

轻装上阵，面对挑战

研究结论

- **整体表现低于我们的预期：**公司 2008 年实现营业收入 10.85 亿，营业利润 7655.15 万元，同比分别增长 28.23%、19.49%，归属上市公司股东净利润 7339.25 万元，同比增长 1.44%，实现稀释后每股收益 0.2105 元，低于我们之前的预期。扣除非经常性损益后的每股收益为 0.2 元，同比增长 45.63%。公司传统主业机床类产品增长不明显，在第四季度受经济危机影响较为明显，收入增长主要来源于进出口贸易和原材料贸易。
- **综合毛利水平下降：**受原材料、能源价格上涨带来的成本压力，公司整体毛利率为 24.26%，同比下滑 3.12 个百分点。分产品看，机床类毛利率稍有改善，IC 卡燃气表和齿轮类产品毛利基本平稳；液压件毛利下降较为明显；电梯曳引机毛利率大幅下降，我们预计未来机床类产品毛利仍有改善空间，其他各产品毛利基本维持平稳。
- **计提拖累业绩：**报告期内公司加大了各项计提比例，拖累第四季度单季出现亏损。分项看其他应收帐款类坏帐准备期末值达 3223.81 万元，同比大幅增加；应收帐款坏帐准备期末值 922.47 万元，存货减值准备期末值为 1118.71 万元，与往年相比尚属正常范围。受此影响，报告期内公司资产减值损失高达 2507.22 万元，比上年同期增加 38.88%。
- **集团资产整合带来想象空间：**2008 年 6 月 30 日，陕西省国资委下发了“关于印发《关于进一步推进全省国有企业上市工作的实施意见》的通知”，明确到 2010 年要“着力推进陕西秦川机床工具集团公司等一批大集团、大公司整体上市”，至此，集团公司整体上市尘埃落定，未来上市公司整体质量将得到优化。
- **催化剂和风险因素：**磨齿机在乘用车市场的拓展与大集团框架内的资产整合是公司未来增长的主要驱动因素；但面对国际国内经济形势的不景气，下游汽车、工程机械等需求受到影响，带来公司业绩的波动；此外，原材料价格的波动也会影响公司业绩。
- 我们预测公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.26 元、0.30 元、0.35 元，给与公司 25 倍 PE，对应 2009 预测 EPS 股价为 6.48 元，下调投资评级至增持。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、安倩、张帆

机械分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (下调)**

股价(2009 年 3 月 11 日) 6.2 元

目标价格(6 个月) 6.48 元

总股本/A 股(万股) 34871.76/25573.5

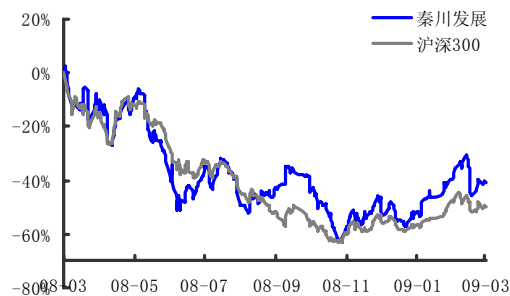
A 股市值(百万元) 1585.56

国家/地区 中国

行业 通用设备制造业

报告日期 2009 年 3 月 12 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(3.43)	17.65	(40.77)
相对表现 (%)	0.52	1.62	7.88

资料来源：WIND

财务分析				
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1085.29	1188.10	1315.07	1470.95
税前利润	92.84	108.19	127.02	145.83
归属母公司净利润	73.39	90.34	106.06	121.77
EBITDA	146.02	152.47	172.92	196.29
每股收益(元)	0.21	0.26	0.30	0.35
净资产收益率	8.53%	9.49%	10.19%	10.69%
每股经营现金(元)	0.05	0.30	0.19	0.18
市盈率(X)	21.48	23.93	20.39	17.76
EV/EBITDA	10.70	13.56	11.87	10.33

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

机床行业分析

2008 年，由于宏观经济等因素，机床行业整体增速回落，但市场对数控机床的需求依旧强劲，并逐步向大、重型和高端精密数控机床集中。目前我国中高端机床国内市场占有率较低，仍主要依赖于进口，国内企业进口替代空间广阔。我们预计未来几年数控机床的年均增长率将保持在 20% 以上，继续高于行业平均增速。

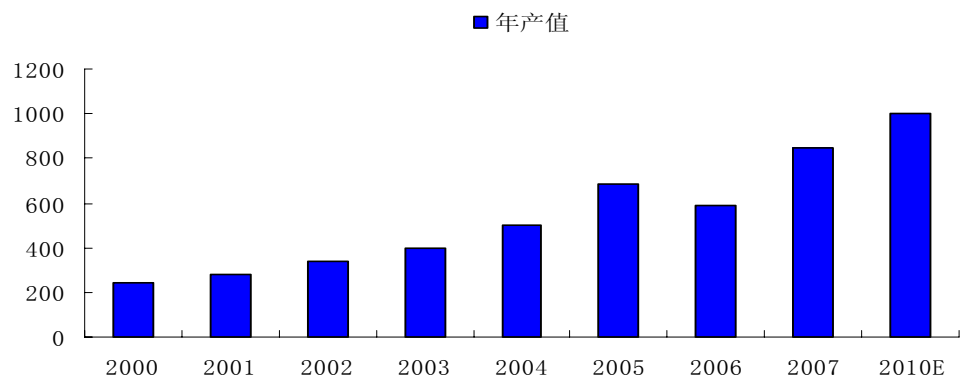
齿轮磨床市场前景广阔

齿轮磨床被誉为“皇冠上的明珠”，是所有机床中最复杂的机床之一，其技术含量高，属于我国重点发展和急需的高端精密机床。用磨削方法加工的齿轮具有低传动噪音、高传动效率和长使用寿命的优点，能满足不同行业对齿轮高使用性能的要求。

目前，全球齿轮加工主要有两种方式：一种以北美伊顿为代表，先采用滚齿等方法加工然后淬火，另一种以欧洲采埃孚为代表，淬火后进行磨削加工。随着齿轮磨削效率的提高，磨削成本逐渐降低，磨削方法获得了更广泛的应用。国际上，齿轮装置正沿着小型化、高速化、标准化的方向发展，对精度和效率的要求越来越高，齿轮磨削的比例也越来越大，最近，北美市场也开始注重磨削，以提高齿轮精度。未来，磨削加工齿轮的方法将成为主流。

齿轮及其产品是机械装备的主要传动部件，整体消费量巨大，我国齿轮行业经过近 20 年的发展，已进入快速发展时期，市场总规模和产销额达到每年 100 亿元以上的增长速度，2007 年市场总规模已经突破 1000 亿元大关，国内产销额达到 850 亿元，排名世界第三位，预计 2010 年齿轮行业年产值有望突破 1000 亿。

齿轮市场容量

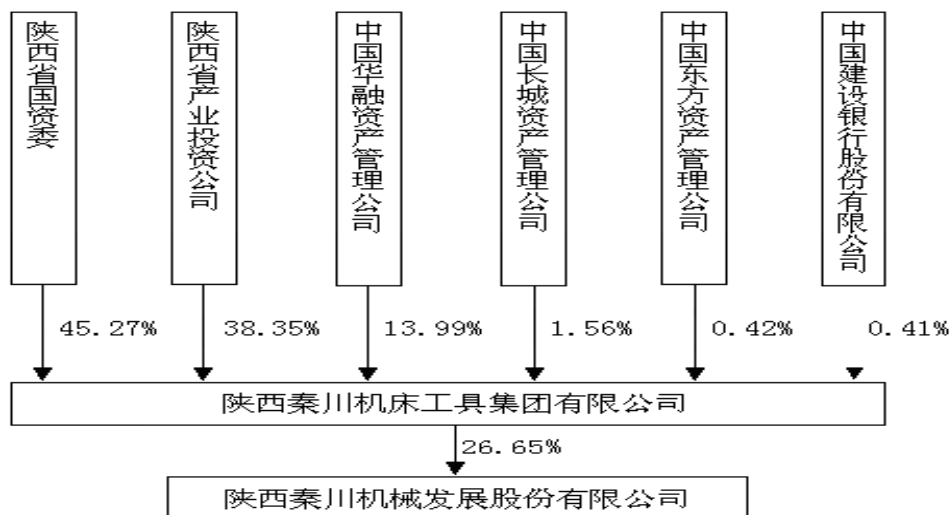


资料来源：东方证券研究所

齿轮磨床的龙头企业

陕西秦川机械发展股份有限公司是由秦川机床集团有限公司作为主要发起人联合其他发起人,同时向社会公众发行股票而募集设立的股份公司,公司于1998年6月8日通过深圳证券交易所交易系统以“上网定价”方式公开发行人,并于同年9月28日在深交所正式挂牌交易。秦川机床集团有限公司原名秦川机床厂,1965年从上海内迁至陕西宝鸡,是我国精密机床行业的龙头企业。

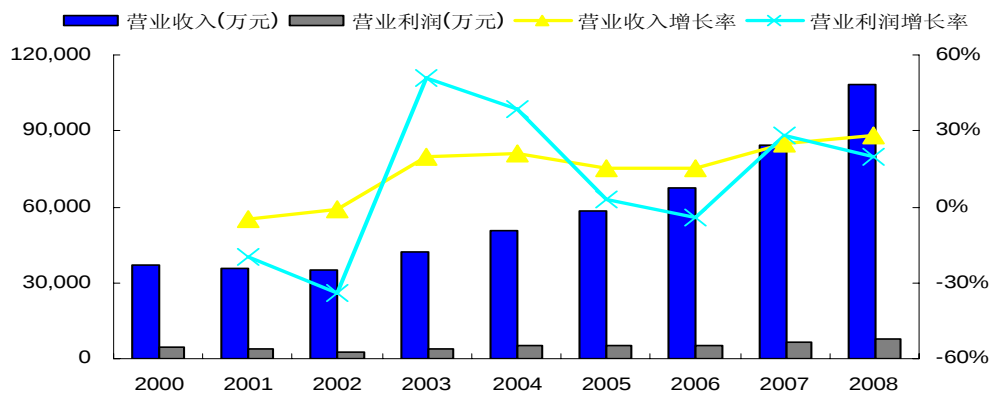
图：公司股权结构



资料来源：公司公告

公司近年收入规模增长平稳,2008年在经济危机对机床行业带来一定冲击的背景下,公司的经营也受到一定影响,但其收入规模继续保持增长势头,增速创出新高。2008年营业利润增幅下滑8.74个百分点,且没有跟上收入规模的增长,主要是2008年原材料价格上涨带来成本上涨较快。

公司营业收入、营业利润及其增长率情况



资料来源：公司公告

公司主营业务可分为三大块：机床业务、塑料机械和木塑业务、其它业务,其中机床业务占主营业务收入的50%以上。公司拥有本部、秦川格兰德、美国底特律(UAI)三大产业基地,其齿轮磨床国内市场占有率达到75%,居全国第一位;外圆磨床市场占有率居全国第二位。公司把数控、精

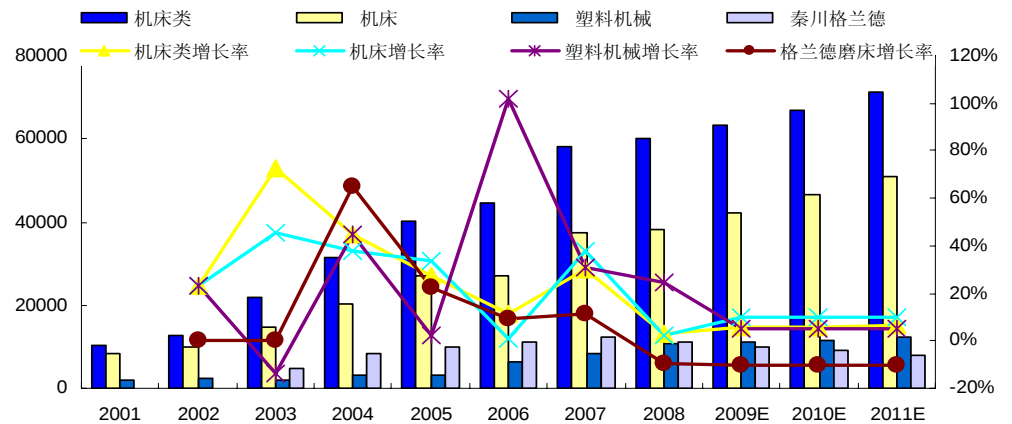
密、高效、专用、大型机床作为重点，产品以高端为主，数控化率达到 100%。竞争对手主要是国外企业，公司产品性能均达到国外同类产品水平，但价格是国外同类产品的 1/2 到 1/3，有很强的进口替代能力。

机床类产品

机床类产品是公司的主要产品，2008 年收入占比 55.24%。主要包括磨齿机、加工中心、塑料机械以及秦川格兰德的磨床系列等。2008 年机床类产品只实现了小幅增长，增速为 2.85%，相较于 2007 年增速大幅度下滑，我们预计未来机床类产品受整个行业不景气影响，增速也只有个位数水平。

秦川格兰德主要经营外圆磨系列产品，2008 年实现营业收入 1.1 亿元，实现净利润 62.38 万元。塑料机械主要由秦川未来塑料机械有限责任公司生产，2008 年公司实现营业收入 1.06 亿，净利润 -274.69 万元，拖累了公司整体业绩。

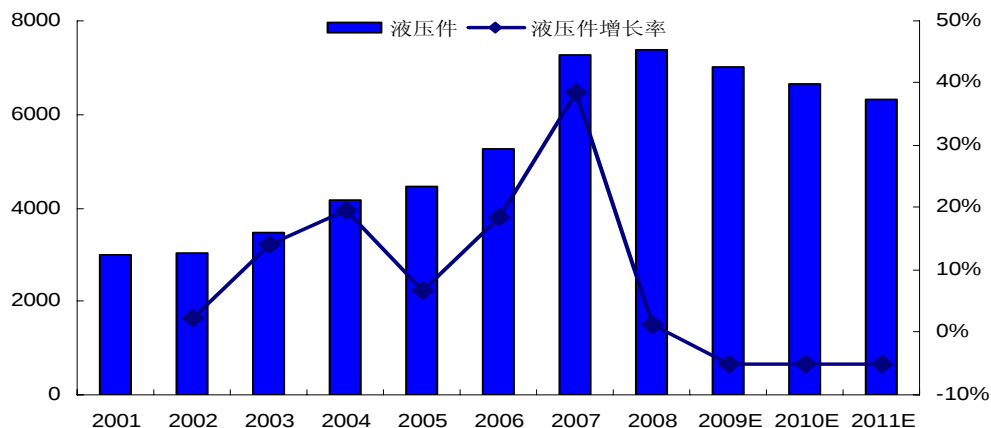
图：机床类产品收入及其增长情况



资料来源：东方证券研究所

液压件

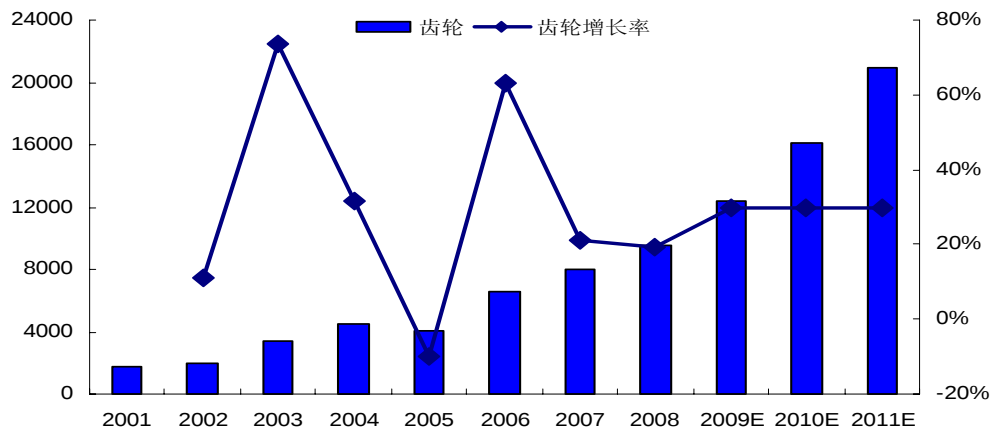
公司具有年产 12 万套汽车（载重）转向泵的生产能力，下游客户主要是重卡，受整体重卡行业不景气影响，公司液压件 2008 年收入增幅大幅下滑，增幅只有 1.18%。我们预计未来三年内公司此项业务会持续下滑。

图：液压件收入及其增长情况


资料来源：东方证券研究所

齿轮

公司齿轮业务主要从事齿轮加工的最后一道工序：精密磨齿工序，主要客户为军工等政府采购部门。公司瞄准了我国汽车变速箱几乎依赖进口的巨大进口替代空间，投入大量人力物力进行研发，计划沿精密齿轮产业链向上下游延伸。2008 年收入增速基本稳定，我们预计这一块未来还会保持一定增长。

图：齿轮收入规模及其增长率


资料来源：东方证券研究所

产品结构不断优化

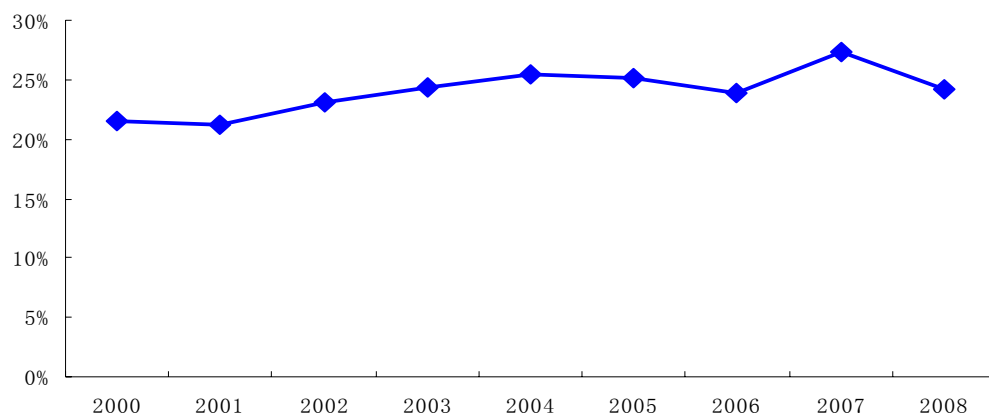
2009 年，公司将针对国家支柱产业对数控齿轮磨床、大型复合机床的需求，继续加大新产品研发力度。继续加快 2008 年度新品 YK75200 内齿轮齿轮磨床、YK7236B 蜗杆砂轮齿轮磨床、VMM1850 数控龙门铣床、VTG350 数控立式磨床等新品试制收尾工作；同时要充分利用这次市场调整之机，对近几年市场需求一直紧俏的现场产品 YK7250、YK7332A 等进行设计、工艺改进；对 YK73 系列产品磨削效率、测量效率等进行攻关整改；对 2008 年试制成功的 YK73200、YK7230、

VT350NC、VTM260 等新品下厂整改；同时重点开发 YKC31200 数控精密滚齿机、VMT400 铣车复合加工中心、超大型动柱式双龙门镗铣床等大规格齿轮磨床和车铣复合加工中心新品。通过新产品的不断推出，公司产品结构得到逐步改善，提升公司市场竞争力。

综合毛利率下降

公司近年毛利率情况呈不断改善趋势，2007 年毛利率达到 27.38%，但进入 2008 年受原材料、能源价格上涨带来的成本压力，毛利率下滑了 3.12 个百分点，我们预计未来公司毛利率基本维持稳定。

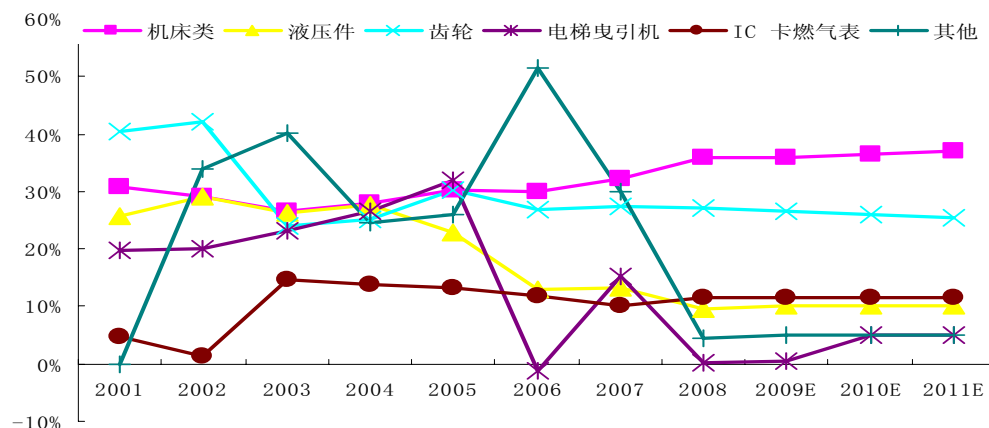
公司毛利率水平



资料来源：公司公告

分产品看，机床类产品近年毛利率持续上升，2008 年达到 35.99%，我们预测未来仍有改善空间；IC 卡燃气表和齿轮类产品毛利基本平稳；液压件毛利下降较为明显；电梯曳引机毛利率大幅下降，拖累整体水平

分产品毛利率情况

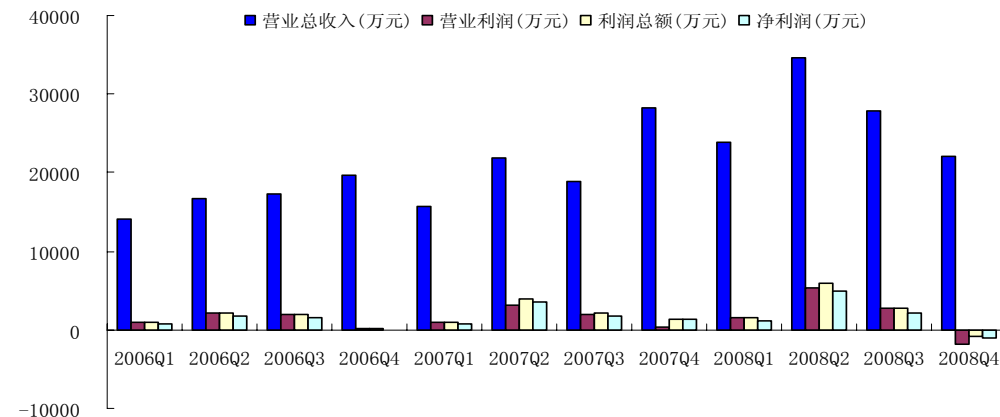


资料来源：东方证券研究所

第四季度受经济危机影响明显

全球经济危机已给公司带来了一定影响，2008 年第四季度出现订单同比下降的情况。从经营情况来看，公司第四季度单季实现收入 2.21 亿，利润总额-904.5 万元，净利润-979.4 万元，出现了亏损，影响公司全年经营业绩。除了主营业务下滑外，第四季度的大幅计提也直接导致单季亏损。

图：单季情况



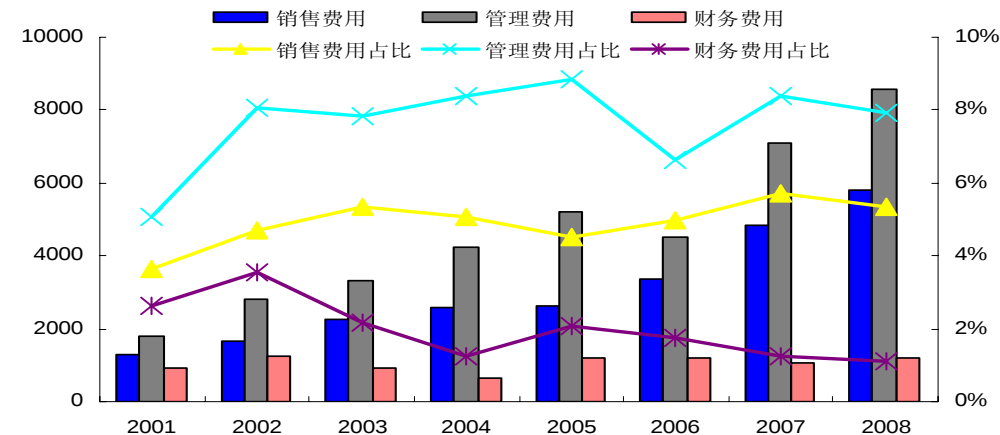
资料来源：东方证券研究所

随着国家新的宏观经济政策和刺激经济发展的计划，包括固定资产增值税转型等政策的实施，2009 年初公司主要产品的订单已有所回暖。

期间费用逐步改善

公司期间费用情况良好，三费占比在 2008 年均有不同程度的下降，我们预计未来随着公司收入规模的快速增长，期间费用会持续改善，提升公司业绩。

三费及其占比情况



资料来源：公司公告

计提拖累业绩

报告期内公司资产减值损失比上年同期增加 38.88%，主要是对个别认定的往来账款加大计提了坏帐准备；其中应收帐款坏帐准备期末达 922.47 万元，计提与往年相比属正常范围。其他应收帐款类计提期末达 3223.81 万元，同比大幅增加，计提比例也高达 59.5%，是拖累业绩主要因素。

存货比上年末增加 48.61%，主要是因为生产规模扩大以及增值税转型政策出台影响部分客户延时提货；公司存货减值准备期末为 1118.71 万元，计提比例小幅下降。

催化剂

开拓乘用车齿轮箱市场、拓宽市场领域

公司积极拓展市场范围，针对乘用车变速箱这一巨大市场，公司研制并推出了性能更高、功能更全面、稳定性更好的新一代磨齿机，目前，公司产品已打入上汽和比亚迪公司，未来随着汽车配件国产化率的提高，公司在这一领域大有作为，将成为新的增长点。

集团框架内的资产整合提供想象空间

秦川发展所在的陕西省是我国重工业的大省，汇集了一批优质的制造业公司。为整合省内机床资产，2006 年 11 月，在陕西省政府的积极推动下组建了陕西秦川机床工具集团，包括秦川机床集团公司、汉江机床有限公司、汉江工具有限公司、宝鸡机床厂等。

2008 年 6 月 30 日，公司控股股东陕西秦川机床工具集团有限公司接到陕西省国资委下发的“关于印发《关于进一步推进全省国有企业上市工作的实施意见》的通知”，文中明确提出，到 2010 年要“着力推进陕西秦川机床工具集团公司等一批大集团、大公司整体上市”。通知虽未对秦川工具集团公司整体上市的具体工作做出安排，公司及控股股东秦川机床工具集团也尚未对“整体上市”工作做出进一步明确的时间安排，但我们认为大集团整体上市框架已经明确。

风险因素

- 国际国内经济形势对下游需求影响的不确定性；
- 汽车行业与工程机械等下游行业周期性波动的不确定性；
- 钢材等原材料价格波动的不确定性。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业总收入	846.40	1085.29	1188.10	1315.07	1470.95
营业成本	614.65	822.00	903.86	1000.41	1121.71
主营业务税金及附加	4.59	4.23	5.73	6.07	6.71
销售费用	48.52	58.08	65.35	69.70	73.55
管理费用	70.97	85.88	95.05	102.58	110.32
财务费用	10.64	11.89	9.47	8.97	8.78
营业利润	97.04	103.21	108.65	127.36	149.88
非经常性损益	(13.40)	(10.37)	(0.46)	(0.34)	(4.04)
税前利润	83.64	92.84	108.19	127.02	145.83
所得税	10.20	17.99	16.23	19.05	21.87
净利润	73.44	74.85	91.96	107.96	123.96
少数股东损益	1.09	1.46	1.62	1.91	2.19
归属母公司净利润	72.35	73.39	90.34	106.06	121.77
EPS (元/股)	0.31	0.21	0.26	0.30	0.35

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
货币资金	341.16	298.49	344.96	358.64	383.38
应收账款票据	239.75	205.52	237.04	289.71	354.57
存货	291.26	432.86	483.12	553.74	641.38
交易性金融资产	1.80	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	936.83	999.98	1135.38	1284.95	1477.76
长期投资	35.78	31.21	31.21	31.21	31.21
固定资产	270.18	309.38	328.31	338.08	329.02
在建工程	45.29	72.41	64.48	42.90	18.58
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	409.55	466.47	453.74	440.10	405.04
资产总计	1346.38	1466.45	1589.12	1725.05	1882.80
循环借款	190.84	242.77	229.70	229.70	229.70
应付账款	117.65	153.58	178.00	207.14	243.20
预收账款	120.00	135.42	142.57	151.23	161.80
其他应付款	12.26	(6.84)	5.34	3.95	3.10
流动负债合计	457.04	541.48	594.10	638.95	696.86
非流动负债合计	85.42	47.89	26.29	26.29	26.29
负债合计	542.46	589.37	620.38	665.24	723.15
股本	232.48	348.72	348.72	348.72	348.72
资本公积	196.96	80.72	98.79	120.00	144.36
未分配利润	265.16	334.37	402.13	465.11	532.70
股东权益	803.92	877.08	968.74	1059.81	1159.65
负债和股东权益	1346.38	1466.45	1589.12	1725.05	1882.80

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
税后利润	72.35	73.39	90.34	106.06	121.77
经常性现金支出	62.03	71.02	62.18	63.48	67.60
非经常性现金支出	12.74	2.15	6.05	6.39	6.69
营运资金变动	(2.35)	(130.50)	(54.60)	(112.02)	(136.58)
少数股东损益	1.09	1.46	1.62	1.91	2.19
经营活动现金净流	145.86	17.52	105.60	65.81	61.66
资本开支	63.09	60.76	43.99	23.47	3.02
其他投资	(0.43)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金净流	(61.17)	(56.41)	(44.70)	(24.11)	(3.59)
贷款增加	14.30	16.83	0.00	0.00	0.00
支付股利利息	(21.63)	(20.21)	3.28	(22.64)	(27.46)
其他融资	14.47	16.42	17.14	(5.37)	(5.88)
筹资活动现金净流	(7.16)	(3.78)	20.42	(28.02)	(33.34)
现金净流量	77.53	(42.67)	81.32	13.69	24.73
现金期初余额	263.64	341.16	298.49	379.81	393.50
现金期末余额	341.16	298.49	379.81	393.50	418.23

比率分析

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
增长能力					
营收增长率(%)	25.13%	28.23%	9.47%	10.69%	11.85%
EBITDA 增长率(%)	28.86%	4.87%	4.42%	13.41%	13.51%
EBIT 增长率(%)	36.24%	6.90%	2.62%	15.41%	16.38%
净利润增长率(%)	82.55%	1.93%	22.85%	17.40%	14.81%
盈利能力					
毛利率(%)	27.38%	24.26%	23.92%	23.93%	23.74%
净利率(%)	8.68%	6.90%	7.74%	8.21%	8.43%
EBITDA 利润率(%)	16.45%	13.45%	12.83%	13.15%	13.34%
ROA(%)	5.45%	5.10%	5.79%	6.26%	6.58%
ROE(%)	9.14%	8.53%	9.49%	10.19%	10.69%
ROIC(%)	9.95%	9.04%	8.61%	8.88%	9.07%
偿债能力					
资产负债率(%)	40.29%	40.19%	39.04%	38.56%	38.41%
流动比率(倍)	2.05	1.85	1.91	2.01	2.12
速动比率(倍)	1.27	0.93	0.98	1.01	1.06
价值评估					
P/B(倍)	5.20	1.92	2.37	2.16	1.97
P/E(倍)	21.78	21.48	23.93	20.39	17.76
EV/收入(倍)	4.51	1.44	1.74	1.56	1.38
EV/EBITDA(倍)	27.39	10.70	13.56	11.87	10.33
EV/EBIT(倍)	35.42	13.57	17.50	15.06	12.78

资料来源：东方证券研究

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

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接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业助理分析师

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接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业助理分析师

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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn