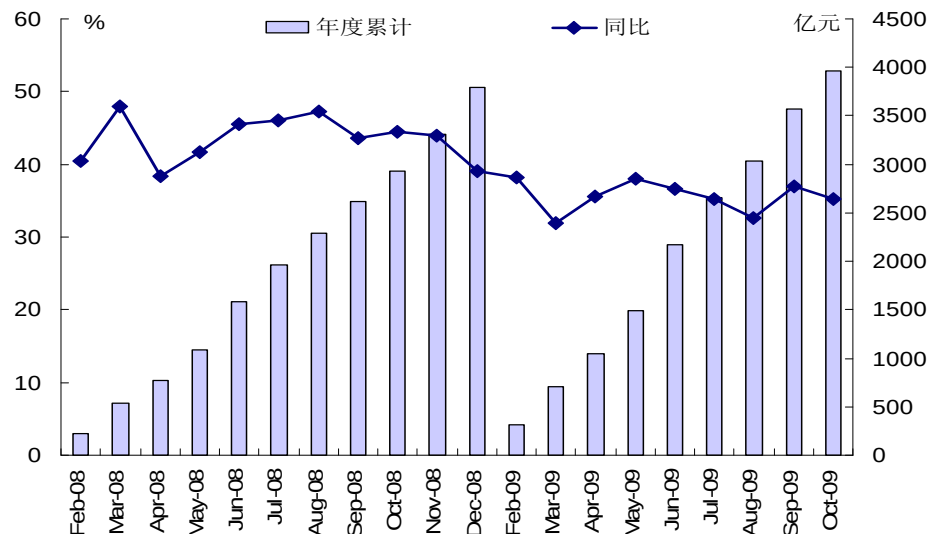
高速铁路正在成为我们国家客运交通体系的骨干。根据我国铁道部规划，到 2012 年我国将新建时速两百公里及以上高速铁路约 1 万公里。在此背景下，铁路机车车辆的购置也进入了快速发展阶段，“十一五”规划中，国家铁路机车车辆购置和改造总额为 2500 亿元，但 2008 年底，铁道部表示，未来四年计划安排机车购置资金约 5000 亿元，其中 2009 年和 2010 年约 3000 亿元。

在城市轨道方面，目前全国已经有 19 个城市的轨道交通网规划得到国家批准，到 2015 年前后计划建设轨道交通线路总长约 2100 公里，总投资超过 8000 亿元。另据统计，到 2010 年，中国规划建设地铁和城市轻轨线路达 55 条，总长度约 1500 公里，投资预算 5000 亿元，需配属车辆将超过 6000 量。

我们认为，上述两个行业的快速发展，将带动相关固定资产投资的增加，也将为高档数控机床提供广阔的市场空间。

图 8、交通运输设备制造业固定资产投资

亿元, %



数据来源：Wind，联合证券研究所

航空制造业

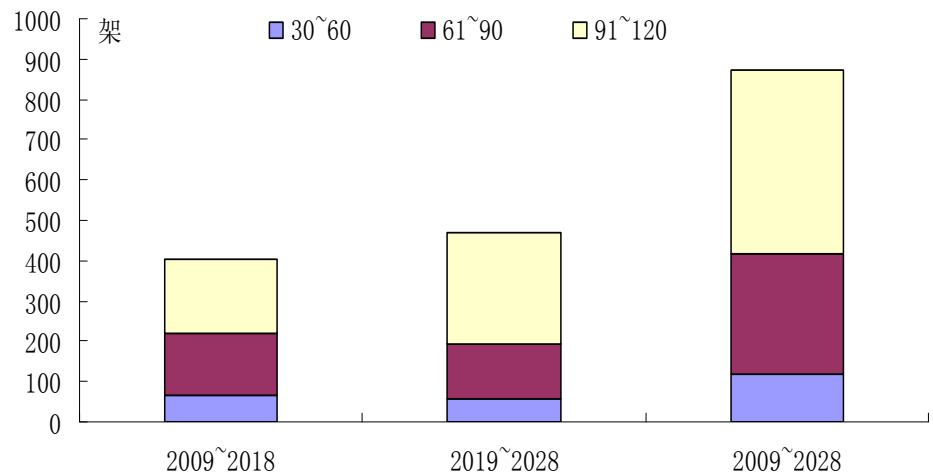
航空制造业属于高附加值的产业，也是国家重点扶持的新兴产业。制造大飞机是国家意志，按规划，2014 年国产大飞机将飞上蓝天。支线飞机方面，目前我国已具有一定的优势，已形成具有国际竞争力的 MA60 系列和 ARJ21 系列飞机。

