

盈利走出低谷，三季度开始业绩回升

秦川发展 2009 年中报点评

报告关键点：

- 上半年公司的收入和利润的下滑幅度均大于一季度，但符合预期
- 机床行业已经逐步走出低谷，下半年将延续，而公司会率先走出低谷
- 下半年公司的股价催化剂相对较多，维持增持-A的投资评级

报告摘要：

- 2009年上半年公司的收入和利润的下滑幅度均大于一季度，但符合预期。今年上半年公司收入同比下降近15%，净利润则下滑25%左右，虽然下跌幅度明显大于一季度(今年一季度收入、利润基本同比持平)，但主要是去年二季度基数较高的原因，因此均在我们的预期之中。
- 机床行业已经逐步走出低谷，订单、产量逐月回升，下半年将延续，全年同比小幅增长。2009年以来全国普通机床产量逐月上升，上半年的累计产量虽然同比仍然下降近15%，但已经接近去年下半年的水平，而数控机床的产量则已经与去年同期基本持平。我们认为随着经济的进一步复苏，下半年机床行业的复苏将得以延续且更为明显，预计普通机床全年的产量将仅略低于去年水平，而数控机床的同比增长将在15%左右。
- 公司的盈利增长将率先走出低谷。我们认为公司的盈利增长率将率先走出低谷，原因主要在于以下几点：一是，公司机床产品的下游相对集中于汽车和工程机械（二者之和超过50%），从上半年的订单情况来看，二者比重有所下降，我们认为二个下游行业的进一步复苏将带动公司机床产品的订单增长；二是，公司产品向乘用车领域的开拓努力很可能在下半年开始见效；三是，以前年度不当投资带来的其它应收款已在去年底基本计提减值准备完毕。因此我们预计机床类产品今年仍能保持近10%的增长，明年则将随着行业复苏以及产能的扩张而增速加快。公司盈利同比下滑的情况将于三季度开始发生转变，快于行业整体水平。
- 下半年公司的股价催化剂相对较多。首先，下半年机床行业的重大专项将获批。我们预计公司将获得3-4个项目，项目金额合计在6000-8000万元左右，这很可能将在未来三年内通过营业外收入这一科目陆续计入公司净利润；其次，小批量乘用车订单的出现可能预示着新领域的成功打开；最后，整体上市虽然今年实施的可能性极小，但年底前可能会达成初步意向。我们认为以上均有可能成为公司股价上升的催化剂。
- 维持增持-A的投资评级。公司未来盈利增长较为明确，预计未来三年产生的每股收益分别为0.29元、0.36元和0.45元，复合增长率在28%左右。再考虑到2010年公司的整体上市预期，我们认为可以在行业平均估值水平基础上给予一定溢价，按2009年30倍的动态市盈率计算，对应的12个月目标价为9元，维持增持-A的投资评级。

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

9.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 8.00 元

现价： 7.72 元

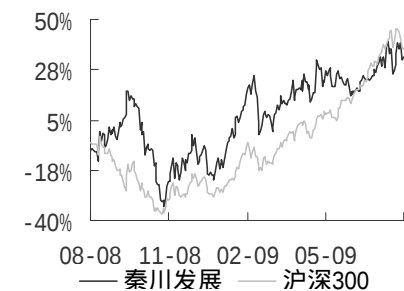
报告日期：

2009-08-11

市场数据

总市值(百万元)	2,692.10
流通市值(百万元)	1,974.03
总股本(百万股)	348.72
流通股本(百万股)	255.70
12 个月最高/最低	3.68/8.38 元
十大流通股东(%)	21.34%
股东户数	50,532

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.17	(23.16)	(3.67)
绝对收益	5.47	3.92	33.11

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	1,015.1	1,180.3	1,390.1
Growth(%)	25.1%	28.2%	-6.5%	16.3%	17.8%
净利润	72.4	73.4	102.0	126.2	156.4
Growth(%)	74.7%	1.4%	38.9%	23.7%	23.9%
毛利率(%)	27.4%	24.3%	25.4%	25.9%	26.4%
净利润率(%)	8.5%	6.8%	10.0%	10.7%	11.2%
每股收益(元)	0.21	0.21	0.29	0.36	0.45
每股净资产(元)	2.31	2.52	2.76	3.06	3.43
市盈率	37.2	36.7	26.4	21.3	17.2
市净率	3.3	3.1	2.8	2.5	2.3
净资产收益率(%)	9.1%	8.5%	10.8%	12.1%	13.3%
ROIC(%)	11.7%	12.0%	13.1%	15.1%	16.8%
EV/EBITDA	16.9	23.2	19.0	15.8	13.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	1.2%

前期研究成果

秦川发展：盈利增长明确，受益于相关振兴计划

2009-06-17

秦川发展：产品定位中高端，受经济下滑影响小

2009-04-28

秦川发展：估值合理，但未充分反映整体上市预期

2009-03-13

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-10**

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	1,015.1	1,180.3	1,390.1	成长性					
减: 营业成本	614.6	822.0	757.1	874.2	1,023.3	营业收入增长率	25.1%	28.2%	-6.5%	16.3%	17.8%
营业税费	4.6	4.2	4.1	4.7	5.6	营业利润增长率	28.2%	19.5%	41.6%	21.3%	23.8%
销售费用	48.5	58.1	54.8	63.7	75.1	净利润增长率	74.7%	1.4%	38.9%	23.7%	23.9%
管理费用	71.0	85.9	81.2	94.4	111.2	EBITDA 增长率	15.7%	12.4%	20.3%	19.6%	21.0%
财务费用	10.6	11.9	10.0	10.0	10.0	EBIT 增长率	20.7%	18.4%	33.9%	19.5%	22.1%
资产减值损失	18.1	25.1	-0.5	1.8	2.2	NOPLAT 增长率	61.2%	3.2%	29.8%	21.9%	22.4%
加: 公允价值变动收益	0.8	-0.8	-	-	-	投资资本增长率	0.6%	18.7%	6.2%	9.9%	10.4%
投资和汇兑收益	-15.7	-0.8	-	-	-	净资产增长率	8.6%	9.1%	9.9%	10.7%	12.0%
营业利润	64.1	76.6	108.4	131.5	162.7	利润率					
加: 营业外净收支	19.6	16.3	14.0	20.0	25.0	毛利率	27.4%	24.3%	25.4%	25.9%	26.4%
利润总额	83.6	92.8	122.4	151.5	187.7	营业利润率	7.6%	7.1%	10.7%	11.1%	11.7%
减: 所得税	10.2	18.0	18.4	22.7	28.2	净利率	8.5%	6.8%	10.0%	10.7%	11.2%
净利润	72.4	73.4	102.0	126.2	156.4	EBITDA/营业收入	12.4%	10.9%	14.0%	14.4%	14.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	8.8%	8.1%	11.7%	12.0%	12.4%
货币资金	341.2	298.5	362.6	389.1	430.2	运营效率					
交易性金融资产	1.8	-	-	-	-	固定资产周转天数	111	96	122	123	117
应收帐款	153.4	154.4	147.4	171.4	201.8	流动营业资本周转天数	153	121	146	137	134
应收票据	85.9	51.1	55.6	64.7	76.2	流动资产周转天数	378	321	357	327	313
预付帐款	62.9	63.1	63.1	63.1	63.1	应收帐款周转天数	58	42	46	41	41
存货	291.3	432.9	383.5	442.8	518.3	存货周转天数	124	124	149	130	128
其他流动资产	0.5	-	-	0.0	-	总资产周转天数	536	467	528	484	455
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	307	262	314	292	273
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	35.8	31.2	28.2	28.2	28.2	ROE	9.1%	8.5%	10.8%	12.1%	13.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	5.1%	6.9%	7.7%	8.6%
固定资产	270.2	309.4	377.7	429.6	470.3	ROIC	11.7%	12.0%	13.1%	15.1%	16.8%
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%	5.4%	5.4%	5.4%
其他非流动资产	11.1	9.7	9.7	9.7	9.7	管理费用率	8.4%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
资产总额	1,346.4	1,466.5	1,512.2	1,663.0	1,849.3	财务费用率	1.3%	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%
短期债务	170.8	191.8	191.8	191.8	191.8	三费/营业收入	15.4%	14.4%	14.4%	14.2%	14.1%
应付帐款	126.0	150.0	143.1	165.3	193.5	偿债能力					
应付票据	-	12.4	10.4	12.0	14.0	资产负债率	40.3%	40.2%	36.3%	35.8%	35.3%
其他流动负债	140.1	136.4	163.5	187.1	214.9	负债权益比	67.5%	67.2%	56.9%	55.8%	54.7%
长期借款	77.0	41.6	41.6	41.6	41.6	流动比率	2.05	1.85	2.02	2.06	2.13
其他非流动负债	8.4	6.3	5.8	5.8	5.8	速动比率	1.39	1.03	1.23	1.23	1.25
负债总额	542.5	589.4	548.4	595.7	653.7	利息保障倍数	7.02	7.44	11.84	14.15	17.27
少数股东权益	56.6	54.6	56.7	59.3	62.5	分红指标					
股本	232.5	348.7	348.7	348.7	348.7	DPS(元)	-	-	0.06	0.07	0.09
留存收益	516.5	476.8	558.4	659.3	784.4	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	803.9	877.1	963.8	1,067.3	1,195.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	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	102.0	126.2	156.4	EPS(元)	0.21	0.21	0.29	0.36	0.45
加: 折旧和摊销	31.6	30.9	23.3	28.0	32.3	BVPS(元)	2.31	2.52	2.76	3.06	3.43
资产减值准备	18.1	25.1	-0.5	1.8	2.2	PE(X)	37.2	36.7	26.4	21.3	17.2
公允价值变动损失	-0.8	0.8	-	-	-	PB(X)	3.3	3.1	2.8	2.5	2.3
财务费用	14.5	12.4	15.0	10.0	10.0	P/FCF	31.2	-59.7	-1,430.6	74.8	51.4
投资收益	15.7	0.8	-	-	-	P/S	3.2	2.5	2.7	2.3	1.9
少数股东损益	1.1	1.5	2.1	2.6	3.2	EV/EBITDA	16.9	23.2	19.0	15.8	13.0
营运资金的变动	-5.5	-130.7	70.2	-46.6	-61.6	CAGR(%)	20.6%	28.7%	23.5%		
经营活动产生现金流量	145.9	17.5	207.0	121.9	142.5	PEG	1.8	1.3	1.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-61.2	-56.4	-56.8	-60.1	-60.1	ROIC/WACC	1.2	1.3	1.4	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	-7.3	-3.6	-81.4	-35.2	-41.3	REP	2.0	2.5	2.2	1.7	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。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、责任的和法律依据或者凭证，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

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@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