



## 转型升级仍在路上

### ——秦川机床（000837）调研简报

2016年04月13日

推荐/维持

秦川机床

调研简报

#### 报告摘要:

秦川机床是我国机床行业龙头，规模位列行业第三。秦川机床于2014年9月完成了重大资产重组，目前拥有磨齿机、车床、通用数控加工中心、螺旋磨床、滚动功能部件、复杂刀具、仪器仪表等业务，是国内品类最多、技术水平最高、产业链最完整、综合竞争力最强的机床企业。

目前，公司正在积极转型升级中：

◆ **传统机床产业短期难有起色。**2015年，机床工具行业仍处于“下滑探底”过程中，主要呈现为“外需不稳、内需偏弱、总量下降、产销下滑”的低迷态势。终端市场需求表现疲软。秦川机床传统机床业务受市场影响较大，2015年出现了较大幅度下滑。目前，公司正在积极升级机床产品，向高端机床市场进军，希望2016年公司高端磨齿机等产品能够实现销量突破。但是受整个市场不景气影响及国内机床公司在高端竞争力不足影响，预计公司传统机床产业短期难有起色。

◆ **公司工业机器人关节减速器预计收入将有较大幅度增长。**公司积极转型工业机器人及智能制造等领域。其中机器人关节减速器是由集团本部成立第二事业部负责。自从2013年正式做以来，已经有两年多时间。公司产品已经供应下游30多家机器人工厂进行挂机试验。目前，公司机器人关节减速器仍在推进中，预计2016年收入将比2015年有较大幅度增长。然而，工业机器人关节减速器在公司收入中所占比重不高，对公司业绩贡献有限。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2016-2018年营业收入分别为27、30和33亿元，对应EPS为-0.05、0.01和0.10元，给予公司“推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,501.03	2,548.26	2,710.27	3,025.42	3,330.45
增长率(%)	2.63%	-27.21%	6.36%	11.63%	10.08%
净利润(百万元)	19.27	-236.24	-37.63	1.26	68.85
增长率(%)	-135.54	-1325.87	-84.07%	-103.34	5385.43
净资产收益率(%)	0.64%	-8.46%	-1.36%	0.05%	2.45%
每股收益(元)	0.03	-0.34	-0.05	0.01	0.10
PE	312.29	—	—	5,192.72	94.66
PB	2.17	2.33	2.36	2.36	2.32

#### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

#### 叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

#### 任天辉

010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

#### 交易数据

52周股价区间(元)	10.22-14.36
总市值(亿元)	70.86
流通市值(亿元)	49.21
总股本/流通A股(万股)	69337/48149
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	7.87

#### 52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. 秦川机床是我国机床行业龙头 .....	3
2. 机床行业总量下滑，结构分化 .....	4
2.1 传统机床仍在下滑探底中 .....	4
2.2 高端机床进口替代空间巨大 .....	4
2.3 秦川机床传统机床产品短期难有起色 .....	5
2.3.1 集团本部 .....	5
2.3.2 宝鸡机床 .....	6
2.3.3 汉江机床 .....	6
2.3.4 汉江工具 .....	7
3. 智能制造转型在路上 .....	8
4. 盈利预测及估值 .....	8
5. 风险提示 .....	9

## 表格目录

表 1:同类型上市公司市净率比较 .....	错误!未定义书签。
表 2: 公司盈利预测表 .....	8

## 插图目录

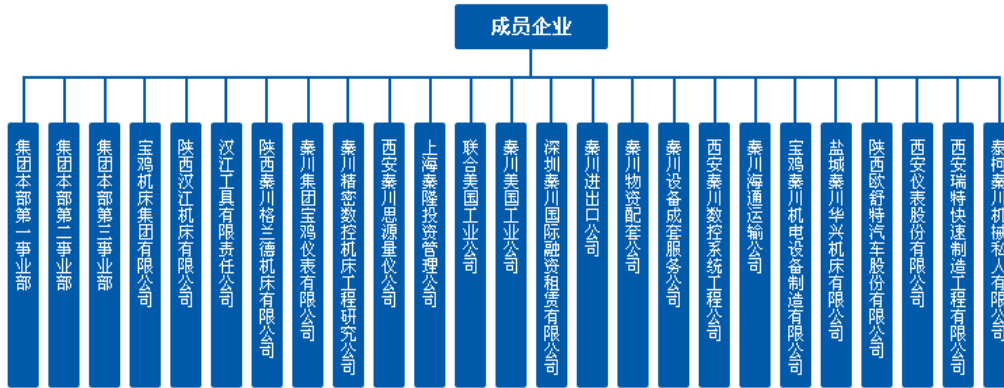
图 1:秦川机床下属企业 .....	3
图 2:秦川机床的实际控制人 .....	3
图 3:我国金属切削机床产量（万台） .....	4
图 4:历年我国金属加工机床进口金额（万美元） .....	5
图 5:秦川机床母公司历年经营业绩（万元） .....	6
图 6:宝鸡机床历年经营业绩（万元） .....	6
图 7:汉江机床历年经营业绩（万元） .....	7
图 8:汉江工具历年经营业绩（万元） .....	7

## 1. 秦川机床是我国机床行业龙头

秦川机床是我国机床行业龙头，规模位列行业第三。秦川机床于2014年9月完成了重大资产重组，资产规模、业务范围都有所扩大，原来归属于集团公司的车床、通用数控加工中心、螺纹磨床、滚动功能部件、复杂刀具、仪器仪表等业务进入上市公司平台，使秦川机床成为目前中国机床工具业行业中，品类最多、技术水平最高、产业链最完整、综合竞争力最强的企业。

目前，秦川机床集团股份有限公司旗下拥有集团本部三个事业部、宝鸡机床、汉江机床、汉江工具、关中工具、秦川格兰德、美国拉削系统公司等多家子公司。

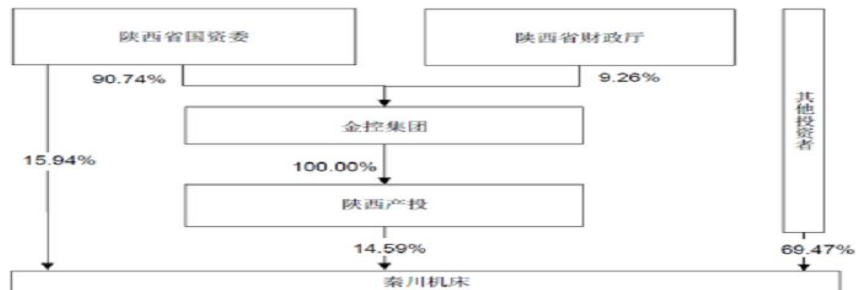
图 1:秦川机床下属企业



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

秦川机床的实际控制人是陕西省人民政府国有资产监督管理委员会。陕西省国资委通过直接和间接合计持股占比为 30.53%，对秦川机床具有绝对的控制力。

图 2:秦川机床的实际控制人



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

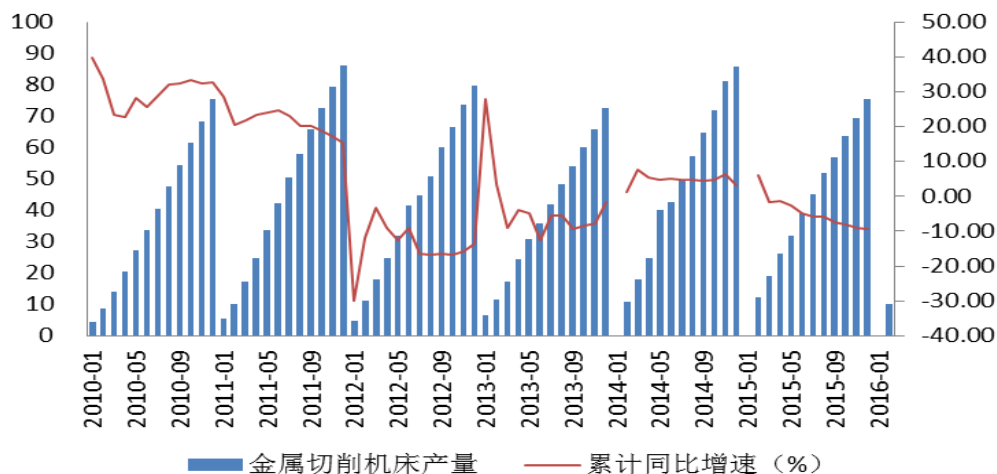
## 2. 机床行业总量下滑，结构分化

### 2.1 传统机床仍在下滑探底中

2015年，机床工具行业仍处于“下滑探底”过程中，主要呈现为“外需不稳、内需偏弱、总量下降、产销下滑”的低迷态势。终端市场需求表现虚软。比如，一直表现稳定的汽车市场2015年上半年呈现产销双下降，导致一些为汽车制造提供装备、在弱市中表现稳健的机床企业也开始感受到市场的阵阵凉风，使得行业运行雪上加霜；另外，作为新兴市场，近年来异常火爆的手机制造设备在2015年上半年也出现下滑，同比下降13.6%。

根据wind数据，2015年我国金属切削机床累计同比下降了9.3%。自从2012年以来，我国金属切削机床行业产量出现负增长，到2015年已经连续负增长4年之久。根据2016年2月数据，我国金属切削机床行业累计同比增速为-12.9%，仍然处于下滑中，短期内难有起色。从总体来看，我国机床行业仍然处于下滑探底中。

图 3:我国金属切削机床产量（万台）

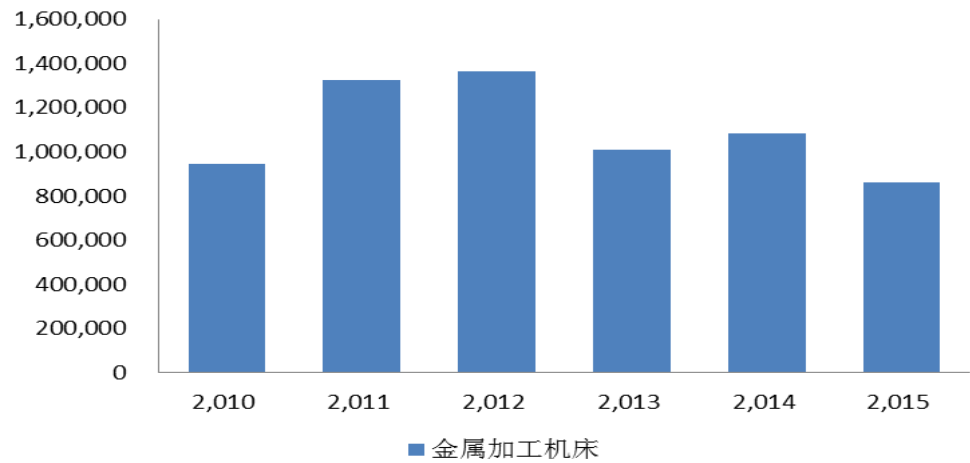


资料来源：wind、东兴证券研究所

### 2.2 高端机床进口替代空间巨大

在机床行业整体下滑的背景下，行业需求呈现分化格局。一方面，传统中低端机床需求加速下滑，产能过剩，市场竞争激烈；而另一方面，高端机床主要依靠进口，市场空间巨大。2015年，我国进口金属加工机床金额达到86.1亿美元，进口机床以高端产品居多。

图 4:历年我国金属加工机床进口金额（万美元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

而我国机床企业的固有优势是以大批量的方式制造中低端的标准通用型单机产品，在高端产品方面竞争力较弱。虽然我国部分龙头企业在高端机床方面取得了可喜的突破，已经能够生产出高端产品，但是从能做出产品到做好产品，再到具有产业竞争力仍有很长的一段路要走。

目前，我国机床行业刚达到能做出高端产品的阶段，在产品技术含量、可靠性等方面和国际一流企业产品仍然有较大差距。因此，短期内仍然需要打好内功，难以放量突破。

### 2.3 秦川机床传统机床产品短期难有起色

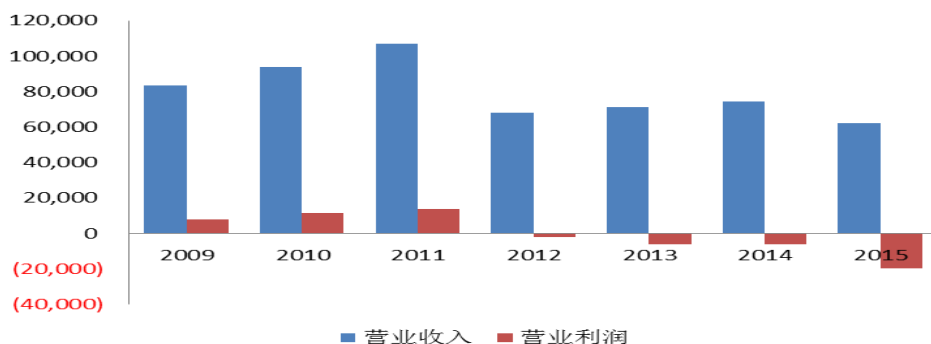
受整个机床行业下滑的影响，秦川机床销售收入也出现了下滑。2015 年秦川机床销售收入为 25.5 亿元，同比下降了 27.2%。它旗下的核心公司（集团本部、宝鸡机床、汉江机床和汉江工具）都出现了同比下降的局面。下面进行逐一分析：

#### 2.3.1 集团本部

秦川集团本部（原秦川发展）的核心业务是齿轮加工装备，目前在磨齿领域已形成七大系列、二百多个规格产品，是目前世界上品种最多、规格最全的磨齿机制造商，横向竞争少，市场占有率高，主要竞争对手都是国外企业。

2015 年，集团本部营业收入 6.2 亿元，同比下降了 16.3%。这一方面是受市场需求继续萎缩的影响，另一方面是公司高端磨齿机 YKS7225 等产品销售不及预期所致。2016 年，公司将集中精力提升高端产品品质，尤其是高效磨齿机 YKZ7230、YK7240、YKS7225 等产品的精准对标工作，力争销量较上年有较大幅度增长。

图 5:秦川机床母公司历年经营业绩（万元）



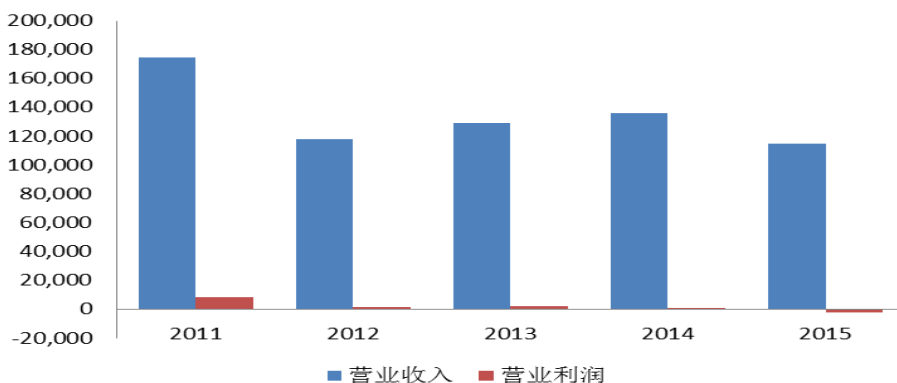
资料来源：wind、东兴证券研究所

### 2.3.2 宝鸡机床

宝鸡机床主要产品为数控金属切削机床，为汽车、轴承、工程机械、电子等行业提供金属加工设备，宝鸡机床产品覆盖全国，并出口 60 多个国家和地区。

2015 年，宝鸡机床营业收入 11.5 亿元，营业利润为-0.2 亿元。2016 年，公司将以改进和创新生产工艺为主要手段，落实成本倒逼机制，提高产品市场竞争力。同时，积极响应国家“一路一带”战略，实行走出去战略。目前，公司走出去战略已经初见成效。2016 年 2 月 18 日，宝鸡机床与俄罗斯斯坦克机床制造公司签订合资建厂的框架协议，将实现宝鸡机床在俄罗斯境内的本地化生产。

图 6:宝鸡机床历年经营业绩（万元）



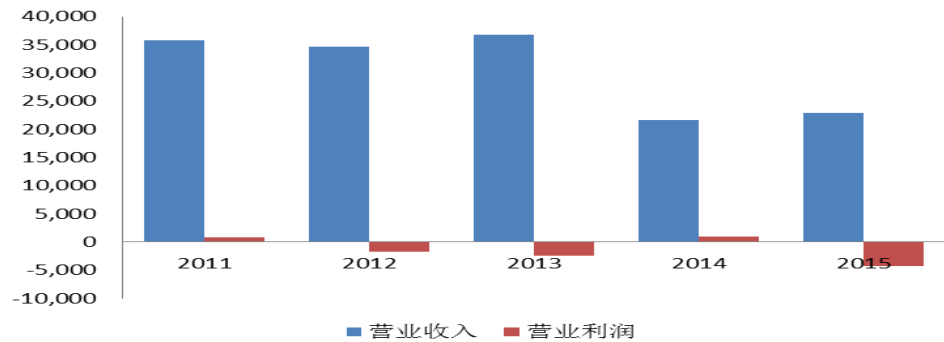
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

### 2.3.3 汉江机床

汉江机床是国家第三个五年计划时期兴建的三线建设重点工程之一，机械工业大型骨干企业，国内螺纹磨床主导企业，一九六五年建厂。公司主导产品精密螺纹磨床制造国内领先，市场占有率相当高。

2015 年, 汉江机床营业收入为 2.3 亿元, 营业利润为-0.43 亿元。公司预计 2016 年积极开发新产品, 大力开拓新市场。同时以丝杠、导轨示范线建设为切入点, 打好丝杠产业升级“突围战”, 常规丝杠产品要积极开拓机床行业以外市场, 微型丝杠产品要开拓军工、航空航天领域市场。以转子加工优势为依托, 走差异化发展路线, 助推螺杠转子产业发展再上新台阶。

图 7: 汉江机床历年经营业绩 (万元)



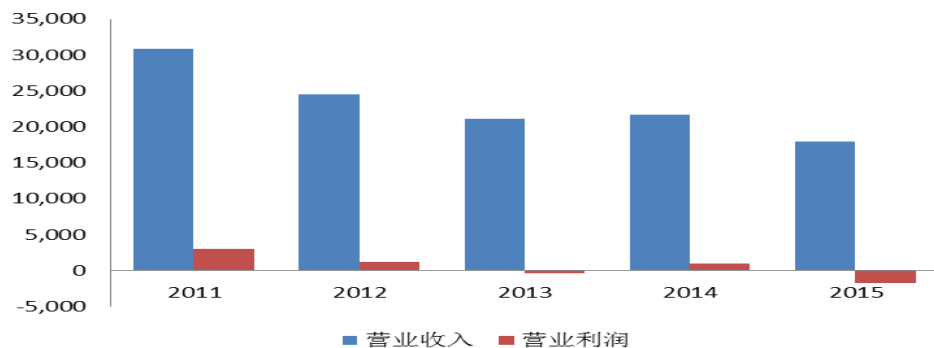
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 2.3.4 汉江工具

汉江工具是国家大型精密复杂刀具的重要制造基地。主要产品: 齿轮刀具、拉削刀具、螺纹刀具和钻、铣、铰、削刀具等八大类, 二百八十多个品种, 三万多个规格。其中齿轮刀具、拉削刀具和螺纹刀具均居中国工具行业领先地位, 国内市场占有率名列前茅。

2015 年, 公司营收收入为 1.8 亿元, 营业利润为-0.18 亿元。近年来, 公司营收逐年下降。目前, 法士特是公司最大的客户, 公司希望能够抓住机遇, 多与行业龙头达成战略合作关系, 从而开拓市场, 解决销售问题。

图 8: 汉江工具历年经营业绩 (万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3. 智能制造转型在路上

秦川机床提出“3个1/3”战略发展构思，具体如下：

- ◆ 第一个 1/3 是机床工具装备、智能制造岛（生产线），主要由三大制造工艺装备链来体现，包括：汽车自动变速器制造工艺装备链；三航（航空、航天、航海）/两机（航空发动机、燃气轮机）制造工艺装备链；复杂型面（齿轮、螺纹/螺杆、叶轮/叶片）加工工艺装备链。
- ◆ 第二个 1/3 是以高端技术与工艺引领的关键零部件制造。主要产品包括特种齿轮箱、人字齿、机器人关节减速器、滚动功能部件、螺杆转子泵、精密齿轮（包括人字齿轮）、精密铸件、军工配套等。
- ◆ 第三个 1/3 是现代制造服务业，包括：数字化车间和系统集成，机床再制造及工厂服务，供应链整合及融资租赁。

围绕“三个 1/3”的发展战略，集团本部积极推行“事业部”制，分别成立了三个事业部。其中机器人关节减速器是由第二事业部负责。自从 2013 年正式做以来，已经有两年多时间。目前，公司产品已经供应下游 30 多家机器人工厂进行挂机试验。目前，公司机器人关节减速器仍在推进中，预计 2016 年上半年公司和博世力士乐中国合作的减速器偏心轴生产线和装配生产线投入使用后，将会加快促进机器人减速器生产量和销售量的增长。

### 4. 盈利预测及估值

公司是国内机床行业龙头。近年来，机床行业处在下滑探底中，公司传统机床业务受到较大影响。目前，公司正在积极升级机床产品，向高端机床市场进军，希望 2016 年公司高端磨齿机等产品能够实现销量突破。而公司工业机器人关节减速器产品仍在推进中，已经供应下游 30 多家机器人公司进行挂机试验，预计 2016 年收入将同比有较大幅度增长。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 27、30 和 33 亿元，对应 EPS 为-0.05、0.01 和 0.10 元，给予公司“推荐”评级。

我们选取了 4 家主业与公司相仿的企业进行比较，由于机床行业处于行业低谷，多数公司处于亏损状态，因此我们用市净率来测算公司估值水平。目前，秦川机床市净率为 2.61 倍，低于同行业 4 家公司的平均市净率 4.45 倍。公司估值处于较低水平。建议关注。



表 1：同类型上市公司市净率比较

股票代码	股票名称	当前股价	市净率
000837.SZ	秦川机床	10.52	2.61
000410.SZ	沈阳机床	18.79	6.46
002559.SZ	亚威股份	13.09	3.33
600243.SH	青海华鼎	36.88	2.47
600806.SH	昆明机床	36.88	5.52
	平均 PB		4.45

备注：公司股价为 2016 年 4 月 11 日收盘价 资料来源：东兴证券研究所

## 5、风险提示

1. 公司业务发展不及预期的风险
2. 公司新产品发展不及预期的风险。

表 2：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	3734	3973	3807	4222	4625	<b>营业收入</b>	3501	2548	2710	3025	3330
货币资金	830	967	813	908	999	<b>营业成本</b>	2996	2278	2365	2601	2827
应收账款	779	695	891	995	1095	营业税金及附加	14	11	27	30	33
其他应收款	33	29	31	35	39	营业费用	151	155	136	136	133
预付款项	108	105	129	155	183	管理费用	320	325	271	303	300
存货	1669	1765	1620	1782	1936	财务费用	76	48	53	52	56
其他流动资产	96	99	99	99	99	资产减值损失	7.91	31.66	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	2674	2760	2363	2158	1949	公允价值变动收益	-0.35	3.27	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1	1	1	1	1	投资净收益	8.48	8.16	8.00	8.00	8.00
固定资产	1983.48	2010.35	1861.17	1655.37	1458.93	<b>营业利润</b>	-54	-289	-133	-89	-11
无形资产	315	308	277	247	216	营业外收入	100.11	63.00	90.00	90.00	90.00
其他非流动资产	29	22	0	0	0	营业外支出	1.91	3.24	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	6408	6733	6170	6380	6575	<b>利润总额</b>	44	-229	-43	1	79
<b>流动负债合计</b>	2391	2630	2347	2587	2753	所得税	6	19	-6	0	10
短期借款	891	1087	924	1055	1115	<b>净利润</b>	38	-248	-38	1	69
应付账款	837	833	907	998	1084	少数股东损益	19	-12	0	0	0
预收款项	275	224	224	224	224	归属母公司净利润	19	-236	-38	1	69
一年内到期的非	30	70	0	0	0	EBITDA	478	223	215	287	385
<b>非流动负债合计</b>	466	643	77	77	77	<b>BPS (元)</b>	0.03	-0.34	-0.05	0.00	0.10
长期借款	68	67	67	67	67	<b>主要财务比率</b>	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	2857	3273	2424	2664	2830	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	546	667	667	667	667	营业收入增长	2.63%	-27.21%	6.36%	11.63%	10.08%
实收资本(或股	693	693	693	693	693	营业利润增长	-59.60%	430.30%	-53.89%	-33.54%	-87.74%
资本公积	1433	1448	1448	1448	1448	归属于母公司净利润	-135.54%	-1325.87%	-84.07%	-103.34%	#####
未分配利润	787	551	532	533	567	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3005	2793	2759	2760	2808	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权</b>	6408	6733	5850	6092	6305	净利率(%)	1.09%	-9.74%	-1.39%	0.04%	2.07%
<b>现金流量表</b>	单位：百万元					总资产净利润(%)	0.30%	-3.51%	-0.61%	0.02%	1.05%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	0.64%	-8.46%	-1.36%	0.05%	2.45%
<b>经营活动现金流</b>	-103	-197	247	158	250	<b>偿债能力</b>					
净利润	38	-248	-38	1	69	资产负债率(%)	45%	49%	41%	44%	45%
折旧摊销	456.46	464.20	0.00	323.86	339.60	流动比率	1.56	1.51	1.62	1.63	1.68
财务费用	76	48	53	52	56	速动比率	0.86	0.84	0.93	0.94	0.98
应收账款减少	0	0	-196	-104	-100	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.81	0.39	0.43	0.51	0.54
<b>投资活动现金流</b>	-52	-173	138	-142	-142	应收账款周转率	7	3	3	3	3
公允价值变动收	0	3	0	0	0	应付账款周转率	6.55	3.05	3.12	3.18	3.20
长期股权投资减	0	0	138	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	8	8	8	8	8	每股收益(最新摊薄)	0.03	-0.34	-0.05	0.01	0.10
<b>筹资活动现金流</b>	363	494	-539	78	-17	每股净现金流(最新	0.30	0.18	-0.22	0.14	0.13
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.33	4.03	3.98	3.98	4.05
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	345	0	0	0	0	P/E	312.29	—	—	5192.72	94.66
资本公积增加	1325	15	0	0	0	P/B	2.17	2.33	2.36	2.36	2.32
<b>现金净增加额</b>	209	125	-154	95	92	EV/EBITDA	13.96	30.39	47.41	23.45	17.40

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2 年证券研究经验，2015 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

### 任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

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，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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。