需求方面，随着我国航空公司对各航线所需机型配置的进一步合理化，未来几年，国内支线航空市场将进入快速的发展阶段。根据巴西航空公司预测，到 2028 年末，我国 30~120 座级的支线客机将新增需求 875 架。

截止到目前，MA60 累计订单已经超过 160 架，明年交付量有望持续提升，而 ARJ21 累计订单已达 240 架，且有望在明年年底交付客户使用。

图 9、我国支线客机需求量预测

架

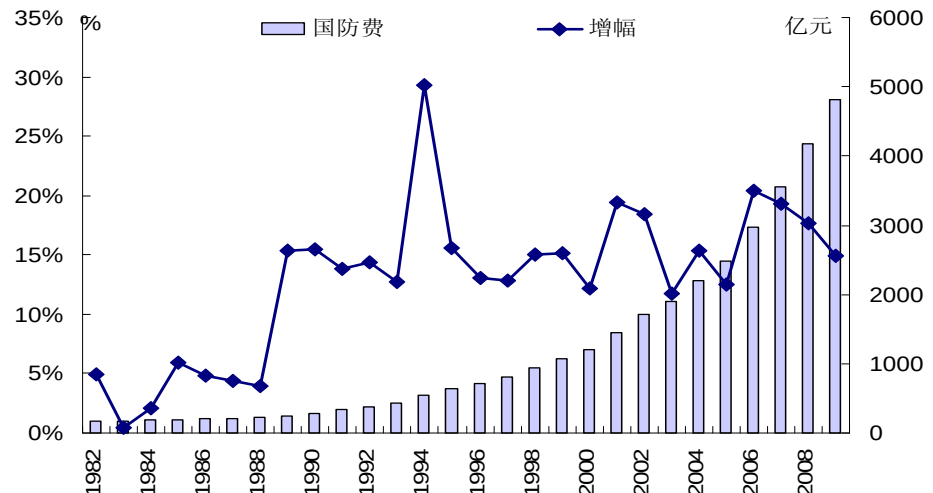


数据来源：《巴西航空公司对中国支线航空市场的预测 2009~2028》，联合证券研究所

而在军品方面，根据《2008 国防白皮书》介绍，新世纪我国空军的战略将由“国土防空型”向“空天一体、攻防兼备”转变，届时已完全国产化的歼-10 及歼-11B 等先进战机也将批量装备我军。

图 10、中国国防费及其增长率

亿元，%



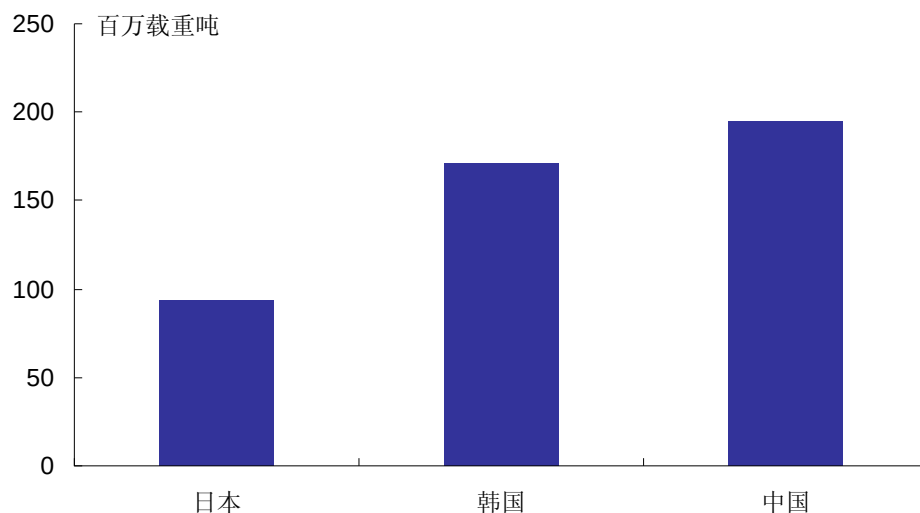
数据来源：2008 国防白皮书，联合证券研究所

船舶业

中国正在崛起成为新的世界造船中心，虽然从目前全球造船业新签订单情况看，仍难言快速恢复，但截至 09 年 10 月末，几个主要造船国家 2011 年生产任务大部分已经排满，部分已经排至 2012 年。

