

分析师： 刘荆 李兴 021-63295590 LiuJing4@cjsc.com.cn

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

龙溪股份调研报告—业绩增长稳定，值得长期关注

事件描述

近期，我们调研了龙溪股份

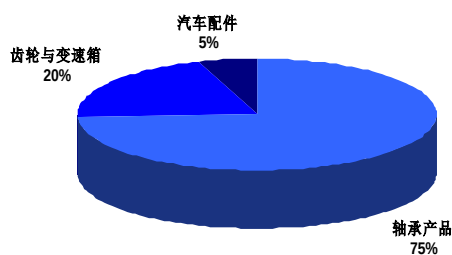
- 公司是国内关节轴承的龙头企业，市场占有率稳定、盈利能力强；
- 永安轴承收入增速快于公司关节轴承增速，但盈利能力较弱；
- 受下游客户提高自配率影响，三齿经营较为困难；
- 预计 2008、2009、2010 年 EPS 为 0.38、0.42、0.45 元，首次给予“谨慎推荐”评级

事件评论

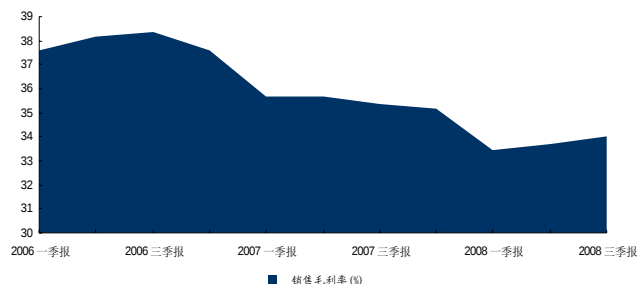
第一，公司是国内关节轴承的龙头企业，市场占有率稳定、盈利能力强

公司的主导产品是关节轴承，关节轴承在整个轴承产品中占比较小。从 2006 年的统计数据来看，109 个企业全年生产轴承 22.2 亿套，成品轴承产值 217.52 亿元，轴承产品总产量 34.23 万吨。在成品轴承产量中，球轴承 17.72 亿套，占轴承总产量的 79.80%；滚子轴承 2.35 亿套，占 10.58%；关节轴承 958 万套，占 0.43%；外球面轴承 2306 万套，占 1.04%；汽车等速万向节 157 万套，占 0.07%；其他轴承 17936 万套，占 8.08%。从成品轴承产值来看，球轴承 102.28 亿元，占轴承总产值比例 47.03%，滚子轴承 81.47 亿元，占 37.45%；关节轴承 4.62 亿元，占比 2.12%；外球面轴承 5.03 亿元，占比 2.31%；汽车等速万向节 3.28 亿元，占比 1.51%；其他轴承 20.84 亿元，占比 9.58%。

从历史销售情况来看，公司关节轴承国内市场占有率为 70%左右，国际市场占有率在 12%—14%之间，出口地区中 60%左右是欧洲。公司综合毛利率近年来维持在 35%左右，关节轴承的毛利率更高，将近 40%。

图 1：2007 年公司产品构成占比


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司综合毛利率变动


资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为公司关节轴承市场占有率以及较强的盈利能力未来几年将得以延续，主要原因在于：

- 关节轴承行业有一定的进入壁垒，具体体现在：1）在标准产品的生产上存在规模经济。关节轴承包含标准产品和非标准产品两类，龙溪股份作为龙头企业，能够享受标准产品规模经济带来的成本优势。2）关节轴承的国内销售主要采取直销方式，公司在行业内积累多年，与厦工、龙工等较大的工程机械生产企业建立了良好的合作关系，形成了一定的渠道式的排他关系。3）关节轴承行业规模不大，吸收新公司的能力有限，尤其对于那些有实力的大的轴承企业，没有必要冒风险进入，更何况龙溪股份已经在该行业内占据了 70% 左右的市场份额，公司具有充足的现金流以及良好的质地，新进入者很难抢占市场。
- 关节轴承下游客户有两个特点：1）面宽，包括工程机械、水工、建筑、铁路、桥梁、航空航天等等，相对于公司的销售量来看，每一个下游客户均难以形成大规模的集中采购，议价能力有限。2）产品占下游整机价值的比例很低，下游客户对关节轴承的价格不敏感。公司凭借行业内的多年研制经验，占据了关节轴承这个市场的龙头地位，产品链宽，形成了一定的规模优势。在一些非标准化领域，公司凭借自身的技术研发实力，努力拓展新的市场，由于新的市场竞争不激烈，公司能够享受较高的毛利率。
- 公司原材料是轴承钢，属于特种钢材，由于多年的研制经验，公司前期以较低的价格库存了轴承钢，拥有了一定的原材料优势。

但是，关节轴承低端市场毕竟进入壁垒有限，江浙民营企业凭借较强的市场开拓能力会对公司造成一定的竞争压力，未来公司关节轴承毛利率有下降的风险。公司作为行业龙头，将会逐渐寻找新的业务增长点，我们预计收入增长会保持与整个行业基本相当的增速，预计在 15% 左右。

第二，永安公司收入增长快于公司关节轴承增速，但盈利能力较弱

子公司永安轴承主要从事 AG 系列轴承、精密圆锥滚子轴承。AG 轴承是一种特殊的组合轴承，具有传递扭矩大，密封性能好、调心性能好的特点，主要用于圆盘犁、圆盘耙等现代农业机械中；圆锥滚子轴承属于滚动轴承，用在承受很大的径向载荷的工作场所，下游包括：汽车、工程机械、冶金机械、等。由于汽车以及农业机械等需求的较快增长，公司精密圆锥滚子轴承的增速将快于关节轴承的增速。但从往年的经营数据来看，永安公司的净利润率仅为 5% 左右，远低于公司 17% 的综合净利润率。所以，永安轴承的加快增长对公司业绩影响较为有限。

第三，受下游客户提高自配率影响，三齿经营较为困难

三明齿轮箱公司从事齿轮箱和变速箱的生产，下游主要用于工程机械，由于技术要求低，进入壁垒不高。下游主要客户厦工逐步提高了自配率，对公司变速箱的影响较大。2007 年，公司净利润只有 700 多万元，占比不高，所以，三齿的经营不佳对公司业绩的影响不大。

第四，预计 2008、2009、2010 年 EPS 为 0.38、0.42、0.45 元，首次给予“谨慎推荐”评级

综合上面的分析，我们有以下盈利预测假设：

表 1：龙溪股份盈利预测表

		2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
轴承产品	收入	35,669.96	42,245.47	50,694.56	58,298.75	67,043.56
	收入增长率	-	18.43%	20.00%	15.00%	15.00%
	成本	19,744.89	24,670.47	30,923.68	36,145.22	42,907.88
	毛利率	44.65%	41.60%	39.00%	38.00%	36.00%
齿轮与变速箱	收入	12,000.23	11,373.52	13,648.22	15,013.05	17,265.00
	收入增长率	-	-5.22%	20.00%	10.00%	15.00%
	成本	9,154.11	9,157.09	11,191.54	12,310.70	14,157.30
	毛利率	23.72%	19.49%	18.00%	18.00%	18.00%
汽车配件	收入	2,573.24	3,036.02	2,760.10	3,174.12	3,650.24
	收入增长率	-	17.98%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本	2,400.09	2,910.93	2,649.70	3,047.15	3,504.23
	毛利率	6.73%	4.12%	4.00%	4.00%	4.00%

资料来源：长江证券研究部

公司对应的 2009 年市盈率为 17 倍，相比其他基础零部件企业，并不具备估值优势。但考虑到公司作为行业龙头，具有良好的公司治理结构以及稳定的业绩保障，是值得长期关注的标的。我们首次给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	578	651	742	853	货币资金	188	194	266	337
营业成本	374	434	499	587	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	203	217	242	266	应收账款	117	129	147	169
% 营业收入	35.2%	33.3%	32.7%	31.1%	存货	189	211	243	285
营业税金及附加	6	7	7	9	预付账款	47	56	64	75
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	21	23	27	31	流动资产合计	620	673	815	977
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	可供出售金融资产	35	35	35	35
管理费用	48	52	59	68	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	39	39	39	39
财务费用	1	-2	-4	-5	投资性房地产	26	26	26	26
% 营业收入	0.2%	-0.4%	-0.6%	-0.6%	固定资产合计	256	260	260	255
资产减值损失	2	2	3	3	无形资产	27	26	25	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	递延所得税资产	12	0	0	0
营业利润	130	135	150	160	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	22.6%	20.7%	20.2%	18.8%	资产总计	1016	1061	1201	1357
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	45	0	0	0
利润总额	137	135	150	160	应付款项	122	136	157	185
% 营业收入	23.7%	20.7%	20.2%	18.8%	预收账款	7	8	9	10
所得税费用	37	20	23	24	应付职工薪酬	40	30	34	41
净利润	100	115	128	136	应交税费	27	21	24	26
归属于母公司所有者的净利润	98.3	112.9	125.8	134.2	其他流动负债	14	15	17	20
少数股东损益	2	2	2	2	流动负债合计	256	211	242	282
EPS (元/股)	0.33	0.38	0.42	0.45	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	递延所得税负债	8	0	0	0
经营活动现金流净额	50	112	134	135	其他非流动负债	7	7	7	7
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	271	218	249	289
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者	720	816	923	1037
无形资产投资	0	0	0	0	权益				
固定资产投资	-73	-47	-47	-49	少数股东权益	25	27	29	31
其他	-3	0	0	0	股东权益	745	843	952	1068
投资活动现金流净额	-75	-47	-47	-49	负债及股东权益	1016	1061	1201	1357
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.328	0.376	0.419	0.447
银行贷款增加(减少)	12	-45	0	0	BVPS	4.80	5.44	6.15	6.91
筹资成本	49	-15	-15	-15	PE	21.77	18.94	17.00	15.94
其他	-98	0	0	0	PEG	1.99	1.73	1.55	1.46
筹资活动现金流净额	-37	-60	-15	-15	PB	1.49	1.31	1.16	1.03
现金净流量	-63	5	72	72	EV/EBITDA	13.07	11.04	9.58	8.61
					ROE	13.7%	13.8%	13.6%	12.9%

分析师介绍

刘荆，上海财经大学金融学博士，从事机械行业研究
重点覆盖公司：太原重工、天地科技、华锐铸钢、中国南车、时代新材、晋西车轴、中国卫星、火箭股份、东力传动

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
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450 13564863429	lvjie@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

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。