

秦川发展(代码 000837.SZ)

CIMT2009 见闻——大型机床的盛宴

——秦川发展调研报告

姓名 李强
电话 86-10-5836 2766
邮箱 liqiang@bhqz.com

投资要点:

事件: 09 年 4 月 6-7 日参观 CIMT2009, 并向秦川发展集团董事长龙兴元询问公司发展情况, 并参加了公司 2009 年新产品发布会。

点评:

● CIMT2009——大型机床的盛宴

07 年 5 月入行以来, 参加了三次机床展览, 最早的一次是在天津“2008 环渤海国际机床模具技术展览会”; 然后是 CCMT2008 “中国数控机床展览会”; 最近一次是 CIMT2009 “第十一届中国国际机床展览会”。CIMT2009 与 CCMT2008 最大的区别就在于展出的大型机床呈现出绝对的压倒优势。这也如我们在 2008 年对行业趋势的判断: 产品结构升级以及进口替代

● 普通型机床产量、出口量均有大幅下滑; 大重型机床受影响较小

受经济危机影响, 普通型车、铣床产品下滑幅度显著, 这主要是出口型企业的大量关闭影响了对普通型机床产品的需求。但是, 大重型机床受危机影响较小, 而且受国家四万亿投资的拉动效应比较明显, 以风电、核电、铁路设备、船舶、重型机械、基建等行业为主。09 年重型机床行业累计订单量达到 130 亿以上, 因此依然能维持 10%-15% 的增长。

● 公司磨齿机向乘用车和大型化两方面转型

由于磨齿机传统的重卡、工程机械等下游 09 年产销量负增长的可能性较大, 因此对公司产品的需求会有减少, 但是公司积极向乘用车磨齿机产品转型; 另外开发新产品 YK75200 内齿轮齿轮磨床、YK7236B 蜗杆砂轮齿轮磨床以适应风电、核电、航空、铁路设备、船舶等行业的需求。

● 盈利预测与估值

预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.28 元、0.30 元和 0.35 元, 对应 PE 分别为 24.54X、22.9X 和 19.63X, 给予公司“中性”的投资评级

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	846	1,085	1,153	1,198	1,285
(+/-)%	25%	28%	6%	4%	7%
经营利润 (EBIT)	108	115	126	127	144
(+/-)%	36%	7%	9%	1%	13%
净利润	72	73	99	106	121
(+/-)%	75%	1%	35%	7%	14%
每股净收益 (元)	0.31	0.21	0.28	0.30	0.35
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	27.38%	24.26%	24.45%	24.14%	24.72%
ROE (%)	9.00%	8.37%	10.11%	9.75%	10.01%
ROIC (%)	8.82%	7.99%	9.97%	9.14%	9.39%
PE	22.07	32.64	24.16	22.56	19.74
PB	1.99	2.73	2.44	2.20	1.98
EV/EBITDA	11.34	16.68	13.21	12.06	10.21

评级:

中性

上次评级:

首次评级

目标价格:

¥ 7.32

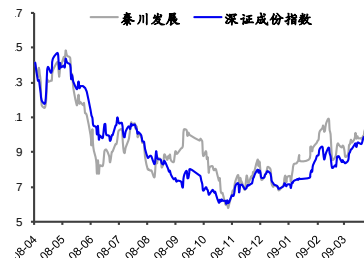
上次预测:

¥

当前价格:

¥ 6.87

2009.04.10



公司简介

公司是国内齿轮磨床、螺纹磨床等的龙头企业, 市场占有率在 75% 以上; 新型产品的研发生产, 在 09 年将使公司的磨床产品向大重型方面发展。

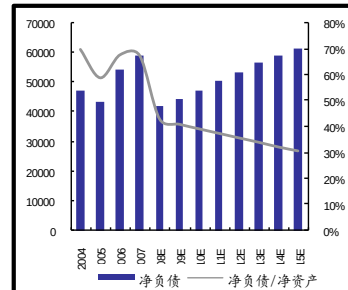
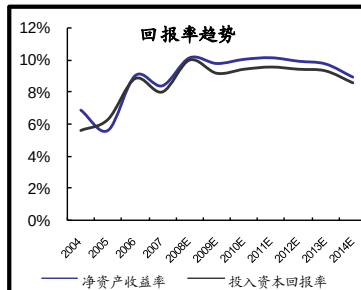
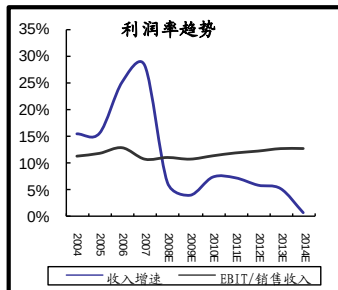
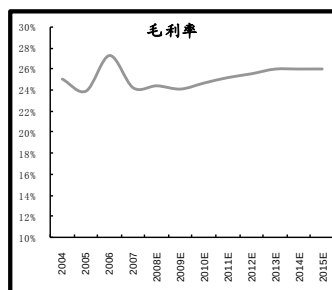
首次报告

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	341	298	168	310	448	营业收入	846	1085	1153	1198	1285
应收票据	86	51	54	56	61	营业成本	615	822	871	909	967
应收账款	123	132	183	190	204	营业税金及附加	5	4	6	6	6
预付款项	63	63	67	72	77	销售费用	49	58	62	64	69
其他应收款	31	22	23	24	26	管理费用	71	86	88	92	98
存货	291	433	456	459	490	财务费用	11	12	9	2	1
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	18	25	15	15	15
长期股权投资	36	31	31	31	31	公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
固定资产	270	309	317	306	280	投资收益	-16	-1	0	0	0
在建工程	45	72	56	43	32	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	64	77	102	111	129
无形资产	47	44	39	35	31	营业外收支净额	20	16	16	16	16
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	84	93	118	127	145
资产总计	1346	1466	1400	1531	1684	减: 所得税	10	18	18	19	22
短期借款	171	192	0	0	0	净利润	73	75	101	108	123
应付票据	0	12	13	14	15	归属于母公司的净					
应付账款	118	141	148	154	164	利润	72	73	99	106	121
预收款项	120	135	152	169	187	少数股东损益	1	1	2	2	2
应付职工薪酬	8	8	8	8	8	基本每股收益	0.31	0.21	0.28	0.30	0.35
应交税费	12	-7	-7	-7	-7	稀释每股收益	0.31	0.21	0.28	0.30	0.35
其他应付款	8	9	9	9	9	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	77	42	42	42	42	营收增长率	25.1%	28.2%	6.3%	3.9%	7.3%
预计负债	6	3	3	3	3	EBIT 增长率	36.2%	6.9%	9.4%	0.9%	13.5%
负债合计	542	589	421	445	474	净利润增长率	74.7%	1.4%	35.1%	7.1%	14.3%
股东权益合计	804	877	981	1089	1212	盈利性					
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售毛利率	27.4%	24.3%	24.5%	24.1%	24.7%
净利润	73	75	101	108	123	销售净利率	8.5%	6.8%	8.6%	8.9%	9.4%
折旧与摊销	32	31	54	58	61	ROE	9.0%	8.4%	10.1%	9.8%	10.0%
经营活动现金流	146	18	110	174	158	ROIC	8.82%	7.99%	9.97%	9.14%	9.39%
投资活动现金流	-61	-56	-40	-30	-20	估值倍数					
融资活动现金流	-7	-4	-201	-2	-1	PE	22.1	32.6	24.2	22.6	19.7
现金净变动	77	-43	-131	142	138	P/S	1.9	2.2	2.1	2.0	1.9
期初现金余额	264	341	298	168	310	P/B	2.0	2.7	2.4	2.2	2.0
期末现金余额	341	299	168	310	448	股息收益率	0.0%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	11.3	16.7	13.2	12.1	10.2

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	11510.5	12592.5	12711.9	14422.9	16189.4	17623.3	19229.6	19361.6	19490.7	19621.8	19767.8
所得税	2230.2	1888.9	1906.8	2163.4	2428.4	2643.5	2884.4	2904.2	2923.6	2943.3	2965.2
NOPLAT	9454.1	9280.3	10703.6	10805.1	12259.5	13761.0	14979.8	16345.2	16457.4	16567.1	16678.5
营运资金净变动	6515.2	-7511.7	-5871.2	614.7	-2721.8	-3488.6	-1749.2	-1374.3	1047.1	1061.2	1257.0
资本支出	-6631.5	-4000.0	-3000.0	-2000.0	-1000.0	-500.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0
自由现金流	-1771.6	6225.5	14243.9	13677.3	15619.7	19206.8	20561.5	23202.4	23429.8	23838.9	23993.6

