

分析师： 黄振、李兴 (8621) 63215451 huangzhen@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

方圆支承 2008 年年报点评

事件描述

方圆支承昨日公告 2008 年年报，其主要内容为：

- 公司 2008 年实现销售收入 3.37 亿元，同比增长 31.68%，实现归属上市公司股东的净利润约为 9147 万元，同比增长 39.06%
- 利润分配方案：公司拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税），并向全体股东每 10 股转增 2 股。

事件评论

- 一、**2008 年工程机械整机需求回落导致公司经营业绩前高后低：**公司 2008 年的经营业绩与我们的预期一致，从公司单季度财务报表来看，2008 年工程机械行业整机需求的回落导致公司经营业绩呈现出前高后低的特点，1) 规模效应急剧回落，公司 2008 年单季度销售收入增速由上半年的 65% 回落至第三季度的 50% 及四季度的 -29%；2) 盈利能力下降，公司主营业务毛利率第四季度环比下滑 5-6 个百分点；3) 净利润的高增长主要受益于所得税率的下降，公司 2008 年净利润增速快于收入增速的主要原因在于所得税率的改变，由于被认定为高新技术企业，公司的实际所得税率由 2007 年的 20% 下降至 2008 年的 15%。
- 二、**2008 年主导产品分析：**公司的主导产品为回转支承件，根据我们了解到的信息，公司 2008 年的销售收入构成中，小型回转支承件占比约为 25-30%，中型回转支承件占比约为 60%，大型回转支承件占比小于 10%，由于 6 万套改造项目以及 3 万套精密件项目分别在 2008 年 5 月份及 10 月份投产，因此中圈产能的释放速度更快，2 万套太阳能回转支承以及 2 万套小型回转支承件采取边建设边投产的方式，因此小圈的产能同样得到部分释放，而 2000 套的大型回转支承项目在 2008 年 11 月份初步建成，因此全年产能仅仅只有 200-300 套，从公司中型回转支承的下游客户来看，主要集中在工程起重机与挖掘机领域，其中挖掘机领域主要以小型挖掘机为主。
- 三、**公司综合毛利率将在 2009 年略有下滑：**尽管 2008 年钢价的大幅上涨导致公司主导产品的生产成本大幅上升（环形钢坯占回转支承生产成本比例约为 70%），但公司 2008 年的综合毛利率（44.19%）相比 2007 年（44.26%）变化不大，主要原因有三方面：1) 中小型回转支承件单价较低，占工程机械整机成本比例较小，公司可通过提价的方式来转移部分成本；2) 原材料利用率的提升，公司通过工艺的改善，提高了环形钢坯件的利用率；3) 收入快速增长提供的规模效应足以覆盖成本的上升，公司 2008 年综合毛利率的前高后低与钢价前高后低的走势一致，从而证明了公司综合毛利率主要取决于收入增长带来的规模效应而并非生产成本的变化，对于 2009 年的预测，尽管挖掘机的稳定增长、高毛利率大圈产品占比的上升以及钢价的大幅回落对毛利率有正面作用，但考虑到塔式起重机的需求前景较为悲观、中圈产品的市场竞争日趋激烈以及新产能带来的相关费用，我们预计公司综合毛利率将在 2009 年略有下滑。

四、**2009 年业绩增长亮点在于产品结构的升级：**公司 2009 年产品结构的升级主要体现在两方面，1) 工程机械的整机客户将由小型挖掘机扩展至中大型挖掘机、挖掘机整机客户将由内子品牌扩展至外资品牌，随着公司 3 万套精密级回转支承件以及 2000 套大型回转支承件的建成投产，公司将逐步进入中大型挖掘机、履带式起重机及港口机械等重型机械领域，另外，除了扩大内资品牌的市场占有率以外，公司将逐步进入外资品牌的配套体系，在调研中我们了解到，除了三一重工逐步扩大对公司回转支承件的配套之外（中型挖掘机及旋挖钻机），部分外资品牌，包括日立建机及卡特皮勒均有意与公司建立配套合作关系，我们预计公司将逐步进入外资挖掘机品牌的供应体系；2) 下游领域由工程机械向风电轴承领域扩展，公司目前的下游客户集中在工程机械领域，但从市场进入壁垒来看，中圈回转支承的进入壁垒相对较低，精密级小圈以及大圈的进入壁垒更高，考虑到维持高毛利率以及公司的成长性，公司有意进一步扩大大圈的产能，特别是风电轴承，由于市场需求旺盛以及拥有前期技术积累，公司将在 2009 年进入风电轴承领域。

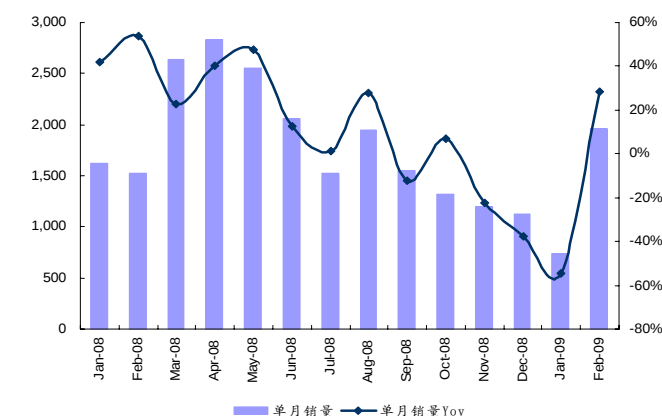
五、**维持“推荐”的投资评级：**根据公司在年报中披露的信息，我们预计公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.59 及 0.74 元，考虑到公司将明显受益于国内挖掘机市场的稳定发展以及产品结构的升级，我们维持对公司“推荐”的投资评级。

表 1：公司 2008 年单季度利润表

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
销售收入	8,212.72	10,237.91	9,463.91	5,776.80
<u>Yoy</u>	<u>66.67%</u>	<u>64.41%</u>	<u>49.86%</u>	<u>-28.82%</u>
销售利润	3,980.11	4,809.16	3,988.37	2,111.90
<u>销售毛利率</u>	<u>48.46%</u>	<u>46.97%</u>	<u>42.14%</u>	<u>36.56%</u>
销售费用	360.52	414.24	327.34	267.82
<u>销售费用率</u>	<u>4.39%</u>	<u>4.05%</u>	<u>3.46%</u>	<u>4.64%</u>
管理费用	565.42	552.21	740.65	560.76
<u>管理费用率</u>	<u>6.88%</u>	<u>5.39%</u>	<u>7.83%</u>	<u>9.71%</u>
财务费用	-82.07	18.58	-29.61	131.39
<u>财务费用率</u>	<u>-1.00%</u>	<u>0.18%</u>	<u>-0.31%</u>	<u>2.27%</u>
资产减值损失		46	111.37	19.03
利润总额	3,061.39	3,689.09	2,823.90	1,071.36
所得税	765.35	937.94	442.74	-591.24
<u>所得税率</u>	<u>25.00%</u>	<u>25.42%</u>	<u>15.68%</u>	<u>-55.19%</u>
净利润	2,296.04	2,751.15	2,381.16	1,662.60
<u>Yoy</u>	<u>167.10%</u>	<u>147.84%</u>	<u>100.07%</u>	<u>-51.35%</u>

数据来源：公司公告、长江证券研究部

图 1: 2008.1-2009.2 国内起重机单月销量统计



数据来源：行业协会、长江证券研究部

图 2: 2007.1-2009.2 国内小型挖掘机单月销量统计

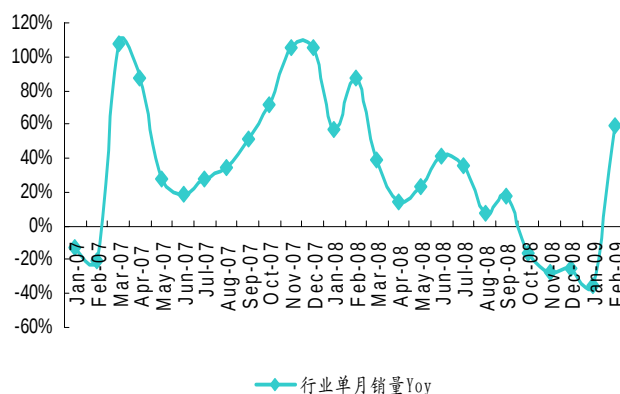
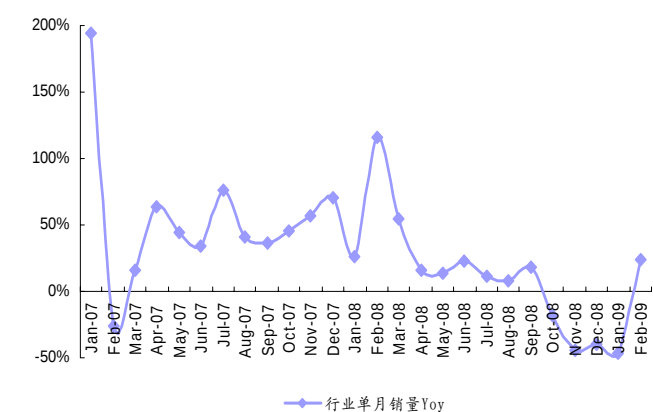


图 3: 2007.1-2009.2 国内中型挖掘机单月销量统计



数据来源：行业协会、长江证券研究部

图 4: 国内中型挖掘机市场竞争格局（2009 年 1-2 月份）

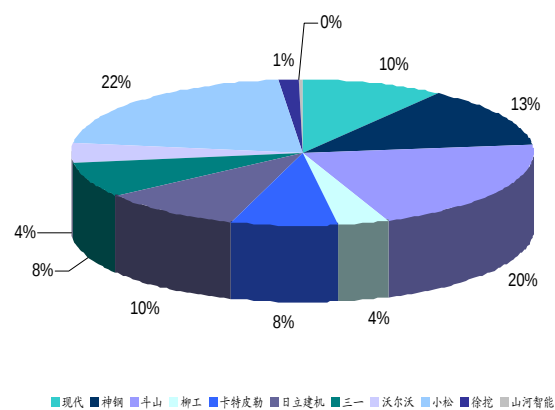


图 5: 2006-2008 年公司单季度主营业务综合毛利率



数据来源：公司公告、长江证券研究部

分析师介绍

黄振，武汉大学金融学硕士，从事机械行业研究，重点覆盖公司包括：三一重工、中联重科、柳工、方圆支承、山河智能、中国船舶、广船国际、振华港机、天马股份、秦川发展、昆明机床。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。