

方正证券研究所

高级研究员：张远德

执业证书编号：S1220511030004

TEL: 010-68584881

E-mail: zhangyuande@foundersc.com

联系人：彭民（机械行业）

执业证书编号：S1220110100006

TEL: 010-68584886

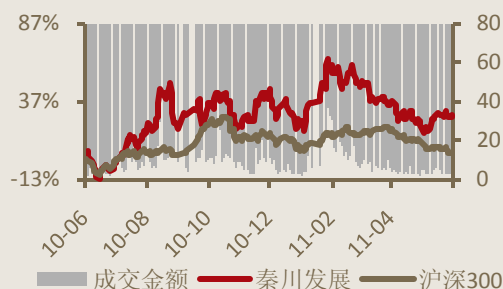
E-mail: pengmin@foundersc.com

联系人：戎毅仁（机械行业）

TEL: 010-68584856

E-mail: rongyiren@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	1432.33	1710.14	2035.94	2434.39
(+/-)	25.76%	19.40%	19.05%	19.57%
净利润	106.55	124.94	150.95	190.57
(+/-)	14.94%	17.27%	20.82%	26.25%
EPS (元)	0.31	0.36	0.43	0.55
P/E	0.00	36.37	30.10	23.84

相关研究

产品结构优化提升毛利率, 订单充足全年稳健增长

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

“皇冠上的明珠”星光璀璨，外延扩张需等待

秦川发展(000837)

公司调研简报
2011.06.22 增持

普通机械行业

投资要点

※我们有别于市场的观点：

1) 国内高端机床制造典范企业，主要产品磨齿机将充分分享下游需求增长与磨削比率提升双轮驱动，中长期增长潜力巨大；2) 集团整体上市将迎来爆发，收入有望增长约 6 倍，资产将激增约 3 倍，空间巨大。

※机床行业“皇冠上明珠”的缔造者

磨齿机是所有机床中最复杂的机床之一，技术含量极高，被誉为“皇冠上的明珠”，为我国迫切需要重点发展的高端精密机床。秦川发展磨齿机产品国内台份市场份额高达 75%（金额市场份额约 50%，其余为欧洲、日本产品），为国内磨齿机床龙头企业。

※受益双轮驱动，发展前景星光璀璨

随汽车、工程机械等行业发展，一方面对齿轮需求增加，1-5 月份齿轮产量同比增长 56.9%；另一方面对齿轮精度及噪声要求提升推动齿轮磨削加工比例上升，目前国内齿轮磨削比不足 10%，距国外平均 25%-30% 水平还有 1.5 倍以上空间；受益下游需求增加与磨削比提升双轮驱动，磨齿机有望迎来十年增长期，发展前景广阔。

※产品线横向拓展与持续创新，公司迎来第二春

齿轮为机械行业主要的基础传动元件，主要加工工艺为铸造制坯—正火—车削加工—滚插齿—剃齿—热处理—磨削加工—修整，因为磨削加工精度高，实际加工过程中磨削加工的比例不到 10%。虽然磨齿机更高端，但是相对而言，市场空间远小于滚齿机等产品。2010 年公司成功研制大规格数控滚齿机、数控螺旋锥齿轮磨床、叶片磨床等，通过不断技术创新与向滚齿机等产品领域横向拓展，将为公司带来盈利持续增长点。

※集团资产注入空间巨大，时间仍需等待

除秦川发展外，秦川集团还拥有汉江机床、汉江工具、宝鸡机床和精密铸造和风电齿轮箱等资产，机械工业协会数据显示 2010 年集团总收入 60.63 亿元，总资产为 19.09 亿元，集团收入与资产证券化率分别为 17.38%、32.94%，整体上市空间巨大。2010 年完成了增资扩股完成后整体上市方向更加明确，但是一方面需要对现有汉江机床、宝鸡机床等业务梳理，另一方面新投铸造与风电增速箱等项目先后建成达产到盈利也需要时间，我们认为集团整体上市时机仍需等待。

