

机械行业

开山股份 (300257)

调研报告

评级：增持

目标价：

收盘价 26.03

目标价

基本数据

52 周最低/最高(元)	23.4-71.1
市盈率(x) ttm	23.66
市净率(x) lf	2.65
EV/EBITDA(x) 1yr	14.16
总股本(亿)	2.86
流通 A 股(亿)	0.91
流通 B 股/H 股(亿)	0.00
总市值(亿元)	76.22
流通 A 股市值(亿元)	24.37
主要控股股东	开山控股集团股份有限公
占总股本比重	55.9%

相对股价表现



相关研究

《开山股份：技术领先、高速成长的空气压缩机生产商》

《开山股份：估值已经具备优势》

《开山股份：行业季节性回升，持续看好公司发展》

《开山股份：中长期发展的隐含价值未被充分体现》

 李项锋
 机械行业研究小组
 S0120511030002

研究助理

蔡奕

8621-68761616-8563

caiyi@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

下游需求趋缓，预计 2013 年恢复增长

报告要点：

- ❖ 三季度，开山股份实现销售收入3.6亿元，同比下滑24.8%，环比下滑26.1%。三季度下滑趋势较上半年进一步明显。公司三季度产品毛利率为26.3%，较二季度的28.6%下滑三个百分点。我们认为毛利率的大幅下跌，可能更多是由于下游需求下滑所致。三季度，公司销售费用率较二季度上升0.3个百分点。管理费用也同时有较大提升。管理费用率较上季度上升0.3个百分点。受三季度公司资本支出持续投入以及分配股利的影响，公司在手现金下滑，导致三季度财务费用为-1308万元，较二季度下滑10.5%。
- ❖ 受毛利率下滑和三项费用增加的双重影响，公司三季度营业利润7809万元，同比下滑7.8%。净利润6635万元，同比下滑4.4%。归属母公司净利润6486万元，同比下滑1.4%。剥离财务费用和非经常性损益后，公司利润同比下滑20.2%，环比下滑35.8%。显示盈利质量不理想。
- ❖ 目前公司库存估计依然较大，三季度库存3.91亿元，已经大于公司3.6亿元销售收入。公司4季度可能继续面临去库存的问题。我们预计4季度公司产品毛利率恢复到上半年水平的可能性不大，预计同三季度相当。考虑到，4季度销售费用和管理费用率的增加以及去年4季度1519万元财务费用收入的基数，公司营业利润可能仍然维持负增长。
- ❖ 从我们对开山股份下游情况的了解，我们估算9月份，开山股份螺杆压缩机销量环比略有回升。公司销售下滑的趋势可能正在减缓。预计四季度不会出现类似三季度大幅下滑的态势，我们预计4季度公司销售收入下滑幅度可能在同比10%到20%左右，降幅较三季度缩窄。
- ❖ 我们给予开山股份2012年至2014年的EPS为1.05元，1.18元和1.40元。对应的PE为25.5x，22.6x和19x。维持“增持”评级。

主要财务指标

单价：百万元

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
营业收入	953	1626	1983	1668	1918	2302
收入增幅(%)	31%	71%	22%	-16%	15%	20%
净利润	114	204	294	299	337	401
净利增幅(%)	84%	79%	44%	2%	13%	19%
毛利率(%)	24%	23%	25%	27%	27%	27%
ROE(%)	43.2%	56.0%	18.1%	10%	11%	12%
期末 EPS(元)	1.14	1.90	2.47	1.05	1.18	1.40
PE(x)	0.0	0.0	29.2	25.5	22.6	19.0
PB(x)	0.0	0.0	3.0	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA(x)	0.0	0.0	16.1	15.3	13.1	11.1

三季度财务情况

三季度，开山股份实现销售收入3.6亿元，同比下滑24.8%，环比下滑26.1%。三季度下滑趋势较上半年进一步明显。公司三季度产品毛利率为26.3%，较第二季度的28.6%下滑三个百分点。我们认为毛利率的大幅下跌，可能更多是由于需求下滑所致。三季度，公司销售费用率较二季度上升0.3个百分点。管理费用也同时有较大提升。管理费用率较上季度上升0.3个百分点。受三季度公司资本支出持续投入以及分配股利的影响，公司在手现金下滑，导致三季度财务费用为-1308万元，较二季度下滑10.5%。

受毛利率下滑和三项费用增加的双重影响，公司三季度营业利润7809万元，同比下滑7.8%。净利润6635万元，同比下滑4.4%。归属母公司净利润6486万元，同比下滑1.4%。

从我们对开山股份部分下游情况的了解，我们预计9月份，开山股份螺杆压缩机销量环比略有回升。公司销售下滑的趋势可能正在减缓。预计四季度不会出现类似三季度大幅下滑的态势，我们预计4季度公司销售收入下滑幅度可能在同比10%到20%左右。随着公司固定资产的逐步提升，公司产能将逐步释放。目前公司库存估计依然较大，公司4季度可能继续面临去库存的问题。我们预计4季度公司产品毛利率不可能保持上半年的水平。考虑到，4季度销售费用和管理费用率的增加以及去年4季度1519万元财务费用收入的基数，公司营业利润可能仍然维持负增长。

表格 1：季度利润表

利润表季度 (单位: 万元)	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30	
一、营业总收入	56,615.58	48,098.45	39,569.11	45,516.03	48,938.69	36,169.88	
环比增速	4.9%	-15.0%	-17.7%	15.0%	7.5%	-26.1%	
同比增速	#DIV/0!	10.8%	4.7%	-15.7%	-13.6%	-24.8%	三季度销售和回款均较为困难
营业收入	56,615.58	48,098.45	39,569.11	45,516.03	48,938.69	36,169.88	
二、营业总成本	46,167.81	39,646.00	31,111.89	34,843.06	37,419.10	28,446.76	
营业成本	42,933.53	36,336.65	28,541.30	32,724.75	34,938.67	26,653.58	
毛利率	24.2%	24.5%	27.9%	28.1%	28.6%	26.3%	
营业税金及附加	183.79	147.76	93.68	164.53	255.71	197.00	
销售费用	1,386.84	1,231.47	1,166.93	1,041.86	1,172.95	963.46	销售费用同比下滑
销售费用%	2.4%	2.6%	2.9%	2.3%	2.4%	2.7%	
管理费用	2,072.29	1,968.84	2,894.10	2,067.34	2,424.34	1,901.08	
管理费用%	3.7%	4.1%	7.3%	4.5%	5.0%	5.3%	
财务费用	332.79	-319.26	-1,519.62	-1,483.63	-1,463.41	-1,308.82	
财务费用%	0.6%	-0.7%	-3.8%	-3.3%	-3.0%	-3.6%	
资产减值损失	-741.44	280.53	-64.49	328.21	90.85	40.47	
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	-6.74	14.81	-0.28	64.83	68.72	86.52	
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
EBIT	10,733.80	8,099.13	7,335.06	9,216.80	10,214.99	6,897.74	
EBIT yoy%	#DIV/0!	18.9%	4.9%	-2.7%	-4.8%	-14.8%	剥离财务费用，公司盈利同比下滑 14.8%
EBIT margin%	18.96%	16.84%	18.54%	20.25%	20.87%	19.07%	
Adjusted EBIT	10,773.83	8,148.00	6,937.33	9,254.16	10,124.89	6,500.81	剥离财务费用和非经常性损益后，公司利润同比下滑 20.2%，环比下滑 35.8%。显示盈利质量不理想。
Adjusted EBIT yoy%	#DIV/0!	16.8%	1.2%	-3.0%	-6.0%	-20.2%	
Adjusted EBIT margin%	19.03%	16.94%	17.53%	20.33%	20.69%	17.97%	
四、营业利润	10,441.03	8,467.26	8,456.95	10,737.79	11,588.30	7,809.64	
营业利润同比增速	#DIV/0!	23.48%	28.29%	17.74%	10.99%	-7.77%	

加：营业外收入	26.71	2.52	442.03	16.17	140.99	437.38
减：营业外支出	66.74	51.39	44.30	53.53	50.89	40.45
五、利润总额	10,401.01	8,418.39	8,854.68	10,700.43	11,678.40	8,206.57
减：所得税	1,799.23	1,478.49	917.14	2,093.13	2,129.44	1,570.97
所得税率	17.3%	17.6%	10.4%	19.6%	18.2%	19.1%
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	8,601.77	6,939.90	7,937.55	8,607.30	9,548.96	6,635.60
	#DIV/0!	27.5%	45.9%	14.3%	11.0%	-4.4%
减：少数股东损益	559.58	361.22	162.56	176.87	124.97	149.85
少数股东权益占比	6.51%	5.20%	2.05%	2.05%	1.31%	2.26%
归属于母公司所有者的净利润	8,042.19	6,578.69	7,774.99	8,430.43	9,423.99	6,485.75
同比增速	#DIV/0!	33.6%	52.2%	21.0%	17.2%	-1.4%

资料来源：公司公告

表格 2：资产负债表 1

资产负债表	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30	
货币资金	0	17,726	202,452	190,225	191,080	182,608	178,969	货币资金下行导致财务利息收入预期在 4 季度继续减少。
货币资金占销售收入	0.0%	31.3%	420.9%	480.7%	419.8%	373.1%	494.8%	
交易性金融资产	0	0	0	0	0	0	0	
应收票据	0	4,064	5,401	3,545	7,581	5,365	6,259	
应收账款	0	17,627	20,405	20,639	26,116	28,005	28,013	
环比%	-100.0%	#DIV/0!	15.8%	1.1%	26.5%	7.2%	0.0%	
同比%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	67.9%	#DIV/0!	58.9%	37.3%	回款依然不甚理想，销售收入下滑，但应收账款却在同比上升。
营业收入	53,968.9	56,615.6	48,098.4	39,569.1	45,516.0	48,938.7	36,169.9	
环比%	42.8%	4.9%	-15.0%	-17.7%	15.0%	7.5%	-26.1%	
同比%	#DIV/0!	#DIV/0!	10.8%	4.7%	-15.7%	-13.6%	-24.8%	
其他应收款	0	55	95	234	273	148	73	
预付款项	0	8,080	6,626	5,709	11,159	6,616	4,734	预付款项同比下滑 28.4%，环比下滑 28.4%。
同比%	-100.0%	#DIV/0!	-18.0%	-13.8%	95.5%	-40.7%	-28.4%	
应收股利	0	0	0	0	0	0	0	
应收利息	0	0	499	171	1,500	2,489	550	
存货	0	33,411	37,510	40,447	43,485	40,500	39,100	存货今年首次高于销售收入。
环比%	-100.0%	#DIV/0!	12.3%	7.8%	7.5%	-6.9%	-3.5%	
同比%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	61.1%	#DIV/0!	21.2%	4.2%	
流动资产合计	0	80,963	272,988	260,969	281,195	265,732	257,698	
长期股权投资	0	1,493	1,508	1,508	1,573	1,641	1,728	
长期应收款	0	0	0	0	0	0	0	
固定资产	0	48,367	52,154	59,594	62,172	65,711	67,745	三季度新增固定资产 2000 万元。
销售收入/固定资产	#DIV/0!	117.05%	92.22%	66.40%	73.21%	74.48%	53.39%	预估产能利用率大幅下
在建工程	0	5,346	4,782	2,726	1,502	6,806	7,371	在建工程新增 500 万元。
无形资产	0	6,863	6,790	6,656	6,578	7,069	8,273	
长期待摊费用	0	0	0	0	73	69	225	
递延所得税资产	0	1,038	1,106	953	1,315	1,046	1,153	
其他非流动资产	0	0	0	0	0	0	0	
非流动资产合计	0	63,107	66,339	71,436	73,212	82,341	86,495	
资产总计	0	144,071	339,328	332,405	354,407	348,073	344,193	

资料来源：公司公告

表格 3: 资产负债表 2

资产负债	2011-3-3	2011-6-3	2011-9-3	2011-12-3	2012-3-3	2012-6-3	2012-9-3	
短期借款	0	24,700	0	0	0	0	0	
应付账款	0	48,444	45,942	38,927	48,868	40,125	35,420	应付账款和销售收入增速同步, 现金管理低于预期。
环比%	-100.0%		-5.2%	-15.3%	25.5%	-17.9%	-11.7%	
同比%				18.8%	#DIV/0!	-17.2%	-22.9%	
预收款项	0	5,572	5,172	5,153	6,704	4,500	5,157	
同比%				-22.6%	#DIV/0!	-19.2%	-0.3%	
环比%				-0.4%	30.1%	-32.9%	14.6%	

资料来源: 公司公告

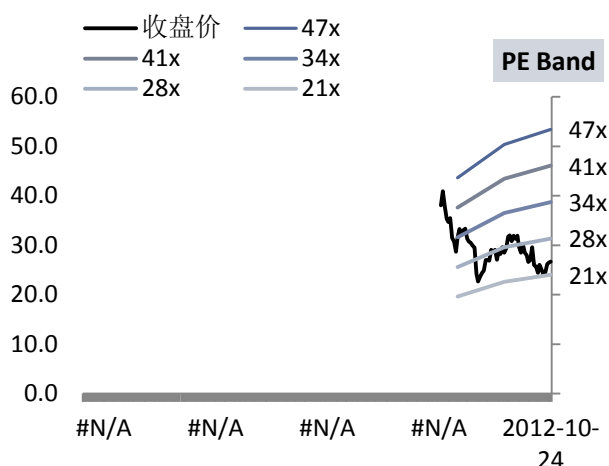
支付给职工的现金同比下滑0.6%, 环比下滑11%, 2011年首次出现环比下滑。

表格 4: 现金流量表

一般企业—现金流量表单季度 (单位: 万元)	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30
销售商品、提供劳务收到的现金	39,706.20	82,292.49	50,105.99	48,352.50	45,064.83	54,882.13	41,942.88
销售商品、提供劳务收到的现金/销售收入	0.74	1.45	1.04	1.22	0.99	1.12	1.16
支付给职工以及为职工支付的现金	2,782.34	2,758.77	2,781.80	4,014.66	3,027.65	3,118.87	2,765.36
同比%	#DIV/0!	-20.8%	21.6%	21.8%	8.8%	13.1%	-0.6%
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9,163.60	6,059.67	2,229.41	7,408.08	7,518.65	3,076.67	3,843.34

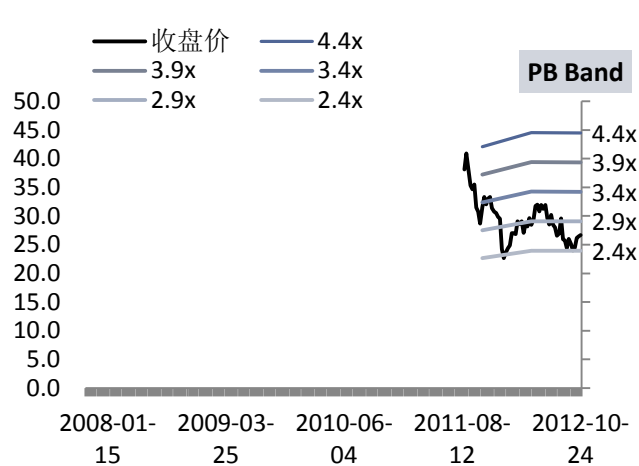
资料来源: 公司公告

图 1: 开山股份 PE Band



资料来源: 德邦证券研究所

图 2: 开山股份 PB Band



资料来源: 德邦证券研究所

表格 5：盈利预测表

损益表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1626	1983	1668	1918	2302
营业成本	1246	1485	1211	1392	1671
毛利润	380	497	457	526	631
毛利率	23.4%	25.1%	27.4%	27.4%	27.4%
营业税金及附加	3	6	8	6	8
销售费用	40	49	42	58	69
管理费用	54	83	89	86	104
财务费用	4	(11)	(55)	(45)	(51)
资产减值损失	1	5	5	5	6
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	3	3	3
EBIT	281	356	319	379	453
EBITDA	319	415	383	449	530
营业利润	278	365	371	418	499
营业利润率	17.1%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
营业内外收支	(0.1)	2.4	5.2	5.2	5.2
利润总额	278	367	376	424	504
减：所得税	55	57	71	80	95
净利润	223	310	305	343	408
减：少数股东损益	19	16	6	7	8
归属于母公司的净利润	204	294	299	337	401
每股收益 EPS-期末（元）	1.90	2.47	1.05	1.18	1.40

损益表增速	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
销售收入增速	70.6%	21.9%	-15.9%	15.0%	20.0%
EBIT 增速	81.1%	30.1%	-10.3%	18.6%	19.6%
EBITDA 增速	63.5%	29.9%	-7.7%	17.3%	17.9%
营业利润增速	70.0%	31.4%	1.8%	12.7%	19.1%
净利润增速	78.8%	44.2%	1.9%	12.5%	18.9%

现金流量表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	223	310	305	343	408
折旧及摊销	38	59	64	71	77
运营资本增减	(24)	(251)	(139)	31	(14)
其它经营活动产生的现金	4	(8)	(80)	1	(4)
经营活动产生的现金流	241	110	149	445	468
投资收益	0	0	3	3	3
资本支出	(231)	(249)	(180)	(90)	(90)
其他投资产生的现金流	(3)	16	(5)	(8)	(9)
投资活动产生的现金流	(235)	(233)	(182)	(95)	(96)
筹资活动产生的现金流	(23)	1932	(143)	(61)	(68)

资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
现金以及等价物	95	1902	1727	2017	2320
应收账款及票据	186	301	378	410	492
存货	251	404	404	398	418
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	532	2610	2508	2825	3230
长期投资	0	15	17	22	28
固定资产	407	596	716	835	847
其他非流动资产	141	103	178	170	166
资产总计	1080	3324	3419	3755	4178
流动负债合计	653	457	399	457	546
非流动负债合计	0	0	(2)	(0)	2
负债合计	653	457	397	457	548
少数股东权益	30.4	25.7	27.1	29.5	32.5
归属母公司权益	396	2841	2998	3274	3606
权益合计	427	2867	3025	3304	3639
负债及股东权益合计	1080	3324	3422	3760	4187
总股本（百万）	0	143	286	286	286
每股净资产 BPS(元)	3.70	23.88	10.48	11.45	12.61

其它	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净资产回报率（%）	56.0%	18.1%	10.3%	10.7%	11.6%
总资产回报率（%）	23.8%	14.1%	8.9%	9.4%	10.1%
资产负债率（%）	60.5%	13.7%	11.6%	12.1%	13.1%
ROIC（%）	41.3%	17.1%	8.6%	9.4%	10.2%
WACC(%)	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
存货周转天数	59	81	122	105	89
应收票据及账款周转天	40	45	74	75	72
EBIT 利息保障倍数（X）	79	0	(6)	(8)	(9)
流动比率	0.81	5.71	6.29	6.18	5.91
速动比率	0.43	4.83	5.28	5.31	5.15
所得税率	19.77	15.56	18.95	18.95	18.95

估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
市盈率(X)	0.0	29.2	25.5	22.6	19.0
市净率(X)	0.0	3.0	2.5	2.3	2.1
市销率(X)	0.0	4.3	4.6	4.0	3.3
EV/EBITDA(X)	0.0	16.1	15.3	13.1	11.1
EV/EBIT(X)	0.0	18.8	18.4	15.5	13.0
EV/sales(X)	0.0	3.4	3.5	3.1	2.6
EV/IC(X)	0.0	2.4	2.0	1.8	1.6
股息率（%）	0.00	1.67	1.88	0.79	0.89

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐—Attractive：预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性—In-Line：预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避—Cautious：预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入—Buy：预期未来 6 个月股价涨幅≥20%

增持—Outperform：预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性—Neutral：预期未来 6 个月股价涨幅为-10%~+10%

减持—Sell：预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。