

湘财证券研究所

机械研究小组

刘金钟

Tel: 021-68634510-8193

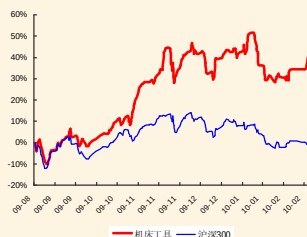
E-Mail: ljb2861@xcsc.com

浦俊懿

Tel: 021-68634510-8227

E-mail: pujuntl@gmail.com

最近半年股价走势



近期相关报告

1. 机床行业09年4季度策略报告
2. 机床行业报告：审视我们的策略
3. 为什么我们看好秦川发展？
4. 秦川发展近期股价点评

报告导读：近日，我们对秦川发展（000837）进行了调研，与公司董事长龙兴元先生、董秘谭明先生等高管进行了深入交流，并对生产现场进行了参观；调研要点如下：

- Ø 公司机床业务景气度骤升。调研中，我们了解到进入2010年后公司机床业务景气度骤升，目前公司机床订单已经排满全年，公司产能利用率已达100%，但仍不能满足客户快速交货的需要，公司正在考虑通过技术改造等方式扩张产能。
- Ø 未来几年磨齿机床发展受益于双轮驱动。目前国内汽车变速箱齿轮进行磨削的比例为13%左右，随着加工精度要求的不断提高，汽车变速箱齿轮进行磨削的比例稳步攀升；在应用广度方面，磨齿机床逐步应用到工程机械、农用机械、重型卡车等领域。
- Ø 积极拓展新产品，保证公司后续发展。公司近年研制的YK73系列重型磨床、VTM系列加工中心相继成熟，并且获得一定的订单，从而为公司后续发展提供了保证。在军工领域，公司联合研制的航空发动机叶片数控磨床、轮盘刷床等新产品已经成熟，如果2010年能够列装，将有力提升公司的业绩。
- Ø 放下包袱、轻装上阵。由于历史原因公司提取坏账准备导致资产减值准备的增加，从而影响公司盈利能力：2007年、2008年资产减值比率达到2.2%左右，但坏账提取在2009年中期已经基本完成，从而带来公司盈利能力的提升。
- Ø 整体上市进程正积极推进。秦川机床工具集团正积极推进整体上市事宜，集团整体上市事宜得到陕西省国资委的支持；目前，集团公司正积极准备剥离非经营性资产，并与财务投资者进行接触。
- Ø 维持买入评级。目前，公司机床业务景气度高企，并且获利能力不断增强；同时，集团公司整体上市计划稳步推进，给公司股价带来巨大想象空间，维持公司买入评级，6个月目标价为13.69元。

目 录

1. 公司机床业务景气度骤升.....	3
2. 未来几年磨齿机床发展受益于双轮驱动.....	3
3. 积极拓展新产品，保证公司后续发展.....	5
4. 放下包袱、轻装上阵.....	5
5. 整体上市进程正积极推进.....	6
6. 盈利预测与投资评级.....	7

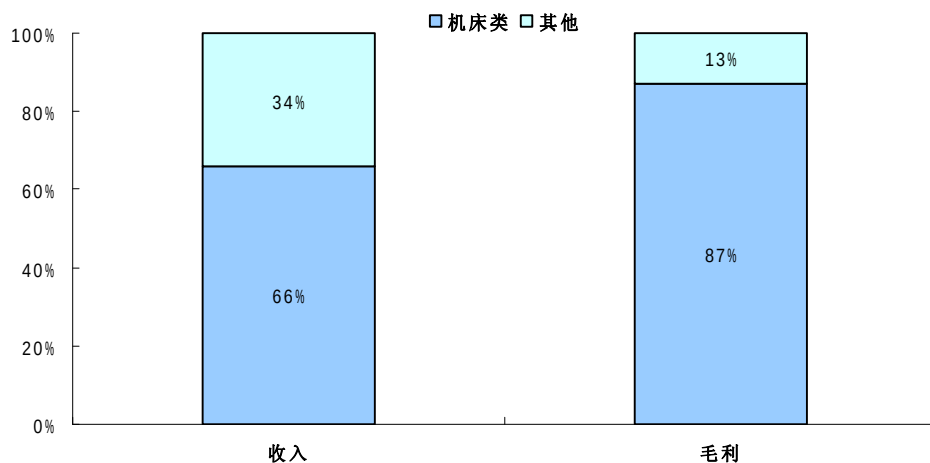
图 目 录

图 1 公司业务构成比例.....	3
图 2 我国汽车月度产量（万辆）.....	4
图 3 我国齿轮产量同比增速.....	4
图 4 公司销售毛利率及资产减值率变化.....	6
图 5 集团主要资产情况.....	7

1. 公司机床业务景气度骤升

机床业务（磨齿机床）是公司主要业务，2009 年中期机床业务毛利贡献达到 87%左右；在调研中，我们了解到，自从 2009 年 3 季度开始，公司机床业务景气度持续回升，进入 2010 年后公司机床业务攀升势头不减，目前公司机床订单已经排满全年，公司产能利用率已达 100%，但仍不能满足客户快速交货的需要，公司正在考虑通过技术改造等方式扩张产能，但 2010 年产能大幅扩张的可能性较小，因此，2010 年产能紧张的局面将维持全年。目前，公司生产情况已恢复至前期最好水平，这符合我们在 2010 年年度策略报告中对 2010 年机床行业的判断（参见《2010 年机械行业投资策略报告》）。

图 1 公司业务构成比例



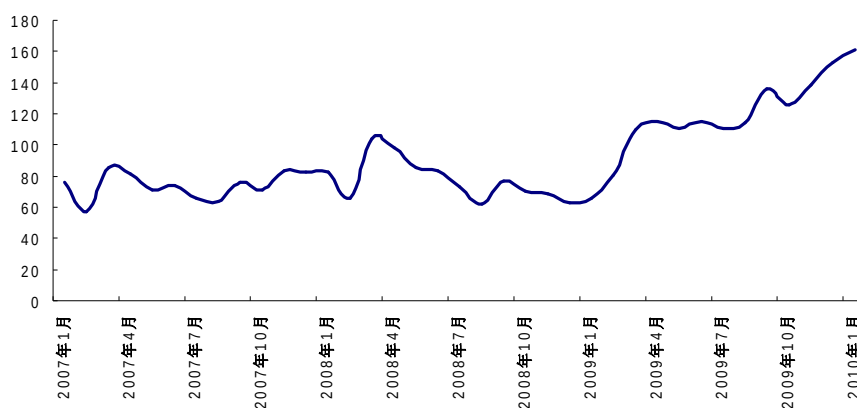
数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

2. 未来几年磨齿机床发展受益于双轮驱动

磨齿机床的发展受益于应用深度的深化以及应用广度的拓

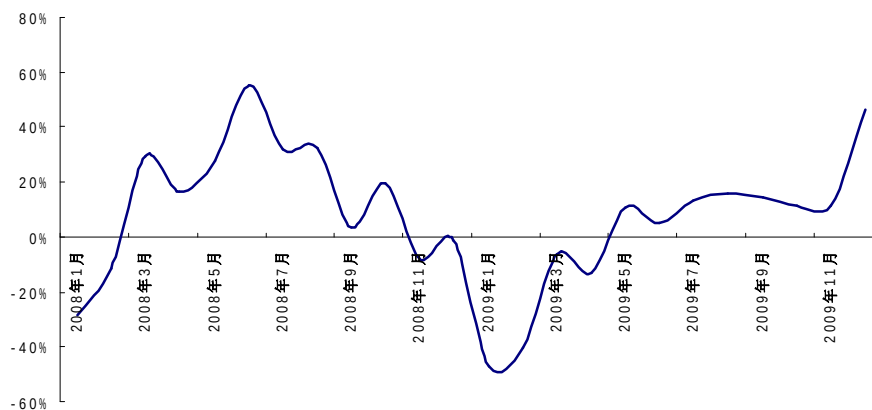
展：在应用深度方面，汽车变速箱齿轮加工是磨齿机床的主要应用领域，目前国内汽车变速箱齿轮进行磨削的比例为 13%左右，随着加工精度要求的不断提高，汽车变速箱齿轮进行磨削的比例稳步攀升，促进了对磨齿机床的需求；在应用广度方面，近年来工程机械、农用机械、重型卡车等传统不需要磨削加工的机械，近年来出现了对磨削加工的需求，这也促进了对磨齿机床的需求；公司作为国内磨齿机床的绝对龙头，将受益于双轮驱动。

图 2 我国汽车月度产量（万辆）



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

图 3 我国齿轮产量同比增速



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

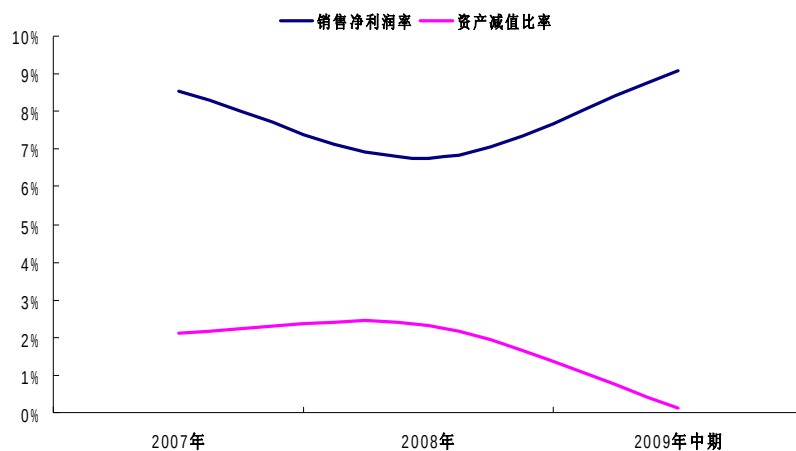
3. 积极拓展新产品，保证公司后续发展

2009 年，公司成功研发乘用车变速箱齿轮磨床(YK72 系列)，公司开拓了乘用车领域，2010 年公司受益于汽车行业的热销，保证了公司 2010 年业绩爆发，该产品也获得国家技术进步二等奖。公司近年研制的 YK73 系列重型磨床、VTM 系列加工中心也相继成熟，并且获得一定的订单，从而为公司后续发展提供了保证。在军工领域，公司联合研制的航空发动机叶片数控磨床、轮盘刷床等新产品已经成熟，如果 2010 年能够列装，将有力提升公司的业绩。

4. 放下包袱、轻装上阵

由于历史原因，公司与深圳秦众电子有限公司等单位形成的往来款超过 3 年，公司应全额提取坏账准备，在利润表上体现为资产减值准备的增加，从而影响公司盈利能力：2007 年、2008 年资产减值比率（资产减值/主营业务收入）达到 2.2%左右，对盈利能力形成较大的压力；但坏账提取在 2009 年中期已经基本完成，后续资产减值比率将大幅下降，从而带来公司盈利能力的提升。

图 4 公司销售毛利率及资产减值率变化

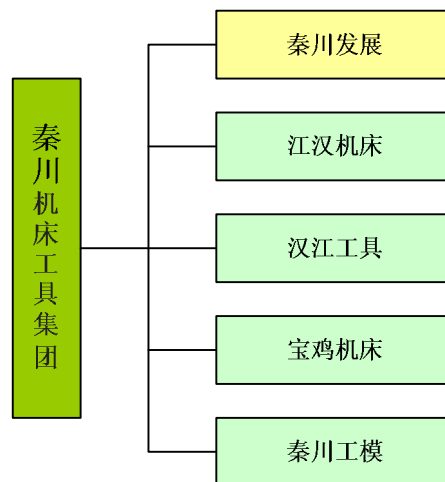


数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

5. 整体上市进程正积极推进

根据我们了解，公司控股股东—秦川机床工具集团正积极推进整体上市事宜，集团整体上市事宜得到陕西省国资委的支持，在陕西省国资委的支持下，后续工作可能进展比较顺利；目前，集团公司正积极准备剥离非经营性资产，并与财务投资者进行接触。综合来看，集团整体上市正稳步推进。目前，集团除机床、机床工具业务外，还积极发展风电设备、光电设备、核电设备等业务。

图 5 集团主要资产情况



数据来源：湘财证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

不考虑外延式扩张，预计公司 2009 年、2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.27 元、0.48 元、0.62 元，目前，按照 2009 年业绩，公司市盈率为 40 倍左右，估值较高；但我们认为未来 3 年的高速增长使得公司可以享受高估值：据我们测算，不考虑外延式扩张，公司 2009 年-2011 年业绩复合增长率高于 30%；如果考虑到外延式增长，公司业绩增长速度更高。我们依然维持前期“买入”评级，3-6 月内公司合理股价为 13.69 元。

附：公司利润表预测

利润表		单位:百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	1085	1183	1538	1938	
营业成本	822	911	1153	1473	
营业税金及附加	4	5	6	8	
营业费用	58	63	84	104	
管理费用	86	67	75	76	
财务费用	12	7	2	-3	
资产减值损失	25	20	21	22	
公允价值变动收益	-1	0	0	0	
投资净收益	-1	0	0	0	
营业利润	77	110	196	258	
营业外收入	18	8	9	11	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	93	117	205	269	
所得税	18	21	34	48	
净利润	75	96	171	221	
少数股东损益	1	2	3	4	
归属母公司净利润	73	94	168	217	
EBITDA	119	153	238	296	
EPS（元）	0.21	0.27	0.48	0.62	

附：公司主要财务比率预测

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	28.2%	9.0%	30.0%	26.0%
营业利润	19.5%	43.2%	79.0%	31.6%
归属于母公司净利润	1.4%	28.5%	78.3%	29.0%
获利能力				
毛利率(%)	24.3%	23.0%	25.0%	24.0%
净利率(%)	6.8%	8.0%	10.9%	11.2%
ROE(%)	8.9%	10.3%	15.5%	16.6%
ROIC(%)	8.7%	11.9%	19.7%	22.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	40.2%	37.1%	37.4%	36.4%
净负债比率(%)	48.25%	45.19%	38.47%	33.41%
流动比率	1.85	2.10	2.25	2.39
速动比率	1.03	1.20	1.31	1.35
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.78	0.91	0.97
应收账款周转率	8	17	-	-
应付账款周转率	6.35	5.93	6.14	6.23
每股指标(元)				
每股收益	0.21	0.27	0.48	0.62
每股经营现金流	0.05	0.39	0.43	0.35
每股净资产(最新摊薄)	2.36	2.63	3.11	3.73
估值比率				
P/E	48.94	38.10	21.37	16.57
P/B	4.37	3.91	3.31	2.76
EV/EBITDA	30	23	15	12

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。