

估值合理，但未充分反映整体上市预期

秦川发展动态分析

报告关键点：

- 2009年公司收入保持稳定，盈利增长将走出低谷
- 集团整体上市预计2010年上半年完成，界时每股收益增厚15%左右，达0.35元
- 对当前业务估值合理，但尚未充分反映整体上市预期，调高评级至增持 - A

报告摘要：

- 2009年公司收入保持稳定，盈利增长将走出低谷。公司产品较多，收入占比超过5%的有5类，其中机床类占60%左右，且后者的利润贡献超过80%。对于非机床类产品我们认为其贡献并不会发生太大变化。而机床类产品今年预计仍能保持个位数的增长，明年则将随行业复苏以及产能的扩张而增速加快。以前年度不当投资带来的其它应收款已基本计提减值准备完毕，今年将回落至正常的水平(300-500万)。综上所述，2009年公司主营业务收入会相对稳定，个别产品的毛利率会随着钢材价格的回落而回升，再加上坏帐准备计提已较为充分，所以虽然今年才是机床行业的低谷，但我们认为公司的盈利增长率将先行回升
- 集团整体上市预计2010年上半年完成，届时将增厚每股收益15%左右，达0.35元以上。在没有具体的收购方式与价格的情况下，整体上市给上市公司带来的每股收益增厚也难以准确评估。但我们这里就我们认为可能性较大的其中一种情况(定向增发收购集团非上市资产)来大致推算得出2010年整体上市给公司带来的每股收益增厚幅度在15%左右的判断，届时每股收益将超过0.35元。
- 对当前业务的估值合理，但尚未充分反映整体上市预期。我们认为，公司盈利增长较为明确，预计当前业务未来两年产生的每股收益分别为0.28元和0.31元，公司目前的股价基本反映了这一当前业务的增长预期，但2010年整体上市后每股收益预计达0.35元，按20倍的动态市盈率计算，对应的12个月目标价为7元，因此调高评级至增持 - A。

评级：

增持-A

上次评级：中性-A

目标价格：

7.00 元

期限：12 个月 上次预测：5.00 元

现价：6.20 元

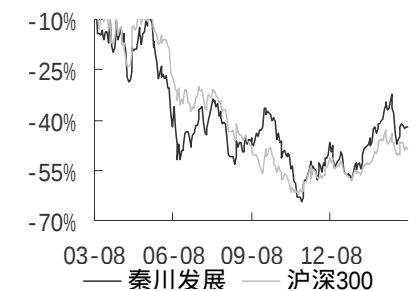
报告日期：

2009-03-12

市场数据

总市值(百万元)	2,162.05
流通市值(百万元)	1,585.56
总股本(百万股)	348.72
流通股本(百万股)	255.74
12 个月最高/最低	3.68/16.12 元
十大流通股东(%)	25.54%
股东户数	43,918

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.23	12.49	6.18
绝对收益	(4.00)	25.75	(42.30)

研究员

林晨

行业分析师

0755-82558022 linsheng@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	846.4	1,085.3	1,085.8	1,168.2	1,290.3
Growth(%)	25.1%	28.2%	0.0%	7.6%	10.5%
净利润	72.4	73.4	96.1	107.7	123.2
Growth(%)	74.7%	1.4%	30.9%	12.2%	14.4%
毛利率(%)	27.4%	24.3%	23.9%	24.1%	24.6%
净利润率(%)	8.5%	6.8%	8.8%	9.2%	9.6%
每股收益(元)	0.21	0.21	0.28	0.31	0.35
每股净资产(元)	2.31	2.52	2.75	3.00	3.29
市盈率	27.4	27.0	20.7	18.4	16.1
市净率	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7
净资产收益率(%)	9.1%	8.5%	10.2%	10.5%	11.0%
ROIC(%)	11.7%	12.0%	12.2%	12.1%	13.0%
EV/EBITDA	12.4	17.1	15.8	13.7	11.8
股息收益率	0.0%	0.0%	1.0%	1.1%	1.2%

前期研究成果

秦川发展：行业景气下降，整体上市不会太快

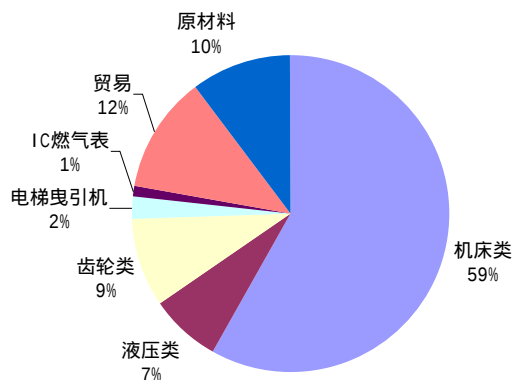
2008-10-31

1. 2009 年公司将走出盈利增长的低谷

1.1. 公司产品较多，但利润贡献主要来自机床类

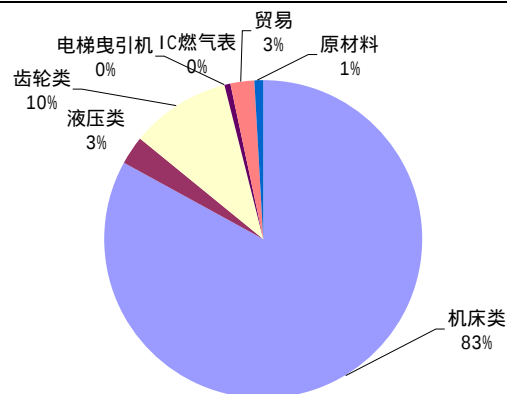
从各产品的收入结构来看，超过 5% 的产品有 5 类，其中机床类占 60% 左右。但从利润贡献来看，机床类的毛利率较高，利润贡献超过 80%。

图 1 2008 年各产品的收入构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2 2008 年各产品的利润构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

对于非机床类产品我们认为：2009 年进出口贸易会下降 15% 左右，齿轮、液压类则保持不变，电梯曳引机也会减少 10% 左右，但毛利率会随着钢材价格的回落而回升至 5% 左右。整体来看，我们认为非机床类产品的贡献并不会发生太大变化。

1.2. 公司机床产品今年预计能保持个位数的正增长

公司机床产品主要包括磨齿机和外圆磨床两大类。

从目前来看，公司磨齿机 08 年的产量基本与 07 年持平，订单仍能维持半年左右的生产，并不存在积压现象，基本上是完成一台交货一台。我们预计今年在公司产能未释放的情况下，这一现象将延续，预计收入增幅在 5 - 10% 之间。

而外圆磨床去年产量下降 8% 左右，从前两个月的情况来看基本恢复到上年同期水平，部分产品还出现供不应求的现象。考虑到存在部分客户由于今年开始实施的固定资产抵扣政策而推迟提货的成分，我们认为这一现象还有待后续跟踪观察，保守的估计今年外圆磨床产量仍将下降，但降幅将明显小于去年。

综合来看，我们认为公司机床产品今年预计仍能保持个位数的增长。明年则将随行业复苏而增速加快。

1.3. 三年以上的坏帐计提减值准备的空间已不大

可以看到在 2006 年末对秦众电子的巨额其它应收款还未形成，由于秦众电子经营滑坡，公司 07 年对当年形成的 2500 万元左右的应收款提取了 50% 的减值准备，而 08 年对包括该笔其它应收款以及绝大部分的其它三年以上的其它应收款计提了全额的减值准备。

表 1 过去两年减值准备金额较大

单位：千万元	2007 年	2008 年
减值准备	1.81	2.51
其中：坏帐计提	1.64	2.16
其中：三年以上其它应收款	1.25	1.59
三年以上其它应收款净额	1.95	0.17

数据来源：安信证券研究中心

在经历了两年大规模计提坏帐准备之后，目前三年以上的其它应收款已基本计提完

毕，因此我们预计今年起坏帐准备将大幅下降。但三年以上的应收账款的未计提净额仍有 1200 万左右，所以今年坏帐准备不大可能迅速减至 0，保守来看，今年可能继续计提坏帐准备 300 - 500 万元左右，09 年由此带来的利润增长就在 1600 万左右。

综合来看，我们认为 09 年公司主营业务收入会相对稳定，个别产品的毛利率会随着钢材价格的回落而回升，再加上坏帐准备计提已较为充分，所以虽然今年才是机床行业的低谷，但公司的盈利增长率将先行回升。

2. 集团效益稳步提升，预计整体上市将增厚每股收益 15%左右

2.1. 集团效益稳步提升，2010 年整体上市并无悬念

2008 年，秦川集团实现销售收入 29 亿元左右，同比增长 22%，实现利润 1.66 亿元，同比增长 23%。除上市公司外，集团目前盈利最好的是汉江工具和秦川铸造，市场对整体上市一直存在预期。

集团整体上市虽然在秦川集团层面以及国家政策导向上均已十分明确，但由于宝鸡机床厂的产权仍未转让给秦川集团，我们认为今年实现的可能性并不大，预计要到明年上半年实施。

表 2 近年来相关鼓励政策相继出台

时间	相关支持整合的政策
2008 年 6 月	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”
2009 年 2 月	国家出台的装备制造业振兴规划中强调要推进结构调整，转变产业增长方式，支持装备制造骨干企业进行联合重组，发展具有工程总承包、系统集成、国际贸易和融资能力的大型企业集团

数据来源：安信证券研究中心

2.2. 预计整体上市将增厚每股收益 15%左右

在没有具体的收购方式与价格的情况下，整体上市给上市公司带来的每股收益增厚也难以准确评估。但我们这里就我们认为可能性较大的其中一种情况（定向增发收购集团非上市资产）来大致推算：

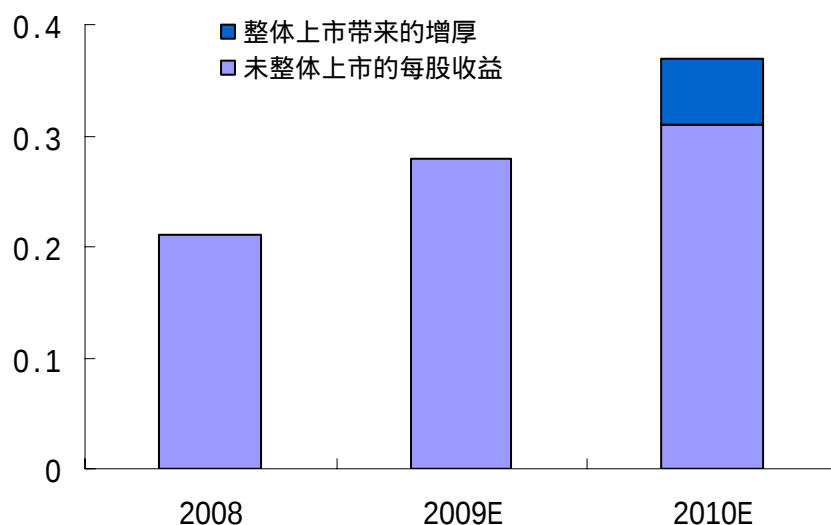
假设一：集团去年利润为 1.66 亿元，我们预计 2009 年利润不会超过 2 亿元，其中上市公司的利润在 1 亿元左右，而非上市公司的利润在 0.9 - 1 亿元左右。2010 年上半年收购集团资产时以 10 倍 PE 价格，则需要资金量大致在 9 - 10 亿元左右（由于目前集团除上市公司以外的净资产在 7 亿元左右，这一假设收购价对应的 PB 在 1.4 倍左右，给资产评估增值等预留了充足的空间，因此这一假设价格应在合理范围之内）。

假设二：公司通过定向增发募集所需资金，目前价格 6 元左右，如果增发价定在 5 元左右，则股本扩张 2 亿股左右，总股本增至 5.4 亿股左右。

假设三：整体上市在 2010 年初完成，预计 2010 年利润与将增至 2 亿元左右，摊薄后的每股收益在 0.37 元左右。与没整体上市时我们对其 2010 年预测的每股收益 0.31 元对比，增幅在 20%左右。但由于我们预计整体上市日期不会正好在年初（很可能在 2010 年上半年），因此 2010 年整体上市给公司带来的每股收益增厚幅度会小于 20%，我们预计在 15%左右。

综合来看，在以上假设之下，预计 2010 年集团整体上市将增厚公司每股收益 15%左右，至 0.35 元。

图 3 2010 年集团整体上市将增厚每股收益



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 对当前业务的估值合理，但尚未反映整体上市预期

如果不考虑整体上市，我们预计公司未来两年的每股收益分别为 0.28 元和 0.31 元。目前机床行业上市公司 2009 年的平均市盈率在 20 倍左右，按 2010 年 20 倍市盈率计算，公司合理股价在 6 元左右。也就是说，目前股价基本反映了当前估值体系下的经营情况。

但是我们认为随着时间的推进，公司的整体上市已渐行渐近，目前应该在估值时充分考虑到这一因素。按我们前面的情景假设，如果 2010 年上半年集团整体上市，公司摊薄后的每股收益将在 0.35 元以上。按 2010 年 20 倍市盈率计算，公司对应的合理股价在 7 元以上。

我们认为，公司盈利增长较为明确，公司目前的股价反映了目前业务的增长预期，但尚未反映整体上市预期，因此调高评级至增持 - A，12 个月目标价 7 元。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-2-28		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	846.4	1,085.3	1,085.8	1,168.2	1,290.3	成长性					
减: 营业成本	614.6	822.0	826.6	886.7	973.5	营业收入增长率	25.1%	28.2%	0.0%	7.6%	10.5%
营业税费	4.6	4.2	4.3	4.7	5.2	营业利润增长率	28.2%	19.5%	31.1%	14.0%	16.3%
销售费用	48.5	58.1	57.5	61.9	68.4	净利润增长率	74.7%	1.4%	30.9%	12.2%	14.4%
管理费用	71.0	85.9	85.8	92.3	101.9	EBITDA 增长率	15.7%	12.4%	9.7%	13.4%	15.0%
财务费用	10.6	11.9	8.0	8.0	8.0	EBIT 增长率	20.7%	18.4%	22.5%	12.9%	15.2%
资产减值损失	18.1	25.1	3.2	0.2	0.4	NOPLAT 增长率	61.2%	3.2%	20.8%	11.4%	13.5%
加: 公允价值变动收益	0.8	-0.8	-	-	-	投资资本增长率	0.6%	18.7%	12.4%	5.6%	6.7%
投资和汇兑收益	-15.7	-0.8	-	-	-	净资产增长率	8.6%	9.1%	9.3%	9.2%	9.7%
营业利润	64.1	76.6	100.3	114.3	133.0	利润率					
加: 营业外净收支	19.6	16.3	15.0	15.0	15.0	毛利率	27.4%	24.3%	23.9%	24.1%	24.6%
利润总额	83.6	92.8	115.3	129.3	148.0	营业利润率	7.6%	7.1%	9.2%	9.8%	10.3%
减: 所得税	10.2	18.0	17.3	19.4	22.2	净利率	8.5%	6.8%	8.8%	9.2%	9.6%
净利润	72.4	73.4	96.1	107.7	123.2	EBITDA/营业收入	12.4%	10.9%	11.9%	12.6%	13.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	8.8%	8.1%	10.0%	10.5%	10.9%
货币资金	341.2	298.5	128.2	168.8	211.8	运营效率					
交易性金融资产	1.8	-	-	-	-	固定资产周转天数	111	96	108	111	110
应收帐款	153.4	154.4	154.5	166.2	183.6	流动营业资本周转天数	153	121	145	148	141
应收票据	85.9	51.1	59.5	64.0	70.7	流动资产周转天数	378	321	304	271	273
预付帐款	62.9	63.1	63.1	63.1	63.1	应收帐款周转天数	58	42	44	43	42
存货	291.3	432.9	430.3	461.6	506.8	存货周转天数	124	122	143	137	135
其他流动资产	0.5	-	0.0	-	-	总资产周转天数	536	467	465	432	429
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	307	262	302	306	294
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	35.8	31.2	31.0	31.0	31.0	ROE	9.1%	8.5%	10.2%	10.5%	11.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	5.1%	7.3%	7.5%	7.8%
固定资产	270.2	309.4	344.3	378.5	410.7	ROIC	11.7%	12.0%	12.2%	12.1%	13.0%
在建工程	45.3	72.4	43.4	26.1	15.6	费用率					
无形资产	47.2	43.8	40.9	38.3	35.8	销售费用率	5.7%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%
其他非流动资产	11.1	9.7	45.7	67.3	80.3	管理费用率	8.4%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
资产总额	1,346.4	1,466.5	1,341.0	1,465.0	1,609.5	财务费用率	1.3%	1.1%	0.7%	0.7%	0.6%
短期债务	170.8	191.8	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	15.4%	14.4%	13.9%	13.9%	13.8%
应付帐款	126.0	150.0	156.3	167.6	184.0	偿债能力					
应付票据	-	12.4	11.3	12.1	13.3	资产负债率	40.3%	40.2%	28.5%	28.5%	28.6%
其他流动负债	140.1	136.4	164.9	188.3	214.1	负债权益比	67.5%	67.2%	39.8%	39.9%	40.1%
长期借款	77.0	41.6	41.6	41.6	41.6	流动比率	2.05	1.85	2.50	2.49	2.50
其他非流动负债	8.4	6.3	5.8	5.8	5.8	速动比率	1.39	1.05	1.21	1.25	1.28
负债总额	542.5	589.4	382.1	417.6	461.0	利息保障倍数	7.02	7.44	13.54	15.29	17.62
少数股东权益	56.6	54.6	56.6	58.8	61.3	分红指标					
股本	232.5	348.7	348.7	348.7	348.7	DPS(元)	-	-	0.06	0.06	0.07
留存收益	516.5	476.8	553.6	639.8	738.4	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	803.9	877.1	958.9	1,047.3	1,148.5	股息收益率	0.0%	0.0%	1.0%	1.1%	1.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	73.4	74.9	96.1	107.7	123.2	EPS(元)	0.21	0.21	0.28	0.31	0.35
加: 折旧和摊销	31.6	30.9	21.0	24.3	27.8	BVPS(元)	2.31	2.52	2.75	3.00	3.29
资产减值准备	18.1	25.1	3.2	0.2	0.4	PE(X)	27.4	27.0	20.7	18.4	16.1
公允价值变动损失	-0.8	0.8	-	-	-	PB(X)	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7
财务费用	14.5	12.4	15.0	8.0	8.0	P/FCF	23.0	-44.0	-8.2	37.2	35.9
投资收益	15.7	0.8	-	-	-	P/S	2.3	1.8	1.8	1.7	1.5
少数股东损益	1.1	1.5	2.0	2.2	2.5	EV/EBITDA	12.4	17.1	15.8	13.7	11.8
营运资金的变动	-5.5	-130.7	24.2	-12.2	-26.2	CAGR(%)	14.4%	18.9%	12.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	145.9	17.5	154.3	130.3	135.7	PEG	1.9	1.4	1.7	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-61.2	-56.4	-59.9	-60.1	-60.1	ROIC/WACC	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	-7.3	-3.6	-260.0	-29.5	-32.6	REP	1.5	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

林晟, CFA, 机械行业分析师, 负责铁路设备制造及机床行业研究, 毕业于厦门大学, 经济学硕士。
2006.12 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034