

分析师： 吕越超，刘元瑞 (8621) 68751765 lv Yuechao.cjsc@gmail.com
联系人： 吕越超 (8621) 68751765 lv Yuechao.cjsc@gmail.com

主营业务快速恢复，整体上市预期明确

事件描述

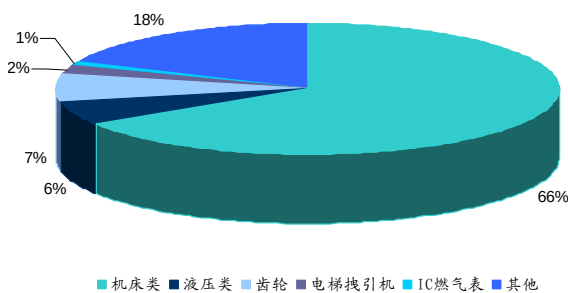
近日，我们赴宝鸡调研了秦川发展，就公司生产经营情况以及集团公司发展战略与公司管理层进行了交流

事件评论

第一，公司主营业务快速恢复

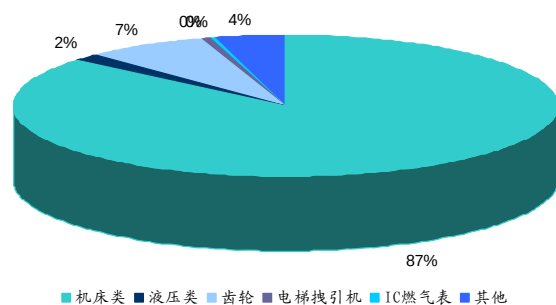
技术是公司的核心竞争力。公司是我国技术最先进的精密磨床生产企业，主营产品齿轮磨床（磨齿机）的市场占有率达75%左右，竞争对手主要是瑞士的莱丝豪尔、德国的Kapp、Hofler、美国的Gleason 等国际知名企业。公司生产7大系列200多个规格品种的数控精密磨齿机，产品的技术水平已经接近或达到了世界领先水平，而公司产品的价格只有国外同级产品的一半左右。除机床生产外，公司也涉足液压件和齿轮制造等业务，但占比较低且盈利能力一般，目前对公司业绩没有明显的影响。

图 1：秦川发展主营业务收入构成（2009 年中报）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

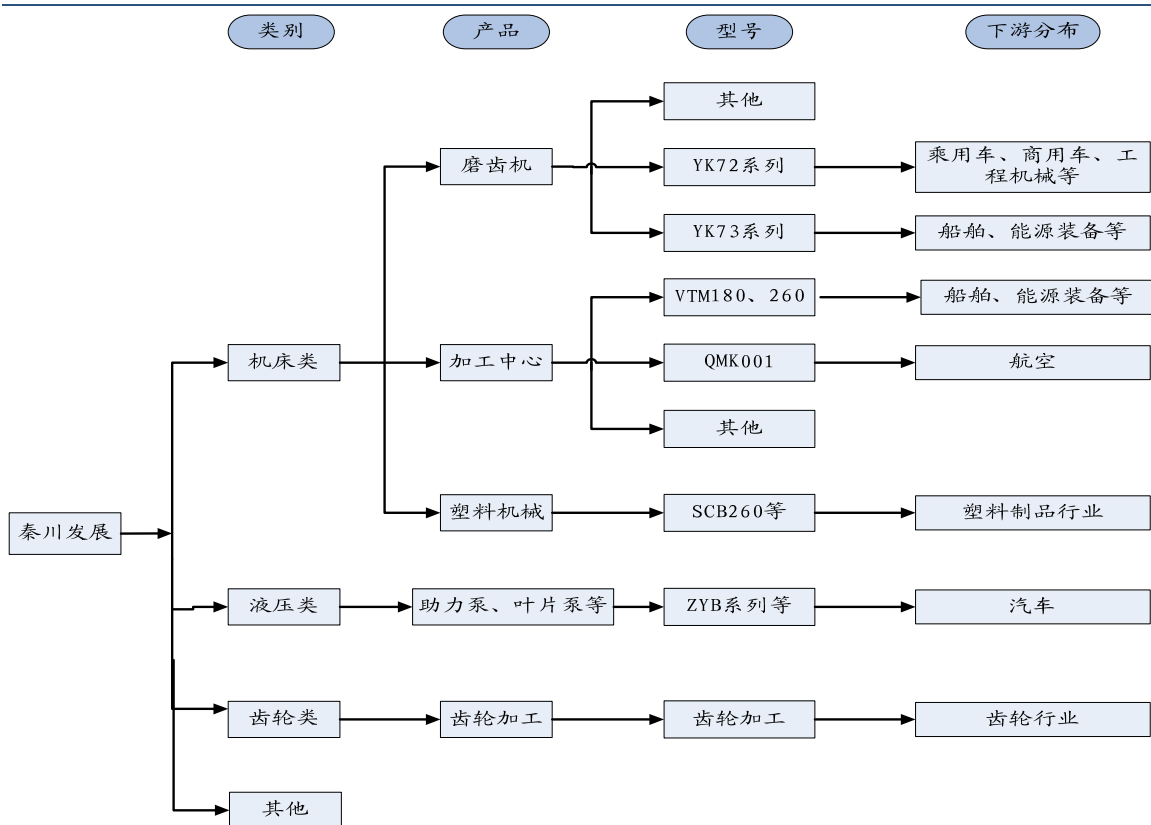
图 2：秦川发展主营业务毛利构成（2009 年中报）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司步入快速恢复的通道。自四季度起，公司的生产订单出现了明显的恢复。作为整个装备制造业的母机，机床生产企业的下游行业分布相对分散，然而，与其他机床上市公司相比，秦川发展的下游分布相对集中，汽车和工程机械占比达到了 40%以上，因此其复苏的弹性相对较大。由于主要下游行业的自 2009 年下半年景气度不断攀升，近几个月生产订单的恢复情况超出公司预期，目前产能利用率已经达到了 100%。

另外，公司的重型联合生产车间将于今年上半年建成，新的重装车间主要用来生产 VTM 系列车铣镗复合加工中心、部分 YK73 系列的重型磨齿机，以及和集团公司风电项目相关的部分产品，重装车间的投产将明显提升公司大型产品的产能，为公司下半年的业绩释放提供保障。

图 3：公司产品结构及下游需求分布


资料来源：长江证券研究部

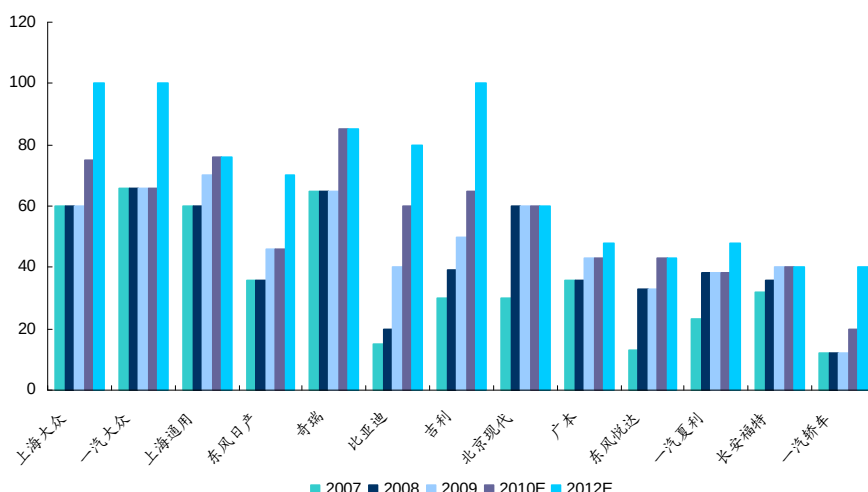
第二，中小规格磨齿机：增长来自新领域拓展和下游景气度攀升

目前，公司中小规格的磨齿机主要以 YK72 系列蜗杆砂轮磨齿机为主。以往，商用车和工程机械是 YK72 系列最主要的下游。然而，自 2009 年下半年开始，以 YK7236 为代表的产品顺利打入乘用车市场，目前已经累积接单超过 50 台，单价在 200—300 万元之间，其中大部分将在 2010 年交付使用。

乘用车行业未来对磨齿机的需求空间远远超过工程机械和重卡。根据有关资料，目前国内轿车行业经过磨削加工的齿轮比例每提高 10%，将带动 400—500 台齿轮磨床的需求。在乘用车领域，齿轮磨削加工近年来在世界范围内取得了快速的发展，目前在西欧和日韩等发达国家普及度最高，美国其次，韩国生产的 SUV 100% 的齿轮均采用磨齿加工。目前我国的乘用车磨齿加工刚刚起步，发展十分迅速，但与发达国家仍有较大差距，若以目前产能计算，假设 2013 年我国磨齿齿轮占比达到 30%，未来四年乘用车磨齿机的市场空间将达到 30—37.5 亿。

另外，随着由于行业景气度的不断提高，自 2009 年下半年开始乘用车企业陆续开始新一轮的产能扩张，尤其是自主品牌车企的产能扩张明显，乘用车企业的产能扩张将明显刺激磨齿机的需求。

图 4：部分乘用车企业产能扩张情况

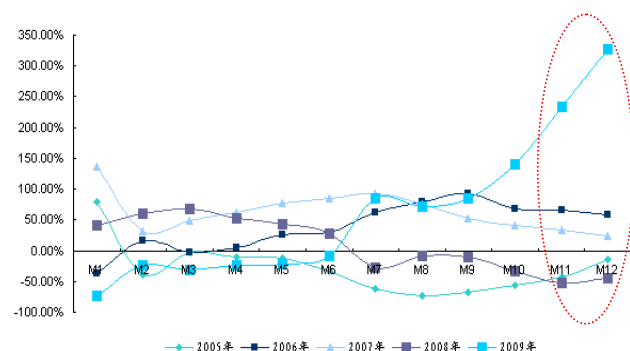


资料来源: Wind, 长江证券研究部

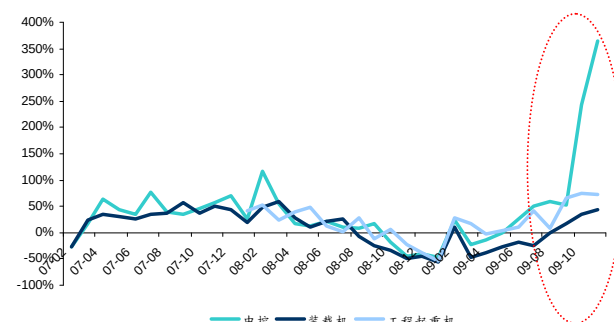
与此同时, YK72 系列蜗杆砂轮磨齿机的传统下游行业工程机械、重卡等已经走出周期底部, 自 2009 年下半年开始景气度不断攀升, 随着产能利用率的提高, 对磨齿机的需求也将逐步提升。

图 5: 重卡行业景气度不断攀升

图 6: 工程机械行业景气度不断攀升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三, 大型机床向军工、能源装备领域发展

以 YK73 系列大规格成型磨齿机和 VTM 系列车铣镗复合加工中心为代表的大型机床主要用于电力能源装备、航空航天、造船等领域, 这类产品代表了国内相关领域的最高技术水平, 未来将充分受益我国装备制造业的产业升级以及国产设备的进口替代。目前, 公司的 YK73125、YK73200 成型磨齿机已经实现了批量销售, 同时正在研制规格更高的高端产品。据了解, 我国重齿、南高齿等大型齿轮箱企业未来几年均有较大的资本开支计划, 公司的大规格磨齿机未来几年的销售前景十分看好。

VTM 系列车铣镗复合加工中心集车、铣、镗、磨不同工种工序的于一体, 可用于各种复杂平面、曲面零件的高效率、高质量加工。目前主要有 VTM180 (工作台直径 1.8 米) 和 VTM260 (工作台直径 2.6 米) 两款产品, VTM180 单价约 500 万, VTM260 单价约 700 万。目前该产品在风电装备市场拓展较为顺利, 同时集团公司在盐城的风电增速箱项目也将对公司的 VTM 复合加工中心和大型磨齿机产生需求, 预计 2010 年销售将达到 15 台以上。

另外，值得关注的是，公司与沈阳黎明、北航等单位合作研制的 QMK001 航空发动机叶片数控磨床，已经通过了专家鉴定，正在等待生产许可证。由于长期以来西方国家的禁运，目前我国航空发动机叶片基本靠手工磨制，该产品的投产将填补国内空白，QMK001 单台价格约在 500 万元左右，销售毛利率比较高，专家表示短期国内需求将在数百台以上，一旦获得生产许可证，会对上市公司业绩产生明显提升。

第四，集团整体上市预期明确

2008 年 6 月，陕西省国资委明确提出“到 2010 年着力推进秦川集团整体上市”。目前，秦川集团已经启动战略投资者引进事宜，并在稳步的推进过程中。一方面，战略投资者可以为集团公司未来的发展提供资金支持，强化公司的盈利能力，另一方面，战略投资者也会利用其背景在公司引进国外先进技术提供支持。我们认为随着引进战略投资者的引进，秦川集团整体上市步伐有望加快。

集团公司项目储备丰富，发展潜力巨大。我们认为，做大做强机床行业是陕西省政府发展装备制造业的一个思路，而秦川集团则被定位为陕西省机床行业资源整合和发展的平台，集团公司 09 年 12 月份在政府的协调下通过收购获得了省内另一机床巨头宝鸡机床集团的 51% 的控股权，在横向扩张的同时，集团公司还在积极地向产业链上下游延伸发展，目前主要的新建项目有：

1) 新建盐城风电增速箱项目。该项目于 09 年 9 月正式签约，投资额达到 15 亿元，位于盐城风电产业园。产业园占地 10 平方公里，由国内风电主机龙头华锐风电主导，主要面向江苏/上海的沿海/海上风机市场，并已在 3MW、5MW 风机型号上占据了我国风电产业发展的战略制高点。秦川集团风电增速箱项目有望于在 2011 年实现量产，未来将形成 1000 台的生产能力，目前国内风电增速箱的市场空间约为 60—80 亿元每年，主要被外资企业和太重、二重等少数国内企业所垄断。随着我国风电装机容量的快速增长，我们预计未来风电增速箱业务将为集团公司贡献 10 亿以上的销售收入。

2) 新建 6 万吨大型精密铸件产能。秦川集团拥有西北地区唯一大型精密铸件生产基地，目前产品供不应求。新增的 6 万吨大型精密铸件项目主要产品为 5MW 以下风电增速箱铸件、中重型数控机床铸件等大型精密铸件，预计 2010 年底全部达产，2011 年将新增销售收入约 6 亿元。

表 1：集团整体与上市公司收入对比

	2008	2011E
秦川发展	10.9 亿	19.8 亿
秦川集团	约 30 亿	68—82 亿
原有业务（汉江机床、汉阳工具、秦川工模等）	约 30 亿	40—50 亿
新增业务：		
宝鸡机床集团	14.8 亿（2007）	16—18 亿
新增精密铸件项目		6 亿
新建风电增速箱业务		6—8 亿

资料来源：长江证券研究部

第五，盈利预测及估值假设

主要盈利假设有：

- 乘用车 YK7236 蜗杆砂轮磨齿机 2009、2010、2011 年交付台数分别为 10、70、100 台；
- 其他 YK72 系列蜗杆砂轮磨齿机 2009、2010、2011 年交付台数分别为 160、180、200 台；
- YK73 系列大规格成型磨齿机 2009、2010、2011 年交付台数分别为 40、55、65 台；
- VTM 系列复合加工中心 2009、2010、2011 年交付台数分别为 8、15、20 台；

暂时不考虑机床行业重大专项对公司业绩的增厚作用（中央和地方补贴共 4596 万元，预计 2010 年到位约 60%，2011 年到位约 40%），按照公司新的坏账计提方法，我们预计 2009—2011 年 EPS 分别为 0.21、0.36、0.49 元，对应市盈率 49.1、28.9 和 21.1 倍，我们看好公司业绩复苏的弹性和新市场拓展的前景，同时集团整体上市预期明确，可以享受一定的估值溢价，给予公司“谨慎推荐”评级，不排除未来上调投资评级的可能性。

表 2：分项业务盈利预测

单位（万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
机床类	44,742.43	58,298.11	59,959.53	64,300.00	98,250.00	125,500.00
收入增长率	na	30.30%	2.85%	7.24%	52.80%	27.74%
成本	30,755.95	39,555.27	38,380.10	41,795.00	63,862.50	81,575.00
毛利率	31.26%	32.15%	35.99%	35.00%	35.00%	35.00%
液压类	5,263.29	7,284.87	7,370.64	8,107.70	9,323.86	10,256.25
收入增长率	na	38.41%	1.18%	10.00%	15.00%	10.00%
成本	4,506.96	6,310.15	6,666.74	7,459.09	8,577.95	9,435.75
毛利率	14.37%	13.38%	9.55%	8.00%	8.00%	8.00%
齿轮类	6,593.82	7,992.91	9,539.78	11,352.34	14,758.04	18,447.55
收入增长率	na	21.22%	19.35%	19.00%	30.00%	25.00%
成本	4,731.07	5,795.66	6,955.45	8,253.15	10,729.09	13,411.37
毛利率	28.25%	27.49%	27.09%	27.30%	27.30%	27.30%
电梯拽引机	1,326.28	2,218.85	2,425.47	2,546.74	2,674.08	2,807.78
收入增长率	na		9.31%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	1,318.85	1,878.70	2,419.41	2,470.34	2,540.38	2,667.40
毛利率	0.56%	15.33%	0.25%	3.00%	5.00%	5.00%
IC 卡燃气表	1,229.42	934.07	997.22	1,047.08	1,099.44	1,154.41
收入增长率	na	-24.02%	6.76%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	1,066.03	840.20	881.64	942.37	978.50	1,027.42
毛利率	13.29%	10.05%	11.59%	10.00%	11.00%	11.00%
进出口贸易			12,521.37	14,399.58	16,559.51	18,215.46
收入增长率			na	15.00%	15.00%	10.00%
成本			11,826.43	13,276.41	15,267.87	16,794.66
毛利率			5.55%	7.80%	7.80%	7.80%
原材料贸易			10,502.86	12,393.37	14,252.38	16,532.76
收入增长率			na	18.00%	15.00%	16.00%
成本			10,316.96	12,145.51	13,824.81	16,036.78
毛利率			1.77%	2.00%	3.00%	3.00%
其他业务		4,539.68	4,046.07	4,248.37	4,460.79	4,683.83
收入增长率		na	-10.87%	5.00%	5.00%	5.00%
成本		4,367.63	3,792.79	4,078.44	4,237.75	4,449.64
毛利率		3.79%	6.26%	4.00%	5.00%	5.00%
其他	247.31	2,511.67	1,166.47	1,224.79	1,286.03	1,350.33
收入增长率			na	5.00%	5.00%	5.00%
成本	119.80	1,759.68	961.17	1,041.07	1,093.13	1,147.78
毛利率	51.56%	29.94%	17.60%	15.00%	15.00%	15.00%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1085	1196	1627	1989	货币资金	298	120	163	199
营业成本	822	915	1211	1465	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	263	282	416	524	应收账款	154	163	221	271
% 营业收入	24.3%	23.5%	25.5%	26.3%	存货	433	481	637	771
营业税金及附加	4	5	6	8	预付账款	63	70	93	112
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	58	67	89	109	流动资产合计	1000	890	1190	1446
% 营业收入	5.4%	5.6%	5.5%	5.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	86	96	130	159	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	31	31	31	31
财务费用	12	13	20	26	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	固定资产合计	801	1041	1230	1268
资产减值损失	25	13	20	16	无形资产	44	42	39	38
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	递延所得税资产	5	2	3	2
营业利润	77	89	151	205	其他非流动资产	-415	-415	-415	-415
% 营业收入	7.1%	7.4%	9.3%	10.3%	资产总计	1466	1591	2079	2370
营业外收支	16	0	0	0	短期贷款	243	262	526	570
利润总额	93	89	151	205	应付款项	154	171	226	273
% 营业收入	8.6%	7.4%	9.3%	10.3%	预收账款	135	150	203	249
所得税费用	18	13	23	31	应付职工薪酬	8	9	12	15
净利润	75	75	128	174	应交税费	-7	1	1	2
归属于母公司所有者的净利润	73.4	73.9	125.6	170.9	其他流动负债	9	10	13	16
少数股东损益	1	1	2	3	流动负债合计	541	602	981	1124
EPS (元/股)	0.21	0.21	0.36	0.49	长期借款	42	42	42	42
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	18	238	234	364	其他非流动负债	6	6	6	6
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	589	649	1029	1171
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	822	885	992	1137
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	55	56	58	62
固定资产投资	-61	-412	-416	-320	股东权益	877	941	1050	1199
其他	4	0	0	0	负债及股东权益	1466	1591	2079	2370
投资活动现金流净额	-56	-412	-416	-320	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.210	0.212	0.360	0.490
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.36	2.54	2.84	3.26
银行贷款增加 (减少)	17	20	264	44	PE	49.41	49.08	28.88	21.22
筹资成本	20	-24	-38	-52	PEG	1.52	1.51	0.89	0.65
其他	-41	0	0	0	PB	4.41	4.10	3.66	3.19
筹资活动现金流净额	-4	-4	225	-8	EV/EBITDA	30.27	13.81	10.10	7.84
现金净流量	-43	-179	43	36	ROE	8.9%	8.3%	12.7%	15.0%

分析师介绍

吕越超，上海交通大学机械与动力工程学院工学学士，上海财经大学金融学硕士，目前在长江证券从事机械行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。