

公司名称(002147.SZ)

未来持续扩张看下游产业横向拓展能力

— 方圆支承调研报告

姓名 李强
86-10-58362766
liqiang@bhqz.com

投资要点:

● 公司产能依赖产能的扩张

按照公司原来的产能扩张计划,到2010年公司的产能将达到13.2万套。但是由于经济危机对工程机械的影响,使公司产能扩张进程可能有所减缓。预计09年公司产能将达到9万套左右。

● 09年毛利率下降的压力不大

09年钢材成本将比08年有较大幅度的下降,使公司盈利状况所面临的环境有较大程度的改善,即使考虑到09年产品价格会有一定幅度的波动,公司的毛利率水平也将处在一个较高的水平,向下的压力不大,极有可能维持在07、08年底的水平。

● 下游工程机械销量规模的下降将制约公司的发展

公司产品下游目前主要为工程机械,包括工程起重机、塔式起重机、挖掘机、桩工机械、平地机等。其中汽车起重机受高铁投资拉动,需求相对有保障;塔机、桩工机械等受房地产影响销售回落幅度显著;挖掘机全年销量增速为负的可能性比较大,但是国内厂商仍可维持较快的正增长。综合来讲,工程机械高增长的时期已经过去,因此公司产品供不应求的时期也已经过去,未来发展看进口替代情况。

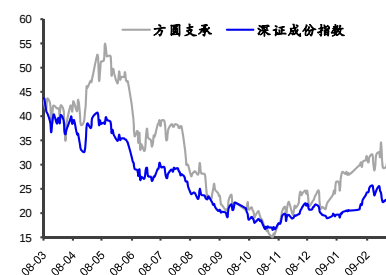
● 未来持续扩张看下游行业的横向拓展情况

单一依赖工程机械行业会造成公司波动性较大、规模扩张有限,未来持续扩张要依赖于下游产业的横向拓展能力,例如风电、叉车等等都是公司未来有可能涉足的下游行业。

● 盈利预测与估值

我们预计公司08-10年EPS为0.49元、0.71元和0.95元,对应PE为28.98X、20X、14.95X,在工程机械销量增速预期环比甚至同比增长的情况下,公司的估值有进一步提升的可能,在工程机械销量未出现转变之前,我们维持公司“买入”的投资评级。

评级: 买入
上次评级:
目标价格: ¥18.00
上次预测: ¥14.20
当前价格: ¥14.20
2009.03.09



公司简介

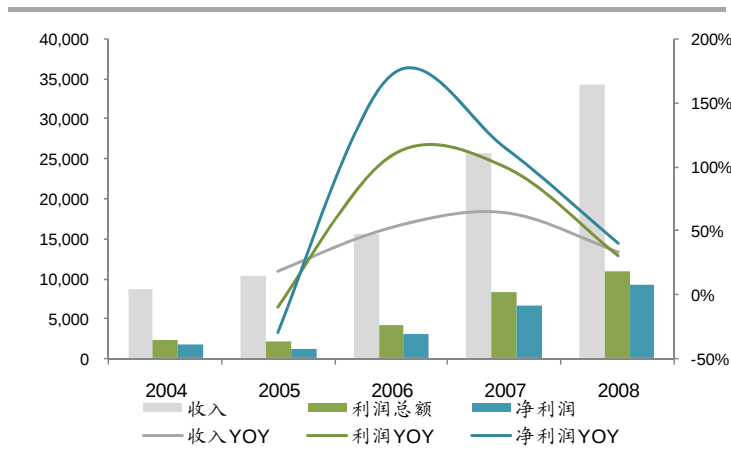
公司是回转支承产品的龙头企业,主要下游为工程起重机、履带式起重机、挖掘机的工程机械产品,未来公司的持续扩张将取决于下游行业的横向拓展情况

首次报告

► 公司发展依赖产能的扩张

2008 年公司收入 3.41 亿元，同比增长 33.45%；净利润 9226.29 万元，同比增长 40.27%。公司自 07 年以来，产能处于持续的扩张期。从 07 年的 4.1 万套，到 2010 年原计划的 13.2 万套，公司产能扩张 3 倍多。未来两年公司的产能仍处于扩张阶段，公司的收入、利润规模的扩大主要归因于产能的扩张。

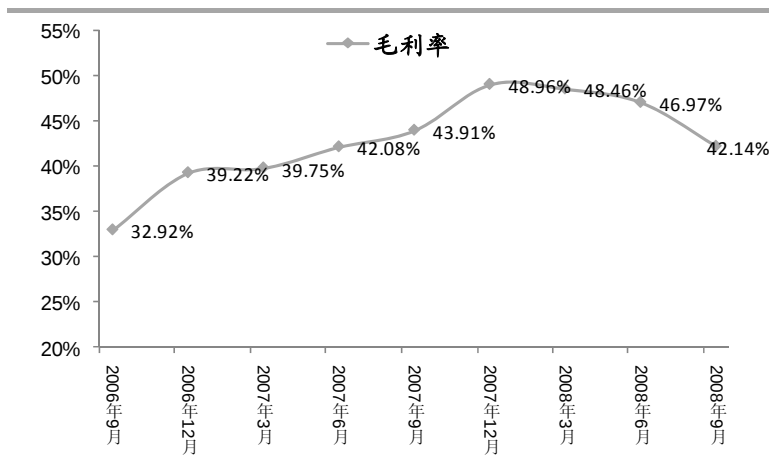
图：公司收入、利润、净利润及 YOY



数据来源：公司公告、渤海证券研究所

2008 年公司毛利率从高位开始回落，但是从全年来看，与 07 年的 44.26% 应该相差不多。09 年钢材价格的低位徘徊的预期，使公司原来自己生产圆形钢坯的计划已经取消，而且会促使公司毛利率在 09 年不会有向下的压力（考虑到公司产品价格在成本下降、需求低迷的情况下会有所降低）。

图：公司毛利率略有回落



数据来源：公司公告、渤海证券研究所

按照公司原来的产能扩张计划，到 2010 年公司的产能将达到 13.2 万套。但是由于经济危机对工程机械的影响，使公司产能扩张进程可能有所减缓。预计 09 年公司产能将达到 9 万套左右。

表：公司产能投产情况

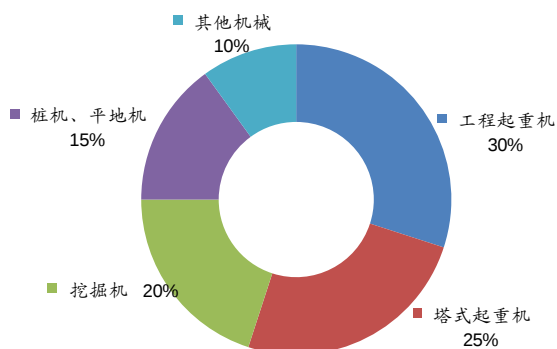
	项目	计划产能（套）	2009 产量	2010 原计划
募集资金项目	60300 套/年回转支承数控化扩建改造项目	60300	60000	60000
	其中：小圈	30000	30000	30000
	中圈	30000	30000	30000
	大圈	300	-	-
	精密级回转支承生产线项目	30000	10000	30000
非募集资金项目	2000 套大型回转支承生产线建设项目	2000	800	2000
	20000 套小型回转支承生产线建设项目	20000	10000	20000
	20000 套太阳能发电用回转支承生产线建设项目	20000	10000	20000
合计		132000	90800	13200

数据来源：公司公告、渤海证券研究所

► 下游工程机械销量的减少制约了公司发展的步伐

公司产品下游最大的为工程起重机，占比为 30%左右；其次为塔式起重机，占比为 25%；挖掘机占 20%；桩机、平地机占比为 15%左右；其他为 10%。

图：公司下游分布大致情况



数据来源：公司公告、渤海证券研究所

工程起重机主要是汽车起重机、履带式起重机和随车起重机等。由于高铁投资的加快，使工程起重机的需求相对是工程机械产品中有保证的，2009 年的增长仍比较确定。

预计 09 年汽车起重机出现负增长的可能性比较小，应该会维持 2008 年的销售规模，因此方圆支承对工程起重机的回转支承销售不会出现减少的情况。

表：汽车起重机销量及增速情况

	2008	2009	YOY
1	1624	739	-54.50%
2	1521		
3	2642		
4	2832		
5	2556		
6	2053		
7	1528		
8	1952		
9	1553		
10	1315		
11	1202		
12	1130		
合计	21908		

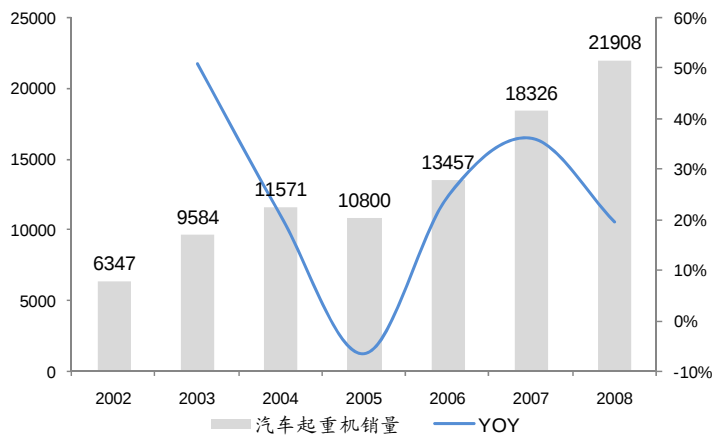
数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

