

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): 6.86元

毛利率有所回升, 订单压力仍较大

长期竞争力评级: 等于行业均值

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)	3,643.22
年内股价最高最低(元)	12.19/5.51
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《昆明机床业绩点评》, 2012.3.30
2. 《新签订单环比下降, 毛利率未有回升》, 2011.10.28
3. 《下半年产品结构有望好转》, 2011.8.23

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	0.147	0.176	0.207
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	0.50	0.20	0.23
市盈率(倍)	29.36	57.81	46.61	38.90	33.21
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%	43.23%	19.82%	17.16%
净资产收益率(%)	12.98%	3.89%	5.54%	7.10%	8.07%
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

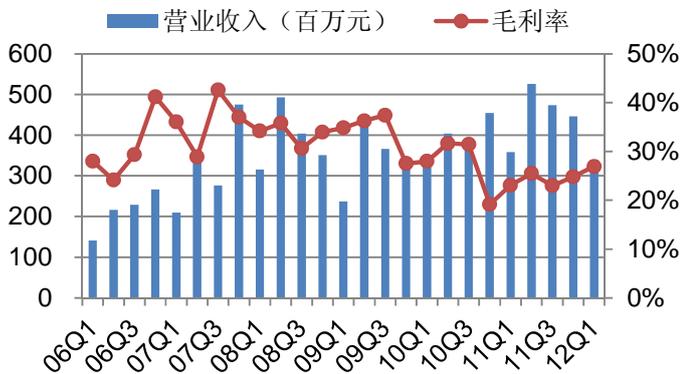
业绩简评

- 公司昆明机床 12 年 1 季度实现营业收入 338 百万元, 同比减少 5.72%; 归属母公司的净利润 5.15 百万元, 同比减少 77.26%, EPS 为 0.01 元。业绩的大幅下降主要是机床行业市场需求延续了 11 年 4 季度以来下滑的趋势。

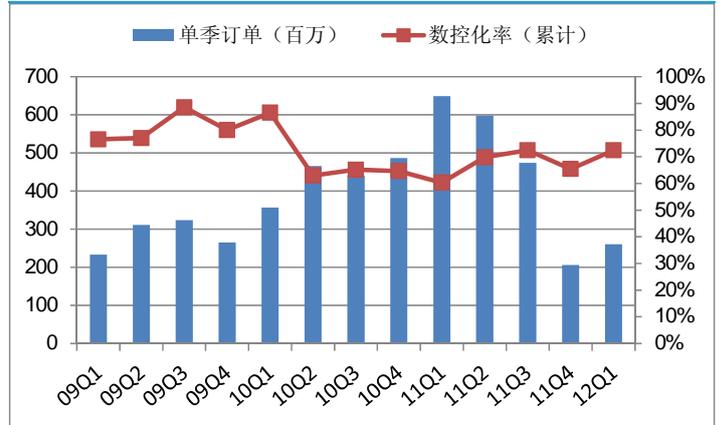
经营分析

- **机床行业缓慢复苏:** 1 季度国内金属切削机床产量为 18 万台, 同比增长 3%, 其中数控金属切削机床产量为 4.48 万台, 同比减少 15.89%。数控金切机月产量从 11 年下半年开始环比下降, 到 12 年 1 月降至谷底, 当月产量仅 1 万台; 从 2、3 月的情况来看, 数控金切机产量已经开始逐渐回升, 3 月产量已恢复至 1.9 万台。
- **综合毛利率回升:** 公司 12 年 1 季度综合毛利率为 26.93%, 比 11 年同期的 23.09% 提高了 3.84 个百分点, 与 11 年 4 季度相比也提升了 2.12 个百分点, 利润率正在逐步回升中, 这可能与产品的交付结构有关。
- **管理费用增加较多:** 公司 1 季度管理费用为 48.89 百万元, 比上年同期增加了 46.43%, 主要是因为公司为调整产品结构而加大研发投入, 研发费用同比增加了 10 百万元, 此外, 各种修理费、工资及各项社保费用、业务宣传费等费用较去年同期增加了 4 百万元。1 季度管理费用率为 14.45%, 比 11 年提高了 5 个百分点。
- **投资收益下降:** 1 季度公司投资收益为 -0.71 百万元, 主要是合资公司昆明道斯和联营公司西安瑞特的净利润较上年度都下降所致。
- **存货压力仍较大:** 公司期末存货同比增加了 16.35%, 达到 979 百万元。存货与年初相比减少了 4.4 百万元, 其中在产品增加了 8.4 百万元, 原材料减少了 1.1 百万元, 库存产成品减少了 11.7 百万元。在产品大幅增加的原因是年初需预投一部分生产周期长的零件, 库存产成品增加的原因是定制产品客户因资金紧张未能及时提货。1 季度延续了机床需求下降的趋势, 公司预期 12 年存货压力仍较大。
- **引进高端产品, 提升竞争力:** 公司引进希斯横梁导轨跨距为 2000mm 的双柱龙门机床的专有技术进展情况为商务谈判已完成, 项目已正式启动。

图表1: 公司各季度销售收入和毛利率

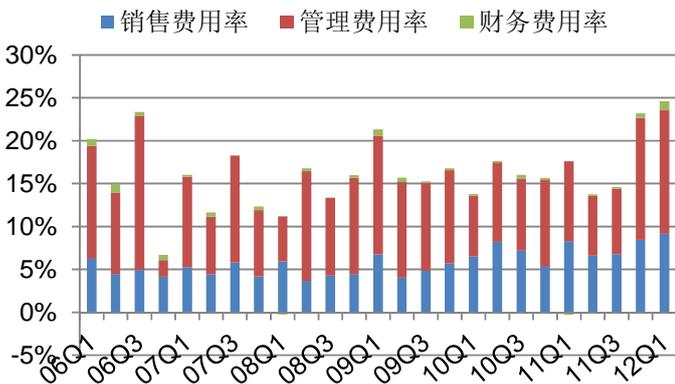


图表2: 公司各季度订单及数控化率



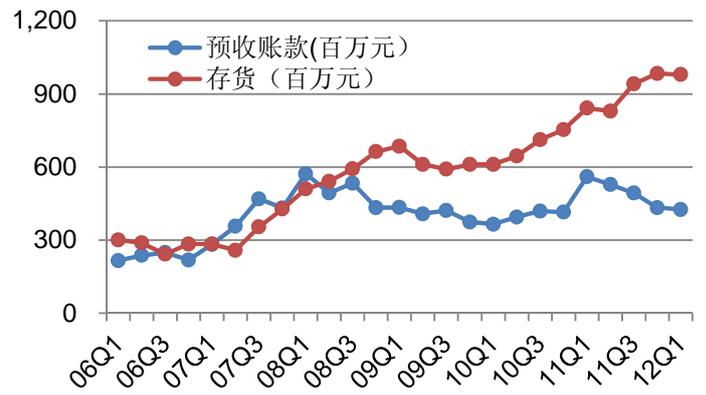
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 公司各季度三项费用率

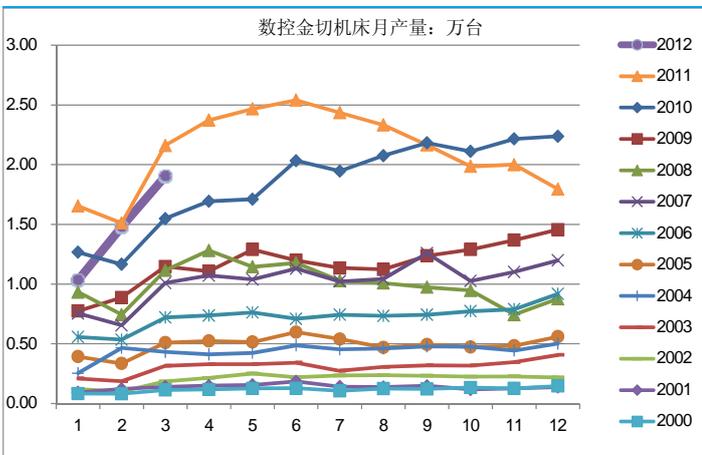


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 公司各季度存货及预收账款

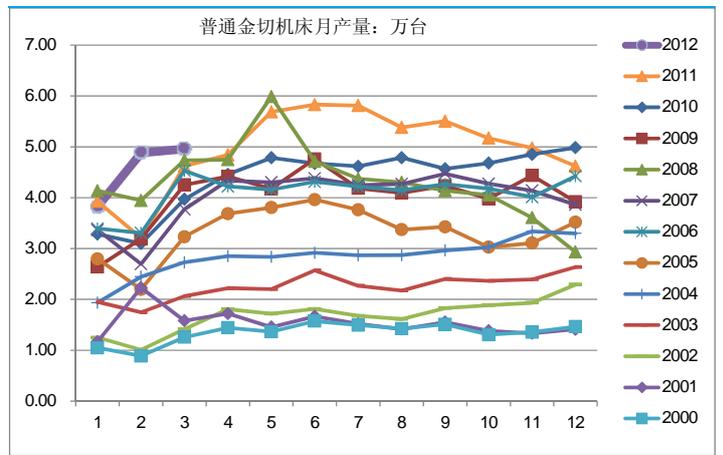


图表5: 国内数控金切机床月度产量



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表6: 国内普通金切机床月度产量



■ 新签订单环比上升, 数控化率提高: 公司1季度新增订单260百万元, 虽与11年1季度的649百万元相比降幅近60%, 而当期预收账款为425百

万元，比 11 年同期减少了 24%。公司 1 季度新增订单环比上升了 26.21%，应属于季节性回升，但扭转了前 3 个季度订单持续下降的趋势（11 年 2、3、4 季度分别为 598、474 和 206 百万元）。1 季度订单数控化率为 72.40%，同比提高 12 个百分点，环比提高 7 个百分点。从订单增长情况和数控化率来看，公司盈利能力趋势向好。

- **资金紧张，短期借款增加：**由于存货增加造成流动资金紧张，公司增加了银行短期贷款。1 季度短期借款为 145 百万元，比年初增加了 45 百万元。1 季度货币资金为 148.6 百万元，同比下降 47%，环比下降 23%。
- **经营性现金流大幅下降：**公司经营活动产生的现金流为净流出 39.67 百万元，明显多于 11 年同期的净流出 6.92 百万元，主要是由于 11 年下半年以来银根紧缩，市场需求下滑，公司销售减少，用户延期提货，存货增加，销售回款减少等原因导致的。

盈利预测和投资建议

- 鉴于机床行业景气和公司机床产品订单复苏较慢，我们下调了对公司的收入预测，而 1 季度综合毛利率有所上升，我们维持之前的盈利预测，预计 12-14 年营业收入预计为 1,830、2,027 和 2,279 百万元，净利润分别为 78.16、93.65 和 109.72 百万元，同比增长 43.23%，19.82%和 17.16%，EPS 分别为 0.147、0.176 和 0.207 元。
- 公司当前股价对应 2012 年 46.61 倍 PE，我们维持“持有”评级。

图表7：分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
机床产品销售及加工						
销售收入(百万元)	1,117.62	1,355.56	1,543.02	1,543.02	1,697.32	1,901.00
增长率(YOY)	-14.17%	21.29%	13.83%	0.00%	10.00%	12.00%
毛利率	34.35%	28.68%	25.99%	26.50%	27.00%	27.00%
销售成本(百万元)	733.67	966.77	1,142.04	1,134.12	1,239.04	1,387.73
增长率(YOY)	-11.88%	31.77%	18.13%	-0.69%	9.25%	12.00%
毛利(百万元)	383.95	388.79	400.98	408.90	458.28	513.27
增长率(YOY)	-18.23%	1.26%	3.13%	1.98%	12.08%	12.00%
占总销售额比重	81.45%	84.84%	85.49%	84.34%	83.74%	83.40%
占主营业务利润比重	81.94%	89.35%	91.87%	90.86%	90.64%	90.42%
高效节能压缩机						
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%	27.86%	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%	22.55%	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%
占总销售额比重	11.34%	12.57%	14.22%	15.44%	16.02%	16.39%
占主营业务利润比重	6.19%	4.98%	8.53%	9.10%	9.31%	9.54%
其它						
销售收入(百万元)	98.97	41.35	5.10	4.08	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	6.83	3.88	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%	-111.86%	15.00%	5.00%
占总销售额比重	7.21%	2.59%	0.28%	0.22%	0.23%	0.22%
占主营业务利润比重	11.87%	5.67%	-0.39%	0.05%	0.05%	0.04%
销售总收入(百万元)	1,372.20	1,597.71	1,804.86	1,829.51	2,026.79	2,279.41
销售总成本(百万元)	903.62	1,162.56	1,368.38	1,379.45	1,521.18	1,711.74
毛利(百万元)	468.58	435.15	436.48	450.06	505.61	567.67
平均毛利率	34.15%	27.24%	24.18%	24.60%	24.95%	24.90%

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	1,830	2,027	2,279
增长率		16.4%	13.0%	1.4%	10.8%	12.5%
主营业务成本	-904	-1,163	-1,368	-1,379	-1,521	-1,712
%销售收入	65.9%	72.8%	75.8%	75.4%	75.1%	75.1%
毛利	469	435	436	450	506	568
%销售收入	34.1%	27.2%	24.2%	24.6%	24.9%	24.9%
营业税金及附加	-1	-2	-8	-9	-10	-11
%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	-178
%销售收入	5.1%	6.8%	7.4%	7.8%	7.8%	7.8%
管理费用	-155	-141	-170	-179	-195	-217
%销售收入	11.3%	8.8%	9.4%	9.8%	9.6%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	242	184	125	119	143	162
%销售收入	17.6%	11.5%	6.9%	6.5%	7.0%	7.1%
财务费用	-5	-4	-3	-6	-6	-7
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-28	-1	-63	-22	-15	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	10	7	-3	0	3
%税前利润	5.0%	4.9%	10.7%	n.a	0.0%	2.1%
营业利润	220	189	66	89	122	143
营业利润率	16.1%	11.8%	3.6%	4.9%	6.0%	6.3%
营业外收支	28	12	3	2	3	3
税前利润	248	201	69	91	125	146
利润率	18.1%	12.6%	3.8%	5.0%	6.2%	6.4%
所得税	-35	-27	-17	-14	-31	-37
所得税率	14.1%	13.6%	24.1%	15.0%	25.0%	25.0%
净利润	213	173	52	77	94	110
少数股东损益	-3	-5	-2	-1	0	0
归属于母公司的净利润	216	178	55	78	94	110
净利率	15.7%	11.2%	3.0%	4.3%	4.6%	4.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	213	173	52	77	94	110
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64	41	106	65	67	70
非经营收益	-17	-9	-1	57	11	10
营运资金变动	-154	-76	-156	66	-66	-65
经营活动现金净流	106	129	1	266	105	124
资本开支	-119	-70	-165	-53	-47	-28
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	10	5	6	-3	0	3
投资活动现金净流	-109	-64	-159	-57	-47	-25
股权募资	0	0	0	0	-117	0
债权募资	0	-24	54	-40	192	35
其他	-44	-25	0	-11	-83	-85
筹资活动现金净流	-44	-49	54	-51	-8	-49
现金净流量	-48	16	-104	158	50	50

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	378	407	447
存货	610	753	984	907	959	1,032
其他流动资产	40	53	159	85	93	105
流动资产	1,314	1,485	1,739	1,720	1,859	2,034
%总资产	64.9%	66.1%	67.9%	68.6%	70.3%	72.8%
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%	27.4%	26.1%	24.0%
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%	31.4%	29.7%	27.2%
资产总计	2,024	2,248	2,559	2,507	2,644	2,794
短期借款	70	46	100	119	311	345
应付款项	583	686	885	824	858	928
其他流动负债	78	56	58	99	102	106
流动负债	731	788	1,043	1,042	1,271	1,380
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	1,042	1,271	1,381
普通股股东权益	1,217	1,374	1,402	1,411	1,319	1,360
少数股东权益	62	57	55	54	54	54
负债股东权益合计	2,024	2,248	2,559	2,507	2,644	2,794

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.508	0.336	0.103	0.147	0.176	0.207
每股净资产	2.864	2.587	2.640	2.657	2.484	2.561
每股经营现金净流	0.249	0.243	0.001	0.501	0.198	0.234
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%	5.54%	7.10%	8.07%
总资产收益率	10.66%	7.93%	2.13%	3.12%	3.54%	3.93%
投入资本收益率	15.42%	10.78%	6.08%	6.38%	6.36%	6.90%
增长率						
主营业务收入增长率	-12.21%	16.43%	12.97%	1.37%	10.78%	12.46%
EBIT增长率	-19.44%	-23.79%	-32.43%	-4.57%	20.10%	13.39%
净利润增长率	-21.95%	-17.38%	-69.40%	43.23%	19.82%	17.16%
总资产增长率	5.89%	11.03%	13.83%	-2.02%	5.45%	5.69%
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	117.2	110.1	97.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.43%	-17.49%	-6.30%	-15.76%	-6.51%	-7.35%
EBIT利息保障倍数	44.4	46.2	36.6	21.3	22.5	23.9
资产负债率	36.83%	36.33%	43.07%	41.57%	48.07%	49.41%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

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	2	2	2	3
持有	0	2	2	2	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.50	2.50	2.50	2.53

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
8 2012-03-30	持有	6.66	N/A

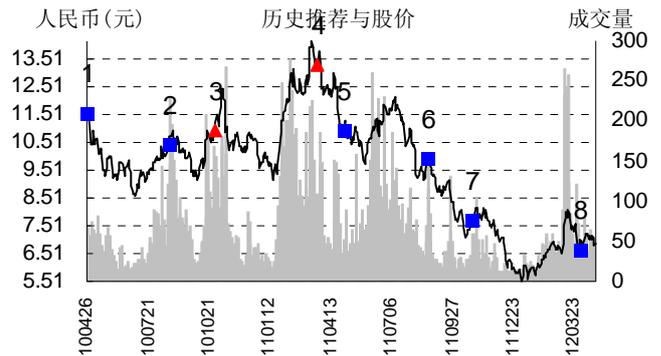
来源：国金证券研究所

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