

秦川机床 (000837.SZ) 机械行业

评级：增持 首次评级

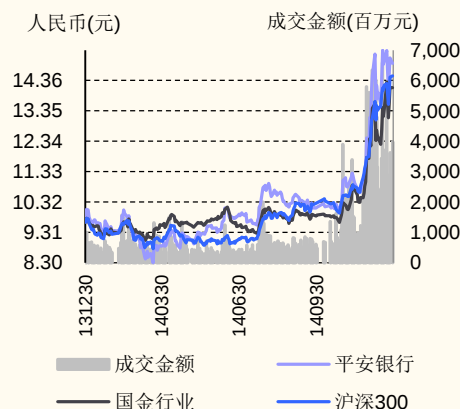
公司研究

市场价格 (人民币): 7.18 元
目标价格 (人民币): 11.00-13.00 元

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 693.37
总市值(百万元) 10200
年内股价最高最低(元) 15.79/10.42
沪深 300 指数 4774.33
上证指数 4476.62



机器人减速器、军工、3C 加工多点开花

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014	2015	2016
摊薄每股收益(元)	0.03	-0.16	0.03	0.13	0.21
每股净资产(元)	3.18	3.10	4.35	4.48	4.56
每股经营性现金流(元)	-0.45	-0.23	-0.15	0.74	0.21
市盈率(倍)	160.48	-45.33	406.94	113.01	69.58
行业优化市盈率(倍)	49.97	42.44	81.70	144.65	144.65
净利润增长率(%)	-91.04%	/	-99.08%	368.01%	62.43%
净资产收益率(%)	1.07%	/	0.64%	2.90%	4.64%
总股本(百万股)	348.72	348.72	693.37	693.37	693.37

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **受益陕西省国企改革，成为机床行业综合性高端装备供应商：**2014 年，秦川集团通过资产重组实现整体上市，原属集团的资产和业务全部进入上市公司，成为以高端数控机床为代表、以关键功能零部件为特色的综合性高端装备供应商。公司一方面将凭借注入资产完善主营业务、加快转型升级；另一方面将借助上市公司的资本市场运作平台，促进公司持续发展。
- **机床行业增长的逻辑：**1) **高附加值产品逆势增长。**虽然机床产品整体呈现下滑，但“专、精、特”等高附加值产品呈现出逆势增长态势。2) **进口替代空间大。**我国每年中高档数控机床消费金额 60 亿元左右，其中 85% 左右进口，未来进口替代空间较大。3) **工业 4.0 需求让机床行业走出低迷。**在工业 4.0 背景下，专用机床服务于机器人减速机精密加工，具有很大的融合发展空间。4) **机床后市场前景广阔。**我国机床消费额连年位居全球第一，由此衍生的“后市场经济”存在巨大的发展空间。
- **掘金机床后市场，推进“服务型秦川”企业战略。**打造“现代制造服务业”是公司“3 个 1/3”战略的重要一环。公司积极落实“服务型秦川”的企业战略，近三年来修复、改造、升级机床及专用设备而 400 多台，累计实现销售收入 2.5 亿元。
- **机器人减速器项目已突破制造工艺瓶颈，手机外壳加工业务锦上添花。**减速器是机器人的核心零部件，是制约国内工业机器人发展的重要因素。公司投资 1.94 亿元的“工业机器人减速器”项目已突破制造工艺瓶颈，进入系列拓展与中等批量生产准备阶段。公司旗下宝佳机床生产的精雕机用于手机金属外壳加工，前景广阔。

投资建议

- 我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 39.10 亿元、45.20 亿元和 53.30 亿元，分别同比增长 11.7%、15.6%和 17.9%；归属母公司净利润分别为 0.9 亿元、1.46 亿元和 1.77 亿元，EPS 分别为 0.13/0.21/0.263 元，对应 PE 为 113/69/57 倍。考虑到公司军工业务+机器人减速器+手机金属外壳加工业务放量，国企改革有望落地，我们给予“增持”评级。

风险

- 机床行业持续低迷、工业 4.0 推进缓慢、机器人减速器进展不达预期。

后立尧 分析师 SAC 执业编号：S1130515020001
(8621)61038200
houliyao@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人
(8621)60870933
shenweijie@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司概况	4
1.1、公司发展情况介绍	4
1.2、公司业务分析	5
2、机床行业概况	7
2.1、全球机床行业规模及增速	7
2.2、国内机床行业规模及增速	7
2.3、国际机床巨头简介	7
2.4、国内机床行业竞争格局	8
2.5、行业增长的逻辑	9
3、公司看点	10
3.1、受益于陕西省国企改革	10
3.2、公司海外加工业务放量	10
3.3、公司军品业务渐入佳境	10
3.4、掘金机床后市场，打造“服务型秦川”	10
3.5、机器人减速器业务有望突破	11
3.6、手机金属加工业务	12
4、盈利预测	13

