



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
研究报告

2010 年 4 月 27 日

小盘股

研究部

刘青松

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208120090

liuqs@cicc.com.cn

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120069

zenglb@cicc.com.cn

审慎推荐

秦川发展(000837.CH)

收入确认滞后导致 1 季度业绩略低于预期

公司动态:

秦川发展 1 季度年收入、净利润分别为 2.84 亿、0.13 亿元, 同比增长 21.5%、9.6%, 录得每股收益 0.04 元, 略低于预期。

评论:

业绩略低于预期的主要原因为: 磨齿机等高毛利率产品收入确认滞后, 而外圆磨床等低毛利率产品底部复苏, 导致毛利率同比下降 4.6 个百分点, 环比下降 4.8 个百分点。

磨齿机等高毛利率产品收入确认滞后

公司产品收入确认周期较长。从获得订单到开始生产的间隔需要根据产能情况而定。从生产到收入确认一般需要 4 个月左右, 大规格产品需要半年左右, 具体流程包括生产、本厂测试、分拆运输、客户厂重装测试、验收后确认收入。因此公司 09 年末和今年 1 季度大量新接订单无法在 1 季度确认收入。磨齿机、大型加工中心等高毛利产品 1 季度收入占比下降, 导致综合毛利率明显下降。

低毛利率产品 1 季度大幅回暖

1、主营外圆磨齿的秦川格兰德 1 季度获得成都铁路局、玉柴集团、洛轴集团等一批重点客户的批量订单, 新接订单突破 1 亿元, 同比增长 70%, 销售收入同比增长 43%。秦川格兰德产品毛利率远低于磨齿机, 该公司 08 年收入 1.1 亿, 利润仅 62 万元, 09 年收入 0.94 亿元, 亏损 90 万元。因此该公司收入占比的提升降低了公司的综合毛利率。

2、毛利率仅个位数的原材料贸易、进出口业务 09 年大幅下跌, 今年 1 季度底部反弹。以上业务占比的提升拉低了综合毛利率水平。

预计 2 季度开始毛利率和收入将明显改善。 09 年末和今年 1 季度新接订单的收入确认有望于 2 季度开始提速, 尤其是交付周期较长的大型机床将更为明显。此外, 1 季度向来为公司收入和利润淡季; 今年中期重型装配车间的达产也将缓解公司的产能瓶颈。因此全年收入和利润将呈现前低后高走势。

盈利预测及投资建议:

维持公司盈利预测不变, 2010~2011 年 EPS0.41/ 0.51 元, 对应市盈率 31x、25x。鉴于公司磨齿机良好的前景, 以及整体上市方向明确, 维持“审慎推荐”的投资评级。若股价因 1 季度业绩低于预期而大幅调整, 将带来新的介入机会。

风险:

市场对公司业绩释放意愿的担忧导致股价波动; 引进财务投资者和整体上市进展的不确定性。

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 2: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 3：分季度业绩

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	YoY	QoQ
营业收入	239.4	346.5	277.7	221.7	233.8	266.2	291.6	347.3	284.1	21.5%	-18.2%
营业成本	184.0	252.5	209.5	176.1	179.8	194.2	234.2	266.5	231.6	28.8%	-13.1%
营业税金及附加	0.7	1.8	0.8	1.0	1.1	1.3	1.4	1.8	0.9	-17.6%	-49.1%
毛利	54.7	92.2	67.4	44.7	52.9	70.8	56.0	79.0	51.6	-2.4%	-34.7%
营业费用	-12.0	-15.1	-13.3	-17.7	-14.2	-13.9	-11.2	-18.0	-12.3	13.3%	31.7%
管理费用	-24.1	-19.5	-23.8	-18.4	-22.3	-18.7	-17.6	-25.4	-20.8	7.1%	18.2%
财务费用	-2.6	-2.6	-3.6	-3.1	-3.6	-2.0	-3.1	-3.2	-3.1	13.9%	2.8%
资产减值损失	0.0	-1.1	0.0	-24.0	0.0	-0.5	-0.1	-13.8	0.0	n.a.	100.0%
公允价值变动损益	-0.4	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	n.a.	-100.0%
投资收益	-0.1	-0.3	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0	6.7	0.0	-69.7%	-99.9%
营业利润	15.6	53.2	26.6	-18.9	12.8	35.7	24.1	25.5	15.5	20.8%	-39.4%
营业外收入	0.1	6.6	0.6	10.3	0.3	4.1	0.2	7.9	0.3	4.8%	-96.5%
营业外支出	-0.3	-0.5	0.0	-0.5	-0.1	-0.3	-0.5	-0.7	-0.3	-105.7%	62.8%
利润总额	15.4	59.3	27.2	-9.0	12.9	39.4	23.8	32.7	15.5	19.6%	-52.7%
所得税	-3.2	-9.1	-4.9	-0.8	-1.5	-4.1	-3.6	-5.9	-2.1	-45.3%	63.8%
少数股东权益	-0.3	-0.5	-0.8	3.1	0.3	-1.6	-1.0	3.7	-0.5	-282.5%	-113.2%
净利润	11.9	49.6	21.5	-6.7	11.7	33.8	19.3	30.5	12.9	9.6%	-57.9%
每股收益(元)	0.03	0.14	0.06	-0.02	0.03	0.10	0.06	0.09	0.04	9.6%	-57.9%
毛利率	23.1%	27.1%	24.6%	20.6%	23.1%	27.1%	19.7%	23.3%	18.5%	-4.6%	-4.8%
营业费用率	5.0%	4.4%	4.8%	8.0%	6.1%	5.2%	3.8%	5.2%	4.3%	-1.7%	-0.9%
管理费用率	10.1%	5.6%	8.6%	8.3%	9.6%	7.0%	6.0%	7.3%	7.3%	-2.2%	0.0%
营业利润率	6.5%	15.4%	9.6%	-8.5%	5.5%	13.4%	8.3%	7.3%	5.4%	0.0%	-1.9%
净利润率	5.0%	14.3%	7.8%	-3.0%	5.0%	12.7%	6.6%	8.8%	4.5%	-0.5%	-4.3%
有效税率	20.7%	15.4%	18.1%	-8.3%	11.3%	10.3%	15.0%	18.0%	13.8%	2.4%	-4.2%

资料来源：公司资料，中金公司

图表 4: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

泰川发展 损益表 (人民币百万)						
000837	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	676	846	1,085	1,139	1,408	1,730
销售成本及税金	-519	-619	-826	-880	-1,070	-1,311
营业费用	-34	-49	-58	-57	-68	-83
管理费用	-45	-71	-86	-84	-100	-121
EBIT	62	75	88	110	170	215
EBITDA	91	106	119	140	250	303
财务费用	-12	-11	-12	-12	-14	-17
投资收益	0	-16	-1	7	0	0
其他损益项	-16	2	-9	-3	13	13
所得税	-11	-10	-18	-15	-25	-32
少数股东损益	-1	1	1	1	1	1
归属于股东的净利润	41	72	73	93	143	178

泰川发展 资产负债表 (人民币百万)						
000837	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
现金	264	341	298	295	301	384
应收帐款	141	123	132	121	204	251
预付帐款	70	63	63	78	96	119
存货	255	291	433	383	540	616
其他流动资产	111	119	73	160	114	140
流动资产	841	937	1,000	1,038	1,256	1,510
固定资产	251	270	309	359	348	328
长期投资	35	36	31	31	36	41
其他长期资产	30	53	49	53	57	61
长期资产	334	410	466	537	532	510
资产总额	1,175	1,346	1,466	1,574	1,788	2,020
短期借款	200	171	192	210	230	250
各项应付款	110	126	162	178	191	216
应交税费	11	12	-7	24	41	50
应付职工薪酬	6	8	8	3	6	7
其他流动负债	86	140	186	94	137	166
流动负债	413	457	541	509	604	689
长期借款	20	77	42	86	86	86
其他长期负债	1	8	6	7	7	7
长期负债	21	85	48	93	93	93
负债总额	435	542	589	602	697	782
少数股东权益	62	57	55	55	56	57
股本	232	232	349	349	349	349
公积金及未分配利润	446	515	474	569	687	833
股东权益	741	804	877	973	1,091	1,238
负债及股东权益	1,175	1,346	1,466	1,574	1,788	2,020

泰川发展 现金流量表 (人民币百万)						
000837	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净利润	41	72	73	93	143	178
折旧/摊销	29	32	31	30	80	87
运营资本变化	-14	15	-101	-80	-137	-106
其他项	11	27	14	7	15	18
经营活动现金流	67	146	18	49	101	178
固定资产投资	-42	-63	-61	-61	-70	-60
其他投资活动	5	2	4	21	-5	-5
投资活动现金流	-37	-61	-56	-40	-75	-65
股权融资	18	-	-	-	-	-
借款变动	-53	14	17	17	20	20
其他融资活动	-25	-22	-20	-19	-40	-49
融资活动现金流	-60	-7	-4	-2	-20	-29
现金(等价物)变化	-31	77	-43	8	6	83

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
行业板块	1%	17%	29%	58%	84%	49%
工业			二级行业	资本货物		
第一大股东	泰川集团		持股比例	26.65%		
总市值	44.91 亿元		流通市值	44.90 亿元		
发行股数	3.49 亿股		股票现价	12.88		

成长性分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	16%	25%	28%	5%	24%	23%
销售毛利	10%	43%	14%	0%	30%	24%
EBITDA	0%	37%	8%	11%	75%	20%
EBIT	-6%	50%	11%	15%	52%	24%
净利润	-11%	75%	1%	26%	55%	25%

盈利能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
毛利率	23.9%	27.4%	24.3%	23.2%	24.5%	24.7%
营业费用率	5.0%	5.7%	5.4%	5.0%	4.8%	4.8%
管理费用率	6.7%	8.4%	7.9%	7.4%	7.1%	7.0%
EBITDA利润率	13.6%	14.9%	12.5%	13.2%	18.7%	18.2%
EBIT利润率	9.3%	11.1%	9.6%	10.6%	13.0%	13.2%
净利润率	6.1%	8.5%	6.8%	8.1%	10.2%	10.3%

偿债能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动比率	2.04	2.05	1.85	2.04	2.08	2.19
速动比率	1.42	1.41	1.05	1.29	1.18	1.30
现金比率	22%	25%	20%	19%	17%	19%
资产负债率	37%	40%	40%	38%	39%	39%
有息债务/权益	2.1%	9.8%	1.7%	-0.7%	-2.0%	3.6%
净债务/权益	64%	73%	72%	66%	67%	66%
利息覆盖倍数	3	7	6	8	10	10

杜邦分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净资产收益率	6.1%	9.7%	8.9%	10.1%	13.8%	15.1%
= 总资产收益率	3.5%	5.4%	5.0%	5.9%	8.0%	8.8%
× 总资产/净资产	1.73	1.80	1.78	1.71	1.73	1.71
= 销售净利润率	6.1%	8.5%	6.8%	8.1%	10.2%	10.3%
× 资产周转率	0.58	0.63	0.74	0.72	0.79	0.86
× 总资产/净资产	1.73	1.80	1.78	1.71	1.73	1.71

回报率分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
投入资本回报率	5.4%	8.1%	7.9%	8.7%	12.1%	13.4%
资本回报率	6.1%	9.7%	8.9%	10.1%	13.8%	15.1%

每股指标						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
摊薄每股收益	0.12	0.21	0.21	0.27	0.41	0.51
每股经营性现金流	0.29	3.21	2.36	2.63	2.97	3.39
每股股息	0.20	0.02	0.02	0.06	0.07	0.09
每股净资产	2.92	3.21	2.36	2.63	2.97	3.39

估值分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
市盈率	108.4	62.1	61.2	48.5	31.4	25.2
市净率	6.6	6.0	5.5	4.9	4.3	3.8
股价/每股经营性现金流	67.3	30.8	256.4	90.8	44.5	25.3
红利收益率	1.6%	0.1%	0.1%	0.5%	0.6%	0.7%

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。