

秦川发展 000837.SZ

拓展新领域，率先实现可持续高增长

研究结论

- **成功拓展乘用车变速箱齿轮磨床新领域，实现高增长。**2009 年，机床工具行业销售产值同比增长 18.30%，其中出口量较去年略有下降，行业走在缓慢复苏的道路上。2009 年下半年以来，公司成功拓展了乘用车变速箱齿轮磨床这一新领域，率先摆脱了经济危机的阴影，实现了高增长，成为行业内的一支独秀。
- **乘用车变速箱齿轮磨床国内市场潜力巨大。**2009 年我国乘用车销量已经突破 1000 万辆大关，但变速箱基本依赖进口。2009 年下半年以来，在国家行业政策引导下，乘用车变速箱开始了国产化进程，拉动了国产乘用车变速箱齿轮磨床的需求，预计未来三年的市场容量将会达到 300—400 台每年，比原有工程机械、商用车等传统市场的总和还要大。公司是国内齿轮磨床行业的龙头企业，具有小行业大公司的垄断地位，以及凭借卓越性价比优势的替代进口能力，其有望在这一块新市场需求的拉动下实现年均 25%以上的高增长。
- **产品链的拓展为实现持续高增长提供保障。**公司已成功研发了直径 2 米的外齿磨床和内齿磨床，打开了替代进口的空间，这一块国内市场容量年均约 10—20 台，目前完全依赖进口；公司的具有国际先进水平的高精密高复合化加工中心（VTM）正处于产品系列化的研发阶段，其未来替代进口品空间更加广阔；符合高精度、低噪音军工标准的 QMK001 叶片磨床，填补国内空白，未来三年国内市场容量约 50—100 台，是公司今明两年潜在的高增长支撑。同时，木塑设备、精密齿轮、液压件等已有业务也具有一定的增长潜力，其中木塑设备在中国有 2 千亿元的潜在市场，受环保概念助推，发展前景非常广阔，预计该项业务有望保持 10%以上的高增长。
- **2010 年是集团资产整合的关键年：**2010 年是集团引进战略投资者的关键一年，早在 2008 年陕西省国资委就已下发了“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”，明确到今年底，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”。
- **风险因素与催化剂：**宏观经济波动影响的不确定性和新产品市场开拓的不确定性是公司目前面临的主要风险。乘用车变速箱齿轮磨床市场的进一步拓展和公司技术升级与产品结构升级是公司高增长的主要驱动因素，预计公司未来三年的复合增长率为 39.79%。
- **鉴于公司的高增长潜力和集团整合的巨大空间，我们给予公司 0.8 倍 PEG 和 31.83 倍 PE 估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的股价是 12.84 元，目前公司股价存在低估，维持买入投资评级。**


东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、张帆、安倩

机械分析师

8621-63325888 × 6100

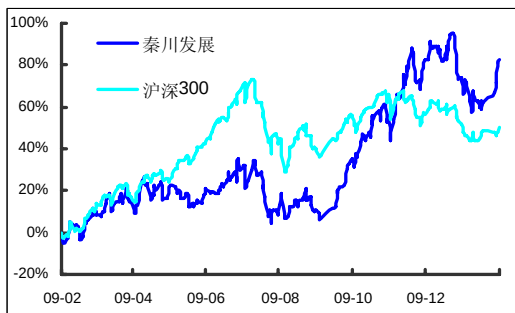
zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2010 年 2 月 25 日收盘价）	10.97 元
目标价格（6 个月）	12.84 元
总股本/A 股（万股）	34871.76/34871.76
A 股市值（百万元）	3825.43
国家/地区	中国
行业	普通机械制造业
报告日期	2010 年 2 月 26 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	5.48	19.63	60.85
相对表现 (%)	8.55	26.90	22.24

资料来源：WIND

财务分析				
（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1085.29	1161.91	1293.92	1543.41
税前利润	92.84	118.62	168.68	240.37
归属母公司净利润	73.39	98.93	140.68	200.46
EBITDA	146.02	164.45	212.25	289.54
每股收益(元)	0.21	0.28	0.40	0.57
净资产收益率	8.53%	10.31%	13.00%	16.02%
每股经营现金(元)	0.05	0.38	0.34	0.43
市盈率(X)	52.12	38.67	27.19	19.08
EV/EBITDA	26.10	22.70	17.31	12.31

资料来源：公司资料、东方证券

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	1085.29	1161.91	1293.92	1543.41	税后利润	73.39	98.93	140.68	200.46
营业成本	822.00	870.87	945.82	1093.70	经常性现金支出	71.02	64.12	61.79	67.80
主营业务税金及附加	4.23	5.60	5.97	7.04	非经常性现金支出	2.15	6.05	6.45	6.96
销售费用	58.08	62.74	67.28	77.17	营运资金变动	(130.50)	(38.20)	(92.80)	(127.82)
管理费用	85.88	92.95	100.93	115.76	少数股东损益	1.46	1.90	2.70	3.85
财务费用	11.89	11.14	10.44	9.50	经营活动现金净流	17.52	132.80	118.82	151.25
营业利润	103.21	118.60	163.48	240.24	资本开支	60.76	73.99	33.40	12.68
非经常性损益	(10.37)	0.02	5.20	0.13	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	92.84	118.62	168.68	240.37	投资活动现金净流	(56.41)	(74.70)	(34.03)	(13.25)
所得税	17.99	17.79	25.30	36.05	贷款增加	16.83	0.00	0.00	0.00
净利润	74.85	100.83	143.38	204.31	支付股利利息	(20.21)	2.99	(19.90)	(23.30)
少数股东损益	1.46	1.90	2.70	3.85	其他融资	16.42	16.77	(5.61)	(6.13)
归属母公司净利润	73.39	98.93	140.68	200.46	筹资活动现金净流	(3.78)	19.77	(25.51)	(29.43)
EPS (元/股)	0.21	0.28	0.40	0.57	现金净流量	(42.67)	77.87	59.28	108.57
					现金期初余额	341.16	298.49	376.35	435.63
					现金期末余额	298.49	376.35	435.63	544.21
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	298.49	376.35	435.63	544.21	增长能力				
应收账款票据	205.52	231.11	289.92	385.76	营收增长率(%)	28.23%	7.06%	11.36%	19.28%
存货	432.86	465.83	514.93	581.64	EBITDA 增长率(%)	4.87%	12.62%	29.07%	36.42%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	6.90%	12.71%	34.06%	43.59%
流动资产合计	999.98	1141.11	1319.12	1607.86	净利润增长率(%)	1.93%	34.70%	42.21%	42.50%
长期投资	31.21	31.21	31.21	31.21	盈利能力				
固定资产	309.38	335.19	370.07	368.03	毛利率(%)	24.26%	25.05%	26.90%	29.14%
在建工程	72.41	87.24	48.72	24.87	净利率(%)	6.90%	8.68%	11.08%	13.24%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	13.45%	14.15%	16.40%	18.76%
非流动资产合计	466.47	483.37	477.85	450.00	ROA(%)	5.10%	6.21%	7.98%	9.93%
资产总计	1466.45	1624.48	1796.97	2057.86	ROE(%)	8.53%	10.31%	13.00%	16.02%
					ROIC(%)	8.18%	8.99%	10.99%	13.82%
循环借款	242.77	242.77	242.77	242.77	偿债能力				
应付账款	153.58	171.80	196.57	237.78	资产负债率(%)	40.19%	39.82%	38.65%	38.04%
预收账款	135.42	139.43	148.80	169.77	流动比率(倍)	1.85	1.91	2.04	2.19
其他应付款	(6.84)	5.69	4.91	4.67	速动比率(倍)	0.93	1.01	1.12	1.27
流动负债合计	541.48	598.99	646.56	735.02	价值评估				
非流动负债合计	47.89	47.89	47.89	47.89	P/B(倍)	4.65	4.15	3.67	3.16
负债合计	589.37	646.88	694.45	782.90	P/E(倍)	52.12	38.67	27.19	19.08
股本	348.72	348.72	348.72	348.72	EV/收入(倍)	3.51	3.21	2.84	2.31
资本公积	80.72	100.51	128.65	168.74	EV/EBITDA(倍)	26.10	22.70	17.31	12.31
未分配利润	334.37	408.57	495.95	614.79	EV/EBIT(倍)	33.11	28.78	21.13	14.28
股东权益	877.08	977.60	1102.52	1274.95					
负债和股东权益	1466.45	1624.48	1796.97	2057.86					

资料来源：东方证券研究

分析师承诺

周凤武 机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩 机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆 机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn