

机床工具



吴华

机械行业研究员

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

秦川发展 (000837)

期待轿车、风电业务的发展

推荐 (维持)

2009年10月29日

投资要点

- 公司主要以生产齿轮磨床为主，形成了精密数控机床、塑料机械与环保新材料、液压与汽车零部件、精密特种齿轮传动、精密机床铸件、中高档专用机床数控系统及数控机床维修服务等六大主体产业群。公司拥有七大系列、200多个规格的磨齿机产品，是世界上品种最多、规格最全的磨齿机生产企业。磨齿机产品国内市场占有率达到75%以上，其它产业中，目前已形成年产15万套汽车（载重）转向泵的生产能力，跻身国内汽车转向助力泵市场前四名；特种齿轮箱、电梯曳引机、精密齿轮等功能部件产品技术含量高，市场规模不断扩大；集团精密铸造达到2.5万吨，成为西部最大的优质、精密机床铸件、风力发电机轮毂等零部件生产基地。
- 公司目前的是国内唯一一家磨床生产厂商，本部主要生产齿轮磨床，数控化率接近100%，竞争对手主要来自国外，如瑞士的菜丝豪尔、德国的Kapp、Hofler、美国的Gleason等，与国际品牌相比，公司产品的单价低1/3，大型的磨齿机单价甚至只有国外的一半左右，且精度相差不大，主要差距在于设备稳定性和使用寿命。其它两个基地，秦川格兰德和美国底特律（UAI）分别生产外圆磨床（全国市场占有率第二）、螺杆类齿面加工和拉床，公司04年收购UAI，并于06年成立北美工业公司，主要是借用UAI的销售网络打开北美市场。
- 公司齿轮磨床主要应用于汽车、机床、工程机械、通用设备制造和能源机械等领域，下游范围非常广阔。目前全球齿轮加工主要有两种方式：一种是先经过滚齿、剃齿后，再淬火，另一种为先淬火再磨削。前一种工艺大多用于软齿面和中等硬度的齿轮，后一种主要应用于高硬度的齿轮。前期因为磨齿机单价较贵，需求较少，随着国民经济的发展，客户对汽车的稳定性、精密性要求越来越高，磨齿机被越来越多的厂商引进。比如目前日本SUV的变速箱齿轮基本都要用磨齿机加工。
- 目前，齿轮传动要求高速、精密、高稳定性，磨齿在齿轮加工的比例越来越大，国外基本达到20%的水平。我国目前汽车行业中主要在商用车领域应用，而随着乘用车领域的零部件自主化的提高，汽车厂商将加大对磨齿机的需求。简单测算，假设2012年乘用车年销量1000万辆，每辆车变速箱有30个齿轮，其中20%比例需要磨齿，则需磨齿数量为6000万个，每台磨齿机每年磨齿个数为5万个，则需要1200台磨齿机，也就是说光乘用车领域，就需要1200台磨齿机。而整个预计汽车行业仅占磨齿机下游需求的30%左右（当乘用车销量达到1000万辆，汽车占下游的比例由20%上升至30%），保守预计整个市场的容量为4000台以上。去年国内已有几家轿车变速器生产厂购买磨齿机。轿车领域已经慢慢打开局面。风电方面，集团与华锐合作涉足风电齿轮箱，公司的磨齿机是首选采购产品，未来轿车和风电领域的开拓是公司新的利润增长点。
- 公司三季度订单环比二季度继续回升，8月单月新签单6000多万元，9月新签订单4000万元左右，数控化率100%，虽然整个金切机床行业依然不景气，但公司业务出现缓慢复苏的迹象，虽然公司目前的

产能利用率只有 70%-80%，随着后续订单的增加，大型磨齿机的占比提升，毛利率将回到 24% 的均值以上。公司刚刚公布三季报，前三季度销售收入为 7.91 亿元，同比下降 8.3%，实现归属母公司净利润 6482 万元，同比下降 21.9%，第三季度单季毛利率为 19.7%，我们认为三季度毛利率大幅下滑只是短期现象，主要由于数控化低的中小机型占比较大造成。前期由于公司副业较多，效益不是很理想，一些业务被剥离，近三年来每年的资产减值损失分别为 1732 万元、1805 万元和 2507 万元，今年到目前为止只计提了 58 万元，我们认为后面的资产减值损失不会太大，对业绩的影响逐渐减弱。

- 公司的技术基本处于国内第一，行业发展空间较大，公司目前还涉及发动机叶片的曲面磨削机和高级光学镜片的磨削机试制，逐渐向整个“磨”领域扩展。从风险上看，公司主业占比较低（50%），辅业较多且在不景气的时候对业绩拖累较大，由于公司是国企，剥离和整合的难度较大，时间较长，可能会在一定程度上对业绩造成影响。但由于公司后期存在资产注入的题材，我们仍然维持公司“推荐”评级，给予 09-11 年 EPS 分别为 0.25 元、0.36 元和 0.48 元，对应 09、10 年 PE 为 33 倍和 23 倍。

资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1000	1095	1167	1453	营业收入	1085	938	1083	1259
现金	298	270	292	489	营业成本	822	710	795	908
应收账款	132	194	203	213	营业税金及附加	4	4	4	5
其它应收款	22	39	44	49	营业费用	58	46	52	60
预付账款	63	92	103	100	管理费用	86	69	79	91
存货	433	443	438	482	财务费用	12	11	13	8
其他	51	56	87	120	资产减值损失	25	2	2	3
非流动资产	466	511	505	507	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	31	39	37	35	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	309	369	375	380	营业利润	77	96	138	184
无形资产	44	48	57	64	营业外收入	18	10	15	15
其他	82	55	37	28	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	1466	1605	1673	1960	利润总额	93	104	151	197
流动负债	541	568	504	580	所得税	18	14	20	26
短期借款	192	292	220	200	净利润	75	90	132	172
应付账款	141	130	147	177	少数股东损益	1	3	5	6
其他	208	146	137	203	归属母公司净利润	73	87	127	166
非流动负债	48	67	67	106	EBITDA	119	147	199	246
长期借款	42	62	62	102	EPS (元)	0.21	0.25	0.36	0.48
其他	6	5	5	4					
负债合计	589	635	571	686					
少数股东权益	55	58	62	68					
股本	349	349	349	349					
资本公积	81	81	81	81					
留存收益	396	483	610	776					
归属母公司股东权益	822	913	1040	1206					
负债和股东权益	1466	1605	1673	1960					

主要财务比率
现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	18	-2	150	241	成长能力				
净利润	75	90	132	172	营业收入	28.2%	-13.6%	15.5%	16.3%
折旧摊销	31	40	48	54	营业利润	19.5%	25.3%	43.6%	33.4%
财务费用	12	11	13	8	归属于母公司净利润	1.4%	18.9%	45.6%	30.4%
投资损失	1	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-130	-142	-50	10	毛利率	24.3%	24.3%	26.6%	27.9%
其它	30	-1	7	-3	净利率	6.8%	9.3%	11.7%	13.2%
投资活动现金流	-56	-85	-43	-56	ROE	8.9%	9.6%	12.2%	13.7%
资本支出	61	72	35	50	ROIC	10.8%	10.7%	14.4%	18.5%
长期投资	4	8	-2	-2	偿债能力				
其他	8	-5	-10	-8	资产负债率	40.2%	39.5%	34.1%	35.0%
筹资活动现金流	-4	58	-85	12	净负债比率	48.25%	55.71%	49.33%	43.94%
短期借款	21	100	-72	-20	流动比率	1.85	1.93	2.32	2.50
长期借款	-35	20	0	40	速动比率	1.03	1.12	1.40	1.64
普通股增加	116	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-116	0	0	0	总资产周转率	0.77	0.61	0.66	0.69
其他	11	-62	-13	-8	应收账款周转率	8	5	5	6
现金净增加额	-43	-28	22	197	应付账款周转率	6.35	5.24	5.74	5.60
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.21	0.25	0.36	0.48
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	-0.01	0.43	0.69
					每股净资产(最新摊薄)	2.36	2.62	2.98	3.46
					估值比率				
					P/E	39.25	33.00	22.67	17.39
					P/B	3.50	3.16	2.77	2.39
					EV/EBITDA	24	20	15	12

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。