※盈利预测与估值

不考虑集团资产注入我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别可达 0.36, 0.44, 0.55 元, 目前机床行业对应 2011 年动态 PE 为 28 倍, 机床作为国家重点扶持的智能装备制造业, 综合公司磨齿机产品的核心竞争力与发展前景, 以及考虑集团整体上市后巨大空间, 维持公司“增持”评级。

※风险提示:

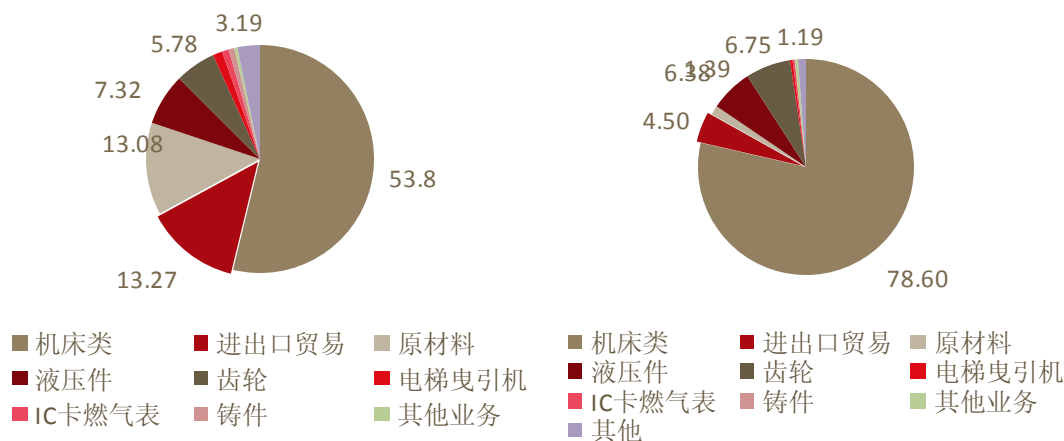
1) 集团整体上市不确定性; 2) 下游汽车与工程机械行业增长放缓可能影响公司磨齿机订单; 3) 产品技术升级与应用领域拓展需要较长过程。

图表 1：机床行业同类公司可比估值（不考虑集团资产注入）

代码	简称	股价	EPS			PE			PB	评级
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
002559	亚威股份	27.95	0.86	1.25	1.70	32.58	22.36	16.44	2.28	买入
002520	日发数码	27.860	0.5148	0.80	1.00	54.12	34.83	27.86	3.84	增持
000837	秦川发展	13.01	0.31	0.36	0.44	42.58	36.14	30.26	4.51	增持
000410	沈阳机床	10.58	0.26	0.41	0.56	40.74	26.00	18.92	3.74	——
600806	昆明机床	11.200	0.3358	0.44	0.54	33.36	25.75	20.83	4.16	——
002248	华东数控	15.30	0.37	0.61	0.80	41.86	24.90	19.24	3.90	——
合计平均						40.87	28.01	21.73	3.74	——

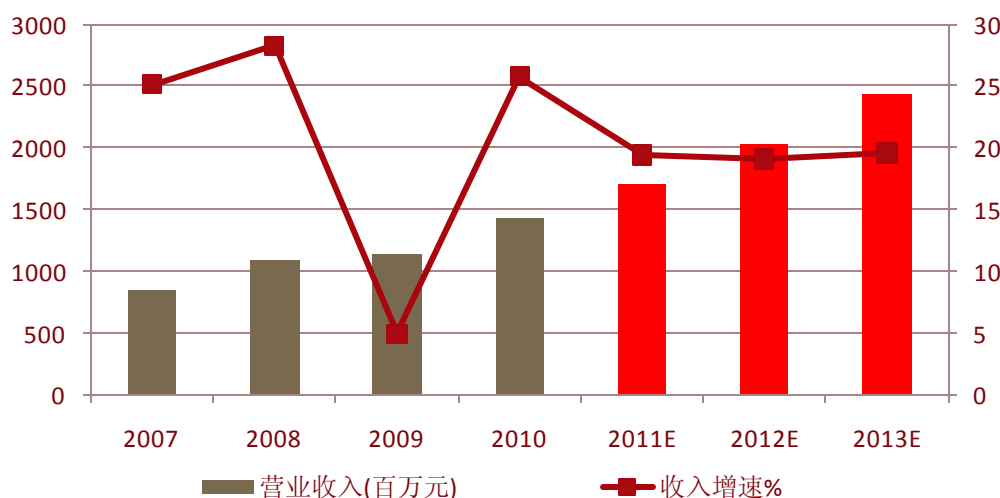
数据来源：wind 方正证券研究所

图表 2：秦川发展分业务 2010 年分项业务收入构成(左)与毛利构成(右)



数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 3：秦川发展分业务 2008-2013 营业收入预测及增速



数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 4：秦川发展 2011-2013 年分项业务预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	846.4	1085.29	1138.91	1432.33	1710.14	2035.94	2434.39
机床类	582.98	599.6	661.81	770.61	909.32	1073.00	1287.60
进出口贸易		125.21	108.77	190.18	237.73	297.16	356.59
原材料		105.03	96.51	187.45	224.94	269.93	323.91
液压件	72.85	73.71	78.33	104.86	136.32	170.40	213.00
齿轮	79.93	95.4	61.91	82.84	99.41	119.29	143.15
电梯曳引机	22.19	24.25	27.76	19.2	20.16	20.16	20.16
IC 卡燃气表	9.34	9.97	11.8	13.9	14.60	14.60	14.60
铸件			54.44	11.65	12.82	13.46	14.13
其他业务	25.12	11.66	2.82	6.34	7.29	8.02	8.82
其他	53.99	40.46	34.76	45.3	47.57	49.94	52.44
收入增速%	25.13	28.22	4.94	25.76	19.40	19.05	19.57
机床类	30.3	2.85	10.38	16.44	18.00	18.00	20.00
进出口贸易			(13.13)	74.85	25.00	25.00	20.00
原材料			(8.11)	94.23	20.00	20.00	20.00
液压件	38.41	1.18	6.27	33.87	30.00	25.00	25.00
齿轮	21.22	19.35	(35.10)	33.81	20.00	20.00	20.00
电梯曳引机		9.28	14.47	(30.84)	5.00	0.00	0.00
IC 卡燃气表	-24.02	6.75	18.36	17.80	5.00	0.00	0.00
铸件				(78.60)	10.00	5.00	5.00
其他业务		(53.58)	(75.81)	124.82	15.00	10.00	10.00
其他		(25.06)	(14.09)	30.32	5.00	5.00	5.00
毛利率%	27.38	24.26	23.20	21.50	21.38	21.74	22.33
机床类	32.14	35.99	32.88	31.41	31.00	31.50	32.00
进出口贸易		5.55	8.09	7.29	8.20	8.20	8.20
原材料		1.76	1.98	2.28	2.00	2.00	2.00
液压件	13.37	9.54	12.18	18.73	20.00	22.50	25.00
齿轮	27.49	27.08	29.09	25.11	24.50	24.00	24.00
电梯曳引机	15.33	0.25	6.83	6.15	6.50	5.00	5.00
IC 卡燃气表	10.05	11.59	7.1	6.68	7.00	6.00	6.00
铸件			2.63	1.28	2.00	2.00	2.00
其他业务	29.94	17.59	24.59	21.9	23.00	22.00	20.00
其他	1.41%	6.25%	9.78%	8.08%	8.00	8.00	8.00

数据来源：公司公告 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1279.85	1695.37	1824.44	2291.37	经营活动现金流	218.36	-205.75	431.73	-55.79
现金	426.58	513.41	594.46	720.82	净利润	108.92	126.75	153.48	193.97
应收账款	129.39	225.17	180.90	288.47	折旧摊销	0.00	51.24	63.32	77.48
其它应收款	11.33	40.46	14.36	46.64	财务费用	12.50	27.76	39.48	44.95
预付账款	91.41	121.06	132.44	165.51	投资损失	0.16	0.76	-1.98	-0.35
存货	456.43	681.34	649.42	876.46	营运资金变动	99.20	-411.54	177.42	-372.07
其他	164.71	113.92	252.85	193.48	其它	-2.42	-0.73	0.00	0.24
非流动资产	628.97	694.67	766.10	853.32	投资活动现金流	-93.54	-118.06	-132.19	-164.62
长期投资	31.46	31.49	31.67	31.97	资本支出	59.24	87.53	67.53	82.11
固定资产	414.83	481.99	548.14	622.27	长期投资	-0.52	-0.04	-0.17	-0.30
无形资产	52.76	60.99	70.49	81.87	其他	-34.81	-30.56	-64.83	-82.81
其他	129.93	120.20	115.80	117.21	筹资活动现金流	3.12	-168.98	-42.08	-58.63
资产总计	1908.82	2390.04	2590.54	3144.70	短期借款	6.31	-10.26	4.73	0.26
流动负债	805.12	1205.99	1261.52	1636.63	长期借款	-86.00	4.67	3.80	1.70
短期借款	216.23	785.60	613.91	1019.57	其他	82.81	-163.40	-50.61	-60.58
应付账款	179.39	235.40	252.80	315.33	现金净增加额	127.95	-492.79	257.47	-279.04
其他	409.50	185.00	394.81	301.72					
非流动负债	41.33	22.83	30.59	37.37	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	4.67	8.47	10.17	成长能力				
其他	41.33	18.15	22.11	27.20	营业收入	25.76%	19.40%	19.05%	19.57%
负债合计	846.45	1228.81	1292.11	1674.00	营业利润	27.57%	7.81%	23.28%	28.50%
少数股东权益	55.99	57.80	60.33	63.73	归属母公司净利润	14.94%	17.27%	20.82%	26.25%
归属母公司股东权益	1006.38	1103.43	1238.10	1406.98	获利能力				
负债和股东权益	1908.82	2390.04	2590.54	3144.70	毛利率	21.50%	21.38%	21.74%	22.33%
					净利率	7.60%	7.41%	7.54%	7.97%
					ROE	10.25%	10.92%	11.82%	13.19%
					ROIC	8.40%	7.50%	9.51%	9.07%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
营业收入	1432.33	1710.14	2035.94	2434.39	资产负债率	44.34%	51.41%	49.88%	53.23%
营业成本	1124.35	1344.57	1593.30	1890.91	净负债比率	28.45%	68.16%	48.12%	70.25%
营业税金及附加	5.66	7.20	8.79	10.13	流动比率	1.59	1.41	1.45	1.40
营业费用	71.45	83.80	97.73	116.85	速动比率	1.02	0.84	0.93	0.86
管理费用	88.95	99.19	118.08	141.19	营运能力				
财务费用	12.50	27.76	39.48	44.95	总资产周转率	0.82	0.80	0.82	0.85
资产减值损失	4.15	11.97	14.25	17.04	应收帐款周转率	11.45	9.65	10.03	10.37
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	6.96	6.48	6.53	6.66
投资净收益	-0.16	-0.76	1.98	0.35	每股指标(元)				
营业利润	125.11	134.89	166.28	213.67	每股收益	0.31	0.36	0.43	0.55
营业外收入	9.08	15.00	15.00	15.00	每股经营现金	0.63	-0.59	1.24	-0.10
营业外支出	2.01	1.64	1.77	1.80	每股净资产	3.05	3.33	3.72	4.22
利润总额	132.18	148.25	179.51	226.87	估值比率				
所得税	23.26	21.50	26.03	32.90	P/E	0.00	36.37	30.10	23.84
净利润	108.92	126.75	153.48	193.97	P/B	0.00	4.12	3.67	3.23
少数股东损益	2.38	1.81	2.53	3.40	EV/EBITDA	-0.43	22.41	17.11	14.61
归属母公司净利润	106.55	124.94	150.95	190.57					
EBITDA	134.49	217.85	271.12	337.12					
EPS (元)	0.31	0.36	0.43	0.55					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com