表：徐重、中联销量

	徐重	中联浦沅
Jan-08	988	319
Feb-08	874	252
Mar-08	1456	490
Apr-08	1591	646
May-08	1406	613
Jun-08	1151	491
Jul-08	866	436
Aug-08	899	379
Sep-08	864	384
Oct-08	751	313
Nov-08	693	220
Dec-08	577	170
Jan-09	404	133

数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

图：汽车起重机销量及 YOY



数据来源：公司公告、渤海证券研究所

履带式起重机近年来高速增长，出口占比也逐年提高，占比达到了 30% 以上。在出口形势严峻的情况下，履带式起重机销售增速将会受到一定程度的影响。这主要是影响方圆支承大圈的销售，因为公司现在大圈只供应履带式起重机，风电部分仍未涉及。所以 09 年履带式起重机销量增速的放缓将使公司大圈产能的扩张速度放缓。

表：履带式起重机销量及增速情况

	2008	2009	YOY
1	107	33	-69.16%
2	53		
3	155		
4	228		
5	179		
6	174		

表：重点企业销量情况

	抚挖	徐重	三一	中联
Jan-08	48	37	10	6
Feb-08	19	16	9	4
Mar-08	58	36	38	20
Apr-08	59	52	53	63
May-08	47	65	51	9
Jun-08	63	38	49	24

7	131	Jul-08	49	37	44	
8	153	Aug-08	39	38	55	21
9	184	Sep-08	72	37	40	33
10	96	Oct-08	29	23	13	27
11	104	Nov-08	26	16	44	16
12	79	Dec-08	16	10	30	16
合计	1643	08 年合计	525	405	436	239
		Jan-09	16	8	3	6

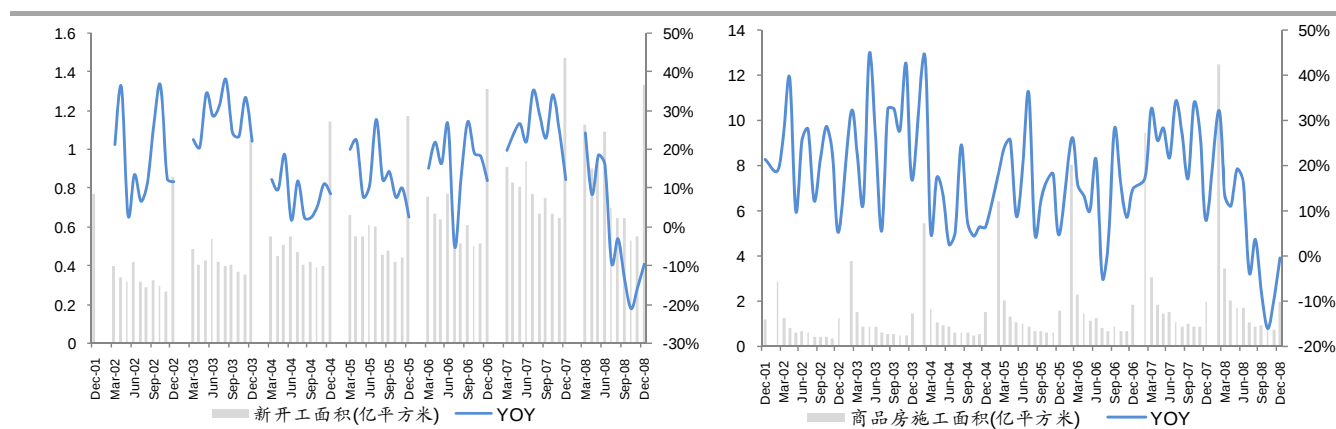
数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

塔式起重机主要是应用于房地产建设，而房地产新开工面积和施工面积增速的快速下滑将极大的制约塔式起重机的销售。我们预计方圆支承用于塔式起重机的小圈产品将出现较大幅度的下滑。

图：房地产新开工面积及 YOY

图：房地产施工面积及 YOY



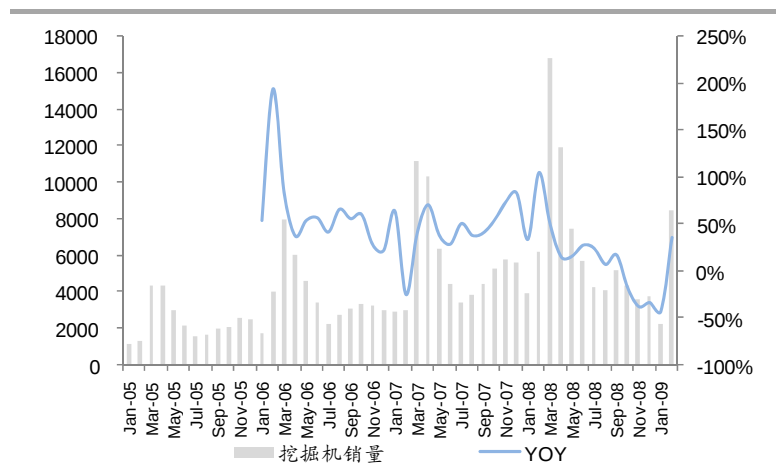
数据来源：wind、渤海证券研究所

数据来源：wind、渤海证券研究所

另外公司非募集资金项目—2 万套太阳能小圈在美国消费低迷的情况下也将出现推迟情况，产能达产时间和进度将受到影响。

挖掘机销售反弹幅度较大，将促进公司精密中圈项目的尽快实施。2 月挖掘机销量 8426 台，同比增速达到了 36.28%，增幅超出预期。这也将带动对公司精密中圈的需求。

图：2 月挖掘机销量增速强劲反弹



数据来源：公司公告、渤海证券研究所

➤ 持续扩张依赖于下游行业的横向拓展

工程机械是公司主要的下游行业，由于近几年来工程机械行业销售的火爆，导致公司产品的供不应求，也因此限制了公司向下游其它行业的横向扩张。08年下半年以后，工程机械产品销量的迅速下滑也使公司产品销售受到较大影响。过分依赖于工程机械使公司的波动性较大，因此未来公司将拓展下游产业，最先考虑的应该是风电，公司在产品及技术方面已经没有问题，关键看公司的经营策略与方针的方向。

➤ 盈利预测与估值

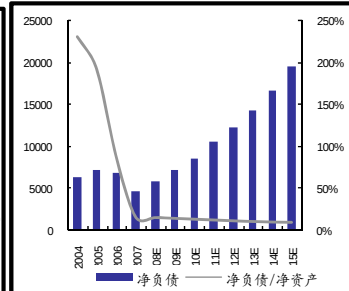
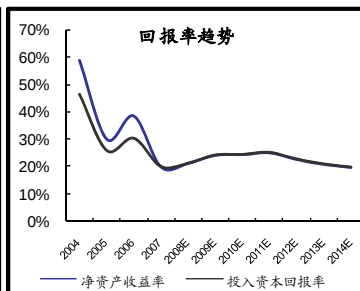
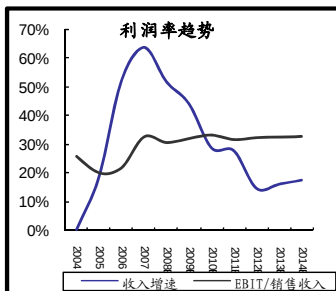
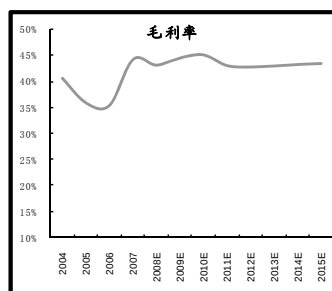
我们预计公司 08-10 年 EPS 为 0.49 元、0.71 元和 0.95 元，对应 PE 为 28.98X、20X、14.95X，在工程机械销量增速预期环比甚至同比增长的情况下，公司的估值有进一步提升的可能，在工程机械销量未出现转变之前，我们维持公司“买入”的投资评级。

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	156	256	389	560	721
(+/-) %	52%	64%	52%	44%	29%
经营利润 (EBIT)	34	83	118	178	238
(+/-) %	65%	143%	43%	51%	34%
净利润	31	66	89	134	179
(+/-) %	171%	115%	35%	50%	34%
每股净收益 (元)	0.44	0.70	0.49	0.71	0.95
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	35.50%	44.26%	43.19%	44.55%	45.14%
ROE (%)	38.51%	20.02%	21.30%	24.26%	24.49%
ROIC (%)	30.34%	20.10%	21.27%	24.25%	24.45%
PE	36.51	22.81	32.57	22.44	16.79
PB	14.06	4.57	7.19	5.44	4.11
EV/EBITDA	27.89	15.06	19.88	13.69	10.28

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	24	155	127	125	187	营业收入	156	256	389	560	721
应收票据	9	11	21	31	39	营业成本	101	143	221	311	395
应收账款	18	18	44	64	82	营业税金及附加	1	3	3	4	6
预付款项	11	47	103	181	280	销售费用	11	14	21	30	38
其他应收款	1	1	1	1	2	管理费用	9	14	26	37	43
存货	27	40	75	98	119	财务费用	0	0	-1	-1	-1
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	46	80	262	289	293	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	1	8	64	57	39	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	34	82	119	178	238
无形资产	11	15	13	12	10	营业外收支净额	8	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	41	83	119	178	238
资产总计	148	375	711	858	1051	减：所得税	11	17	30	45	60
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	31	66	89	134	179
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司的净					
应付账款	15	13	20	29	37	利润	31	66	89	134	179
预收款项	5	7	11	16	23	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	25	22	22	22	22	基本每股收益	0.44	0.70	0.49	0.71	0.95
应交税费	16	1	1	1	1	稀释每股收益	0.44	0.70	0.49	0.71	0.95
其他应付款	0	2	2	2	2	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他流动负债	0	1	1	1	1	成长性					
长期借款	4	0	0	0	0	营收增长率	52.4%	64.0%	51.8%	44.1%	28.7%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	65.3%	142.5%	42.8%	50.5%	33.6%
负债合计	68	46	57	70	85	净利润增长率	171.5%	114.9%	35.2%	50.4%	33.7%
股东权益合计	79	329	417	551	730	盈利性					
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售毛利率	35.5%	44.3%	43.2%	44.6%	45.1%
净利润	31	66	89	134	179	销售净利率	19.6%	25.7%	22.9%	23.9%	24.8%
折旧与摊销	5	6	26	32	36	ROE	38.5%	20.0%	21.3%	24.3%	24.5%
经营活动现金流	17	27	-3	47	81	ROIC	30.34%	20.10%	21.27%	24.25%	24.45%
投资活动现金流	-17	-75	-120	-50	-20	估值倍数					
融资活动现金流	18	179	95	1	1	PE	36.5	22.8	32.6	22.4	16.8
现金净变动	18	131	-28	-2	62	P/S	7.2	5.9	7.7	5.4	4.2
期初现金余额	6	24	155	127	125	P/B	14.1	4.6	7.2	5.4	4.1
期末现金余额	24	155	127	125	187	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	27.9	15.1	19.9	13.7	10.3

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	8288.5	11837.6	17820.7	23801.3	28941.0	33814.0	39452.6	46600.4	55704.9	60288.3	65296.0
所得税	1684.8	2959.4	4455.2	5950.3	4341.2	5072.1	5917.9	6990.1	8355.7	9043.2	9794.4
NOPLAT	2532.5	6603.7	8878.2	13365.6	17851.0	24599.9	28741.9	33534.7	39610.4	47349.2	51245.1
营运资金净											
变动	-2166.8	-6706.9	-11742.1	-11751.5	-13267.8	-18848.3	-18597.6	-20887.8	-25148.1	-30620.0	-28434.6
资本支出	-4173.5	-12000.0	-5000.0	-2000.0	-2000.0	-2000.0	-2000.0	-2000.0	-2000.0	-2000.0	-2000.0
自由现金流	-3632.1	-12249.2	-200.6	6153.7	7614.7	12253.8	14979.6	17006.5	19479.2	25763.4	28074.7

WACC	8.1%	Ke	12.9%	估值	g					
永续增长率	3%	Kd	5.8%			2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
终值	14102.5	t	15%		6.61%	23.14	25.38	28.24	32.02	37.25
企业价值	359698.9	Rf	4%		7.11%	20.57	22.30	24.45	27.19	30.82
非核心资产										
价值	28192.1	E(Rm)	0.105	WACC	7.61%	18.47	19.84	21.50	23.56	26.19
债务价值	0.00	Rm - Rf	6%		8.11%	16.73	17.82	19.13	20.73	22.71
股权价值	359698.9	D/A	0.0%		8.61%	15.26	16.15	17.20	18.46	19.99
股本	18800.00	E/A	100.0%		9.11%	14.01	14.74	15.60	16.61	17.81
每股价值	19.132921	Beta	1.38		9.61%	12.93	13.54	14.25	15.07	16.04



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜） 研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn