

## 昆明机床 (600806.SH)

## 金属加工机械行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

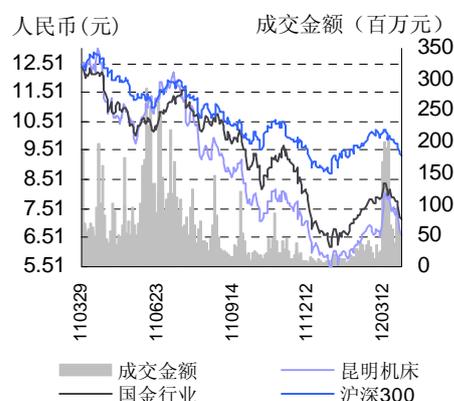
市价(人民币): 6.57元

## 业绩低于预期, 严冬仍未过去

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	390.19
流通港股(百万股)	140.89
总市值(百万元)	3,489.20
年内股价最高最低(元)	13.03/5.51
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 相关报告

1. 《新签订单环比下降, 毛利率未有回升》, 2011.10.28
2. 《下半年产品结构有望好转》, 2011.8.23
3. 《订单激增, 数控化率下降》, 2011.4.29

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005  
(8621)61038289  
dongyaguang@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.336	0.103	0.148	0.175	0.206
每股净资产(元)	2.59	2.64	2.66	2.48	2.56
每股经营性现金流(元)	0.24	0.00	0.42	0.18	0.20
市盈率(倍)	29.36	57.81	44.54	37.44	31.96
行业优化市盈率(倍)	43.89	43.87	43.87	43.87	43.87
净利润增长率(%)	-17.38%	-69.40%	43.58%	18.96%	17.14%
净资产收益率(%)	12.98%	3.89%	5.55%	7.07%	8.03%
总股本(百万股)	531.08	531.08	531.08	531.08	531.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

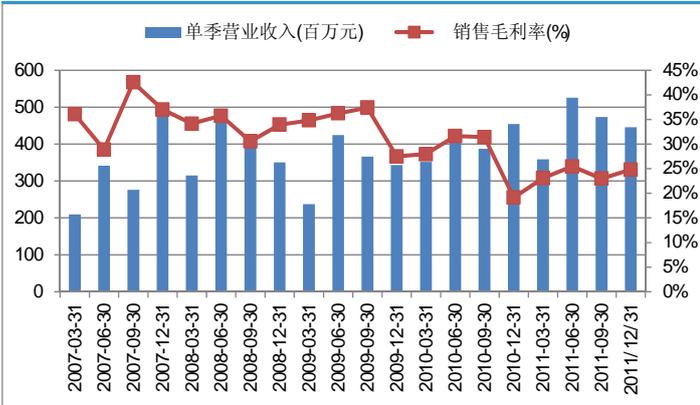
## 业绩简评

- 公司 11 年实现营业收入 1,805 百万元, 同比增长 12.97%; 归属母公司股东的净利润 55 百万元, 同比减少 69.40%; EPS 为 0.10 元, 远低于我们原先 0.2 元的预期。营业收入虽基本达成公司经营目标, 但净利润大大低于 11 年初制定的 210 百万元目标。

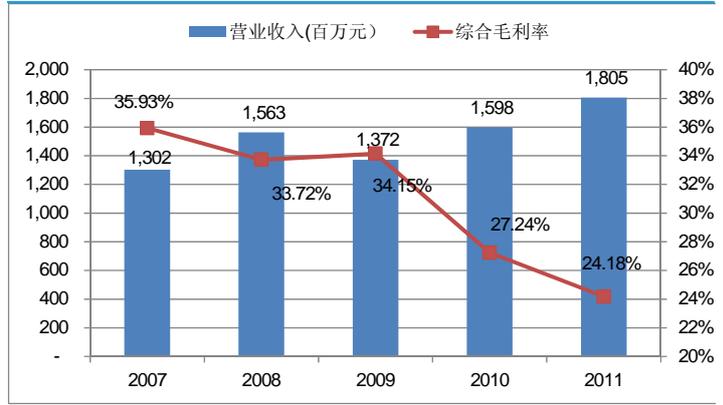
## 经营分析

- **机床行业景气下降, 12 年形势严峻:** 11 年国内金属切削机床产量为 85 万台, 同比增长 13.77%, 其中数控金属切削机床产量为 25.7 万台, 同比增长 14.78%。数控金切机月产量从 11 年下半年开始环比下降, 到 12 年 1 月更是降至谷底, 仅 1 万台的单月产量, 环比下降 57.54%, 同比下降 37.73%。
- **第 4 季度出现亏损:** 公司第 4 季度归属母公司的净利润为 -18.40 百万元, 主要原因是收入同比略有下降的情况下, 期间费用和资产减值同比增加较多导致的。
- **综合毛利率持续走低:** 公司 11 年综合毛利率为 24.18%, 比 10 年的 27.24% 进一步降低, 这已经是公司自 07 年以来连续 5 年毛利率持续下降。近三年来虽然营业收入有 15% 的复合增速, 但增收不增利现象明显, 主要原因是低毛利率的卧式镗铣床占比上升, 毛利率较高的落地式镗铣床销售价格因竞争激烈而有所降低, 且龙门铣床等新产品在推广期成本较高。此外, 原材料上涨和国家取消退税优惠政策也带来不利影响。
- **期间费用率有所上升:** 公司 11 年销售费用率和管理费用率较 10 年分别上升了 0.56 和 0.58 个百分点, 整体期间费用率为 17.02%, 高于 10 年同期的 15.84%。
- **资产减值损失大幅增加:** 公司 11 年资产减值损失高达 63 百万元, 同比增长 4538.64%, 主要原因是信贷紧缩背景下, 下游客户普遍资金紧张, 导致 1 年以上帐龄的应收账款大幅增长 36%, 计提的坏账准备增加 55 百万元。
- **经营性现金流大幅下降:** 公司 11 年经营活动产生的现金流为 0.65 百万元, 远低于 10 年的 129 百万元, 主要是由于存货增加 231 百万元所致, 并较前 3 季度的 9 百万元继续恶化。

图表1: 单季收入和毛利率

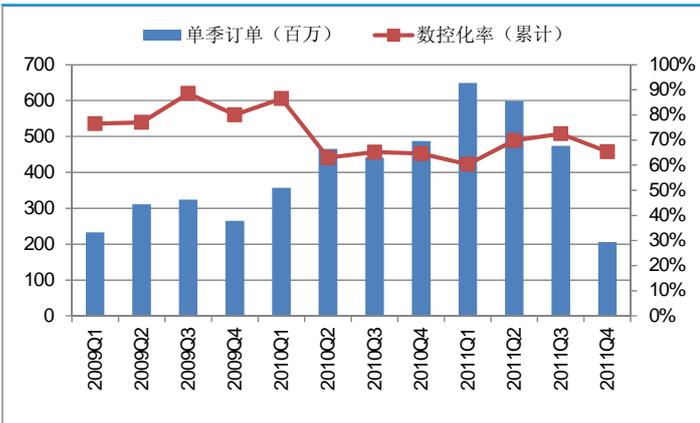


图表2: 近年来综合毛利率持续下降

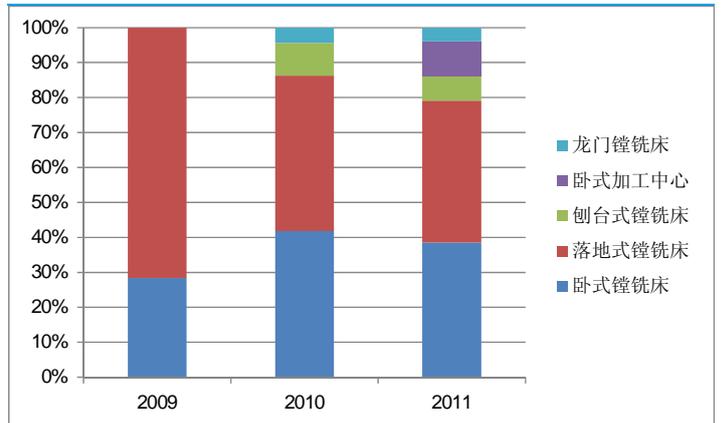


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 单季订单及数控化率

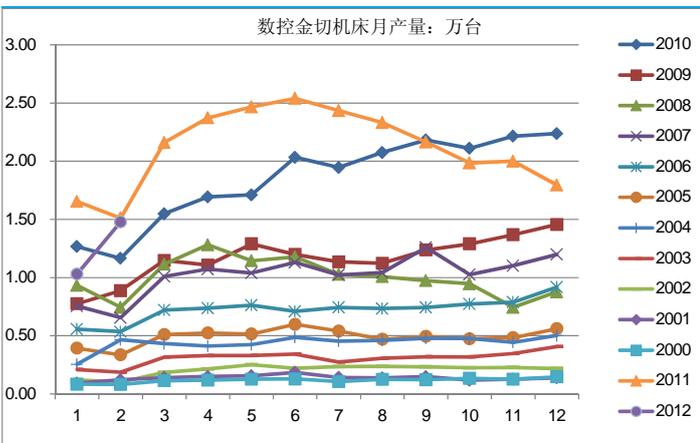


图表4: 产品结构有一定改善

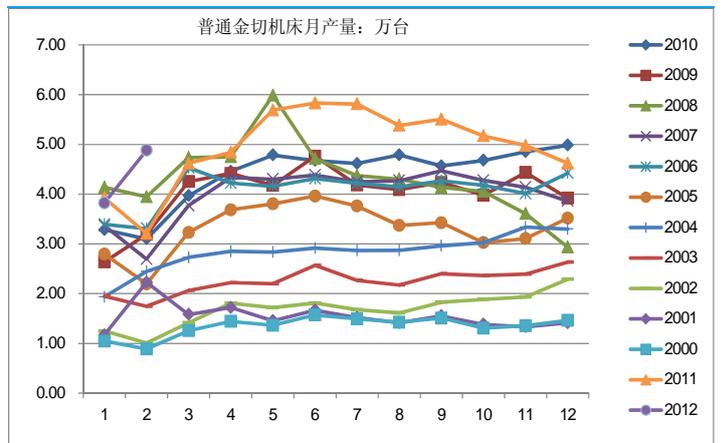


来源: 国金证券研究所

图表5: 国内数控金切机床月度产量



图表6: 国内普通金切机床月度产量



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

■ 新签订单环比下降, 数控化率降低: 公司 11 年新接订单 1,927 百万元, 同比增加 10%, 数控化率为 65.40%, 比 10 年下降了 7 个百分点。其中第 4 季度的订单仅为 206 百万元 (1、2、3 季度分别为 649、598 和 474 百

万元)，环比下降明显，同比降幅超过 50%。从订单增长情况和数控化率来看，短期内公司盈利能力不会有较大改善。

- **12 年经营目标：**公司制订了收入 2,000 百万元，净利润 120 百万元的目标。我们认为在行业需求形势未见好转背景下，该目标有一定的挑战性。

### 盈利预测和投资建议

- 鉴于机床行业景气度较低，公司综合毛利率持续下滑，我们下调公司的盈利预测，预计 12-14 年营业收入分别为 1,984、2,197 和 2,526 百万元，归属于母公司的净利润分别为 78.35、93.20 和 109.18 百万元，同比分别增长-43.58%、18.96%和 17.14%；EPS 分别为 0.148、0.175 和 0.206 元。
- 公司当前股价对应 2012 年 44.54 倍 PE，维持“持有”评级。

图表7：分项业务预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>机床产品销售及加工</b>						
销售收入(百万元)	1,117.62	1,355.56	1,543.02	1,697.32	1,867.05	2,147.11
增长率(YOY)	-14.17%	21.29%	13.83%	10.00%	10.00%	15.00%
毛利率	34.36%	28.68%	25.99%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本(百万元)	733.67	966.77	1,142.04	1,272.99	1,400.29	1,610.33
增长率(YOY)	-11.88%	31.77%	18.13%	11.47%	10.00%	15.00%
毛利(百万元)	383.95	388.79	400.98	424.33	466.76	536.78
增长率(YOY)	-18.23%	1.28%	3.13%	5.82%	10.00%	15.00%
占总销售比重	81.45%	84.84%	85.49%	85.58%	85.00%	85.02%
占主营业务利润比重	81.94%	89.35%	91.87%	91.16%	90.79%	90.80%
<b>高效数控机床</b>						
销售收入(百万元)	155.61	200.79	256.73	282.41	324.77	373.48
增长率(YOY)	-23.26%	29.04%	27.88%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	18.63%	10.79%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%
销售成本(百万元)	126.62	179.12	219.51	241.46	277.67	319.33
增长率(YOY)	-23.10%	41.47%	22.53%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	28.99	21.67	37.23	40.95	47.09	54.16
增长率(YOY)	-23.95%	-25.24%	71.77%	10.00%	15.00%	15.00%
占总销售比重	11.34%	12.57%	14.22%	14.24%	14.79%	14.79%
占主营业务利润比重	6.19%	4.98%	8.53%	8.80%	9.16%	9.16%
<b>其它</b>						
销售收入(百万元)	98.97	41.35	510	408	4.70	4.93
增长率(YOY)	70.03%	-58.22%	-87.65%	-20.00%	15.00%	5.00%
毛利率	56.22%	59.70%	-33.74%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本(百万元)	43.33	16.67	683	388	4.46	4.68
增长率(YOY)	11.45%	-61.53%	-59.04%	-43.17%	15.00%	5.00%
毛利(百万元)	55.64	24.68	-1.72	0.20	0.23	0.25
增长率(YOY)	187.79%	-55.64%	-106.98%	-111.88%	15.00%	5.00%
占总销售比重	7.21%	2.59%	0.28%	0.21%	0.21%	0.20%
占主营业务利润比重	11.87%	5.67%	-0.39%	0.04%	0.05%	0.04%
销售总收入(百万元)	1,372.20	1,597.71	1,804.86	1,983.81	2,196.52	2,525.53
销售总成本(百万元)	903.62	1,162.56	1,368.38	1,518.33	1,682.43	1,934.34
毛利(百万元)	468.58	435.15	436.48	465.49	514.09	591.18
平均毛利率	34.15%	27.24%	24.18%	23.46%	23.40%	23.41%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表8: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,372	1,598	1,805	1,984	2,197	2,526
增长率		16.4%	13.0%	9.9%	10.7%	15.0%
主营业务成本	-904	-1,163	-1,368	-1,518	-1,682	-1,934
%销售收入	65.9%	72.8%	75.8%	76.5%	76.6%	76.6%
毛利	469	435	436	465	514	591
%销售收入	34.1%	27.2%	24.2%	23.5%	23.4%	23.4%
营业税金及附加	-1	-2	-8	-10	-11	-13
%销售收入	0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-70	-108	-134	-143	-158	-182
%销售收入	5.1%	6.8%	7.4%	7.2%	7.2%	7.2%
管理费用	-155	-141	-170	-179	-198	-227
%销售收入	11.3%	8.8%	9.4%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	242	184	125	134	147	169
%销售收入	17.6%	11.5%	6.9%	6.8%	6.7%	6.7%
财务费用	-5	-4	-3	-4	-3	-3
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-28	-1	-63	-30	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	10	7	5	5	5
%税前利润	5.0%	4.9%	10.7%	4.6%	3.5%	3.0%
营业利润	220	189	66	106	140	161
营业利润率	16.1%	11.8%	3.6%	5.3%	6.4%	6.4%
营业外收支	28	12	3	3	3	3
税前利润	248	201	69	109	143	164
利润率	18.1%	12.6%	3.8%	5.5%	6.5%	6.5%
所得税	-35	-27	-17	-16	-36	-41
所得税率	14.1%	13.6%	24.1%	15.0%	25.0%	25.0%
净利润	213	173	52	92	107	123
少数股东损益	-3	-5	-2	14	14	14
归属于母公司的净利润	216	178	55	78	93	109
净利率	15.7%	11.2%	3.0%	3.9%	4.2%	4.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	213	173	52	92	107	123
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64	41	106	73	62	65
非经营收益	-17	-9	-1	47	2	4
营运资金变动	-154	-76	-156	11	-76	-88
经营活动现金净流	106	129	1	223	96	105
资本开支	-119	-70	-165	-52	-47	-28
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	10	5	6	5	5	5
投资活动现金净流	-109	-64	-159	-48	-42	-23
股权募资	0	0	0	0	-117	0
债权募资	0	-24	54	-7	192	50
其他	-44	-25	0	-9	-79	-81
筹资活动现金净流	-44	-49	54	-17	-4	-32
现金净流量	-48	16	-104	158	50	50

来源: 公司公告, 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	280	296	192	350	400	450
应收款项	384	382	403	404	441	503
存货	610	753	984	998	1,060	1,166
其他流动资产	40	53	159	93	103	118
流动资产	1,314	1,485	1,739	1,846	2,004	2,237
%总资产	64.9%	66.1%	67.9%	70.1%	71.9%	74.6%
长期投资	56	61	62	63	62	62
固定资产	564	609	668	688	691	671
%总资产	27.9%	27.1%	26.1%	26.1%	24.8%	22.4%
无形资产	44	43	44	34	30	26
非流动资产	710	763	820	787	785	760
%总资产	35.1%	33.9%	32.1%	29.9%	28.1%	25.4%
资产总计	2,024	2,248	2,559	2,633	2,789	2,998
短期借款	70	46	100	152	344	392
应付款项	583	686	885	899	938	1,038
其他流动负债	78	56	58	102	105	111
流动负债	731	788	1,043	1,153	1,387	1,541
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	15	29	59	0	0	0
负债	746	817	1,102	1,153	1,387	1,542
普通股股东权益	1,217	1,374	1,402	1,411	1,319	1,359
少数股东权益	62	57	55	69	83	97
负债股东权益合计	2,024	2,248	2,559	2,633	2,789	2,998

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.508	0.336	0.103	0.148	0.175	0.206
每股净资产	2.864	2.587	2.640	2.658	2.484	2.559
每股经营现金净流	0.249	0.243	0.001	0.420	0.180	0.197
每股股利	0.270	0.094	0.050	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	17.74%	12.98%	3.89%	5.55%	7.07%	8.03%
总资产收益率	10.66%	7.93%	2.13%	2.98%	3.34%	3.64%
投入资本收益率	15.42%	10.78%	6.08%	6.99%	6.33%	6.87%
增长率						
主营业务收入增长率	-12.21%	16.43%	12.97%	9.92%	10.72%	14.98%
EBIT增长率	-19.44%	-23.79%	-32.43%	7.68%	9.75%	15.04%
净利润增长率	-21.95%	-17.38%	-69.40%	43.58%	18.96%	17.14%
总资产增长率	5.89%	11.03%	13.83%	2.89%	5.94%	7.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.3	48.8	54.1	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	257.2	214.0	231.6	240.0	230.0	220.0
应付账款周转天数	78.8	64.9	79.2	82.0	79.0	76.0
固定资产周转天数	123.4	111.2	111.0	108.1	101.5	88.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.43%	-17.49%	-6.30%	-13.40%	-4.01%	-3.88%
EBIT利息保障倍数	44.4	46.2	36.6	36.7	58.6	49.5
资产负债率	36.83%	36.33%	43.07%	43.78%	49.74%	51.44%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	1
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.67

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-26	持有	11.60	1.00 ~ 1.00
2 2010-08-17	持有	10.43	N/A
3 2010-10-28	买入	10.93	N/A
4 2011-03-23	买入	13.33	N/A
5 2011-04-29	持有	10.95	N/A
6 2011-08-23	持有	9.93	N/A
7 2011-10-28	持有	7.76	N/A

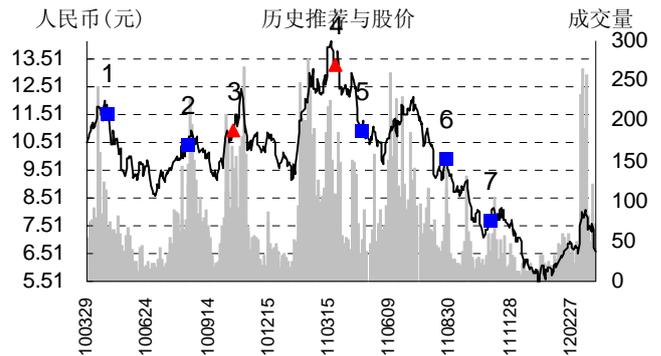
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B