

# 出口下滑拖累公司业绩

龙溪股份 (600592)

评级: 中性 (首次)

调研简报

2009年5月8日 星期五

牛纪刚  
021-50586660-8636  
niujiang@longone.com.cn  
机械行业

李涛  
021-50586660-8938  
lt@longone.com.cn  
机械行业

联系人: 顾颖  
021-50586660-8638  
dhresearch@longone.com.cn

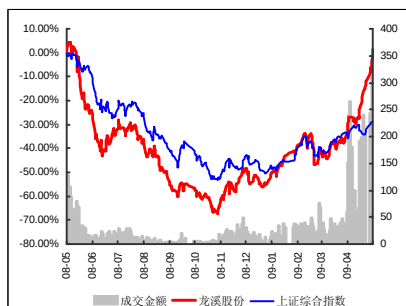
## 重要数据

|          |       |
|----------|-------|
| 总股本(亿股)  | 3.00  |
| 流通股本(亿股) | 2.06  |
| 总市值(亿元)  | 33.72 |
| 流通市值(亿元) | 23.15 |

## 市场表现

|     | 绝对涨幅(%) | 相对涨幅(%) |
|-----|---------|---------|
| 1个月 | 50.27   | 39.62   |
| 3个月 | 64.09   | 47.34   |
| 6个月 | 153.15  | 114.6   |

## 个股相对上证综指走势图



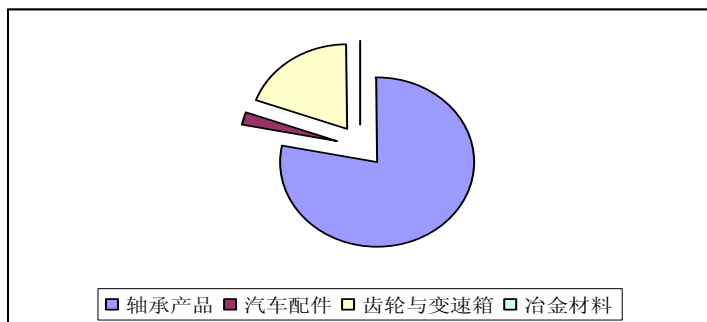
## 投资要点

### 1. 关节轴承国内需求回暖, 出口大幅萎缩

公司主营轴承产品、齿轮与变速箱、汽车配件和冶金材料, 轴承产品 08 年提供了 75% 的收入和 91% 的毛利, 是公司业绩的关键。轴承产品 08 年销售收入 4.7 亿元, 最主要的是关节轴承产品, 08 年销售收入 3.1 亿元, 毛利约为 49%; 而下属子公司永安轴承虽然贡献了 1.6 亿元的收入, 但毛利为 20%, 净利润仅为 500 万元。

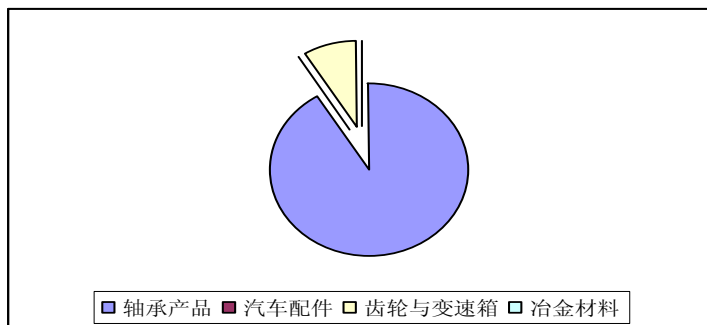
关节轴承同时也是公司主要的出口产品, 08 年出口和国内市场销售额大约相同, 约为 1.5 亿元。

图1. 公司 08 年收入构成



资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图2. 公司 08 年利润构成



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

### 1.1 关节轴承国内市场逐月回暖

09 年 1 月到 2 月中旬，公司国内销售同比下降 30%以上，随着 4 万亿投资的落实，2 月下旬开始公司国内销售逐渐回暖，3 月国内市场销售额已与 08 年同期持平。

### 1.2 出口市场大幅萎缩

公司出口产品主要是关节轴承，09 年 1 季度同比下降 50%以上。国际金融危机短期内看不到好转迹象，预计 09 年出口额同比将出现较大降幅。

## 2. 子公司业绩短期压力较大

公司除本部生产关节轴承外，下属三个子公司永安轴承、三齿公司和金柁公司，分别生产圆锥滚子轴承、齿轮及变速箱和汽车动力转向器。

### 2.1 永安轴承：成本和需求压力并存

受库存高价原材料影响，公司成本压力较大，同时由于下游需求减弱，产品价格下调。公司 08 年净利润仅为 500 万元，预计 09 年上半年业绩不会出现明显好转。

### 2.2 三齿公司：业绩下滑风险较大

公司主营产品为齿轮和变速箱，绝大部分用于工程机械，并且以装载机为主，主要客户包括柳工、厦工、龙工和山东临工。随着下游客户零部件自给率的提高，预计 09 年公司收入出现较大下滑。

### 2.3 金柁公司：亏损因素依然存在

公司成立之初的目标是为同属福建省的东南汽车提供变速箱和汽车动力转向器，汽车市场残酷的竞争导致东南汽车销量低迷，为其提供配套零部件的金柁公司预计 09 年仍将亏损。

## 3. 毛利上升空间不大

公司年初一次性采购轴承钢 7000 多吨，占全年用钢 80%以上，采购价格约为 4100 元/吨。轴承钢 08 年最高价格为 7300 元/吨，5 月初的价格为 4600 元/吨左右，公司很好的低价锁定了原材料成本。

但由于产品降价以及销售数量减少的原因，公司一季报毛利下降到 32.72%，预计公司 09 年销售毛利与 08 年持平，仍将维持在 34%左右。

## 4. 新利润增长点的形成尚需时日

### 4.1 风电产品

公司计划进军风电行业，主要产品为风机中所使用的圆锥轴承。但目前该计划仅停留在计划阶段，并无实际进展，据真正进军风电并形成规模效益距离

很远，短期不会有任何相关收益。

#### 4.2 卡特彼勒轴套项目

由于工程机械所用轴套与关节轴承结构相似，公司为卡特彼勒生产相关产品。我们实地调研结果为“仅小批量供货，金额不详，但远未达到 2000 万元”。凭借公司在关节轴承行业雄厚的技术研发实力，该项目前景看好，但 09 年贡献收益有限。

### 5. 预计公司业绩 09 年负增长 15%

由于公司最赚钱的产品关节轴承出口下滑幅度超过 50%，而出口占关节轴承销售额的 50%，我们认同公司在 08 年报中所做的预测，“实现营业收入人民币 5.2650 亿元”。预计公司 09 年收入和净利润同比下滑 15%以上，每股收益不超过 0.31 元。

### 6. 市场传言

我们实地调研得知，中航集团有关领导在 4 月 8 号对龙溪股份进行了实地考察，公司介绍本次考察内容为“业务合作，为中航集团的飞机机翼提供相关轴承产品”。对于本次考察，我们推测有两种可能：

- 1) 业务合作，龙溪股份全面介入中航集团的飞机项目，为其提供关节轴承及其他相似结构产品。
- 2) 中航集团欲收购龙溪大股东所持股权，到公司实地进行尽职调查。

公司于 5 月 7 日发布公告，“因正在筹划重大事项，特申请其股票于 2009 年 5 月 8 日起停牌”。公司总股本 3 亿股，盘子适中，无历史包袱，我们认为中航集团通过定向增发入主龙溪股份的可能性很大。

### 7. 合理估值

公司属细分行业的龙头企业，关节轴承行业容量有限，公司拓展业务范围的努力未有明显效果，因此业务增长取决于全行业的发展状况。预计 2010 年以后关节轴承行业可保持 15%左右的增长，公司业务增长略高于行业平均水平，可达到 20%左右。

按照公司 09 年每股收益 0.31 元，25 倍市盈率，7.75 元为合理股价，目前股价已远超过公司的合理估值。但如果中航集团注入优质资产，则公司估值相应提高，我们给予龙溪股份中性评级。

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 2 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

**一、行业评级**

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

**二、股票评级**

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

**三、免责声明**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122