图 11、主要造船企业手订单

百万载重吨



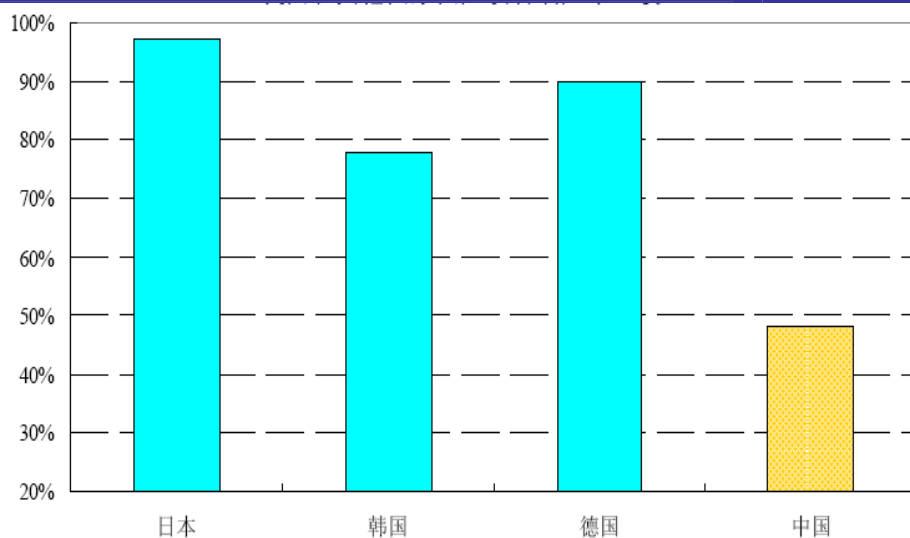
数据来源：克拉克松研究公司，联合证券研究所

此外，虽然中国已成为全球新的造船中心，但国产设备装船率却远远低于世界先进水平。根据克拉克松研究公司的数据，与造船业发达国家 80%-90%甚至接近 100%的国产设备装船率相比，我国目前的国产设备装船率平均不足 50%。

2007 年我国船舶装备业产值为 211 亿元，根据规划，到 2010 年将达到 500 亿元，显示我国的船舶配套设备制造能力和市场开拓具有很大的发展空间。

图 12、我国和其它国家国产设备装船率比较

%



数据来源：克拉克松研究公司，联合证券研究所

盈利预测与估值

营业收入

国内重点铣镗床企业主要有昆机、武重、齐二、济二和北一等几家，公司卧式铣镗床具有较强的竞争力。目前公司卧式铣镗床主打型号要有 TH6111、TH6113、TH6111C-2 等，产能大约为 1200 台/年，售价在 30~100 万之间。

齐二机床是落地式铣镗床的龙头企业，可提供镗轴直径在 $\phi 130\sim 260\text{mm}$ 的多种规格。昆机同类产品的镗轴直径在 $\phi 130\sim 220\text{mm}$ ，公司主打型号有 TK6916、TK6919、TK6920 等，产能大约为 90 台/年，单台售价在 500~1500 万之间。

