

业绩符合预期，期待出口回暖

研究结论

- **公司公告 2008 年业绩。**2008 年，公司实现主营业务收入 60,331 万元、利润总额 13,226 万元、净利润 11,105 万元，分别比 2007 年增长 6.49%、-3.22 %、11.13 %，实现每股收益 0.37 元，符合我们的预期。公司实现营业收入的增长的主要原因在于前三季度轴承和齿轮及变速箱产品的市场需求旺盛，弥补了四季度全球金融危机对企业的冲击，从而使总体销售收入保持相对稳定增长，而高新技术企业认定带来的所得税税率下调则助力公司的净利润增长。
- **享有行业内领先的研发和生产管理等核心竞争优势。**龙溪股份的关节轴承品种达 3000 多种，居世界同类厂家第一，产品质量在国内居领先地位，达到国际同类产品先进水平。报告期内，公司本部共开发各种型号关节轴承 191 种，新产品销售收入 8000 万元以上公司现能生产的关节轴承有六大类型 3200 多个品种，生产能力达 1200 万套。由于关节轴承具有“品种多、批量小、交货期短”的特点，生产组织和成本控制的难度很大，而公司具备了同时组织生产 600 多种产品的能力，相比竞争对手优势明显。
- **财务费用和资产减值损失大幅增加。**公司 2008 年的财务费用增加 362 万，同比增长 285%；主要原因在于子公司永安轴承与三明齿轮受贷款利息支出增加及汇率变动汇兑损失增加。资产减值损失增加了 273 万，同比增长 150%，主要是子公司期末存货发生跌价；其中子公司永安轴承增加 169 万元、三明齿轮增加 134 万元。
- **2009 年一季度实现环比改善，但出口未见明显好转。**从 2009 年二月中旬起，订单快速恢复，约占去年同期的 70%-80%。一季度公司总体销售情况环比改善，同比下降 30%左右，其中国内销售下降 20%以上，出口下降 30%以上。由于出口占到公司销售收入 35%左右，2009 年其恢复将在很大程度上影响公司的业绩。不过，受国外经济危机影响，目前来公司考察的海外客户增多，但除了为卡特彼勒配套的轴套项目以外，短期内还难对业绩有实质性的帮助。
- 我们给予公司 25 倍 PE 的估值水平，对应 2009 年预测每股收益的合理股价为 10.25 元，维持买入投资评级。



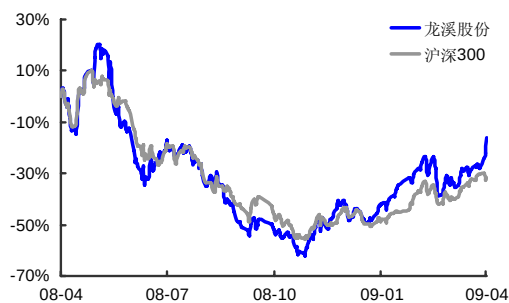
东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、张帆、安倩 8621-63325888x6100
zhoufwf@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价 (2009 年 4 月 9 日)	8.04 元
目标价格 (6 个月)	10.25 元
总股本/A 股 (万股)	30000
A 股市值 (百万元)	2412
国家/地区	中国
行业	普通机械制造业
报告日期	2009 年 4 月 10 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	28.23	43.83	-16.29
相对表现 (%)	16.41	20.08	15.56

财务预测

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	577.53	624.62	647.35	689.32
税前利润	136.66	132.51	147.77	164.61
净利润	98.27	110.31	123.39	137.45
EBITDA	150.10	161.18	144.51	161.60
每股收益 (元)	0.66	0.37	0.41	0.46
净资产收益率	13.41%	14.23%	14.36%	14.40%
每股经营现金 (元)	0.33	0.31	0.46	0.48
市盈率(X)	19.14	17.05	15.24	13.69
EV/EBITDA	19.45	10.91	11.47	9.89

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《细分行业中的稳定增长》	2009 年 3 月 31 日
《细分行业、隐形冠军》	2008 年 11 月 27 日
《有待激发的高增长潜力》	2008 年 8 月 5 日

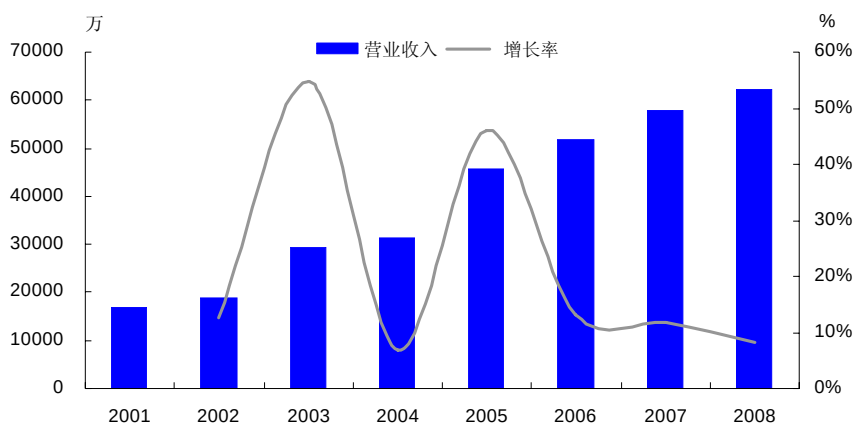
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持稳定的增长态势

2008 年，公司实现主营业务收入 60,331 万元、利润总额 13,226 万元、净利润 11,105 万元，分别比 2007 年增长 6.49%、-3.22 %、11.13 %，企业经营效益保持较为稳定的增长态势。公司实现营业收入的增长，主要原因在于前三季度轴承和齿轮及变速箱产品的市场需求旺盛，销售收入弥补了四季度全球金融危机对企业的冲击，因此销售收入保持相对稳定增长。

公司近年来营业收入增长情况分析



资料来源：公司年报

拥有核心竞争优势

关节轴承是通用轴承中的一个细分行业，全球总产值约 7-8 亿美元，仅占轴承行业的 1.5%，从量而言大约在 5%左右，是典型的小行业。全球主要厂商包括传统轴承强国的瑞典、德国和日本企业以及我国的龙溪股份。此外，以销售套数而言，龙溪股份的海外市场占有率在 12%-13%。

全球主要关节轴承厂商

公司名称	市场占有率 (%)
瑞典 SKF	24
德国 INA	23
日本企业	15
中国龙溪股份	12

资料来源：公司资料、东方证券研究所

公司优势主要体现在以下几个方面：

研发技术优势，龙溪股份关节轴承品种达 3000 多种，品种数居世界同类厂家第一，产品水平和质量水平达世界同类产品先进水平。公司拥有全国唯一的关节轴承研究所和国家关节轴承检测实验室，亚洲行业内最先进的静力学实验室，是关节轴承国家标准和关节轴承行业标准的主要起草单位。已经被认定为高新技术企业，享受三年 15% 的所得税优惠。报告期内，公司本部共开发各种型号关节轴承 191 种，新产品销售收入 8000 万元以上。

生产管理优势，公司现能生产的关节轴承有六大类型 3200 多个品种，生产能力达 1200 万套。2008 年，公司新增设备 50 多台，使公司产能得到了较大提高。由于关节轴承具有“品种多、批量小、

交货期短”的特点，生产组织和成本控制的难度很大。目前，公司具备了同时组织生产 600 多种产品的能力。

质量优势：公司产品多次被评为省优、部优、国优和机械工业品牌产品，质量在国内居领先地位，达到国际同类产品先进水平，大量出口欧美等工业发达国家，为国际名牌整机配套。2008 年，公司获得“武器装备科研生产许可证书”和“福建省质量管理先进企业”。

当然，具备一定的行业优势并不意味着无限的优势，虽然国内外大的轴承制造商的产品侧重点不在关节轴承方面，但由于其生产经验及资本投入能力方面的优势，使其调整产品方向的能力较强，有可能切入关节轴承市场参与竞争。在此层次上，大中规格、特种型号、自润滑、不锈钢等高档关节轴承产品开发和制造技术要求高，产品技术水平成为竞争的关键因素。

此外，尽管小行业大龙头的格局为龙溪股份提供了进入壁垒，降低了行业内的竞争程度，但小行业的格局也为行业的发展带来了不利因素，即行业总体市场容量相对有限。尽管公司也致力于非关节轴承产品的大力开拓，但在短期内并不会产生实质性的变化。

3. 财务费用和资产减值损失大幅增长

公司 2008 年的财务费用增加 362 万，同比增长 285%；主要原因在于子公司永安轴承与三明齿轮受贷款利息支出增加及汇率变动汇兑损失增加。同期管理费用仅增长 8.07%，主要是主要是实施挖潜降耗措施，费用得到有效控制及受主营增长部分变动费用增加。资产减值损失增加了 273 万，主要是子公司期末存货发生跌价；其中子公司永安轴承增加 169 万元、三明齿轮增加 134 万元。

公司 2008 年财务费用和资产减值损失增长

项目名称	2008 年度	2007 年度	增减额	增减幅度%
营业费用	2,381.26	2,087.91	293.35	14.05
管理费用	5,175.13	4,788.90	386.23	8.07
财务费用	488.99	127.07	361.92	284.82
资产减值损失	456.45	182.87	273.58	149.6

资料来源：公司资料、东方证券研究所

4. 产品毛利率有所下降

公司主营产品的毛利率均有不同程度的下降，其中，轴承产品毛利率为 39.82%，较上年减少 1.8 个百分点；齿轮及变速箱产品的毛利率为 14.86，减少 5 个百分点，汽车配件毛利率为 4.24，基本持平。毛利率下降的主要原因在于原材料价格大幅上涨。

公司关节轴承的成本构成中，人工、原材料和制造费用各占约三分之一。对于业内企业来说，面临最大不确定性的是原材料轴承钢的价格波动。把握原材料采购的时机。2008 年底公司一次性采购轴承钢 7000 多吨，约占到全年用量的 80%，基本踩在了近期轴承钢的价位低点，锁定了原材料成本。结合关节轴承小批量多批次产品的销售方式，预计 2009 年公司关节轴承的毛利率仍然能维持在 47%以上，总体轴承产品的毛利率水平也将较为平稳。

5. 2009 年一季度情况有所恢复

2009 年一季度，公司总体销售收入下降 30%左右，其中国内销售下降 20%以上，出口下降 30%以上。1 季度业绩同比下降，环比上升。目前看来，国内市场从 2 月下旬开始好转，出口依然低迷。出口这一块委托出口占 50%-60%。受国外经济危机影响，目前来考察，有合作意向的海外客户增多。

国内估值比较

国内同行上市公司估值水平

证券代码	证券简称	PE	PB
002046.SZ	轴研科技	34.29	3.33
002122.SZ	天马股份	17.74	4.38
000595.SZ	西北轴承	88.70	4.00
000678.SZ	襄阳轴承*	43.37	2.53

*2007 年度数据

资料来源：WIND、东方证券研究所

投资评级

我们给予公司 25 倍 PE 的估值水平，对应 2009 年预测每股收益的合理股价为 10.25 元，维持买入投资评级。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2007	2008	2009E	2010E		2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	577.53	624.62	647.35	689.32	税后利润	98.27	110.31	123.39	137.45
营业成本	374.44	407.14	428.18	452.37	经常性现金支出	26.87	30.66	6.90	9.62
主营业务税金及附加	5.83	5.64	6.13	6.50	非经常性现金支出	(4.69)	(0.73)	(5.09)	(6.04)
销售费用	20.88	23.81	22.66	24.13	营运资金变动	(72.40)	(47.97)	10.63	(0.51)
管理费用	47.89	51.75	50.49	51.70	少数股东损益	1.66	0.99	2.22	2.47
财务费用	1.27	4.89	0.93	0.04	经营活动现金净流	49.71	93.27	138.05	142.99
营业利润	127.23	131.40	138.96	154.59	资本开支	72.62	48.25	49.82	49.20
非经常性损益	9.43	1.12	8.82	10.02	其他投资	0.00	0.12	0.24	0.18
税前利润	136.66	132.51	147.77	164.61	投资活动现金净流	(75.48)	(42.10)	(42.34)	(40.33)
所得税	36.73	21.21	22.17	24.69	贷款增加	11.62	(0.97)	0.00	0.00
净利润	99.94	111.31	125.61	139.92	支付股利利息	(49.43)	(53.94)	3.22	(35.25)
少数股东损益	1.66	0.99	2.22	2.47	其他融资	11.44	(8.66)	(6.67)	(7.34)
归属母公司净利润	98.27	110.31	123.39	137.45	筹资活动现金净流	(37.99)	(36.13)	(3.45)	(42.59)
EPS (元/股)	0.66	0.37	0.41	0.46	现金净流量	(63.76)	15.04	92.27	60.08
					现金期初余额	238.20	174.44	192.75	295.74
					现金期末余额	174.44	192.75	295.74	355.82
资产负债表 (人民币百万元)									
	2007	2008	2009E	2010E	比率分析				
货币资金	188.43	201.72	295.74	355.82		2007	2008	2009E	2010E
应收账款票据	195.41	168.09	190.25	188.67	增长能力				
存货	189.22	257.44	201.10	208.70	营收增长率(%)	11.66%	8.15%	3.64%	6.48%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	22.15%	7.38%	-10.34%	11.83%
流动资产合计	619.74	665.06	725.91	789.83	EBIT 增长率(%)	23.65%	6.06%	2.64%	10.54%
长期投资	38.82	38.82	35.59	35.59	净利润增长率(%)	22.89%	11.38%	12.85%	11.39%
固定资产	214.67	228.92	(143.42)	(97.10)	盈利能力				
在建工程	41.68	44.01	27.24	24.66	毛利率(%)	35.17%	34.82%	33.86%	34.37%
可供出售金融资产	34.57	9.73	10.95	10.95	净利率(%)	17.30%	17.82%	19.40%	20.30%
非流动资产合计	396.74	382.28	(6.84)	34.96	EBITDA 利润率(%)	25.99%	25.80%	22.32%	23.44%
资产总计	1016.48	1047.34	719.07	824.80	ROA(%)	9.83%	10.63%	17.47%	16.96%
					ROE(%)	13.41%	14.23%	14.36%	14.40%
循环借款	45.12	79.06	72.56	72.56	ROIC(%)	13.70%	15.41%	33.41%	31.44%
应付账款	121.86	127.38	103.50	105.34	偿债能力				
预收账款	6.90	5.21	6.70	7.24	资产负债率(%)	26.67%	25.30%	25.10%	24.02%
其他应付款	26.92	5.59	18.17	20.14	流动比率(倍)	2.43	2.59	2.55	2.64
流动负债合计	255.54	257.02	284.79	298.72	速动比率(倍)	1.50	1.44	1.71	1.82
非流动负债合计	15.59	7.92	8.41	8.41	价值评估				
负债合计	271.13	264.94	293.20	307.13	P/B(倍)	4.25	2.48	2.22	1.99
股本	150.00	300.00	300.00	300.00	P/E(倍)	19.14	17.05	15.24	13.69
资本公积	319.33	152.50	177.18	204.67	EV/收入(倍)	5.06	2.82	2.56	2.32
未分配利润	172.19	216.07	275.52	335.42	EV/EBITDA(倍)	19.45	10.91	11.47	9.89
股东权益	745.35	782.40	874.91	971.64	EV/EBIT(倍)	22.72	12.90	11.85	10.33
负债和股东权益	1016.48	1047.34	1168.12	1278.77					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武 机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆 机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩 机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn