



2009 年 4 月 10 日

机械行业

业绩回顾

罗晓春

分析师

luoxc@cicc.com.cn

刘青松

分析师

liuqs@cicc.com.cn

推荐

龙溪股份(600592.CH)

08 年业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	517	578	625	569	673
(+/-)	13%	12%	8%	-9%	18%
营业利润	189	197	212	193	226
(+/-)	13%	4%	7%	-9%	17%
归属于母公司所有者的净利润	79	98	110	106	127
每股盈利(元)	0.26	0.33	0.37	0.35	0.42
(+/-)	14%	24%	12%	-3%	20%
市盈率	30.5	24.5	21.9	22.7	19.0
市净率	3.7	3.4	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	8.3	7.2	14.3	15.1	12.6
净资产收益率	12.8%	14.4%	14.9%	13.3%	14.4%
ROCE	12.2%	13.7%	14.2%	12.8%	13.8%
现金分红收益率	1.9%	2.3%	1.2%	1.2%	1.2%
每股经营现金流	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5
股价/经营现金	13.1	24.3	22.8	16.8	17.2

股票信息

A股	
当前股价	人民币8.04
股票代码	600592.CH
日成交量(百万股)	30.9
52周最高价/最低价	人民币12.04/3.41
总市值(百万元)	2,412
发行股数(百万股)	300
其中:流通股(百万股)	206
主要股东(持股比例)	漳州市机电投资有限公司(31.39%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
600592.CH	+14.37	+28.23	+43.83	+62.1
上证A指	-1.87	+12.32	+24.91	+30.66
机械行业指数	-1.40	+15.43	+40.83	+52.77

52 周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

n.a.

08 年业绩符合预期:

龙溪股份 08 年全年实现营业收入 6.25 亿元, 同比增长 8.2%; 归属于母公司股东净利润 1.1 亿元, 同比增长 12.0%, 符合我们此前预期。

负面:

- 收入贡献主要集中在前 3 个季度。第 4 季度收入和营业利润分别同比下滑 32.3%和 47.0%; 出口环境低迷, 对公司影响较大。

正面:

- 经营活动现金流量净额 1.06 亿元, 与利润持平, 同比增长 113%。
- 08 年在轴承钢大幅涨价情况下, 公司产品成功提价, 毛利率仅略微下降 0.2 个百分点, 保持稳定。

发展趋势:

- 1 季度经营情况较去年 4 季度有所回暖, 但预计净利润仍将同比下降 30%左右。内销部分 2 月份开始回暖, 3 月份接近去年同期水平。出口依然低迷, 尚无好转迹象, 预计 1 季度将同比下降 30%左右。综合来看, 预计 1 季度净利润将同比下滑 30%左右。
- 2 季度将延续环比回暖, 但同比下降概率依然较大。1~2 月份销量过低, 同时 4~6 月份是传统旺季, 因此 2 季度销售较 1 季度将环比回升。但同比将依然负增长: 1) 重卡行业仍将同比下降; 2) 工程机械行业景气情况亦难以超过去年; 3) 出口短期难以反转, 仍将同比下滑。
- 4、5 月份销售可能低于 3 月份高峰。3 月份的销售反映了包括主机厂回补库存和前期压抑需求的集中释放等因素相关。4、5 月份销量较 3 月份略微回落概率较大。
- 09 年毛利率将基本稳定, 大幅上涨概率不大。产品降价将抵消原材料价格下降的影响。

盈利预测调整:

小幅下调 09 盈利预测 5.3%。09、10 年 EPS 分别为 0.35 元和 0.42 元, 对应 PE 分别为 22.7x 和 19.0x。

投资建议:

公司短期估值较为充分。长期来看, 钢轴套及钢结构用关节轴承等新产品已奠定良好基础, 未来新领域的拓展将成为重要增长点。由于 1 季度业绩将同比大幅下滑, 且 4、5 月份销售低于 3 月份高峰概率较大, 因此关注公司长期投资价值的投资者可在 1 季报后逢低介入。