WACC	10.1%	Ke	12.3%
永续增长率	2%	Kd	5.8%
终值	9450.7	t	15%
企业价值	265163.8	Rf	3%
非核心资产价值	49757.3	E(Rm)	0.105
		Rm -	
债务价值	9260.00	Rf	8%
股权价值	255903.8	D/A	3.7%
股本	34871.76	E/A	96.3%
每股价值	7.3384256	Beta	1.22

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	8.55%	8.27	8.56	8.90	9.29	9.75
	9.05%	7.78	8.02	8.30	8.62	9.00
	9.55%	7.35	7.55	7.79	8.05	8.36
	10.05%	6.97	7.14	7.34	7.56	7.82
	10.55%	6.63	6.78	6.94	7.13	7.35
	11.05%	6.32	6.45	6.59	6.75	6.93
	11.55%	6.05	6.16	6.28	6.42	6.57



CIMT2009

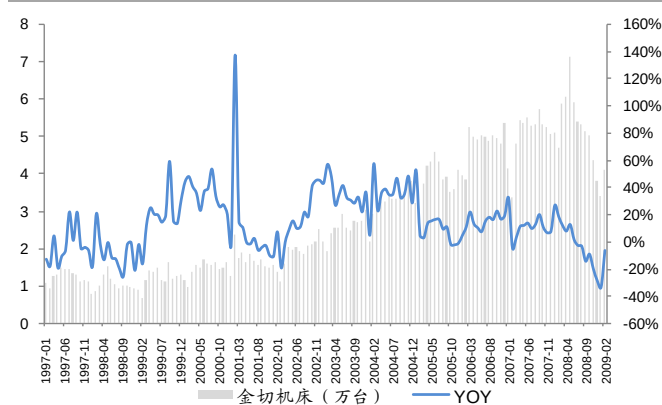
2007年5月入行以来，我参加了三次机床展览，最早的一次是在天津“2008环渤海国际机床模具技术展览会”；然后是CCMT2008“中国数控机床展览会”；最近一次是CIMT2009“第十一届中国国际机床展览会”。

CIMT2009与CCMT2008最大的区别就在于展出的大型机床呈现出绝对的压倒优势。这也如我们在2008年对行业趋势的判断：产品结构升级。

普通型机床锐减

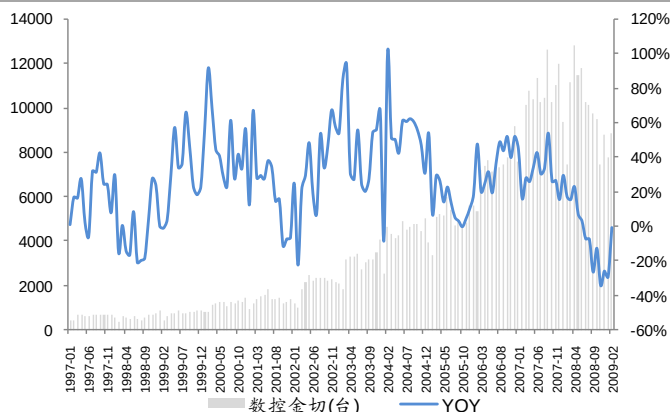
2008年我国共生产金切机床63.64万台，同比增长5.33%；数控金切机床11.97万台，同比下降2.73%。2009年1-2月金切机床产量为7.49万台，同比下降约19%；数控金切1.66万台，同比下降约16%。据CIMT2009上大连机床的了解，原本每年3万多台的普通机床的产量，2009年前三个月只有前两年的大概30%-40%。

图 1：金切机床产量近期有所增加



数据来源：渤海证券研究所

图 2：数控金切机床产量总体好于金切机床

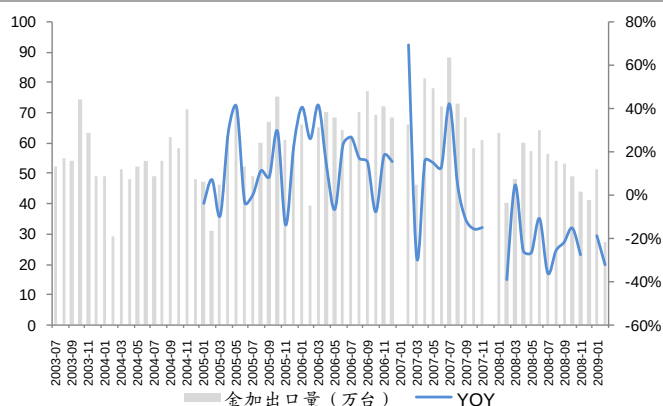


数据来源：公司公告、渤海证券研究所

进出口情况同样恶劣

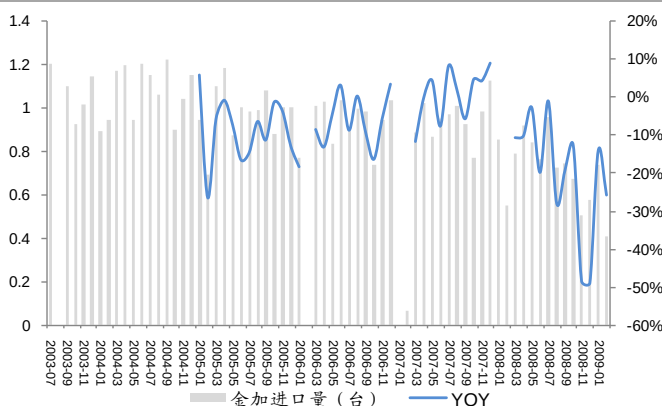
和其他机械产品一样，金加机床的进出口同时下滑速度很快，均在30%左右。出口的低端机床在锐减，高端重型机床由于进口替代的因素导致进口也在锐减。

图 3：出口的低端机床在锐减



数据来源：渤海证券研究所

图 4：进口替代导致进口的高端机床也在大幅度减少



数据来源：公司公告、渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

大重型机床由于国家四万亿投资等的支撑 2009 年依然需求旺盛

根据获得的数据来看：

2008 年前三季度，重型机床行业实现工业总产值 58.55 亿元，比上年同期增长 33.15%；实现产品销售收入 47.87 亿元，比上年同期增长 15.05%；累计生产量达到 6224 台，比上年同期减少 4.9%，总价值达 73.8 亿元，比上年同期增加 25.9%。

2008 年第三季度重型机床行业累计库存 1201 台，其中包含 10.1 亿元的待发产品，库存升降率-12.84%；实现利润总额 4.021 亿元，比上年同期增长 80.77%；累计定货量 133.81 亿元，比上年同期增长 55.53%；产品出口交货值 2.05 亿元，比上年同期增长 116.5%。

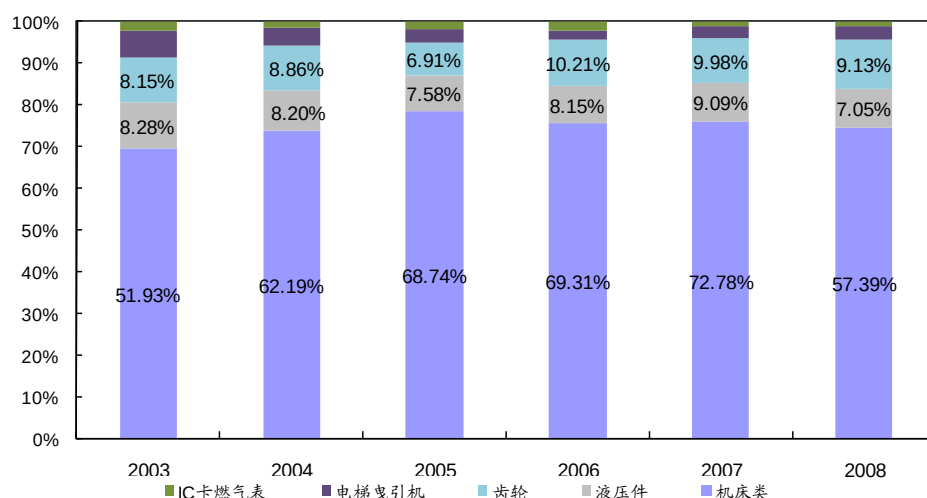
因为累计订单量已经达到了 133.81 亿元，所以协会预计 2009 年重型机床行业生产任务没有受到国际金融风暴的影响，目前还未出现退货和库存积压等现象。估计今年重型机床行业工业总产值将保持在 20%~25%，销售收入保持在 10%~15%。

但是从新签订单来看，虽然在 2009 年的行业形势很好，但是新签订单，也就是 2010 年的订单量则有所减少。

秦川发展公司概况

2008 年秦川发展机床业务基本与 2007 年持平，液压件规模也基本维持不变，齿轮业务增长了 19%；对总收入增长 28.23%贡献较大的是进出口贸易和原材料贸易。对于 2009 年我们的判断是机床类业务的规模依然变动不大，但是产品结构会出现调整，普通型齿轮磨床产量会减少，而应用于风电、核电、船舶、航空等行业的大型机床产量会增加。

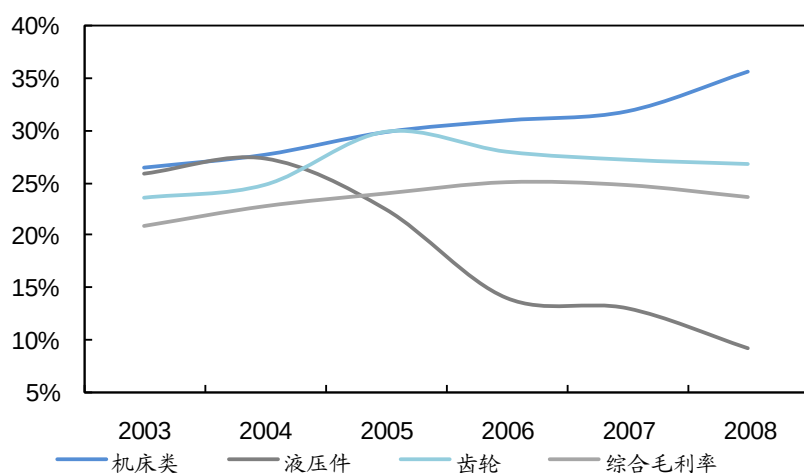
图 5：秦川发展收入构成



数据来源：渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 6: 秦川发展各产品毛利率



数据来源: 渤海证券研究所

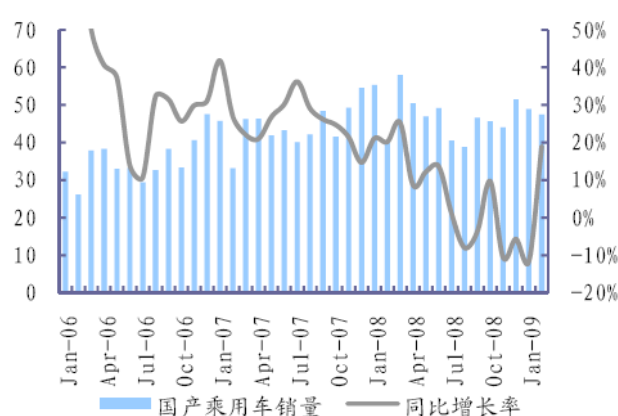
齿轮磨床的未来发展是加工工艺转变带来的市场

传统的硬齿面加工工艺主要有两种: 滚齿-剃齿-热处理-完成或(珩齿)工艺; 滚齿-磨齿工艺。

由于“滚齿-剃齿”工艺加工效率高, 一直以来是齿轮加工的主要加工工艺。近年来, 随着汽车行业对齿轮精度及噪音等要求越来越高, 汽车齿轮制造工艺大有由现行的“滚-剃-珩”工艺转为“滚-磨”工艺的趋势。如果说前五年是探索阶段, 则今后这一趋势已经不可避免, 因为现在磨齿的加工效率得到了较大幅度的提高, 已经接近了剃齿-珩齿。国内一流的乘用车已经开始进行这一替代。

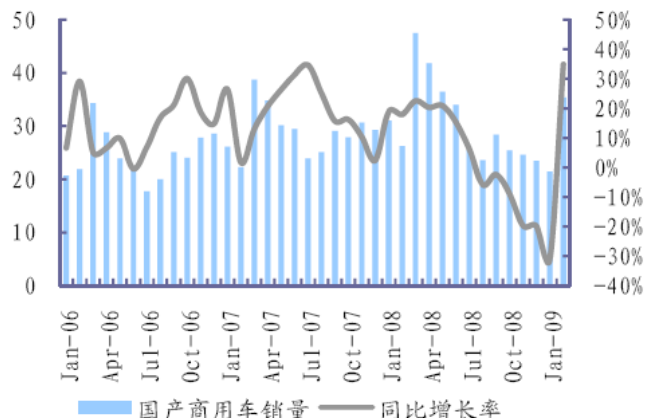
但是对于重卡和乘用车的现状来看, 由于重卡、工程机械是公司传统的下游行业, 而且这些行业 09 年规模扩张的情况不容乐观, 所以公司磨齿机向乘用车转变的趋势很明显。

图 7: 国产乘用车销量反弹迅速



数据来源: 渤海证券研究所

图 8: 国产商用车反弹幅度同样很大



数据来源: 公司公告、渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

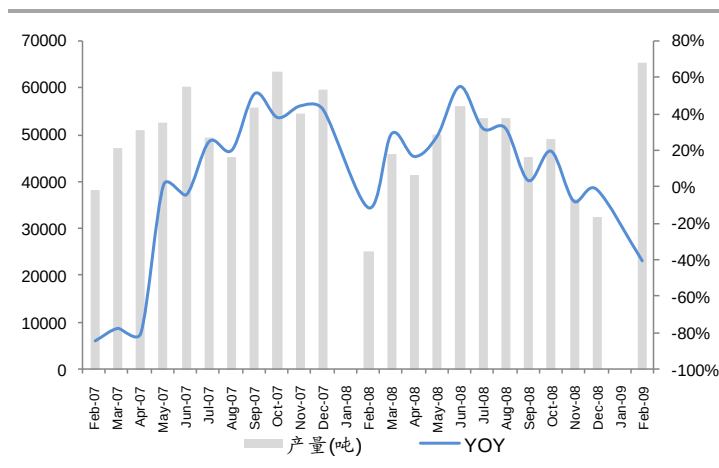
表 1: 汽车研究员对重卡销量增速预测

	牵引车	载货车	自卸车	总计
悲观场景	-50%	-30%	20%	-22.90%
基本场景	-40%	-25%	30%	-15%
乐观场景	-30%	-20%	40%	-9.60%

数据来源: 渤海证券研究所

从齿轮产量来看, 09 年 2 月齿轮产量增速为-40.35%, 下游行业产量的大幅下滑将严重制约公司普通磨齿机产品的销量。

图 9: 齿轮产量及增速



数据来源: 机经网、渤海证券研究所

秦川格兰德外圆磨床也在进行产品升级

由于秦川格兰德生产的外圆磨床同样属于普通的机床产品, 所以同行业产量一样经历了严重的下滑, 而且 2008 年收入为 1.11 亿元, 但净利润只有 62.38 万元。收入和利润较 07 年的 1.22 亿元和 465.49 万元, 均出现了下降。

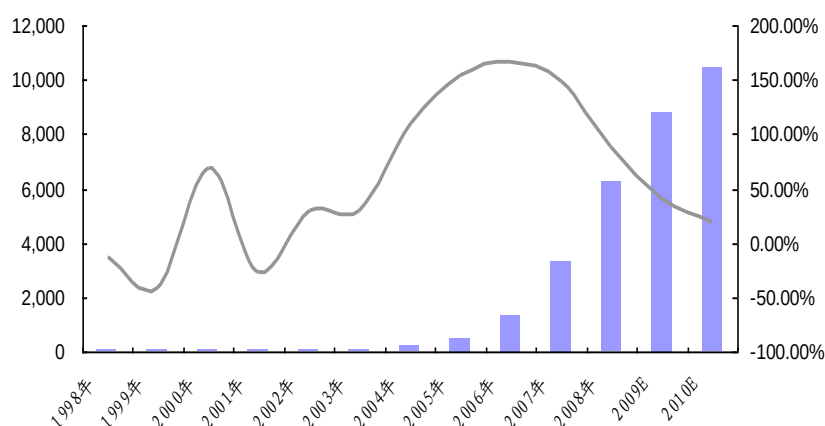
鉴于此情况, 公司计划对格兰德进行技改, 实现产品升级, 逐步提高数控高端外圆磨床的占比, 预计 09 年格兰德仍是升级年, 收入和利润不会有太大幅度的改善。

大重型产品将是 09 年的亮点

公司 09 年的新产品 YK75200 内齿轮齿轮磨床、YK7236B 蜗杆砂轮齿轮磨床均是针对核电、风电、重型机械、航空、船舶、铁路设备等下游重点行业生产的高端产品, 在国家四万亿投资的拉动下, 核电、基建投资等的加速对公司的这些产品均构成的较大的需求。

CIMT2009 第二天对公司 YK75200 的意向需求就达到了 8 台, 预计该新产品在 CIMT2009 后将有比较好的需求前景。

图 10: 风电规模预测



数据来源: 渤海证券研究所

表 2: 我国核电未来发展情况

已投入商业运作的核电项目		
中广核集团	大亚湾核电站（压水堆）	合计总装机 总量为 900 万千瓦
	岭澳核电站一期（压水堆）	
中核集团	秦山一期（压水堆）	
	秦山二期（压水堆）	
	秦山三期（重水堆）	
	田湾一期 1 号机（压水堆）	
在建及国家同意开展前期工作的核电项目		
中广核集团	岭澳核电站二期（CPR1000）	合计装机总 量为 3268 万千瓦
	辽宁红沿河核电站（CPR1000）	
	福建宁德核电站（CPR1000）	
	阳江核电站（CPR1000）	
	台山核电站（EPR）	
中核集团	防城城（红沙）核电站（CPR1000）	
	秦山核电二期扩建工程（压水堆）	
	秦山核电站扩建（压水堆）	
	浙江三门核电站（AP1000）	
中电投集团	福建福清核电站（压水堆）	
	海南昌江核电站（压水堆）	
	山东海阳核电站（AP1000）	
储备核电资源		
秦山二期扩建厂址、三门（健跳）厂址、方家山厂址、三门扩塘山厂址；江苏的田湾扩建厂址；广东的岭澳二期厂址、阳江厂址、腰古厂址；山东的海阳厂址、乳山红石顶厂址；辽宁的红沿河厂址和广西的防城港或钦州厂址		合计装机总 量 5000 多 万千瓦

数据来源: 渤海证券研究所

中空机和木塑设备 09 年在原材料价格低位的情况下前景较好

由于石油价格的大幅下降，塑料和木塑产品的成本也出现了大幅的下降，所以此类产品需

请务必阅读正文之后的免责条款部分

求也出现了较大的需求回升。公司介绍石油等原材料产品和公司的中空机和木塑设备之间存在较强的反相关关系，09 年石油等原材料较低的价格将是公司中空机和木塑设备的极大利好，09 年该类产品的前景相对较好。

2008 年秦川未来塑料机械公司实现收入 1.06 亿元，净利润-274.69 亿元，预计 09 年收入保守增速将在 10%以上。

液压、齿轮等其他业务

秦川液压主要生产汽车助力泵，主要为轻卡配套，国家报废农用车换购轻卡补贴和国三排放实施将促进轻卡的需求，因此对液压业务 09 年的发展应持相对乐观的态度，预计 09 年应有 10%左右的增长。

秦川齿轮业务主要提供汽车、工程机械齿轮箱、变速箱及各种规格精密齿轮、油泵齿轮等。由于公司在齿轮磨床上的优势，所以其齿轮方面有天然优势，因此我们长期看好其在产业链延伸上的齿轮业务，即使在 08 年公司齿轮业务都有接近 20%的增速，我们预计 09 年增速仍将在 20%以上。

盈利预测与估值

表 3：秦川发展估值结果

估值结果	
预测期 NPV	215406.6
非核心资产	49757.3
企业价值 EV	265163.8
债务	9260.0
股票价值	255903.8
每股价值	7.34

数据来源：渤海证券研究所

表 4：敏感性分析

		永续增长率 g				
7.34		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
加权资本成本 WACC	8.55%	8.27	8.56	8.90	9.29	9.75
	9.05%	7.78	8.02	8.30	8.62	9.00
	9.55%	7.35	7.55	7.79	8.05	8.36
	10.05%	6.97	7.14	7.34	7.56	7.82
	10.55%	6.63	6.78	6.94	7.13	7.35
	11.05%	6.32	6.45	6.59	6.75	6.93
	11.55%	6.05	6.16	6.28	6.42	6.57

数据来源：渤海证券研究所

预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.28 元、0.30 元和 0.35 元,对应 PE 分别为 24.54X、22.9X 和 19.63X, 给予公司“中性”的投资评级

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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做出任何形式的担保。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发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

副所长·行业
吴鹏飞
+86 10 5836 2786

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电子信息行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 22 2845 1625

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

有色行业（铝、小金属）研究
张延明
+86 22 2845 1653

石油化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

医药行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

金融行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车、航空制造行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

通信、传媒、家电行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2156

电力、电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

钢铁行业研究
马涛
+86 10 5836 2789

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2159

农、林、牧、渔行业研究
周军
+86 22 2845 1802

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与衍生产品研究
房振明
+86 22 8837 0816

股指期货与衍生产品研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

产品设计和可转债研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

资产证券化研究
刘惠杰博士
+86 22 2845 1632

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn