



龙溪股份 (600592.SS/600592 CH)

09年欠缺增长动能

Rmb5.53

持有
从增持

动态更新
评级调降

王志霖
886.2.2181.8730
stephen.wang@kgi.com.tw

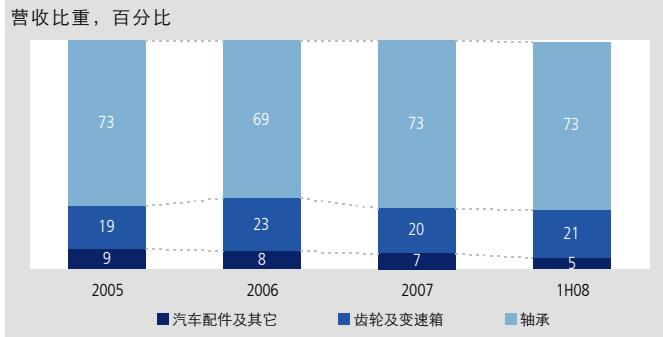
魏宏达 (Coordinator)
86.21.6125.8673

- 08年上半年利润达标率达 57.5%，进度小幅超前
- 下半年齿轮及变速箱业务增长趋缓
- 缺乏增长动能，评级降为「持有」

08年上半年利润达标率达 57.5%

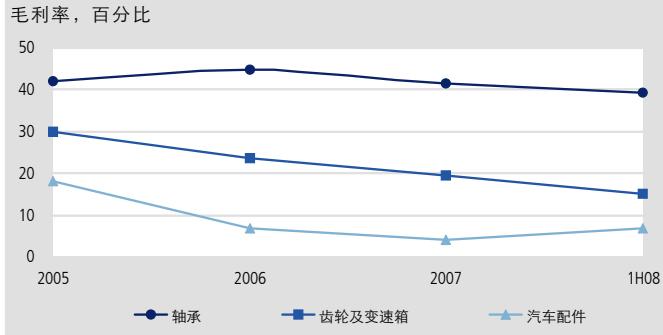
公司上半年营收及净利润分别为 3.65 亿元及 6,200 万元，分别增长 23.5% 及 24.1%，EPS 为 0.2 元，利润达成我们预估的 57.5%，进度小幅超前，各项业务中，轴承、齿轮及变速箱分别增长了 26% 及 33%，仅汽车配件因为配套整车厂销量下滑而衰退 59%，上半年毛利率受到钢材价格走高影响，主要产品轴承、齿轮及变速箱毛利率分别下滑 2.44% 及 4.38%，汽车配件因为调涨售价，毛利率逆向走高 2.69%。

图一：关节轴承仍是公司主力产品



资料来源：凯基证券集团整理

图二：毛利率受原物料成本影响甚鉅



资料来源：凯基证券集团整理

公司半年报显示持有的证券投资分别为兴业银行 (601166.SS, Rmb20.86, 未评级) 66.6 万股及兴业证券 (未上市) 2347 万股，持股成本分别为 1.65 元及 1.5 元，兴业银行潜在 EPS 贡献约 0.04 元。

08-09 年 EPS 分别为 0.37 元及 0.35 元

公司主力产品关节轴承市占率高达 70%，主要应用在工程机械、重型汽车、水工及冶金矿山等领域，且广销海外 30 多个国家，因此受国内宏观调控影响相对较小，但是齿轮变速箱跟汽车配件业务主要市场多在国内，且下游应用如工程机械行业及汽车行业下半年景气并不乐观，我们预估上述两项业务将难有表现机会，我们预估 08-09 年营收分别为 6.6 亿元及 6.45 亿元，增长 14.3% 及 -2.3%，净利润可达 1.1 亿元及 1.05 亿元，增长 11.6% 及 -4.5%，EPS 为 0.37 元及 0.35 元。

公司评价与投资建议

公司近几年皆维持无负债经营，财务结构优异，主导产品关节轴承具有绝对优势，但下半年齿轮变速箱跟汽车配件业务发展不容乐观，我们预估 08-09 年 EPS 分别为 0.37 元及 0.35 元，考量目前市场估值及 09 年 2 月约 2,650 万股的潜在限售股卖压，我们给予公司一年目标价 5.55 元（相当于 08 年 EPS 的 15 倍目标本益比），评级降至「持有」。

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2007A	578	197	128	149	100	0.33
2008F	660	225	150	176	112	0.37
2009F	645	215	143	171	105	0.35
2010F	730	245	162	190	120	0.40
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2007A	4.3	19.3	16.6	26.6	3.1	14.8
2008F	2.2	9.7	7.6	14.8	1.6	14.4
2009F	2.0	9.2	8.3	15.7	1.3	11.9
2010F	1.7	7.7	7.6	13.8	1.1	12.0
产业	机电	52周股价(低/高):				
12个月目标价(人民币元)	5.55	市值(十亿元/美金百万):				2 / 230
上涨/下跌空间(%)	0.4	流通在外股数(百万股):				300
上涨空间排名(percentile, %)	9	不受大股东掌控股数(百万股):				179
股利收益率-12/08估(%)	N.A.	外资持有股数(百万股):				N.A.
每股净值-12/08估(人民币元)	2.8	3个月平均日成交量(百万股):				1.9
价格每股净值比-12/08估(x)	2.0	股价绝对表现%(3, 6, 12个月):				-34.9; -48.5; -48.4
净负债比率-12/08估(%)		现金				5.9; 12.7; 17



资产负债表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
资产总额	862	1,015	1,151	1,254	1,398
流动资产	569	619	734	880	988
现金及短期投资	244	188	249	400	458
存货	171	189	215	215	235
应收帐款及票据	116	191	220	215	245
其它流动资产	39	51	50	50	50
非流动资产	292	396	417	374	410
长期投资	32	38	39	40	41
固定资产	225	283	308	269	304
无形资产	36	75	70	65	65
负债总额	230	295	319	317	341
流动负债	207	255	278	275	298
应付帐款及票据	73	122	140	138	155
短期借款	34	45	49	46	51
长期负债	100	88	89	91	92
长期负债	23	40	41	42	43
长期借款	0	0	0	0	0
其它负债及准备	23	40	41	42	43
股东权益总额	632	720	832	937	1,057
普通股本	150	150	300	300	300
资本公积	297	319	169	169	169
保留盈余	185	251	363	468	588

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务报表分析

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
年成长率(%)					
营业收入	9.8	15.1	14.3	(2.3)	13.2
营业利益	7.3	27.0	17.1	(5.3)	13.7
EBITDA	11.4	3.1	17.5	(2.5)	11.0
税后纯益	12.0	26.5	11.8	(5.8)	13.8
每股盈余	12.0	26.5	11.8	(5.8)	13.8
获利能力分析(%)					
营业毛利率	36.9	34.2	34.1	33.4	33.5
营业利益率	20.2	22.2	22.8	22.1	22.2
EBITDA 利益率	28.9	25.9	26.6	26.5	26.0
税后纯益率	16.2	17.6	17.3	16.7	16.9
平均资产报酬率	9.8	10.8	10.6	9.0	9.3
平均净值报酬率	13.0	14.8	14.4	11.9	12.0
稳定性与偿债能力分析					
毛负债比率(%)	5.3	6.3	5.9	4.9	4.8
净负债比率(%)	Net cash				
利息保障倍数(X)	--	--	--	--	--
利息及短期债务保障倍数(X)	3.4	3.1	3.1	3.1	3.2
Cash Flow Int. Coverage (X)	--	--	--	--	--
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	3.5	1.1	2.1	3.1	2.3
流动比率(X)	2.7	2.4	2.6	3.2	3.3
速动比率(X)	1.9	1.7	1.9	2.4	2.5
净负债(Rmb百万)	(214.3)	(176.8)	(171.5)	(276.9)	(380.7)
每股资料分析(人民币元)					
每股盈余	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
每股现金盈余	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5
每股净值	2.1	2.4	2.8	3.1	3.5
每股营收	1.7	1.9	2.2	2.2	2.4
EBITDA/shr	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
每股股利	0.3	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
资产运用状况					
资产周转率(X)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6
应收帐款周转天数	84.2	120.5	121.7	121.7	122.5
存货周转天数	124.4	119.6	118.9	121.7	117.5
应付帐款周转天数	53.3	77.0	77.4	78.1	77.5
现金转换循环天数	155.2	163.1	163.1	165.2	162.5

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

损益表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营业收入	502	578	660	645	730
营业成本	317	380	435	430	485
营业毛利	185	197	225	215	245
营业费用	84	69	75	73	82
营业利益	101	128	150	143	162
利息收入净额	1	(1)	(2)	(2)	(3)
利息收入	1	(1)	(2)	(2)	(3)
利息支出	0	0	0	0	0
投资收益净额	2	5	1	1	1
其它营业外收入净额	10	6	3	2	4
税前纯益	113	138	153	144	164
所得税费用	32	37	38	36	41
非常项目税后利润	81	102	114	108	123
非常项目(包括少数股东权益)	(2)	(2)	(3)	(2)	(3)
税后纯益	79	100	112	105	120
EBITDA	145	149	176	171	190
每股盈余(人民币元)	0.26	0.33	0.37	0.35	0.40

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

现金流量表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营运活动之现金流量	117	50	103	140	118
本期纯益	81	102	114	108	123
折旧及摊提	44	21	25	29	28
本期运用资金变动	(6)	(68)	(36)	5	(32)
其它营业资产及负债变动	(2)	(5)	(1)	(1)	(1)
投资活动之现金流量	(85)	(120)	(45)	15	(63)
资本支出净额	(74)	(78)	(50)	11	(62)
本期长期投资变动	5	(1)	0	0	0
其它资产变动	(15)	(41)	5	4	(1)
Free Cash Flow	33	(70)	57	156	55
融资活动之现金流量	(35)	17	5	(2)	6
现金增资	(37)	(12)	0	0	0
本期负债变动	3	12	4	(3)	5
其它长期负债变动	(1)	17	1	1	1
本期产生现金流量	(3)	(54)	63	153	61

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	$1 - \frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{折旧及摊提}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{销管费用}}{\text{营业收入}} = \text{营业利润率}$
2006A	54.4%
2007A	62.2%
2008F	62.1%
2009F	62.2%
2010F	62.7%
至12月31日	$1 / \frac{\text{营业运用资金}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{净固定资产}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{什项资产}}{\text{营业收入}} = \text{资本周转率}$
2006A	0.4
2007A	0.4
2008F	0.4
2009F	0.4
2010F	0.4
至12月31日	$\text{营业利润率} \times \text{资本周转率} \times 1 - \text{有效现金税率} = \text{税后 ROIC}$
2006A	20.2%
2007A	22.2%
2008F	22.8%
2009F	22.1%
2010F	22.2%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估