图表 1: 08 年业绩分析

(人民币百万元)	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	2007	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	变动简评
营业收入	139	156	133	149	578	171	194	159	101	625	前3季度轴承和齿轮产品需求旺盛，贡献主要增长。
(YoY growth)	0.6%	10.0%	23.2%	15.7%	11.7%	22.6%	24.3%	19.6%	-32.3%	8.2%	
(QoQ growth)	1.9%	12.5%	-15.2%	12.5%		14.3%	14.0%	-18.4%	-36.3%		
营业成本	-89	-101	-87	-98	-374	-114	-128	-103	-62	-407	
毛利	48	54	45	50	197	56	65	54	37	212	
(YoY growth)	-4.3%	2.4%	10.5%	9.6%	4.1%	15.8%	19.3%	20.2%	-25.1%	7.4%	
(QoQ growth)	1.4%	12.5%	-17.0%	11.3%		11.5%	15.8%	-16.3%	-30.7%		
销售费用	-4	-6	-5	-6	-21	-5	-7	-6	-6	-24	
管理费用	-11	-12	-10	-15	-48	-12	-15	-14	-11	-52	营业利润增速低于收入，主要因为4季度销售低迷，致使费用率上升。
财务费用	0	0	-1	0	-1	-1	-1	-1	-1	-5	
营业利润	31	37	30	32	130	37	41	32	17	127	
(YoY growth)	1.4%	13.1%	33.4%	47.6%	21.0%	19.7%	11.1%	6.3%	-47.0%	-2.3%	
(QoQ growth)	64.3%	17.5%	-17.2%	5.7%		16.4%	9.0%	-20.8%	-47.3%		本年度获得高新技术企业认定，所得税率由25%下降到15%
利润总额	36	38	31	32	137	41	40	32	19	132	
所得税	-12	-12	-9	-4	-37	-9	-10	-8	6	-21	
归属于母公司所有者的净利润	23	25	21	28	98	31	30	24	25	110	
(YoY growth)	22.6%	18.6%	16.8%	37.6%	24.1%	31.2%	18.4%	16.9%	-13.2%	12.0%	
(QoQ growth)	38.8%	8.7%	-17.9%	36.0%		8.1%	-1.9%	-18.9%	1.0%		
摊薄每股收益	0.08	0.08	0.07	0.09	0.33	0.10	0.10	0.08	0.08	0.37	
毛利率	34.6%	34.6%	33.9%	33.5%	34.2%	32.7%	33.2%	34.1%	37.1%	33.9%	
销售费用率	3.2%	3.7%	3.5%	4.0%	3.6%	3.1%	3.4%	3.9%	5.8%	3.8%	
管理费用率	8.1%	7.7%	7.6%	9.7%	8.3%	7.1%	7.5%	8.7%	11.3%	8.3%	
营业利润率	22.4%	23.4%	22.9%	21.5%	22.6%	21.9%	21.0%	20.4%	16.8%	20.4%	
净利润率	16.8%	16.3%	15.8%	19.1%	17.0%	18.0%	15.5%	15.4%	24.5%	17.6%	
营业收入占全年比重	24.1%	27.1%	23.0%	25.8%	100.0%	27.3%	31.1%	25.4%	16.2%	100.0%	
母公司所有者净利润占全年比重	23.8%	25.9%	21.3%	28.9%	100.0%	27.9%	27.4%	22.2%	22.4%	100.0%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

09 年 1 季度较去年 4 季度回暖，但预计净利润仍将下降 30% 左右

内销市场 2 月份开始回暖，3 月份接近去年水平。出口依然低迷，尚无好转迹象，预计 1 季度将同比下降 30% 左右。由于销售下滑幅度较大，毛利率也有下行风险。综合来看，预计公司 1 季度净利润将同比下滑 30% 左右。

2 季度将延续环比回暖

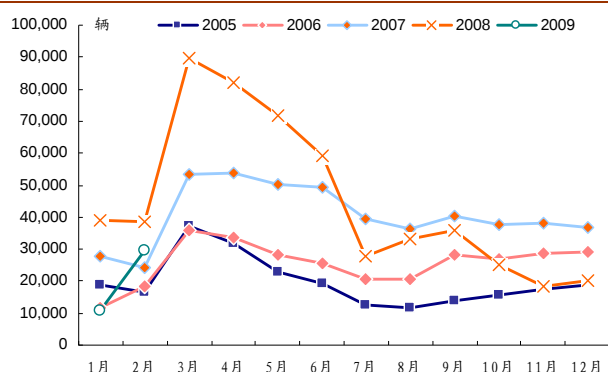
2 季度销售将好于 1 季度。主要原因在于：1) 1、2 月份销量过低，尤其是 1 月份受主机厂去库存影响，延续了 4 季度的冰点状态，1 季度仅有 3 月份的生产处于正常状态。2) 2 季度是传统旺季。

2 季度同比下滑概率依然较大

重卡和工程机械是公司产品最主要的下游需求方。

1) 虽然重卡行业 2 季度较 1 季度将出现明显回暖，但同比仍将负增长。08 年 2 季度，受机动车国 III 排放标准实施的影响，重卡销量异常火爆，09 年该影响已经消失，同时宏观经济运行状况亦尚未恢复，因此销售难以达到去年同期水平。

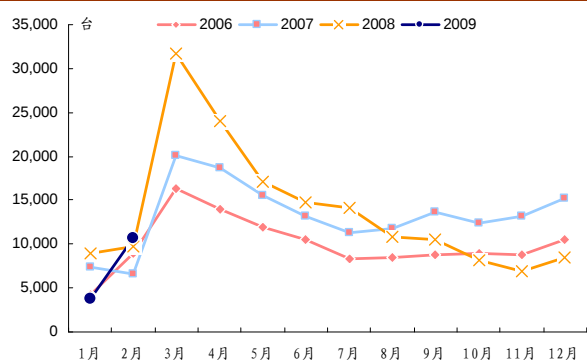
图表 2：重卡月度销量走势对比



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

2) 工程机械行业 2 季度也将延续回暖趋势。但要超过去年水平难度较大，乐观估计将与去年持平。

图表 3：装载机月度销量走势对比



资料来源：中国工程机械工业协会，中金公司研究部

3) 公司主打产品关节轴承的 50% 左右供应出口市场，且以欧洲市场为主。下游应用领域主要为具有投资属性的重卡和工程机械行业。因此短期内出口出现反转的概率不大，2 季度仍将同比下滑。

4、5 月份销售可能低于 3 月份高峰

3 月份的销售回暖反映了一些一次性因素：主机厂在前期大幅压缩生产消化库存后，开始回补库存，备战 4 万亿投资可能带来的销售旺季；08 年 4 季度以来压抑的需求集中释放。同时，历年 3 月份都是工程机械和重卡销量最高的月份。因此，4、5 月份销售低于 3 月份的可能性较大。

09 年毛利率将基本稳定，大幅上涨概率不大

虽然主要原材料轴承钢价格已经大幅下降，但是市场对于毛利率将大幅上升的预期过于乐观。公司产品下游用户以主机厂为主，议价能力较强，在原材料价格下降时，主机厂会相应地要求公司产品降价。因此我们预计毛利率将基本维持稳定，大幅上涨概率较小。

估值与投资建议

小幅下调 09 盈利预测 5.3%。09、10 年 EPS 分别为 0.35 元和 0.42 元，对应 PE 分别为 22.7x 和 19.0x。公司短期估值较为充分。长期来看，钢轴套、钢结构用关节轴承等新产品已奠定良好基础，未来新领域的拓展将成为重要增长点。

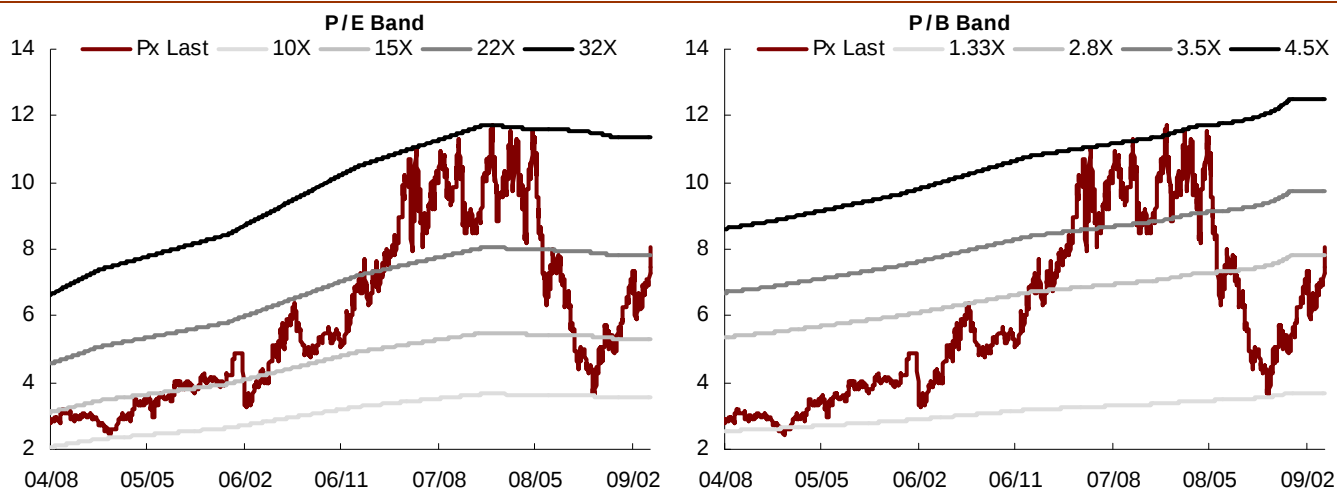
由于 1 季度业绩将同比大幅下滑，且 4、5 月份销售低于 3 月份高峰概率较大，因此关注公司长期投资价值的投资者可在 1 季报后逢低介入。

图表 4：历史财务数据及预测

损益表（百万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	517	578	625	569	673
营业成本	-323	-374	-407	-370	-440
毛利	189	197	212	193	226
销售费用	-18	-21	-24	-20	-23
管理费用	-68	-48	-52	-46	-53
财务费用	1	-1	-5	-5	-4
营业利润	108	130	127	122	147
营业外收入	7	7	6	8	8
营业外支出	-1	-1	-1	-1	-1
利润总额	113	137	132	128	153
所得税费用	-32	-37	-21	-20	-24
归属于母公司所有者的净利润	79	98	110	106	127
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流净额	92	50	106	143	140
投资活动现金流净额	-51	-75	-59	-90	-60
融资活动现金流净额	-46	-37	-27	-3	-2
资产负债表（百万元）					
货币资金	244	188	202	249	327
应收票据	26	79	53	51	65
应收款项	103	112	112	109	120
预付帐款	29	47	38	43	51
存货	171	189	257	249	277
流动资产合计	576	620	665	704	844
固定资产	191	241	229	315	353
在建工程	40	42	44	29	24
非流动资产合计	305	397	382	416	445
资产总计	881	1,016	1,047	1,120	1,289
短期借款	34	45	79	109	139
应付票据	10	40	43	32	46
应付款项	63	82	85	66	84
预收帐款	4	7	5	5	6
流动负债合计	207	256	257	251	320
非流动负债合计	7	16	8	10	12
负债总计	214	271	265	261	332
少数股东权益	23	25	24	25	25
归属于母公司所有者权益合计	644	720	758	835	932

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5: 历史市净率和市盈率



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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及完整性不作任何保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。