

机械设备

业绩触底回升，机床龙头转型升级再启航

2021年02月04日

——*ST 秦机（000837）深度研究报告

公司评级：增持（首次）

分析师：赵晓闯

执业证书：S1030511010004

电话：0755-23602217

邮箱：zhaoxc@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **业绩扭亏进入触底回升阶段。**由于宏观经济放缓、国际贸易摩擦等影响需求，公司计提了大额减值准备等原因，公司在2018及2019年连续亏损。2020年，虽受到疫情影响，但重卡、工程机械等下游市场需求旺盛，同时公司加大降本控费力度，加上沃克齿轮上半年并表，预计2020年公司归母净利润约1.5亿元，扭亏在即。公司积极转型升级，在制造业复苏机床行业景气回升的背景下，公司经营业绩可望进入触底回升阶段。
- 2) **法士特入主引领公司进入发展新阶段。**法士特集团2020上半年入主公司，其实力雄厚，与公司为上下游关系，带来直接业务机会的同时，上下游协同也利于公司理解客户需求，精准掌握市场发展。同时公司在人才、资本、管理等方面可望获得集团支持。在聚焦高端装备制造的发展战略和目标下，公司正转型升级进入新的发展阶段。
- 3) **自主创新与转型升级驱动高质量发展。**公司积极投入研发并参与国家重大专题，研发支出占收入比在5%左右的水平，在数控齿轮磨床领域优势明显，国内市占率达60%。公司实施机构、人才等制度改革，并通过推进“CTJ”活动提升管理经营效率。同时，公司拟向法士特定增约8亿元，主要投向高端齿轮装备及数控机床领域。公司产品结构将进一步优化，自主创新能力进一步提升，转型升级速度加快，迈向高质量发展。
- 4) **盈利预测与投资评级。**根据我们的盈利预测，公司2020-2022动态PE分别为27/22/19倍，与可比公司基本相当。公司业绩开始扭亏为盈，可望进入触底回升阶段；法士特入主为公司带来发展契机，聚焦高端装备制造及管理创新加速转型升级，有望实现高质量发展。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- 5) **风险提示：**宏观经济放缓风险；市场竞争加剧风险；技术迭代升级落后的风险等。

*ST 秦机（000837）与沪深300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	4,097.82
流通市值（百万）	4,096.19
总股本（百万股）	693.37
流通股本（百万股）	693.09
日成交额（百万）	40.45
当日换手率（%）	0.98
第一大股东	陕西法士特集团
请务必阅读文末重要声明及免责条款	

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3164.98	4053.93	4618.17	5134.19
收入同比	-0.73%	28.09%	13.92%	11.17%
净利润（百万元）	-297.56	151.78	183.22	215.53
净利润同比	-6.4%	151.0%	20.7%	17.6%
毛利率	15.04%	20.78%	20.38%	19.67%
净利率	-9.40%	3.74%	3.97%	4.20%
EPS（元）	-0.43	0.22	0.26	0.31
PE（倍）	—	27.0	22.4	19.0

正文目录

一、 机床龙头进入新成长阶段	3
1.1 聚焦高端装备制造，战略目标引领高质量发展.....	3
1.2 公司2020年业绩开始扭亏为盈，进入触底回升阶段.....	4
1.3 法士特集团入主带来新发展契机.....	6
二、 高端数控机床长期发展空间大，制造业复苏驱动行业回暖	8
2.1 国内机床行业大而不强.....	8
2.2 高档数控机床空间大.....	10
2.3 下游需求复苏带动机床景气度提升.....	10
三、 公司积极提升竞争优势，经营可望进入上升通道.....	14
3.1 公司机床领域有较强的技术积累.....	14
3.2 公司实施改革创新提升竞争力，驱动高质量发展.....	16
3.3 定向增发项目可望进一步提升竞争力.....	17
四、 盈利预测与投资评级	19
4.1 关键假设.....	19
(1) 收入假设.....	19
(2) 毛利率假设.....	19
(3) 费用假设.....	19
4.2 盈利预测与投资评级.....	20
五、 风险因素	21

图表目录

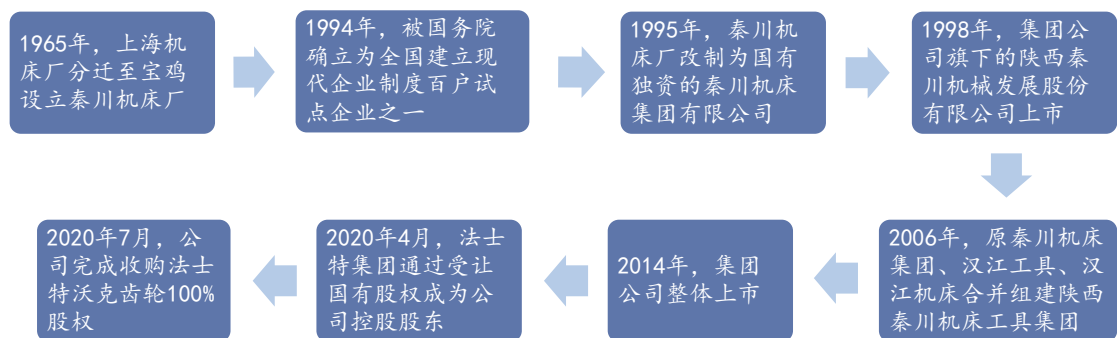
Figure 1 公司发展历程.....	3
Figure 2 公司主要业务产品.....	3
Figure 3 公司各产品收入历年情况（百万元）.....	4
Figure 4 公司产品收入结构（2019）.....	4
Figure 5 公司营业收入增长情况.....	5
Figure 6 公司净利润增长情况.....	5
Figure 7 公司主要产品毛利率情况.....	5
Figure 8 公司费用率情况.....	5
Figure 9 公司 ROE 情况.....	6
Figure 10 目前公司前十大股东情况.....	6
Figure 11 2019 年全球机床消费主要国家及地区占比.....	8
Figure 12 2019 年全球机床生产主要国家及地区占比.....	8
Figure 13 2019 年全球机床进口 TOP10 国家和地区（亿美元）.....	8
Figure 14 2019 年全球机床出口 TOP10 国家和地区（亿美元）.....	8
Figure 15 2019 年全球 TOP10 机床制造商营业收入.....	9
Figure 16 我国进口金属加工机床平均单价（万美元/台）.....	9
Figure 17 我国出口金属加工机床平均单价（美元/台）.....	9
Figure 18 我国金属切削机床数控化率情况.....	10
Figure 19 下游行业的数控机床需求情况.....	11
Figure 20 数控机床下游行业市场占比.....	11
Figure 21 我国汽车产量及增速.....	12
Figure 22 我国汽车销量及增速.....	12
Figure 23 我国新能源汽车销量情况.....	12
Figure 24 我国商用货车销量情况.....	12
Figure 25 制造业固定资产投资额与金属切削机床行业主营业务收入的趋势对比.....	13
Figure 26 中国制造业采购经理指数已连续 11 个月位于荣枯线以上.....	13
Figure 27 公司研发支出及收入占比情况.....	14
Figure 28 公司专利技术占比.....	15
Figure 29 2020 年公司技术产品创新情况.....	16
Figure 30 公司重塑集团组织架构.....	16
Figure 31 公司拟非公开发行股票项目.....	18
Figure 32 公司收入及毛利率预测.....	20
Figure 33 秦川机床与可比公司估值情况.....	21
Figure 34 秦川机床历史 PB（MRQ）估值.....	21

一、机床龙头进入新成长阶段

1.1 聚焦高端装备制造，战略目标引领高质量发展

公司前身为国营机床厂，目前发展进入新阶段。公司前身为秦川机床厂，1965年由上海机床厂分迁至宝鸡而成立。1995年，秦川机床厂改制为国有独资的秦川机床集团有限公司。1998年，集团公司控股设立的陕西秦川机械发展股份有限公司在深圳证券交易所上市。2006年11月，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。2014年，集团公司整体上市。2020年，陕西法士特集团通过国有股权转让成为公司控股股东，同时公司从法士特集团购入沃克齿轮，资产配置更加优化，增加了新的增长点。

Figure 1 公司发展历程



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司主营高端数控机床及相关零部件等业务。公司高端数控装备包括齿轮加工机床、磨床、通用数控机床、加工中心及塑料机械及专用机床等。零部件产品包括数控复杂刀具、高档数控系统、机器人关节减速器、汽车零部件及齿轮相关产品等。同时，公司还延伸到了现代制造服务业务，包括数字化车间和系统集成、机床再制造及工厂服务、供应链管理及融资租赁等。

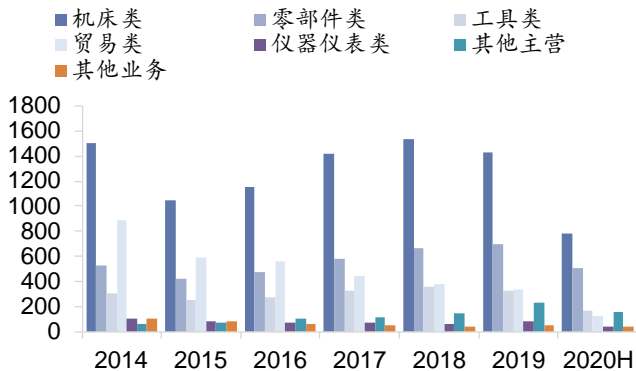
Figure 2 公司主要业务产品

业务类别	主要产品
高端数控装备	齿轮加工机床，包括磨齿机、滚齿机、铣齿机、倒角机等； 磨床，包括外圆磨床、螺纹磨床、球面磨、车轴磨等； 加工中心，包括中高档数控车床及加工中心、龙门式车铣复合加工中心等； 塑料机械（中空机）等；
零部件产品	数控复杂刀具，高档数控系统、滚动功能部件、汽车零部件、特种齿轮箱、机器人关节减速器、螺杆转子副、精密齿轮、精密仪器仪表、精密铸件等；
现代制造服务业务	数字化车间和系统集成、机床再制造及工厂服务、供应链管理及融资租赁等；

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

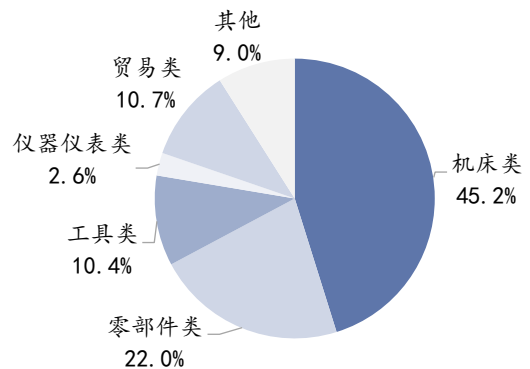
机床业务为公司最大收入来源。从各项业务营业收入规模看，机床类业务是公司目前最大收入来源。2019年公司总营收为31.6亿元，其中机床类收入14.3亿元，占总收入比例为45.2%；零部件类、工具类、仪器仪表类、贸易类及其他收入占公司总收入比例分别为22%、10.4%、2.6%、10.7%及9%。

Figure 3 公司各产品收入历年情况（百万元）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 公司产品收入结构（2019）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

聚焦高端装备制造，5221 战略目标引领公司高质量发展。公司为实现高质量发展，打造为我国高端装备制造业龙头，确立了“坚持主机带动，打造高端制造、核心零件强力支撑，突破智能制造及数控关键技术，主动承担国家重大专项研发任务”的发展战略和“5221”发展目标：主机带动，占到总销售收入的50%；高端制造，占到总销售收入的20%；核心部件，占到总销售收入的20%；智能制造和核心数控技术，占到总销售收入的10%。

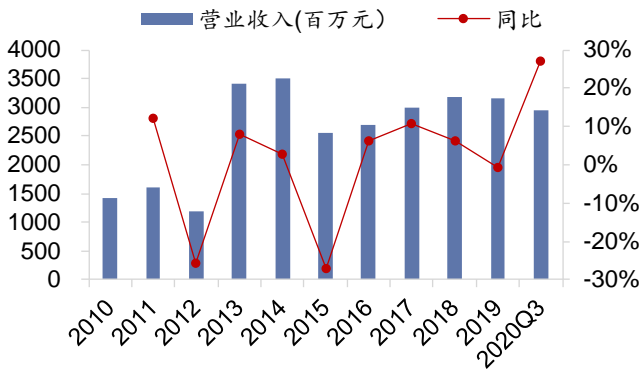
1.2 公司 2020 年业绩开始扭亏为盈，进入触底回升阶段

近年随着机床行业景气度下滑，需求持续放缓，公司业绩低迷。由于宏观经济放缓、国际贸易摩擦等影响，机床行业景气低迷，同时由于行业产品结构调整升级，公司部分存货产品价值下降，计提了大额减值准备，公司业绩2018及2019年连续出现亏损。从集团整体上市后的数据看，2013年，公司营业收入为34.1亿元，而到2019年营业收入为31.6亿元，期间收入高峰为2014年的35亿元；2013年归母净利润为-0.54亿元，2019年为-2.98亿元，七年累计归母净利润为-8.2亿元，有四年出现亏损。

受益于行业需求回暖及沃克齿轮贡献业绩，公司 2020 年业绩开始扭亏。虽然受到疫情影响，但公司积极抓住重卡、工程机械市场需求旺盛的机遇开拓市场，同时全面推进“CTJ”（创新突破、提高效率、降低成本）活动，加大降

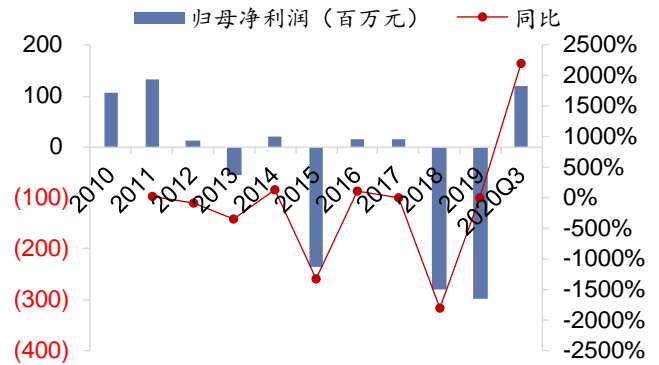
本控费力度，提升集团公司的运营和管理效率，前三季度公司经营业绩大幅提升。另外，公司收购控股股东陕西法士特持有的陕西法士特沃克齿轮 100% 股权，也增厚了公司的业绩。2020Q1-Q3，公司实现营业收入 29.6 亿元，同比增长 27%，实现归母净利润 1.2 亿元，扭亏为盈；公司已预披露 2020 全年归母净利润范围为 1.4-1.65 亿元。

Figure 5 公司营业收入增长情况



资料来源：wind、世纪证券研究所（由于 2014 年集团整体上市，对 2013 年数据进行了回溯调整）

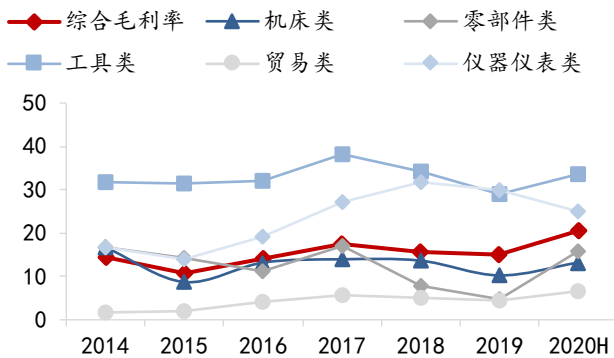
Figure 6 公司净利润增长情况



资料来源：wind、世纪证券研究所（由于 2014 年集团整体上市，对 2013 年数据进行了回溯调整）

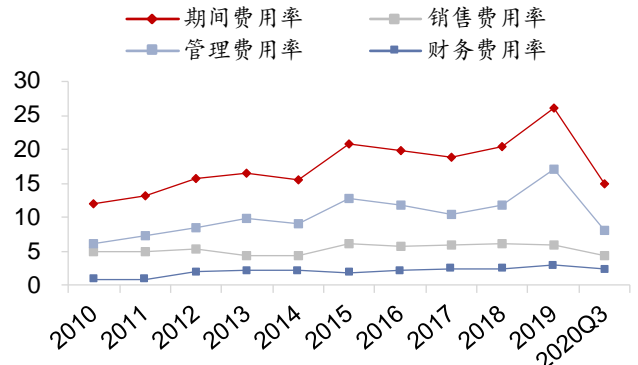
2020 年以来毛利率提升，费用率下降。从毛利率数据看，近几年毛利率呈下降之势，主要是产品价格下降及人力成本提升等所致。2017-2019 年，公司综合毛利率从 17.3% 下滑至 15%。2020 年前三季度，下游汽车、工程机械等需求逐步回暖，同时，高毛利率的沃克齿轮并表，公司综合毛利率达到 20.1%，比 2019 全年毛利率提升了约 5 个百分点。从费用率数据看，由于公司积极控制费用及疫情原因销售费用的减少，公司 2020 年前三季度费用率为 14.9%，同比减少了 3 个百分点。由于毛利率提升及费用率下降，2020 年前三季度，公司净利率达到 5.7%，同比提升了 5.1 个百分点，为近年来的高点。

Figure 7 公司主要产品毛利率情况



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 8 公司费用率情况



资料来源：wind、世纪证券研究所

2020年ROE明显改善，盈利能力触底回升。从ROE看，2011-2019年，公司仅有2011年在10%以上，其余年份或为负值或仅在1%左右的微盈状态，主要是整个机床行业景气低迷，公司营收放缓、毛利率下降以及计提存货跌价准备等所致。从杜邦分析角度看，公司资产负债率目前较高，权益乘数没有提升空间；总资产周转率近几年在0.36次附近，目前处于较低位置，经营回暖后有提升空间；净利率在多年低迷后，2020年回升。随着下游汽车、工程机械、工业机器人等需求回暖，以及公司提效降本推进，公司盈利能力可望进入触底回升阶段。

Figure 9 公司ROE情况

指标	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q3
净利率 (%)	8.44	1.12	-1.75	1.09	-9.74	0.82	1.27	-8.77	-10.00	5.72
总资产周转率 (次)	0.81	0.57	1.56	0.81	0.39	0.37	0.36	0.36	0.36	0.33
资产负债率 (%)	43.47	45.21	50.55	44.59	48.61	55.18	58.68	63.54	65.91	69.39
ROE (加权, %)	12.56	1.07	-2.68	0.75	-8.15	0.53	0.58	-10.40	-12.59	5.97

资料来源：wind、世纪证券研究所

1.3 法士特集团入主带来新发展契机

法士特集团入主秦川机床。2020年4月，陕西法士特汽车传动集团有限责任公司获得陕西省国资委无偿转让的公司15.94%的股份，同时拥有受托于陕西产投13.24%的投票权，目前合计持有公司投票权为29.18%，为公司控股股东，公司实控人仍是陕西省国资委。公司新任董事长严鉴铂同时也是法士特集团的董事长，有丰富的管理大型国企的经验，同时也熟悉我国机械行业的具体情况。

Figure 10 目前公司前十大股东情况

股东	持股比例	说明
陕西法士特集团	15.94%	控股股东
陕西省产业投资	14.59%	与法士特为一致行动人
中国华融资管	4.04%	实控人为财政部
王为	2.55%	个人投资者
中国长城资管	2.04%	国有独资
李素霞	1.06%	个人投资者
杨来明	0.65%	个人投资者
陆有飞	0.6%	机构投资者
肖志欢	0.45%	机构投资者
安峻岐	0.41%	机构投资者

资料来源：wind、世纪证券研究所（截止2020年三季度末）

法士特集团实力雄厚。法士特集团主营汽车传动产品，主要研发生产 AT、AMT、S 变速器、客车变速器、轻卡变速器和液力缓速器、离合器、减速机等八大系列新产品以及轮边减速机、纯电动汽车传动系统等新能源产品。从技术研发看，法士特建有“国家级企业技术中心”“院士专家工作站”“国家级博士后科研工作站”等科技研发体系，拥有核心技术专利 1400 余项。公司的重型汽车变速器产销量连续 14 年世界第一，国内外市占率分别达 70% 及 40%。

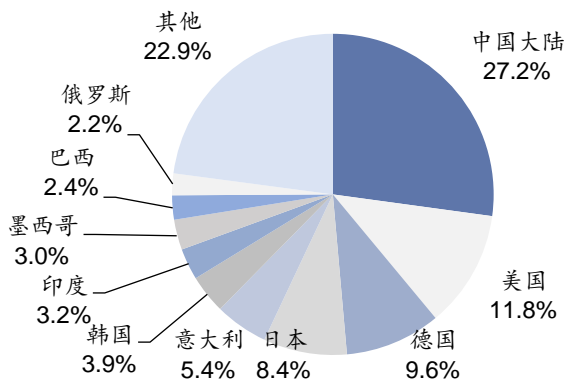
公司与法士特集团将产生协同效应。从产业链分布来看，秦川机床与法士特集团属于上下游关系。秦川机床在齿轮机床制造方面核心优势突出，磨齿机、滚齿机及加工中心等主机产品全部与法士特及其供应商对接，有了新的增量市场空间；同时法士特是齿轮产品龙头，公司可以向法士特提供液压泵、齿轴等核心零部件。产业上下游整合，对于秦川机床而言，也更利于理解客户需求，精准掌握市场发展。同时，法士特集团入主秦川机床，在人才、资本、管理等方面都可望带来支持。

二、高端数控机床长期发展空间大，制造业复苏驱动行业回暖

2.1 国内机床行业大而不强

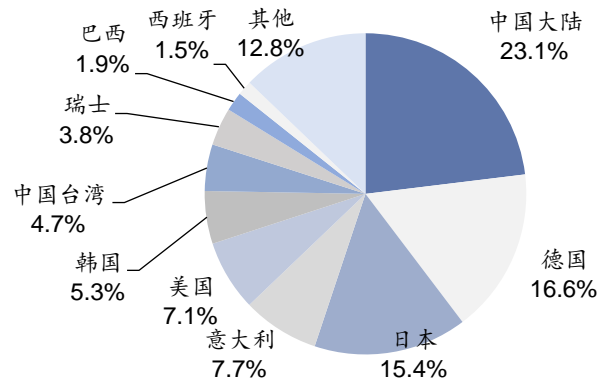
中国大陆机床产销量已多年保持全球第一。(1) 从机床消费看，自 2002 年中国大陆机床消费就占据全球第一位置。从 2008 年至 2018 年，占全球比例一直维持在 30% 以上。2019 年全球机床消费量为 821 亿美元，其中中国大陆机床消费量为 223 亿美元，占全球机床消费量的 27.2%，虽然金融危机以来首次低于 30%，仍为全球第一，远高于第二美国的 11.8%。(2) 从机床生产看，自 2009 年我国机床产值开始位居全球第一。2019 年全球机床生产规模为 842 亿美元，其中中国大陆生产规模为 194.2 亿美元，占全球比例为 23.1%，仍持续保持全球第一的规模。

Figure 11 2019 年全球机床消费主要国家及地区占比



资料来源：Gardner Intelligence、世纪证券研究所

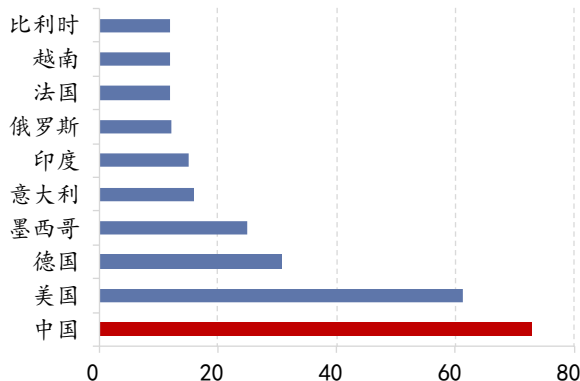
Figure 12 2019 年全球机床生产主要国家及地区占比



资料来源：Gardner Intelligence、世纪证券研究所

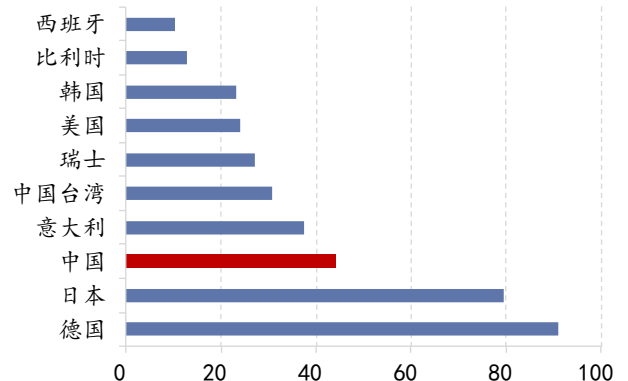
中国大陆机床贸易逆差明显。就我国机床进出口情况看，2019 年我国机床进、出口额分别达 72.9 亿元及 44.2 亿元，分别排在全球的第一、三位，逆差为 28.7 亿美元，进口额占消费额比为 32.7%。

Figure 13 2019 年全球机床进口 TOP10 国家和地区 (亿美元)



资料来源：Gardner Intelligence、世纪证券研究所

Figure 14 2019 年全球机床出口 TOP10 国家和地区 (亿美元)



资料来源：Gardner Intelligence、世纪证券研究所

国内高端机床需求主要依赖进口。由于在管理、人才、核心零部件及工艺等方面的差距，以及机床市场比较分散等行业特征，我国机床制造企业主要集中在低端市场，全球前10机床制造商被日本、德国及美国占据，国内机床高端市场需求主要依赖进口。

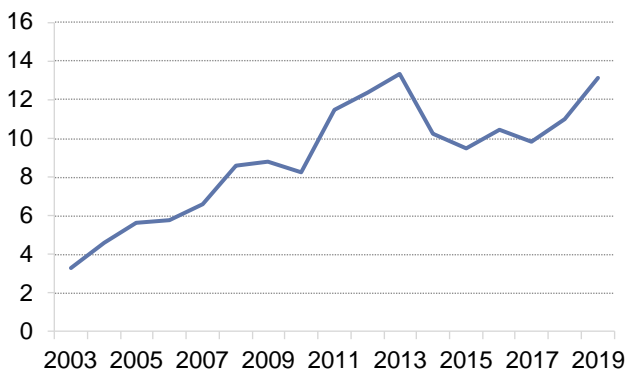
Figure 15 2019 年全球 TOP10 机床制造商营业收入

	机床企业	国家和地区	收入(亿美元)
1	山崎马扎克	日本	52.8
2	通快	德国	42.4
3	德玛吉森精机	德、日	38.2
4	马格	美国	32.6
5	天田	日本	31.1
6	大隈	日本	19.4
7	牧野	日本	18.8
8	格劳博	德国	16.8
9	哈斯	美国	14.8
10	埃玛克	德国	8.7

资料来源：Gardner Intelligence、世纪证券研究所

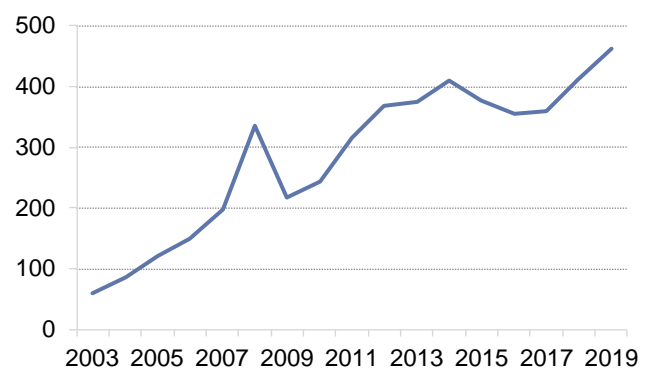
从海关总署金属加工机床进出口数据看，由于对海外高档数控机床的较强依赖，我国进口机床的平均单价远高于出口机床的平均单价。2019年我国金属加工机床进口均价为13.2万美元/台，而出口均价为463美元/台。从数控机床进口数据看，2019年我国进口数控机床1.03万台，对应进口额为29亿美元。

Figure 16 我国进口金属加工机床平均单价(万美元/台)



资料来源：海关总署、世纪证券研究所

Figure 17 我国出口金属加工机床平均单价(美元/台)



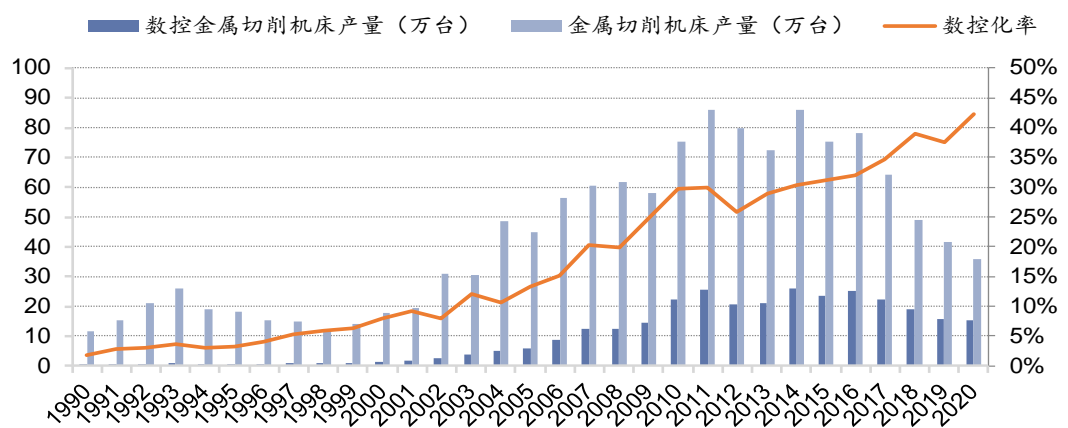
资料来源：海关总署、世纪证券研究所

2.2 高档数控机床空间大

国家产业政策鼓励高端数控机床装备行业的发展。数控机床作为“工业母机”，是智能制造装备的基础，是我国从制造业大国向制造业强国转变的关键。国家及地方各项法规政策对数控机床都体现出极高的重视，制定并实施了一系列促进行业发展的相关法规及产业政策。发改委也将“高档数控机床及配套数控系统：五轴及以上联动数控机床，数控系统，高精密、高性能的切削刀具、量具量仪和磨料磨具”内的产品列为鼓励发展项目。

目前我国机床数控化率仍有差距，高端数控机床自给率较低。从金属切削机床生产端数据看，近年我国机床数控化率处于上行趋势中，2020年前10个月为42%。但对比日本、德国及美国等发达国家80%左右的数控率，我国机床数控化率仍有提升空间。同时从高端数控机床的自给率看，我国只有约10%的水平，进口替代空间较大。

Figure 18 我国金属切削机床数控化率情况



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所（2020年为1-10月份数据）

2.3 下游需求复苏带动机床景气度提升

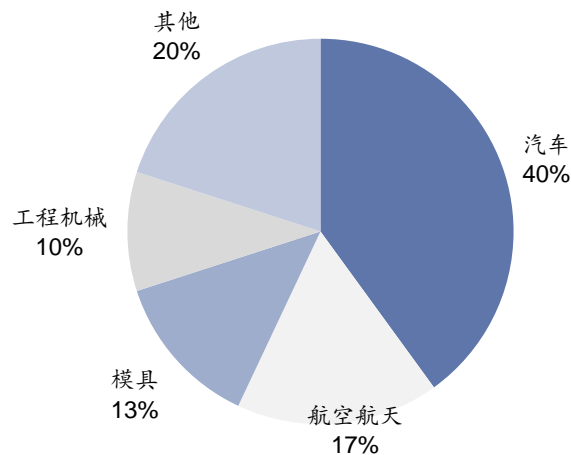
汽车行业是数控机床最大的下游应用领域。数控机床是装备制造业的基础设备，其下游行业主要为汽车、航空航天、造船、工程机械、电力设备、电子信息设备等行业，由于制造工艺有所差异，下游行业对于数控机床的需求类型也有所差别。据前瞻产业研究院数据，我国数控机床下游应用市场最大的领域为汽车行业，占比约40%，其他领域航空航天、模具及工程机械行业占比分别为17%、13%及10%。

Figure 19 下游行业的数控机床需求情况

下游行业	数控机床需求
汽车	高效、高性能、专用数控机床和柔性生产线：用于发动机加工的以高速卧式加工中心为主的柔性生产线、曲轴加工专用数控机床；用于汽车零部件生产的大批数控车床、立卧式加工中心、数控高效磨床和数控齿轮加工机床等。
航空航天	航空工业：飞机机翼、机身、尾翼等和发动机零件的制造需要高速五轴加工中心、五轴复合加工中心、五轴数控铣床精密齿轮和螺纹加工数控机床等。航天工业需求精密、高速、中小型数控机床，如精密数控车床和车削中心、立卧转换五轴加工中心、高精度加工机床、高精度万能磨床和坐标磨床等。
造船	制造柴油机体的重型、超重型龙门铣镗床和重型数控落地镗铣床以及大型数控车床和车铣中心、大型数控磨齿机、曲轴镗铣床、大型曲轴车铣中心和曲轴磨床等。
工程机械	中小型数控机床如数控车床、中型加工中心、数控铣床和齿轮加工机床等。
发电设备	重型数控龙门镗铣床、大型落地镗铣床、大型数控车床、叶根槽专用铣床和叶片数控加工机床等，输变电设备制造行业需要数控车床、加工中心、数控镗床等。
模具制造	高速数控铣床、三坐标测量机、精密电加工机床、高精度加工中心、精密磨床等。
电子信息设备制造	小型精密数控机床：如高速铣削中心、高速加工中心、小型精密车床、小型精密冲床、精密和超精密加工专用数控机床及精密电加工机床等。

资料来源：中国产业信息、世纪证券研究所

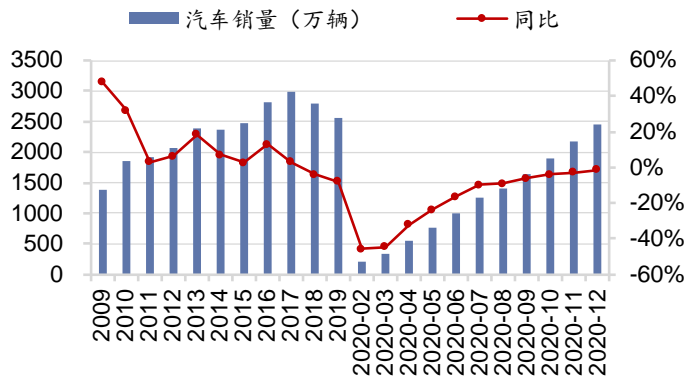
Figure 20 数控机床下游行业市场占比



资料来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

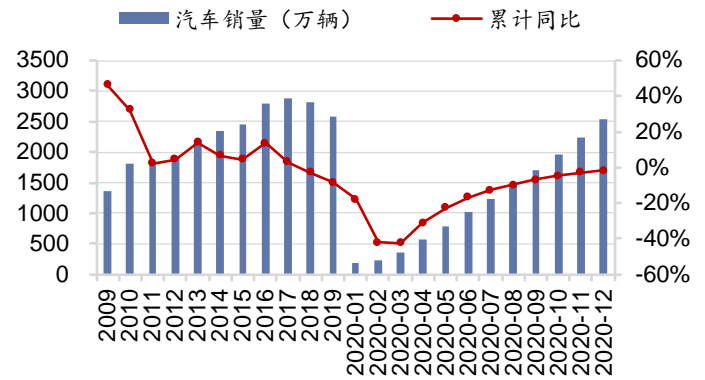
疫情后汽车行业逐步复苏带动机床需求。受宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦、楼市对消费的挤压等因素影响，2018 年开始，我国汽车市场连续下滑。2020 年一季度，主要受疫情影响我国汽车产销量分别同比下滑 45.2% 及 42.4%。二季度国内疫情稳定后，汽车市场开始逐步复苏。2020 年度，国内汽车累计产量和销量分别为 2522 万辆及 2531 万量，同比增速分别为 -2% 及 -1.9%，下滑幅度逐月收窄，从 4 月份开始连续 9 个月当月销量同比正增长。从新能源汽车及商用车销量数据看，在 2020 年一季度大幅下滑情况下，2020 年度，新能源汽车及商用车累计销量增幅分别为 10.9% 及 18.7%，同样呈现逐月向好趋势。汽车行业的复苏，将驱动机床需求。

Figure 21 我国汽车产量及增速



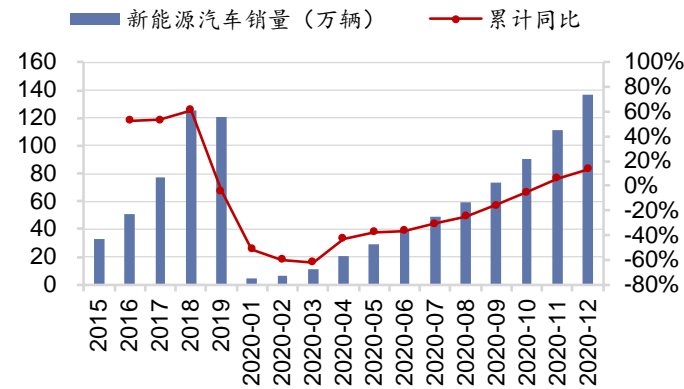
资料来源：中国汽车工业协会、世纪证券研究所（2020年为累计数据）

Figure 22 我国汽车销量及增速



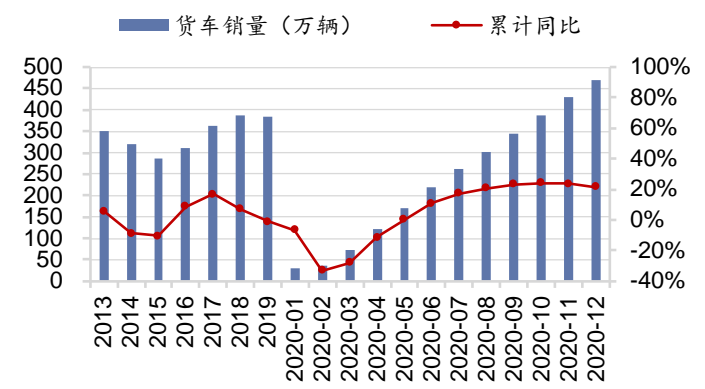
资料来源：中国汽车工业协会、世纪证券研究所（2020年为累计数据）

Figure 23 我国新能源汽车销量情况



资料来源：中国汽车工业协会、世纪证券研究所（2020年为累计数据）

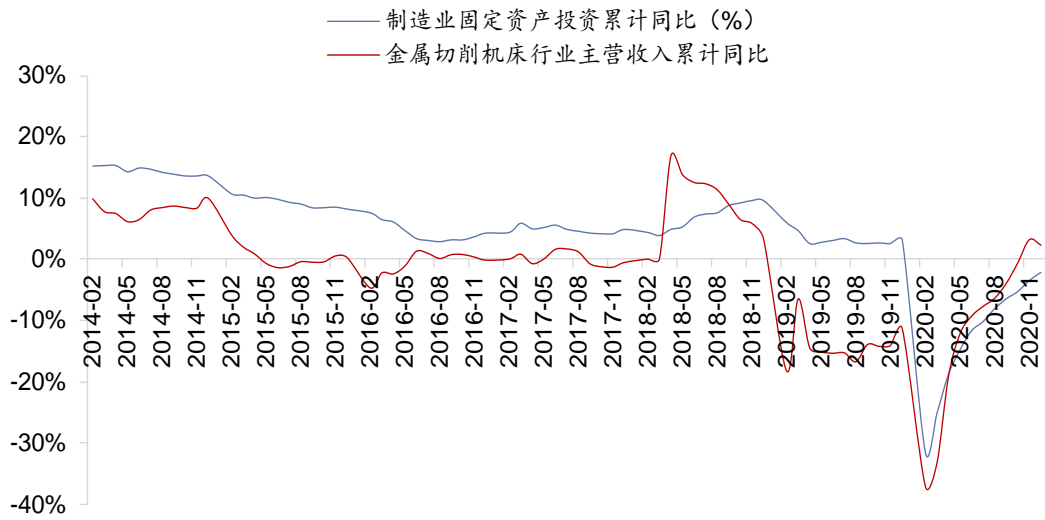
Figure 24 我国商用货车销量情况



资料来源：中国汽车工业协会、世纪证券研究所（2020年为累计数据）

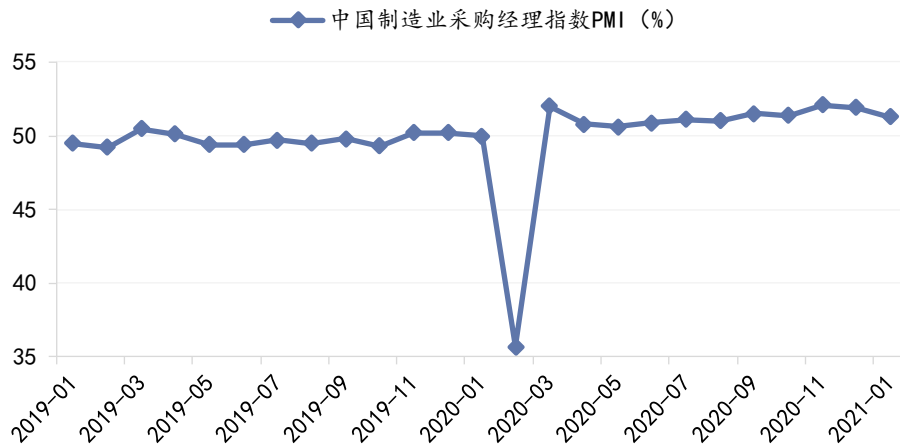
机床行业也将受益于整个制造业固定资产投资的回升。从近年数据看，制造业固定资产投资与机床行业收入的趋势一致，制造业的复苏将驱动机床行业需求。2020年二季度国内疫情稳定后，制造业持续复产复工，固定资产投资同比增速降幅持续收窄，已经从一季度的-25.2%回升至2020年度的-2.2%，金属切削机床行业主营收入累计增速也从一季度的-33.3%回升至2020年度的2.3%。从制造业PMI数据看，已经从2020年3月份开始连续11个月在50%的荣枯线以上，制造业的复苏环境将进一步驱动机床行业需求增长。

Figure 25 制造业固定资产投资额与金属切削机床行业主营业务收入的趋势对比



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 26 中国制造业采购经理指数已连续 11 个月位于荣枯线以上



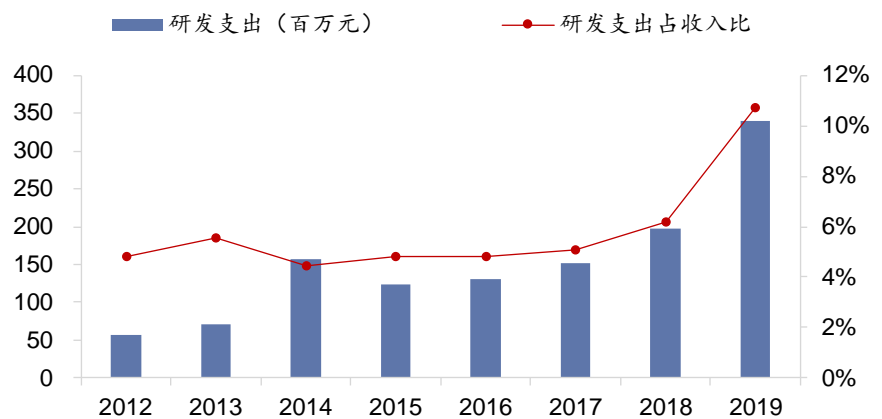
资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

三、公司积极提升竞争优势，经营可望进入上升通道

3.1 公司机床领域有较强的技术积累

公司重视技术研发。公司是国家级高新技术企业和创新型试点企业，建有国家级企业技术中心，院士专家工作站，博士后科研工作站，美国研发机构及3个省级技术研发中心。公司研发支出一直维持较高水平，每年研发支出占收入比都在5%左右。2019年由于承担的国家重大专项课题数量较多，研发支出达到3.4亿元，占收入比达10.7%。2019年，公司共开发新产品和改进重点产品109项；申请专利28项，其中发明专利10项，获得专利授权共计16项；主持制订行业标准1项，参与制订国际标准1项、国家标准3项、行业标准8项，主持制定企业标准22项，共计35项。

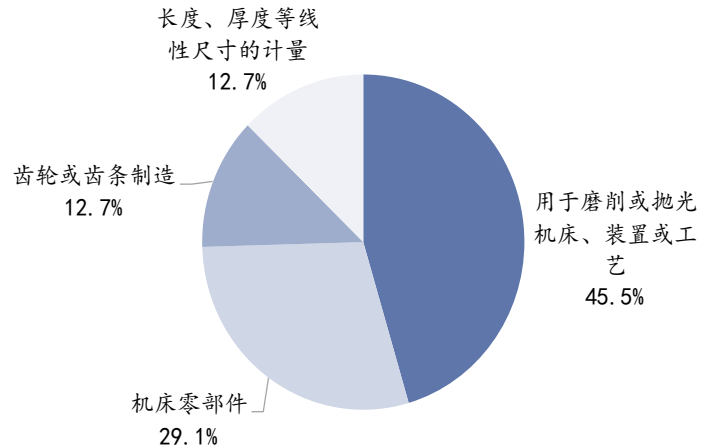
Figure 27 公司研发支出及收入占比情况



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

公司专利技术主要集中在磨削及齿轮制造等领域，在齿轮制造装备领域优势明显。公司约有45.5%专利技术是在磨削或抛光机床相关方面，此领域技术优势明显。公司研发的精密、高效、齿轮磨床数控化率达100%，占据了国内60%以上的市场份额。公司形成了齿轮磨床、专用磨床、外圆磨床、龙门式车铣复合加工中心、高速滚齿机、拉削工艺及设备、专用机床、精密齿轮（齿轮箱）等核心技术和产品结构，是世界上品种最多、规格最全的精密机床制造企业。公司具备向用户提供从图纸到工件的全套工艺设备解决方案的能力，形成了独有的“精密、复合、特种、大型”产品定位优势，从而能够进军全球精密机床产业链的中高端。

Figure 28 公司专利技术占比



资料来源：wind、世纪证券研究所

公司通过高科技项目、高校合作及引入市场薪酬机制等措施吸引、培育及稳定人才团队。公司通过承担国家科技重大专项、国家重点研发计划项目等重大项目，吸引、培育顶尖高层次人才。与西安交通大学联合共建了“全国示范性工程专业学位研究生联合培养基地”；与西安理工大学共建陕西省工程专业研究生培养基地，为公司积蓄创新人力资源。公司对秦川本部、宝鸡机床、汉江机床、汉江工具、格兰德的 400 多名研发人员实行“宽带薪酬”改革，强化业绩导向、结果导向、水平导向，深度激发全员干事创业激情，研发人员平均薪酬增长 27%，使其总体薪酬水平达到了当地中高等水平，消解了公司长期以来因地理因素造成技术队伍不稳定的隐忧。

公司目前具备一定的人才资源。秦川机床拥有一支有 120 余人的齿轮加工机床研发团队，其中包含“三秦学者”1 人，享受国务院特殊津贴 2 人，正高级工程师 6 人，高工 28 人，硕士 26 人，陕西省科技创新团队—新能源汽车齿轮加工装备创新团队。宝鸡机床拥有省级技术中心，专门从事新产品的开发，有研发人员 164 人，其中研究生 18 人，大学本科 146 人。工程技术高级职称 30 人，中级职称 134 人，工人高级技师 18 人，技师 65 人，其中有陕西省突出贡献专家一名，国家专项津贴专家一名。

公司有不断技术创新和推出新产品的实力。2020 年，公司持续加大研发投入预算达营业收入 5% 以上，持续技术产品创新。2020 年，秦川集团“滚动功能部件服役性能成套测评方法与装备及性能提升关键技术”获“中国机械工业科学技术发明一等奖”；“高速精密机床数字化正向设计技术及应用”荣获“陕西省科技发明奖一等奖”；“高档数控机床数字化设计方法与工具及应用”荣获“教育部科学技术进步奖一等奖”；CK7516GS 高速数控车床及 CH7516GS 车削中心荣获“陕西省科技进步奖三等奖”。

Figure 29 2020 年公司技术产品创新情况

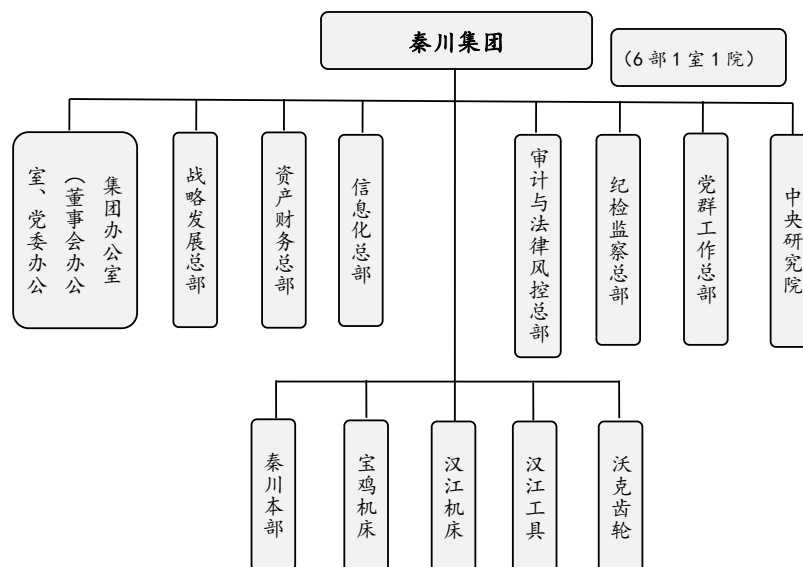
下属机构企业	技术产品创新
集团本部	推进 YK7215 高效蜗杆砂轮磨齿机、YK7363T1 面齿轮数控磨齿机、YK4615 强力珩齿机、HMC1200/5S 五轴卧式加工中心及 VTMD160/5 龙门式车铣复合加工中心等新品落地
宝鸡机床	加快 BM10H 立式加工中心、BHL20-YS 车铣复合中心新品产业化、批量化、规模化生产
汉江机床	加快 SK7020 数控螺杆转子磨床、三级伸缩滚珠丝杠副新品研发
汉江工具	点加快高精度车齿刀具、双联滚刀等 15 款刀具、三级伸缩滚珠丝杠副等新产品市场推广应用
秦川格兰德	加速开发 MKS1650×15A 数控端面外圆磨床

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3.2 公司实施改革创新提升竞争力，驱动高质量发展

顶层设计推进机构改革。为科学优化资源配置，有效压缩管理层级，逐步实现扁平化管理，公司在 2020 年 2 月对集团实施组织机构改革，组建集团总部、秦川机床本部全新的组织机构。集团总部新设 6 部 1 室 1 院，秦川机床本部撤销原 4 个事业部建制，按集团公司二级公司管理本部层面设立 11 部 1 室 1 中心 1 院，12 个直属车间 1 个独立分厂。机构改革使集团法人治理结构更加完善清晰，与本部职能各自独立，管理关系明晰，极大提升了集团公司的运营效率。

Figure 30 公司重塑集团组织架构



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

人力资源改革激励人才团队。(1) 管理人员方面，2020 年初的机构改革过程中，秦川机床本部管理干部重新任免，63 名干部择优上岗、11 名干部应聘上

岗，减少部门干部 41 名，消除多年来一些管理人员“无所作为、碰到问题绕着走、工作依赖上级、穿新鞋走老路”等守旧思想。**(2) 业绩考核及薪酬方面**，除了在研发系统正式实行“宽带薪酬”制度，引导员工重视个人技能的增长和工作能力的提高，有效调动研发人员工作积极性，稳定研发人才队伍，集团公司也正推进除研发人员之外的专业技术人员、管理人员、生产工人等员工施行“星级员工”薪酬体制，引入 KPI 绩效考核机制，优化薪酬结构调整，增加员工收入，激发员工潜力。

业务经营创新推动高质量发展。公司确定了 5221 业务发展战略，聚焦高价值核心业务，紧盯高端行业，深化产品结构调整，在管理、技术等方面与法士特协同发展，实现产业链上下游的精准对接，进一步拉长产业链条，真正实现“1+1>2”的聚合倍增效应，开启了创新发展的新格局。

业务协同发展方面，以机器人关节减速器业务为例，在机器人关节减速器项目上，秦川的核心优势是产品研发技术攻关、关键工艺突破、核心装备的自主研发等方面，短板是批量化产品的管理经验、生产组织、产品过程质量控制、成本控制等方面，而这些短板恰恰是沃克齿轮的优势所在。公司收购沃克齿轮后，一方面为秦川主机产品提供了最好的应用试验条件，缩短了新产品研发试制改进周期；另一方面为机器人关节减速器产品批量化生产提供了队伍及管理软能力的支持，对公司后续发展提供了支撑。

同时，集团积极推进实施“CTJ”活动。2020 上半年，总计实施创新改善和降本项目共计 1835 项，其中降本项目 469 项，改善项目 1316 项，有效降低了生产管理成本、提高了劳动生产效率。

3.3 定向增发项目可望进一步提升竞争力

发行后法士特集团仍为公司控股股东。公司的非公开发行股票项目预案已获证监会受理，拟对大股东法士特集团发行不超过 2.06 亿股 A 股股票。按发行上限算，发行完成后公司总股本为 8.99 亿股，法士特集团持有公司股份比例增至 35.19%，法士特与一致行动人陕西产投合计持有公司 46.44% 的股份，法士特集团仍为公司控股股东，陕西省国资委仍为公司实际控制人。

增发项目主要涉及高端装备研制、产业化及补充公司流动资金。此次增发项目有 3 项，拟使用募集资金约 8 亿元。项目包括高端智能齿轮装备研制与产业化项目、高档数控机床产业能力提升及数字化工厂改造项目、补充流动资金及偿还银行贷款，其中“高端智能齿轮装备研制与产业化项目”实施主体

为秦川机床本部，“高档数控机床产业能力提升及数字化工厂改造项目”实施主体为控股子公司宝鸡机床。

Figure 31 公司拟非公开发行股票项目（单位：百万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟使用募集资金金额
1	高端智能齿轮装备研制与产业化项目	302.2	302.22
2	高档数控机床产业能力提升及数字化工厂改造项目	180.68	150
3	补充流动资金及偿还银行贷款		347.08
	合计	482.88	799.28

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

“高端智能齿轮装备研制与产业化项目”将继续加强公司齿轮装备竞争力。此项目主要是对新型高效数控齿轮加工装备磨齿机、滚齿机、车齿机、珩齿机四大类机床所需的高速砂轮主轴技术、小直径蜗杆砂轮磨削技术、齿面扭曲控制技术、连续展成磨削技术、高效干切滚齿技术、变轴交角强力珩削技术、机床智能化等关键技术进行研究实验和技术突破，形成 YK3126 数控滚齿机、YK8030 数控车齿机、YK7215 数控蜗杆砂轮磨齿机、YK4615 数控珩磨机、YKZ7230A (T) 高效蜗杆砂轮磨齿机五款高端智能齿轮加工装备的研制技术能力和产品设计技术成果。同时通过关键加工设备引进解决现有生产瓶颈，合计形成年产 180 台高端齿轮加工装备的能力，年产值达 4.9 亿元。

“高档数控机床产业能力提升及数字化工厂改造项目”将提升公司高档数控机床定制的规模化生产能力。高档数控机床产品的多品种、小批量生产状况已是行业常态，传统的生产模式已经不能适应市场的变化需求。本项目的实施可以实现定制的规模化生产，同时提高关键零部件的制造质量、加工精度、稳定性和可靠性。此项目可实现卧式车铣复合加工中心及关键功能部件国产化生产，替代进口设备，可以满足微电子制造和新能源汽车等领域的设备需求。项目建成后，将达到年产高档卧式车铣复合中心 5 台，HMC 系列精密卧式加工中心 30 台，五轴车铣复合加工中心 20 台，高档数控立式车床 120 台，自动化产线 20 台/套的生产能力，达产后年产值为 3.3 亿元。

此次增发项目将提升公司机床领域的竞争力，加快向高端业务转型升级。本次发行后，公司将进一步提高自主创新能力，加快转型升级速度。公司的产品结构将进一步优化，业务布局也将更为全面。同时，资本金扩充后资产负债率也将有一定幅度的下降，有利于改善公司的财务状况，提高偿债能力，降低财务风险，增强抗风险能力。

四、盈利预测与投资评级

4.1 关键假设

(1) 主营收入假设

机床类业务：2020年第二季度国内疫情稳定后，工程机械、汽车等机床下游行业景气回升，股东法士特集团也正与公司发挥协同效应，我们预计公司机床类2020-2022年收入分别为16.4亿元、18.4亿元及21.2亿元，同比增速分别为15%、12%及15%。

零部件业务：考虑沃克齿轮并表，我们预计公司2020-2022年零部件类业务收入分别为13.3亿元、17.2亿元及19.8亿元，同比增速分别达90%、30%及15%。

其他：工具类业务随整个机床行业景气回升，我们预计2020-2022年，其营业收入分别为3.6亿元、4.1亿元及4.7亿元，同比增速分别为10%/12%/15%；贸易类业务受疫情以及贸易摩擦影响，预计2020-2022年营业收入同比增速分别为-35%/5%/8%；另外，在聚焦主业及控制类金融业务风险的战略考虑下，公司拟退出融资租赁及商业保理业务，我们预计公司其他主营业务2020-2022年营业收入同比增速分别为50%/-30%/-50%。

(2) 毛利率假设

公司整体毛利率主要由产品结构、行业竞争等因素决定。公司机床类产品中磨齿机、螺纹磨床及数控加工中心等产品毛利较高，随着公司产品结构向高端转型，预计2020-2022年机床业务毛利率企稳回升，分别为12%/13%/13.5%；零部件业务随着毛利率较高的沃克齿轮并表，预计2020-2022年毛利率分别为19%/20%/20.5%；预计公司综合毛利率分别为20.8%/20.4%/19.7%，整体保持在20%左右的水平，有所下降主要是高毛利率的类金融类业务占比下降所致。

(3) 期间费用假设

公司正持续推进“CTJ”“创新突破、提高效率、降低成本”活动，进行人员激励，降本增效，我们预计公司费用率稳中趋降，2020-2022年三费率分别为13.8%/13.9%/13.3。公司持续投入研发，预计研发费用率维持在5.5%左右的水平。

Figure 32 公司收入及毛利率预测 (单位: 百万元)

营业收入	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
机床类	1043	1158	1418	1533	1430	1644	1841	2117
同比		11.1%	22.4%	8.1%	-6.7%	15.0%	12.0%	15.0%
零部件类	427	474	579	663	697	1325	1722	1981
同比		11.1%	22.0%	14.5%	5.2%	90.0%	30.0%	15.0%
工具类	248	269	330	361	331	364	407	468
同比		8.5%	22.6%	9.4%	-8.4%	10.0%	12.0%	15.0%
贸易类	587	563	445	382	340	221	232	250
同比		-4.1%	-20.9%	-14.3%	-11.0%	-35.0%	5.0%	8.0%
仪器仪表类	83	72	69	59	83	90	99	111
同比		-13.3%	-3.8%	-14.9%	41.8%	8.0%	10.0%	12.0%
其他主营	76	101	112	147	231	346	242	121
同比		33.2%	10.6%	31.4%	56.8%	50.0%	-30.0%	-50.0%
其他业务	85	67	47	44	54	64	74	85
同比		-21.5%	-29.4%	-7.0%	22.0%	20.0%	15.0%	15.0%
合计收入	2548	2704	3000	3188	3165	4054	4618	5134
同比		6.1%	10.9%	6.3%	-0.7%	28.1%	13.9%	11.2%
毛利率	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
机床类	8.6%	13.1%	13.8%	13.5%	10.1%	12.0%	13.0%	13.5%
零部件类	14.3%	11.2%	17.0%	7.9%	4.8%	19.0%	20.0%	20.5%
工具类	31.5%	32.1%	38.2%	34.3%	28.9%	34.0%	34.0%	34.0%
贸易类	2.1%	4.1%	5.7%	4.9%	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
仪器仪表类	13.9%	19.2%	27.2%	31.7%	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%
其他主营	13.1%	39.6%	38.7%	43.7%	57.7%	58.0%	58.0%	58.0%
其他业务	9.5%	20.3%	22.9%	36.6%	54.8%	50.0%	50.0%	50.0%
综合毛利率	10.6%	14.1%	17.3%	15.7%	15.0%	20.8%	20.4%	19.7%

资料来源:公司公告、世纪证券研究所

4.2 盈利预测与投资评级

根据假设条件,我们预测公司2020/2021/2022年实现的营业收入分别为40.5亿元/46.2亿元/51.3亿元,同比增速分别为28.1%/13.8%/11.2%;实现的归属母公司净利润分别为1.52亿元(扭亏)、1.83亿元和2.16亿元,同比增速分别为151%/20.7%/17.6%;实现的EPS分别为0.22元、0.26元及0.31元。

根据我们的盈利预测,公司2020-2022动态市盈率分别为27/23/19倍,与可比公司均值相当;当前2倍的PB(MRQ)低于可比公司均值的3.1,也低于自身10年历史均值的2.2。考虑到公司业绩开始扭亏为盈,可望进入触底回升阶段;法士特入主为公司带来发展契机,聚焦高端装备制造及管理制度创新

加速转型升级，有望实现高质量发展。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

Figure 33 秦川机床与可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值(亿 元)	EPS (元)				PE				PB (MRQ)
				TTM	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
601882.SH	海天精工	11.30	59	0.22	0.27	0.37	0.51	51	43	30	22	4.4
300083.SZ	创世纪	13.14	188	0.19	-0.32	0.48	0.61	69	-41	28	21	6.4
002559.SZ	亚威股份	5.06	28	0.19	0.23	0.29	0.39	26	22	17	13	1.7
688558.SH	国盛智科	28.28	37	0.79	0.84	1.13	1.52	36	34	25	19	3.1
002903.SZ	宇环数控	12.68	19	0.28	0.46	0.62	0.81	45	28	20	16	3.0
002943.SZ	宇晶股份	14.24	14	-0.14	/	/	/	/	/	/	/	1.8
002520.SZ	日发精机	6.17	47	0.20	/	/	/	31	/	/	/	1.6
300161.SZ	华中数控	20.04	35	0.54	/	/	/	37	/	/	/	2.9
平均								42	31	24	18	3.1
000837.SZ	*ST 秦机	5.91	41	-0.25	0.22	0.26	0.31	/	27	22	19	2.0

资料来源：公司公告、世纪证券研究所（可比公司相关数据为wind一致性预期）

Figure 34 秦川机床历史 PB (MRQ) 估值



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

五、风险因素

宏观经济风险

如果疫情持续发酵，国内外宏观经济有持续放缓的风险，下游汽车、航空航天、汽轮机、3C、冶金、矿山、工程机械、石油机械、船舶等行业的景气度下滑将直接影响机床市场的需求。

市场竞争风险

国内机床企业受到德国、日本及美国等机床行业实力较强国家企业的竞争，如果外企降价竞争，将会对国内企业带来压力。同时，国内一些有实力的民营机床企业也参与到市场竞争，行业竞争压力或越来越大。

技术升级迭代风险

全球智能制造装备产业先进技术、高端市场、高档产品基本上由德国、日本、美国等少数发达国家智能制造装备跨国公司掌握、把控，技术水平大幅领先，国内同类企业总体处于跟跑阶段。如果公司未来在新型技术研发方向上未能及时跟进新的技术路线，研发成果产业化严重未达到预期，或者出现国外先进企业对新技术加强技术垄断，实施技术封锁，通过引领技术革新构筑新的技术壁垒等情形，则公司技术创新、新产品开发可能会受阻，进而面临产品竞争力下降、产品档次下移、毛利率下滑等风险。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	3165	4054	4618	5134
每股收益	-0.43	0.22	0.26	0.31	营业成本	2689	3211	3677	4124
每股净资产	3.19	3.49	3.84	4.24	毛利率%	15.0%	20.8%	20.4%	19.7%
每股经营现金流	0.06	0.65	0.72	0.65	营业税金及附加	36	39	44	49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	189	199	240	257
P/E	-13.77	27.00	22.37	19.01	营业费用率%	6.0%	4.9%	5.2%	5.0%
P/B	—	157.85	148.96	140.78	管理费用	255	259	305	334
P/S	1.29	1.01	0.89	0.80	管理费用率%	8.1%	6.4%	6.6%	6.5%
EV/EBITDA	-36.36	29.41	30.10	28.87	研发费用	288	223	254	282
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用率%	9.1%	5.5%	5.5%	5.5%
盈利能力指标 (%)					财务费用	94	102	99	91
毛利率	15.0%	20.8%	20.4%	19.7%	财务费用率%	3.0%	2.5%	2.1%	1.8%
净利润率	-9.4%	3.7%	4.0%	4.2%	资产减值损失	-217	-25	-28	-31
净资产收益率	-13.4%	6.3%	6.9%	7.3%	投资收益	8	10	12	13
资产回报率	-3.5%	1.7%	2.0%	2.2%	营业利润	-301	236	228	252
投资回报率	-5.3%	1.6%	1.4%	1.2%	营业外收支	17	11	12	12
盈利增长 (%)					利润总额	-284	247	240	264
营业收入增长率	-0.7%	28.1%	13.9%	11.2%	所得税	32	44	36	40
EBIT 增长率	-162.9%	141.9%	-20.0%	-10.3%	有效所得税率%	-11.3%	18.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-6.4%	151.0%	20.7%	17.6%	少数股东损益	-19	51	20	9
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-298	152	183	216
资产负债率	65.9%	64.1%	62.7%	61.4%					
流动比率	1.21	1.20	1.23	1.28	资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.81	0.79	0.80	0.81	货币资金	733	850	930	1050
现金比率	0.19	0.20	0.21	0.23	应收款项	840	1044	1189	1322
经营效率指标 (%)					存货	1466	1584	1713	1921
应收帐款周转天数	84.33	84.00	84.00	84.00	其它流动资产	1700	1618	1547	1474
存货周转天数	198.98	180.00	170.00	170.00	流动资产合计	4738	5096	5379	5767
总资产周转率	0.37	0.46	0.50	0.53	长期股权投资	1	0	0	0
固定资产周转率	1.48	1.81	1.96	2.08	固定资产	2142	2243	2358	2469
					在建工程	172	252	302	332
					无形资产	317	323	330	337
					非流动资产合计	3846	3767	3844	3902
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	资产总计	8584	8863	9223	9669
净利润	-298	152	183	216	短期借款	1861	1902	1708	1581
少数股东损益	-19	51	20	9	应付账款	1221	1425	1632	1831
非现金支出	400	137	150	163	预收账款	297	0	0	0
非经营收益	82	100	87	78	其它流动负债	536	933	1017	1100
营运资金变动	-126	8	60	-16	流动负债合计	3914	4260	4356	4512
经营活动现金流	40	448	501	450	长期借款	1122	802	802	802
资产	-57	-274	-225	-210	其它长期负债	621	621	621	621
投资	-117	332	100	100	非流动负债合计	1744	1424	1424	1424
其他	14	13	12	13	负债总计	5658	5684	5780	5936
投资活动现金流	-160	72	-114	-98	实收资本	693	693	693	693
债权募资	2808	-279	-195	-127	归属于母公司所有者权益	2215	2417	2661	2942
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	711	762	782	791
其他	-2797	-123	-112	-106	负债和所有者权益合计	8584	8863	9223	9669
融资活动现金流	11	-402	-307	-233					
现金净流量	-109	117	80	120					

数据来源: wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。