北一、济二在龙门铣领域具有较大的优势，公司该产品正处于拓展阶段，目前已有在手订单，公司计划到 2011 年成为龙门铣的主要供应商。

表 3、铣镗床主要竞争格局

产品	竞争对手
卧式铣镗床	沈阳机床
落地式铣镗床	武重、齐二
龙门铣	北一、济二

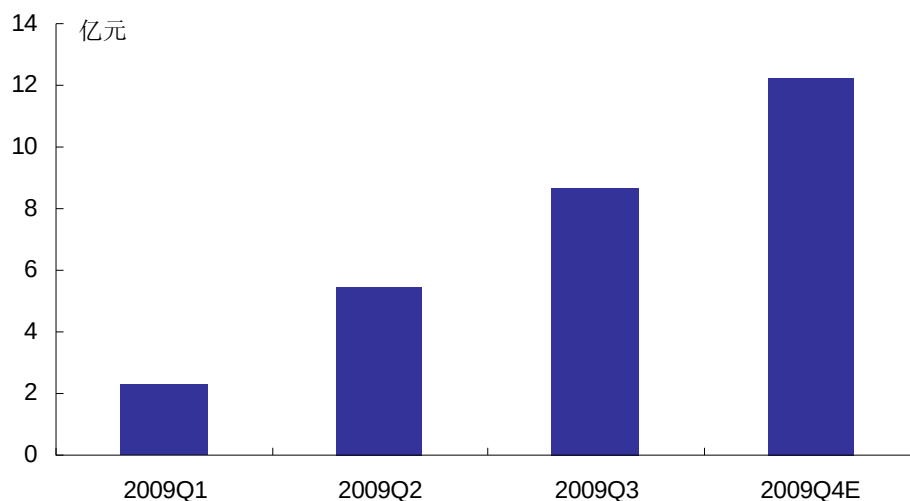
数据来源：公司公告，联合证券研究所

按照公司规划，落地式铣镗床和龙门铣将作为公司的主打产品，将是公司未来收入增长的主要来源。

从公司 2009 年新增订单来看，单季情况在不断的好转，到三季度公司新增订单已经达到 8.68 亿元，据公司介绍，一般每年二、四季度订单增长较快，如果按照四季度 10% 的增长速度，保守预测，到年底订单累积额有望超过 12 亿元。基于对公司落地镗和龙门铣前景的乐观预期，我们预测，公司 10~11 年机床类产品将分别实现 15.2%、13.3% 的增长。未来三年公司的营业收入分别为 14.4、16.3 和 18.2 亿元，增长率分别为 -7.9%、13.3% 和 11.3%。

图 13、2009 年公司机床产品累计订单

亿元



数据来源：公司公告，联合证券研究所

表 4、公司营业收预测

百万元

		2008	2009E	2010E	2011E
机 床 产 品	卧式铣镗床	收入	444.7	333.6	360.2
		增长率	16.4%	-25.0%	8.0%
	落地式铣镗床	收入	645.8	839.5	881.5
		增长率	45.7%	30.0%	5.0%
	其它	收入	136.4	0.0	110.0
		增长率			
机 床 产 品	机床产品小计	小计	1226.9	1173.1	1351.7
		增长率	26.5%	-4.4%	15.2%
非 机 床 产 品	高效节能压缩机	收入	202.8	172.4	181.0
		增长率	-13.2%	-15.0%	5.0%
	其它	收入	133.5	93.4	98.1
		增长率	34.9%	-30.0%	5.0%
	总收入	收入	1563.1	1438.9	1630.8
		增长率	20.0%	-7.9%	13.3%

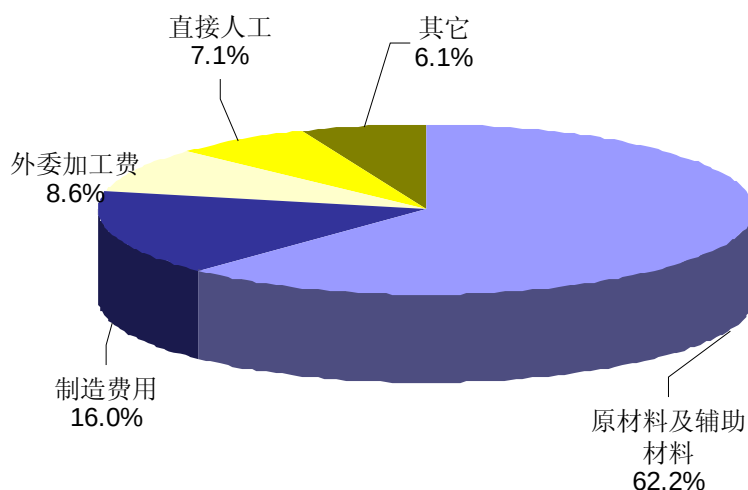
数据来源：联合证券研究所

毛利变化

原、辅材料是公司成本最主要构成部分，其中主要包括进口功能部件（数控系统、主轴丝杠等）、铸造用钢及其它三部分。由于日本、德国等数控系统供应商竞争较为激烈，而且公司也同这些供应商有着良好的合作关系，因此，进口功能部件并不对公司构成威胁。

图 14、公司机床产品成本构成

%

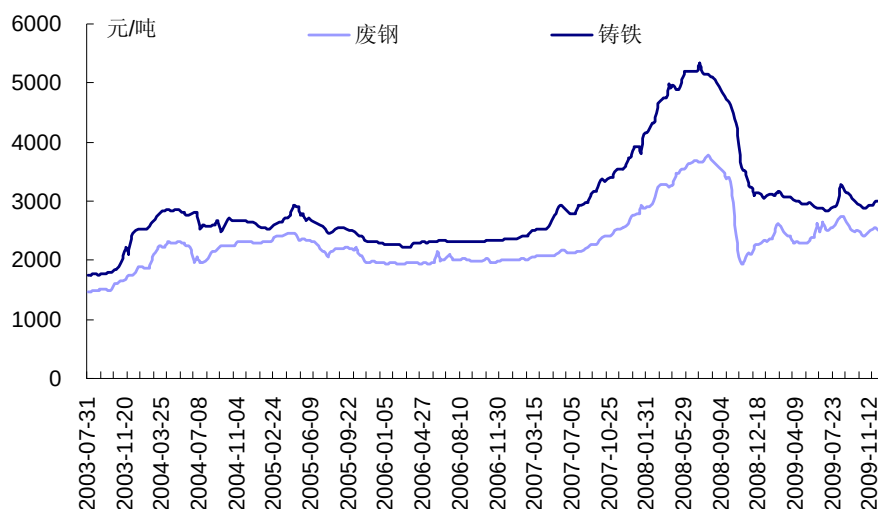


数据来源：公司公告，联合证券研究所

公司铸造用钢主要采购当地废钢作为原料，以公司售价 800 万的 TK6913 落地式铣镗床为例，每台使用铸铁约 60 吨，按照每吨铸铁 3000 元计算，原材料成本为 18 万元，如果铸铁每吨价格上涨 20%，则原材料成本增加 3.6 万元，公司产品毛利率降低约 0.45%，因此我们认为，原材料对公司毛利影响不大。

图 15、废钢、铸铁价格走势

元/吨

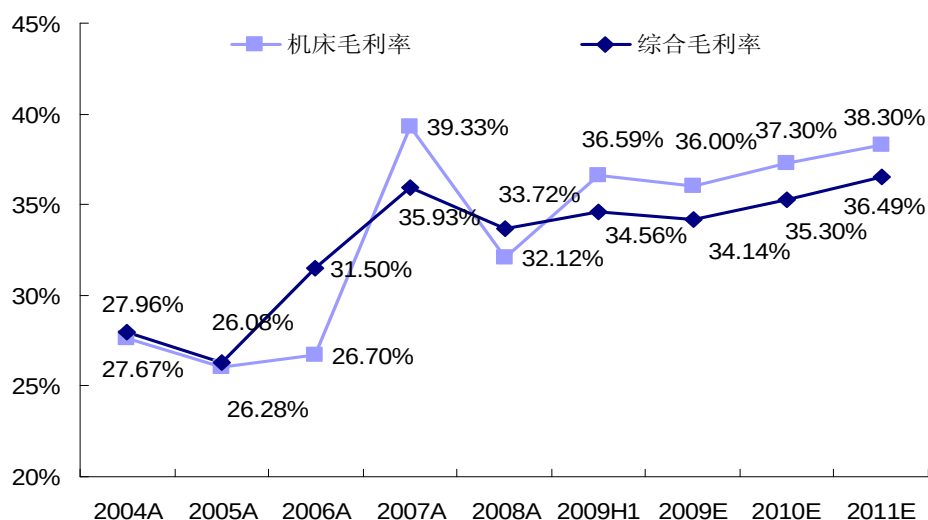


数据来源: Wind, 联合证券研究所

公司历史毛利率呈现逐步上升的态势, 未来随着公司机床产品重型、精密化程度的提升, 毛利将略有提升。我们预测, 09~11 年公司综合毛利率分别为 34.14%、35.30%和 36.49%, 对应 EPS 分别为 0.61、0.73 和 0.86 元。

图 16、公司产品毛利率

%



数据来源: 公司公告, 联合证券研究所

表 5、公司利润表预测

百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1563	1439	1631	1816
营业成本	1036	948	1055	1153
营业税金及附加	1	2	2	2
营业费用	70	66	75	83
管理费用	156	138	157	176
财务费用	2	2	2	4
营业利润	292	283	340	397

营业外收入	31	25	27	27
利润总额	319	308	367	425
所得税	38	41	48	55
净利润	281	267	319	369
少数股东损益	5	9	9	10
归属母公司净利润	277	258	310	359
EBITDA	294	308	368	431
EPS（元）	0.65	0.61	0.73	0.85

数据来源：公司公告，联合证券研究所

估值

DCF 估值显示，在 9.56% 的加权平均资本（WACC）和 3% 的永续增长率条件下，公司的核心价值是 17.34 元，合理价值区间为 16.54~18.28 元。

表 6、DCF 估值敏感性分析

		永续增长率		元
WACC	2.50%	3.00%	3.50%	
9.56%	16.54	17.34	18.28	

数据来源：联合证券研究所

考虑到公司产品结构优化将进一步提升公司的发展空间和竞争力，同时参考 A 股主要机床类上市公司 2010 年估值情况，我们认为公司价值存在一定低估。在 2010 年 23~26 倍的市盈率条件下，公司股价对应区间为 16.79~18.98 元。

综合绝对、相对估值，我们认为公司的价值区间为 16.79~18.28 元，首次“增持”评级。

表 7、相关上市公司估值

	股价	2009EPS	2010EPS	2009PE	2010PE
秦川发展	10.30	0.25	0.32	41.2	32.2
天马股份	28.10	0.97	1.21	29.0	23.2
青海华鼎	7.73	0.20	0.30	38.7	25.8
华东数控	45.00	0.78	0.88	57.7	51.1
法因数控	19.36	0.44	0.56	44.0	34.6
平均值				42.1	33.4
昆明机床	14.50	0.61	0.73	23.8	19.9

数据来源：联合证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济对下游需求影响较大，从而影响我们的判断；
- 2、公司新产品拓展在时间上存在不确定性。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1308	1504	1861	2254	营业收入	1563	1439	1631	1816
现金	328	618	865	1159	营业成本	1036	948	1055	1153
应收账款	186	181	199	223	营业税金及附加	1	2	2	2
其他应收款	16	19	21	23	营业费用	70	66	75	83
预付账款	51	51	54	60	管理费用	156	138	157	176
存货	663	543	617	680	财务费用	2	2	2	4
其他流动资产	64	94	103	109	资产减值损失	21	0	0	0
非流动资产	604	623	658	679	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	53	49	50	50	投资净收益	15	0	0	0
固定资产	443	472	509	534	营业利润	292	283	340	397
无形资产	33	33	33	33	营业外收入	31	25	27	27
其他非流动资产	75	69	66	62	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	1912	2128	2519	2933	利润总额	319	308	367	425
流动负债	771	760	841	932	所得税	38	41	48	55
短期借款	70	70	70	100	净利润	281	267	319	369
应付账款	207	175	195	216	少数股东损益	5	9	9	10
其他流动负债	494	515	576	616	归属母公司净利润	277	258	310	359
非流动负债	35	35	85	115	EBITDA	294	308	368	431
长期借款	0	0	50	80	EPS (元)	0.65	0.61	0.73	0.85
其他非流动负债	35	35	35	35	主要财务比率				
负债合计	806	795	926	1047	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	64	74	82	93	成长能力				
股本	425	425	425	425	营业收入	20.0%	-7.9%	13.3%	11.3%
资本公积	134	134	134	134	营业利润	3.3%	-3.2%	20.2%	16.9%
留存收益	483	701	951	1235	归属于母公司净利润	13.8%	-6.8%	20.2%	15.9%
归属母公司股东权益	1041	1259	1510	1794	获利能力				
负债和股东权益	1912	2128	2519	2933	毛利率(%)	33.7%	34.1%	35.3%	36.5%
现金流量表					净利率(%)	17.7%	17.9%	19.0%	19.8%
单位: 百万元					ROE(%)	26.6%	20.5%	20.5%	20.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	33.7%	34.8%	38.6%	42.1%
经营活动现金流	120	374	320	363	偿债能力				
净利润	281	267	319	369	资产负债率(%)	42.2%	37.4%	36.8%	35.7%
折旧摊销	0	23	26	29	净负债比率(%)	8.68%	8.80%	12.95%	17.19%
财务费用	2	2	2	4	流动比率	1.70	1.98	2.21	2.42
投资损失	-15	0	0	0	速动比率	0.84	1.27	1.48	1.69
营运资金变动	0	90	-42	-53	营运能力				
其他经营现金流	-148	-8	14	14	总资产周转率	0.85	0.71	0.70	0.67
投资活动现金流	-54	-43	-61	-50	应收账款周转率	6	5	6	6
资本支出	66	55	60	50	应付账款周转率	6.13	4.96	5.70	5.61
长期投资	-1	-4	1	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	11	7	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.61	0.73	0.85
筹资活动现金流	-107	-41	-11	-19	每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.88	0.75	0.86
短期借款	70	0	0	30	每股净资产(最新摊薄)	2.45	2.96	3.55	4.22
长期借款	-50	0	50	30	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	22.63	24.27	20.20	17.43
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	6.01	4.97	4.15	3.49
其他筹资现金流	-127	-41	-61	-79	EV/EBITDA	20	20	16	14
现金净增加额	-43	290	248	294					

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。