图表目录

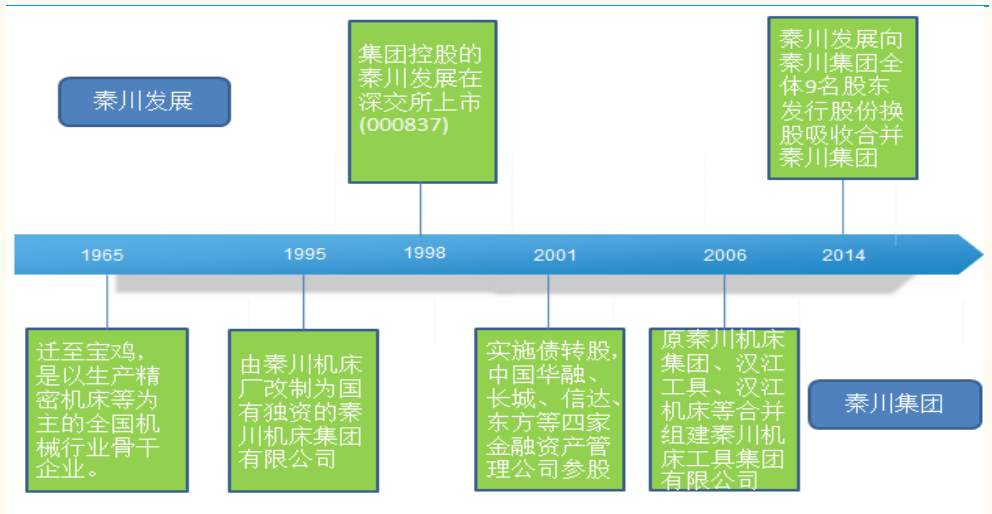
图表 1: 秦川发展历史沿革.....	4
图表 2: 秦川机床架构图	5
图表 3: 秦川机床营业收入回升	5
图表 4: 秦川机床净利润波动很大.....	5
图表 5: 秦川机床主营构成.....	6
图表 6: 2014 年公司主营构成	6
图表 7: 公司毛利率	6
图表 8: 公司净资产收益率.....	6
图表 9: 公司历年来应收款变动情况.....	6
图表 10: 存货周转率见底回升.....	6
图表 11:全球金属加工机床消费金额.....	7
图表 12: 日本机床产值.....	7
图表 13:金属切削机床产量累计值	7
图表 14: 金属切削机床产量同比增长率	7
图表 15: 世界前十机床企业产值情况	8
图表 16: 国内主要上市机床企业	9
图表 17: 秦川集团整体布局示意图.....	10
图表 18: 国内减速器生产厂商概览.....	11
图表 19: 秦川子公司产品-玻璃精雕机	12
图表 20: 大字精雕的蓝宝石精雕机.....	12
图表 21: 公司主营业务收入拆分——按产品分类预测	14

1、公司概况

1.1、公司发展情况介绍

- **公司是陕西首个集团整体上市的国企。**1998 年，秦川机床集团控股的秦川发展在深交所上市。2006 年，原秦川机床集团有限公司、汉江工具有限责任公司、陕西汉江机床有限公司合并组建陕西秦川机床工具集团有限公司（秦川集团）。2014 年，秦川发展通过换股吸收合并秦川集团完成集团整体上市。
- **主营产品：**公司主营精密数控机床、塑料机械与环保新材料、液压与汽车零部件、精密特种齿轮传动、中高档专用机床数控系统等。

图表 1：秦川发展历史沿革



来源：公司资料，国金证券研究所

- **整体上市：**秦川机床工具集团股份公司是原秦川机床、汉江工具、汉江机床于 2006 年 11 月合并组建的，并于 2009 年 12 月完成了对宝鸡机床的增资控股。拥有秦川发展、宝鸡机床、汉江机床、汉江工具、联合美国工业公司、秦川-格兰德、盐城秦川华兴机床、关中工具等重要企业。整体上市一是业绩增厚，二是减少关联交易，三是完善产业链。
- **整体上市后秦川机床将专注于智能制造装备链建设。**秦川机床的智能制造装备链主要包括围绕着汽车自动变速器的智能制造装备链；“三航两机”智能制造装备链，即航空航天航海、航空发动机和航海燃气轮机。秦川机床在高精度智能机床、智能制造岛（链）、数字化车间、智能化工厂领域很有发展潜力。数字化车间业务主要是打造数字化车间和系统集成，向产品用户提供以高附加值、知识密集为特征的集成服务。
- **公司发力工业 4.0。**秦川机床着重于智慧化生产线建设，已经展出了齿轮加工的生产线，除了原来的单机加工以外，包括机器人的机械手，包括中间的检测，包括冷热加工的工序都可以衔接在里面，实现从配料最终到成型都在线上可以完成，是工业 4.0 的典型应用。
- **机器人减速器产品发展规划：**公司的机器人减速器产品准备向系列化、高精度化、低成本化发展。系列化是指公司生产的减速器产品要能大规模量产，且产品类型和规格多样，能满足市场上不同的需求。高精度化是指减速器的精度等级精度的保持性等各个指数都要瞄准一流水平。低成本化是指把成本控制到每组 10 万元以内。

图表 2：秦川机床架构图



来源：公司网站，国金证券研究所

1.2、公司业务分析

- **公司营业收入开始回升。**公司营收自 2012 年触底后开始回升，2013 年同比增长 7.91%，2014 年集团整体上市后，营收规模相比往年出现大幅度的增长。2014 年，受宏观经济调整，商用汽车、工程机械等下游行业仍在低谷运行、下游企业转型升级、资金紧张以及国外机床低价位竞争的影响，公司主导机床类产品市场需求依然低迷。面对十分困难的局面，公司经营层勤勉尽责、采取各种措施积极应对市场，采取了强化营销手段，推进转型，加大军品和功能部件的销售力度等一系列措施，实现营业收入同比增长，净利润实现减亏。
- **公司净利润波动很大。**2013 年公司净利润为负，主要原因是国内机床工具行业市场低迷，公司实行“宁让利润不让市场”的营销思路。2014 年新资产注入后提高了盈利能力，公司扭亏为盈，净利润达 3812 万元。

图表 3：秦川机床营业收入回升



来源：wind，国金证券研究所

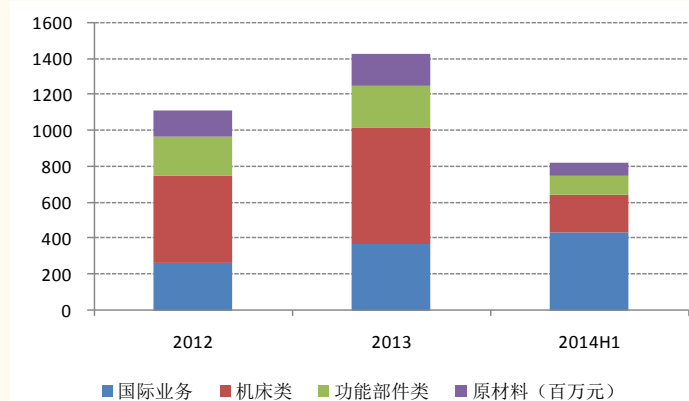
图表 4：秦川机床净利润波动很大



来源：wind，国金证券研究所

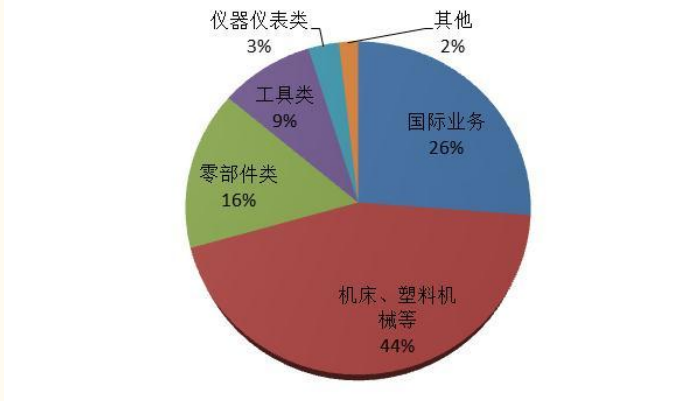
- **受市场低迷，需求下降的影响，公司产品销售结构正在发生较大变化。**从行业情况看，金切机床不行，成形机床不错。消耗类的产品，比如刀具、砂轮出口尚可。盈利能力较强的主机产品收入减少、占比下降；另一方面公司国际业务增长较快、占比逐渐上升，截止 2014 年底时，公司国际业务收入已达 6.18 亿元。

图表 5：秦川机床主营构成



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 6：2014 年公司主营构成



来源：wind，国金证券研究所

- 公司整体盈利能力不佳。公司毛利率自 2011 年下滑，2013 年达到底部，2014 年有所回升。同时，公司 ROE 下滑较快。

图表 7：公司毛利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：公司净资产收益率



来源：wind，国金证券研究所

- 公司应收款自 2010 年以来逐渐上升，至 2013 年达到 2.24 亿元，2014 年因并表因素应收账款大幅度增长。存货周转率自 2012 年到达低点以后，开始逐渐回升。

图表 9：公司历年来应收款变动情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：存货周转率见底回升



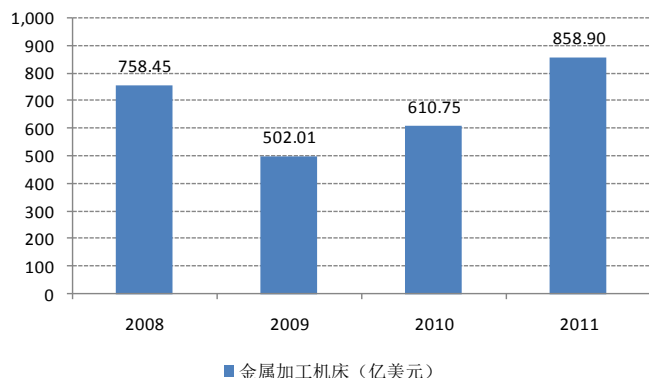
来源：wind，国金证券研究所

2、机床行业概况

2.1、全球机床行业规模及增速

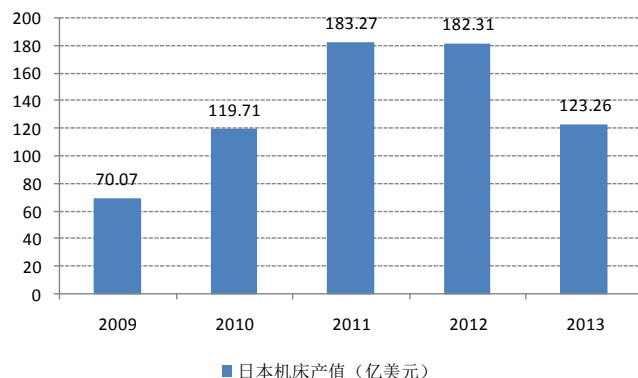
- 从全球机床消费金额来看，自 2009 年到达底部之后，市场需求开始回升。随着世界主要国家对本土制造业的扶植政策，机床行业已表现出复苏迹象。美国机床协会认为，未来机床制造技术的趋势将表现在机器人、自动化、大数据等方面。

图表 11: 全球金属加工机床消费金额



来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 日本机床产值

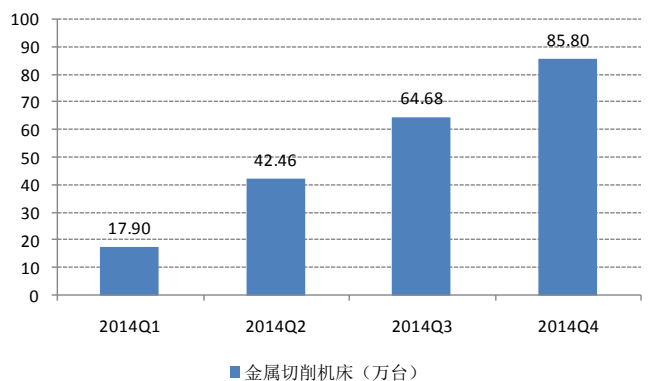


来源: wind, 国金证券研究所

2.2、国内机床行业规模及增速

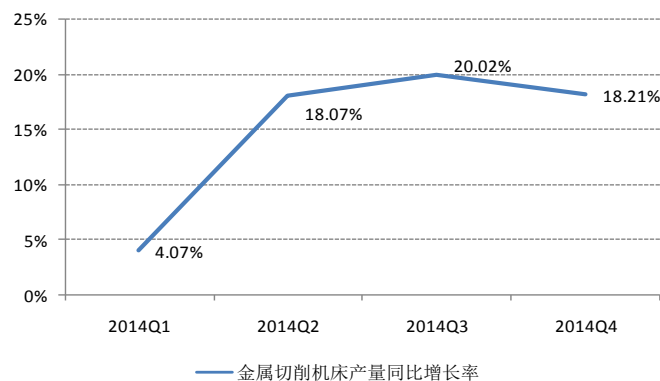
- 国内机床工具行业处于低位运行、缓慢复苏状态，2014 年各季度金属切削机床产量同比均有所增长，其中四季度同比增长 18.21%，累计产量达到 85.8 万台，机床工具行业开始缓慢复苏。

图表 13: 金属切削机床产量累计值



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 金属切削机床产量同比增长率



来源: wind, 国金证券研究所

2.3、国际机床巨头简介

- 世界机床产值前十名主要为日本和德国企业。Metalworking Insiders' Report 发布的世界机床企业排名显示，日本有六家企业进入前十，德国有两家。此外，中国也有两家企业入围，分别是沈阳机床和大连机床。
- 从技术上看，世界机床发展总体上向着高精、高速、高效、柔性、智能、绿色和集成化方向发展。高速、高精、复合功能等先进数控机床成为数控机床消费和发展的主流，数控机床的应用也由单机向系统化、集成化和网络化的高层次发展。

图表 15：世界前十机床企业产值情况

单位：百万美元

排名	公司名称	国家	财年截止时间	机床收入	销售收入
1	沈阳机床	中国	2011 年 12 月	2,782.7	2,782.7
2	通快	德国	2012 年 6 月	2,748.1	3,169.7
3	吉特迈	德国	2012 年 12 月	2,527.5	2,619.7
4	山崎马扎克	日本	2009 年 3 月	2,525.0	2,525.0
5	大连机床	中国	2010 年 12 月	2,380.6	2,429.2
6	天田	日本	2012 年 3 月	2,279.4	2,299.2
7	小松	日本	2013 年 3 月	2,224.6	22,808.4
8	捷太格特	日本	2012 年 3 月	1,903.7	13,368.9
9	森精机	日本	2013 年 3 月	1,797.6	1,797.6
10	大隈	日本	2013 年 3 月	1,618.7	1,618.7

来源：公司报告，国金证券研究所

2.4、国内机床行业竞争格局

- **目前，国内金属成形机床行业呈现跨国公司、外资企业、国有企业和民营企业相互竞争的格局。**整个行业竞争格局分成三个层次：第一层次为跨国公司 & 外资企业，凭借其强大的技术、规模、品牌优势，在高端市场占据领先地位；第二层次为掌握一定核心技术、具备较大规模和一定品牌知名度的少数国有企业和民营企业，在中、高端市场具有竞争力；第三层次为规模较小的民营企业，在低端市场开展竞争。
- **机床行业具有典型的规模经济特征，规模较大的企业在现有市场的竞争中往往占据一定的优势。**但同时我国机床行业的集中度仍较低，存在大量的中小型机床企业。一般来讲，对于大型企业，规模大、产品结构丰富，技术水平高，市场占有率高，这类企业在市场竞争中处于有利地位。
- **国内机床行业洗牌，龙头公司市占率将上升。**据意大利米兰 2015 欧洲机床展新闻发布会上的数据显示，全球市场的机床销售额今年将达到 600 亿欧元，2016 年将增长 7.1% 达 640 亿欧元，2017 年将增长 5.6% 达 677 亿欧元，2018 年将增长 4.7% 达 800 亿欧元。业内人士分析，未来市场销售额增幅收窄反映出国际机床工具市场需求增速在逐步降低，这将对我国机床工具业结构化提升造成不利影响。2014 年，中国金属加工机床新增订单同比下降 2.7%，在手订单同比下降 0.6%，金属加工机床产量同比下降 2%。由于技术水平有限，国内高端机床主要依靠进口，而低端机床产能过剩，库存居于高位，利润空间较小。“高端失守，低端混战”，是造成企业亏损的主要原因。行业状况不佳，向中高端产品转型将成为未来机床工具业发展的出路。从海关统计数据可以看出，2015 年一季度，金属加工机床等部分高端制造产品出口增速在 20% 以上。随着中国制造业逐渐从低端向高端转型，国内机床行业正在加速洗牌，产品竞争力强、销售能力强、融资能力强的企业将脱颖而出。

图表 16：国内主要上市机床企业

企业名称	营业收入 (亿元)	总市值 (亿元)	主营业务
沈阳机床	78.1	218	数控机床、普通车床、普通镗床、普通钻床、备件
秦川机床	35.0	103	机床类、功能部件类、原材料贸易、国际业务
日发精机	5.5	83	数控机床、数控磨床、立式加工中心、卧式加工中心
昆明机床	8.7	38	卧式铣镗床、落地式镗铣床、刨台式镗铣床、卧式加工中心
青海华鼎	11.3	31	机床产品、齿轮(箱)、食品机械、电梯件、钢结构

来源：wind，国金证券研究所

2.5、行业增长的逻辑

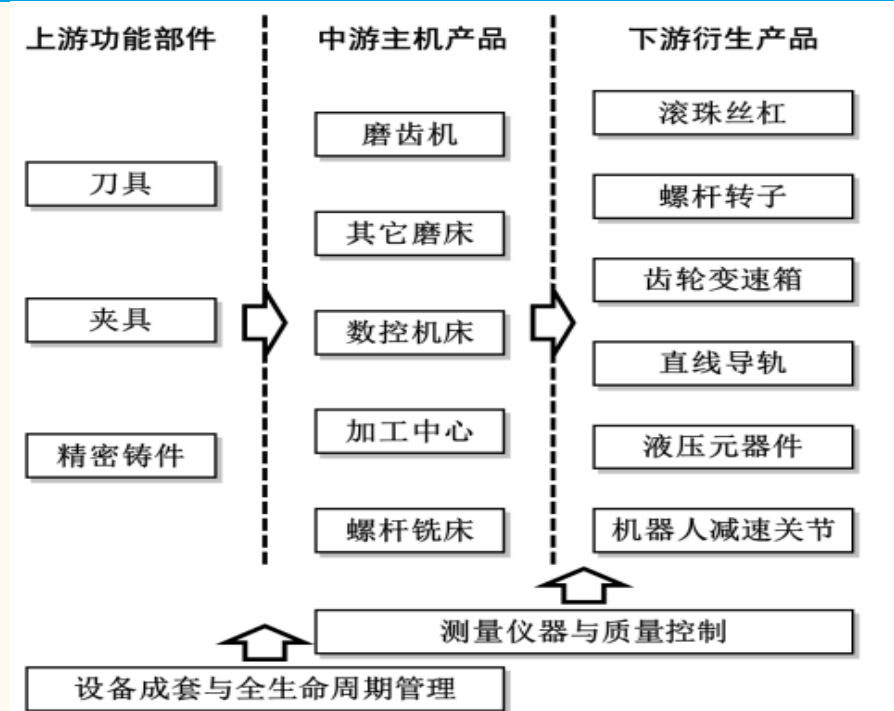
- **高附加值产品逆势增长。**2013 年中国金属加工机床消费额达到 319.1 亿美元，同比减少 16.6%。尽管大部分机床工具产品出现不同程度的下滑，但是在“专、精、特”产品、自动化产品、以及高增值服务等领域，均显示逆势增长态势，而这种趋势必将会延续至今后若干年。
- **进口替代空间大。**目前我国每年消费的中高档数控机床的数量在 5-6 万套左右，金额在 60 亿元左右，其中进口量占到总量的 85%左右。未来我国数控机床行业具有很好的发展潜力、进口替代的空间较大。
- **工业 4.0 需求让机床业走出低迷。**2014 年 10 月，中德两国签署的《中德合作行动纲要》明确，双方将在工业 4.0 方面加强合作。未来，机器人参与机床结构件加工制造以实现自动化，专用机床服务于机器人专用减速机的精密加工，提升加工工艺质量及批量生产效率等等，具有很大的融合发展空间。
- **机床后市场前景广阔。**我国自 2002 年起机床消费额连续 12 年位居全球第一，机床销售前景广阔，由此衍生的“后市场经济”也存在着巨大的发展空间。例如，沈阳机床将汽车业 4S 店的概念引入了机床服务营销中，进行机床展示销售、配件供应、技术服务、信息反馈、再制造服务等等；再如，秦川机床制定的未来发展战略中，现代制造服务业将占据公司业务的三分之一，包括数字化车间和系统集成，机床再制造及工厂服务。

3、公司看点

3.1、受益于陕西省国企改革

- 秦川机床是陕西省国企改革的先行者。2013 年秦川集团率先启动整体上市程序,改革步伐走在了全省的前列。本次交易完成后秦川集团实现了整体上市,秦川发展变身成为国内机床工具行业竞争力最强的、以高端数控机床、关键功能零部件制造为代表的综合性高端装备供应商之一。
- 公司一方面将凭借秦川集团注入的技术储备和生产设备制造能力,充实和完善上市公司主营业务,加快转型升级;另一方面将借助上市公司较完善的治理结构和管理机制,完善的资本市场运作平台,努力提高面对市场需求变化时的应变能力和抗风险能力,促进公司可持续发展。

图表 17：秦川集团整体布局示意图



来源：公司报告，国金证券研究所

3.2、公司海外加工业务放量

- 公司与美国 GE 公司的合作全面升级。公司出口 GE 能源集团的油田设备特种齿轮箱的人字齿、齿轴零部件 15 个件号开始批量交付。包括之前的 GE 油气 ROOTS 鼓风机齿轮加工项目、GE 水力与发电业务高品质铸件项目等，目前秦川机床已接收的 GE 订单总额超过 3000 万人民币，秦川集团与美国 GE 公司的合作全面升级。

3.3、公司军品业务渐入佳境

- 近两年公司在军品配套产品方面的能力有显著提高。公司从事军品配套的范围在扩大，正在不断给公司带来效益。集团公司以整体上市为契机，完善产业链布局，发挥协同效应，释放高端产能，提升军品供应能力，围绕航空、航天、航海等主攻方向，与国内多个军工集团建立业务合作关系。
- 目前军工配套覆盖领域持续拓展。公司承接了多家国家重点企业、军工企业的配套加工业务：如人字齿、BX 减速器、高速机车车架配套等。2014 年 9 月份，公司军工业务实现销售收入比去年同期增长 50% 以上。

3.4、掘金机床后市场，打造“服务型秦川”

- 掘金机床后市场，推进、落实“服务型秦川”企业战略。机床行业有显著

的强周期特征，本轮持续十多年的景气周期，意味着随着下游需求不断得到满足的同时，机床的市场保有量不断增加，高的市场保有量就是一座“金矿”。三年来，秦川集团修复、改造升级机床及专用设备 400 多台，包括齿轮磨床、导轨磨床、坐标镗床、花键磨床、外圆磨床、加工中心等精密机床和重型机床，累计实现销售收入 2.5 亿元。

- 此外，公司与深圳聚骐四海等四家出资人共同出资成立的“深圳秦川国际融资租赁有限公司”已于 2014 年 12 月 26 日召开创立大会，为在市场下滑的环境下拓展公司营销工作开辟了新路径。

3.5、机器人减速器业务有望突破

- **减速器国产化是国产机器人发展的重要前提。**全球减速器行业集中度很高，70%以上的市场被日本的纳博特斯克和 Harmonic & Drive 所垄断。由于外资机器人的出货量大，且长期以来与减速器企业签订了战略合作协议，能够以较低的价格采购，建立起明显的成本优势。国内机器人市场主要采购以上两家企业的减速器，但采购成本往往较高，这成为了制约国产机器人发展的主要瓶颈之一。
- **机器人减速器国产化重视度提升，国内已有多家企业进军此行业。**减速器是机器人的核心零部件，约占机器人成本的 36%，由于其对加工精度、装配工艺的要求极其严格，导致了国内企业在产品稳定性和寿命等指标方面迟迟无法达到国外同等水平，但近年来随着国内对智能装备的关注度的提升，从政府到企业对于减速器国产化的重视度有明显的提升，国内企业如秦川、上海机电、双环、巨轮、绿的、振康等公司都开发出了减速器产品并逐步走向产业化。
- 近年来，减速器的国产化逐步推进，进程有望超预期。RV 减速器方面，南通振康、双环传动、秦川发展、恒丰泰等国内厂商在 RV 减速器上已经取得技术突破，部分企业已经完成了 2 万小时以上的精度、稳定性和寿命测试。谐波减速器方面，苏州绿的走在国产化的最前沿，其谐波减速器已经在精度、寿命、稳定性等多个方面达到了 Harmonic Drive 的水平，并且其 2 万台/年的生产线已经实现投产和供货。

图表 18：国内减速器生产厂商概览

公司	简介	机器人减速器业务进展
南通振康	创立于1993年，专注焊接行业20年	2010年选择开发RV减速机，公司投入3000多万引进德国设备；2012年技术通过行业科技成果鉴定；2014年已有200台RV精密减速机投向市场，多家机器人厂家发来订单
苏州绿的	从事精密谐波传动装置研发生产的专业化公司	走在国产化的最前沿，其谐波减速器已经在精度、寿命、稳定性等多个方面达到了Harmonic Drive的水平，并且其2万台/年的生产线已经实现投产和供货
双环传动	上市公司，国内齿轮散件生产规模最大的企业之一	致力于多关节机器人减速器的研制，已完成多个系列的产品样机研制、台架测试
秦川机床	上市公司，国内齿轮磨床龙头企业	2013年通过了投资1.94亿元实施9万套工业机器人关节减速器技改项目的议案；预计2015年达产，形成年产9万套工业机器人关节减速器的生产能力
上海机电	上市公司，国内机电装备制造大型企业	与日本纳博设立合资公司纳博精机，持有33%股权，从事精密减速机生产；计划形成年产20万台精密减速机的产能，预计2016年1月精密减速机产品将正式投入生产

来源：国金证券研究所

- **公司正处在转型升级阶段，在力求稳住主机产品市场的同时，重点发展关键功能零部件业务。**公司正在重点发展关键功能零部件业务，尤其是大型特种齿轮传动产品、机器人减速器产品和军工配套产品的业务。秦川发展

工业机器人关节减速器项目总规划 18 万套，总投资 1.94 亿元，其中建设投资 1.44 亿元，流动资金 5000 万元。一期项目预计 2015 年达产后，将形成年产 9 万套工业机器人关节减速器的生产能力。

- **机器人减速器项目获得国家专项资金支持，已突破制造工艺瓶颈。**公司“工业机器人关节减速器生产线”项目将获得国家 4657 万元和省 931 万元的专项资金支持，以及省财政厅拨付的资本金 5000 万元。目前公司“工业机器人减速器”项目已突破制造工艺瓶颈，核心机型的试制、小批量生产工艺验证工作已经完成，进入系列型谱拓展与中等批量生产准备阶段。

3.6、手机金属加工业务

- **宝佳机床手机外壳加工业务。**深圳市宝佳数控设备制造有限公司是隶属于国有大型企业宝鸡机床厂（宝鸡机床集团）的子公司。公司成立于 2002 年，专业生产各类数控立式、卧式及龙门加工中心机床。公司依托宝鸡机床集团。公司的精雕机主要用于触屏玻璃、手机外壳等加工，下游是比亚迪、富士康之类的手机代加工企业。
- **松德股份：**A 股上市公司中，从事手机金属外壳加工的公司还有：松德股份、巨轮股份。松德股份 14 年之前主要生产凹版印刷机及其成套设备。2012 年以来，印刷设备行业进入产业调整期，公司 2010-2013 年净利润出现持续下滑。大宇精雕成立至今，主要从事玻璃精雕机、消费电子类产品加工设备、工业机器人本体及机器人自动化生产线的研发、生产和销售。12 月 18 日，公司完成收购大宇精雕 100% 股权，在维持国内折叠纸盒纸凹机龙头地位的同时，开始全面进军手机、平板等 3C 产品的自动化生产设备制造领域。触屏技术升级，精雕机行业迎来发展黄金期。随着 OGS、On-Cell、In-Cell 等技术的发展成熟，触屏厂商开始放弃采购并自建生产线生产，精雕机市场有望在此次技术升级中获得大规模增长。此外，触摸屏在汽车、智能手表等新兴市场的应用，以及蓝宝石屏在未来的大规模应用预期，预计也会显著提升精雕机产品的市场需求。
- **巨轮股份：**公司参股高端德国欧吉索机床有助于其在 3C 行业的自动化集成拓展。德国欧吉索机床有限公司是世界高端的模具制造精密设备专业供应商，拥有 58 年的电火花成型加工机床制造经验和 17 年的高速加工中心制造经验，致力于为模具加工企业提供技术领先的高精度、高可靠性的高速加工中心和电火花成型加工机床。公司精密机床事业部通过与德方的合作，完成了对国产化高精度数控龙门电火花机床 G450C 的优化和完善工作，并成功推向市场，同时重点研究开发了多种中型高精度数控龙门电火花机床。高端精密机床加工中心+自产的工业机器人本体+智能生产单元，优秀单元强强联合，使得公司在 3C 行业的机器人自动化设计集成优势大大提升。公司目前已经给小米配套商供货，下一步有望打进富士康供货体系。

图表 19：秦川子公司产品-玻璃精雕机



来源：wind，国金证券研究所

图表 20：大宇精雕的蓝宝石精雕机



来源：wind，国金证券研究所

4、盈利预测

4.1 盈利预测

- 我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 39.10 亿元、45.20 亿元和 53.30 亿元，分别同比增长 11.7%、15.6%和 17.9%；归属母公司净利润分别为 0.9 亿元、1.46 亿元和 1.77 亿元，EPS 分别为 0.13/0.21/0.263 元，对应 PE 为 113/69/57 倍。

4.2 投资建议与估值

- 考虑到公司军工业务+机器人减速器+手机金属外壳加工业务放量，国企改革有望落地，我们给予“增持”评级。

图表 21：公司主营业务收入拆分——按产品分类预测

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
机床						
销售收入（百万元）	1,191.14	3,411.47	2,995.56	3,300.00	3,800.00	4,500.00
增长率（YOY）	-25.80%	186.00%	-12.19%	10.16%	15.15%	18.42%
毛利率	19.88%	21.20%	14.27%	14.50%	14.80%	15.00%
销售成本（百万元）	954.34	2,688.24	2,568.09	2,821.50	3,237.60	3,825.00
增长率（YOY）	2996.10%	181.69%	-4.47%	9.87%	14.75%	18.14%
毛利（百万元）	236.80	723.23	427.47	478.50	562.40	675.00
增长率（YOY）	2480.63%	205.42%	-40.90%	11.94%	17.53%	20.02%
占总销售额比重	100.00%	100.00%	85.56%	84.40%	84.07%	84.43%
占主营业务利润比重	100.01%	100.01%	73.17%	70.81%	70.72%	71.55%
军工						
销售收入（百万元）	0.00	0.00	505.44	600.00	700.00	800.00
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	18.71%	16.67%	14.29%
毛利率	30.00%	31.00%	31.00%	32.35%	32.35%	32.35%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	348.76	405.90	473.55	541.20
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	16.39%	16.67%	14.29%
毛利（百万元）	0.00	0.00	156.69	194.10	226.45	258.80
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	23.88%	16.67%	14.29%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	14.44%	15.35%	15.49%	15.01%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	26.82%	28.72%	28.47%	27.43%
减速器						
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.06	10.00	20.00	30.00
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	15900.00%	100.00%	50.00%
毛利率	30.00%	31.00%	31.00%	32.35%	32.35%	32.35%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.04	6.77	13.53	20.30
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	15586.96%	100.00%	50.00%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.02	3.24	6.47	9.71
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	16596.77%	100.00%	50.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.26%	0.44%	0.56%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.48%	0.81%	1.03%
销售总收入（百万元）	1191.14	3411.47	3501.13	3910.00	4520.00	5330.00
销售总成本（百万元）	954.38	2688.28	2916.93	3234.22	3724.74	4386.55
毛利（百万元）	236.76	723.19	584.19	675.78	795.26	943.45
平均毛利率	19.88%	21.20%	16.69%	17.28%	17.59%	17.70%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,191	3,411	3,501	3,910	4,520	5,330	货币资金	224	279	830	800	800	800
增长率		186.4%	2.6%	11.7%	15.6%	17.9%	应收款项	332	388	1,007	871	1,007	1,188
主营业务成本	-1,004	-1,121	-2,996	-3,234	-3,725	-4,387	存货	672	689	1,669	1,329	1,531	1,803
% 销售收入	84.3%	32.9%	85.6%	82.7%	82.4%	82.3%	其他流动资产	96	144	228	349	398	464
毛利	187	477	505	676	795	943	流动资产	1,324	1,499	3,734	3,349	3,736	4,255
% 销售收入	15.7%	14.0%	14.4%	17.3%	17.6%	17.7%	% 总资产	62.9%	65.8%	58.3%	57.7%	60.8%	64.4%
营业税金及附加	-5	-5	-14	-16	-18	-21	长期投资	48	44	38	39	38	38
% 销售收入	0.5%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	676	664	2,178	2,097	2,048	1,994
营业费用	-64	-55	-151	-168	-176	-208	% 总资产	32.1%	29.1%	34.0%	36.1%	33.4%	30.2%
% 销售收入	5.4%	1.6%	4.3%	4.3%	3.9%	3.9%	无形资产	45	49	375	315	316	316
管理费用	-100	-113	-320	-352	-407	-480	非流动资产	781	779	2,674	2,453	2,404	2,350
% 销售收入	8.4%	3.3%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%	% 总资产	37.1%	34.2%	41.7%	42.3%	39.2%	35.6%
息税前利润 (EBIT)	17	303	22	140	194	235	资产总计	2,106	2,278	6,407	5,802	6,139	6,604
% 销售收入	1.4%	8.9%	0.6%	3.6%	4.3%	4.4%	短期借款	406	179	920	530	611	627
财务费用	-23	-35	-76	-35	-26	-29	应付款项	403	418	1,389	1,241	1,431	1,686
% 销售收入	2.0%	1.0%	2.2%	0.9%	0.6%	0.5%	其他流动负债	2	19	82	55	64	75
资产减值损失	-8	-21	-8	-6	-1	-1	流动负债	811	616	2,391	1,826	2,106	2,388
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	71	32	68	68	68	69
投资收益	0	0	8	5	5	5	其他长期负债	69	503	385	250	250	250
% 税前利润	n.a	-0.6%	19.4%	4.4%	2.7%	2.3%	负债	952	1,152	2,845	2,144	2,424	2,707
营业利润	-13	-134	-55	105	173	209	普通股股东权益	1,110	1,081	3,017	3,107	3,160	3,337
营业利润率	n.a	n.a	n.a	2.7%	3.8%	3.9%	少数股东权益	44	45	546	551	556	561
营业外收支	30	20	98	10	10	10	负债股东权益合计	2,106	2,278	6,407	5,802	6,139	6,604
税前利润	17	-58	44	115	183	219	比率分析						
利润率	1.4%	n.a	1.2%	2.9%	4.0%	4.1%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-3	8	-6	-19	-31	-37	每股指标						
所得税率	19.9%	n.a	12.8%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.034	-0.161	0.028	0.130	0.211	0.255
净利润	13	-55	38	95	151	182	每股净资产	3.182	3.100	4.351	4.481	4.558	4.813
少数股东损益	1	1	19	5	5	5	每股经营现金净流	-0.447	-0.232	-0.148	0.742	0.214	0.179
归属于母公司的净利润	12	-56	19	90	146	177	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.0%	n.a	0.5%	2.3%	3.2%	3.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.07%	193.93%	0.64%	2.90%	4.64%	5.31%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	0.56%	92.03%	0.30%	1.55%	2.39%	2.68%
净利润	12	-28	38	95	151	182	投入资本收益率	0.84%	119.11%	0.42%	2.73%	3.67%	4.24%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	57	66	163	158	159	165	主营业务收入增长率	-25.84%	186.40%	2.63%	11.68%	15.60%	17.92%
非经营收益	26	27	48	84	27	30	EBIT增长率	-90.44%	12228.01%	-98.97%	544.36%	38.54%	20.84%
营运资金变动	-252	-146	-351	178	-189	-254	净利润增长率	-91.04%	17572.63%	-99.08%	368.01%	62.43%	20.93%
经营活动现金净流	-156	-81	-103	514	148	124	总资产增长率	2.14%	8.21%	181.22%	-9.45%	5.81%	7.57%
资本开支	-19	-11	-62	26	-99	-100	资产管理能力						
投资	-2	-8	0	-1	0	0	应收账款周转天数	51.8	22.4	52.3	55.0	55.0	55.0
其他	0	0	10	5	5	5	存货周转天数	241.3	221.5	143.6	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-20	-20	-52	30	-94	-95	应付账款周转天数	83.5	74.6	65.1	70.0	70.0	70.0
股权募资	0	0	577	0	-94	0	固定资产周转天数	189.7	64.4	206.8	181.2	151.2	123.1
债权募资	171	175	-184	-521	81	16	偿债能力						
其他	-60	-20	-31	-53	-42	-45	净负债/股东权益	21.07%	31.57%	3.81%	-6.15%	-3.87%	-3.27%
筹资活动现金净流	110	156	363	-574	-54	-29	EBIT利息保障倍数	0.7	61.3	0.3	4.1	7.6	8.1
现金净流量	-66	55	209	-30	0	0	资产负债率	45.21%	50.55%	44.40%	36.96%	39.48%	40.98%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入					
增持					
中性					
减持					
评分					

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD