

机械基础件



吴华

机械行业研究员

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

龙溪股份（600592）

特种轴承，大有可为

推荐（上调）

2010年1月13日

投资要点

事件：

公司近期股东大会提交了关于特种轴承技改项目可行性研究报告的议案。

点评：

- 公司为集关节轴承基础理论研究、应用和实验研究、生产和销售为一体的企业，关节轴承的研发能力和产品质量达到国际同类产品先进水平，不但能够为用户提供标准型产品，而且能够为用户提供特殊要求和特殊结构的产品。公司拥有多种具有自主知识产权的免维护、大型、特大型等高技术含量、高附加值关节轴承产品，部分产品被列为国家级重点新产品或国家火炬计划项目，十二种产品获国家专利，多种产品替代进口，填补国内空白。
- 自上市以来，公司主营业务发展势头良好，已累计开发六大类型、六十种结构型式、3200多种关节轴承，具备年产关节轴承1000万套的生产能力，品种数、产量位居世界同类厂家首位，连续三年被评为中国机械工业核心竞争力100强企业。目前公司关节轴承产品国内市场占有率稳定在65% - 70%左右，出口产品占国内同类出口产品的70% - 85%，国际市场占有率为13%左右，稳定的顾客群达到500多家，为国内最大的关节轴承生产和出口企业。
- 此次“特种关节轴承技术改造项目”，涉及风电、核电、航空航天、国防军工、轨道交通、建筑路桥，以及大型特种工程机械和重型汽车行业等国家重点扶持领域。项目建成后公司将提升主营产品技术含量和生产规模，改善产品品种结构，增加产品附加值，实现品牌的进一步提升，从而强化公司核心竞争力，为公司的可持续发展奠定坚实的基础。

传统产品—稳步增长

- 公司传统产品主要为深沟球轴承、关节轴承，近年来逐渐过渡到关节轴承、圆锥滚子轴承、方形轴承和齿轮箱。普通件的技术壁垒不高，目前一些中小企业也能生产，但远远达不到公司目前的规模效应和毛利率，公司关节轴承的毛利率一直保持在50%左右，圆锥滚子轴承毛利率在22%左右，未来将提升到25%。同时每年占收入比4%-5%的研发费用投入，能保证企业每年平均研发出200种新产品。
- 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，是典型的细分小行业。全球主要厂商包括传统轴承强国瑞典、德国、日本企业以及龙溪股份。目前国内关节轴承行业的销售规模在6亿人民币左右，不到整个轴承行业的1%。从行业的进出口情况来看，总体金额差距不大，但进口的数量较之出口少，单价差距较大，主要以进口大型和精密深沟球和圆锥滚子轴承为主，国内对高端轴承的需求占关节轴承的30%-40%，进口替代的空间较大。

- 公司关节轴承 08 年内销占比 55%，出口占比 45%，09 年受到金融危机影响，年初出口下滑 50% 多，预计全年下滑 40% 左右，内销略有增长，主要来自工程机械和载重汽车，新产品 09 年进入汽车起重机，叉车，盾构机，特种工程机械等领域。主要供应 15-20t 以上机型。我们预计公司 2010 年内销增速为 20%，出口增速有望达到 70%-80%（09 年 11、12 月单月出口达到 800-900 万元，而上半年平均为 400-500 万元，出口复苏明显），整体关节轴承销量增速达到 40% 左右。

特种轴承—大有可为

- 关节轴承因其具有承受重载、可调心等独特的性能，因而广泛应用于新能源（风电、核电）、航空航天及军工、铁路机车（含高速列车、动车组）及轨道交通、钢结构建筑和路桥、大型特种工程机械、重型汽车（含特种载重越野车）、水利水电、冶金矿山等行业。可替代其它类型轴承及钢套、铜套等，并能以多种摩擦副材料和多种结构形式的组合，推广应用到相关机械设备中，具有应用领域广阔的市场前景。
- **风电（核电）：**风电及核电机组应用关节轴承，公司尚处于起步阶段，在材料耐温、承载等方面经过实验及装机运行后显示运行状况良好，与国外同类产品相当，可替代进口。目前公司正与各相关设计单位及机组制造企业紧密沟通，争取在全行业推广应用公司特种关节轴承，预计 2011 年可新增销售额 1400 万元。**航空航天：**关节轴承广泛应用于航天、航空、兵器、船舶、核工业等军工领域，该领域配套的关节轴承对高可靠性和低磨损、长寿命要求极高。公司在上世纪 70 年代初开始为军工产品配套，经过 30 多年的研发和推广，已成功为强击轰炸机、洲际导弹发射装置、神舟系列火箭发射系统、地球卫星同步地面接收站跟踪雷达天线、坦克、装甲车、火箭助推器、航空发动机、正负电子对撞机等尖端军工产品配套。08 年公司在该行业实现销售额 870 万元，6.9 万套。预计到 2011 年可新增销售额 2000 万元。**铁路机车（轨道交通）：**公司多年来引进、吸收国外先进制造技术，进行自主创新，关节轴承已在铁路机车、车辆、客车、地铁等制动、钩缓、悬挂等多部位得以推广应用，2008 年公司该领域销售额 750 万元，4 万套。预计到 2011 年可新增销售额 1850 万元。**建筑、路桥：**关节轴承应用在各种大型建筑物铰节点及道路桥梁的支座、支铰等部位，在国外早已大量推广，但我国在该行业的关节轴承应用相对滞后，设计中并未选用过关节轴承，个别的项目即使采用关节轴承也是依赖进口。公司通过加大技术研发，强化自主研发力度，率先研发出多种适用于建筑、路桥的关节轴承及关节轴承组件，已在国内著名的建筑、路桥项目进行应用并通过国家相关行业试验机构的实验验证，性能满足设计要求，与国外产品性能相当。08 年建筑、路桥销售额 1560 万元，1.2 万套。预计到 2011 年可增加销售额 2840 万元。**大型特种工程机械行业：**从 2000 年开始，受国家宏观经济政策的影响，尤其是基础建设投资的强劲拉动，公路、铁路、桥梁、房地产等大面积的开发建设，我国工程机械行业出现“井喷”式发展，但是我国自主研发生产的大型特种工程机械仍然大量依赖进口，如 ZL60 以上装载机、盾构机、旋挖钻、架桥机、大吨位汽车起重机等。目前国内该行业关节轴承年需求可达 2600 万元/15 万套，公司销售额 1810 万元/10.5 万套。今后几年，通过对全行业的应用推广，预计 2011 年可增加销售额 4090 万元。**重型汽车行业：**国内汽车产业从 1999 年得到快速增长，年均增长率达 25%，特别是关节轴承配套需求量最大的重型汽车行业更是进入一个高速发展阶段，多年来，国内市场对重型汽车需求强劲，而且随着国外先进技术的引进，特大型载重车、特种载重越野车等特种载重车不断诞生，带动了车用关节轴承技术的升级和需求的快速增长。08 年主机产量达 32 万辆，关节轴承的年需求达 5100 万元/62.5 万套。公司关节轴承在行业中居龙头地位，市场占有率达 60% 以上，年销售额近 3100 万元。未来公司产品可在重型汽车的 V 型推力杆、制动系统凸轮机构、变速箱、驾驶室翻转支座等进行关节轴承的应用推广，预计可增加销售额 7500 万元；二是采用新材料、新型结构型式的特种关节轴承替代重型汽车原配套的普通轴承，可提高主机产品性能，提升产品附加值和市场容量。如重型汽车平衡轴可应用自润滑关节轴承解决轴壳漏油的故障，提升了主机整体质量，预计可增加销售额 1500 万元；三是应用诸如高性能工程塑料、增强橡胶等新材料开发相应的

关节部件，满足主机用户的特定要求，预计可增加销售额 1700 余万元。**水利水电、冶金矿山：**公司产品应用在水利水电行业的弧门支铰、平门定轮及液压启闭机，替代进口或原有的钢套、铜套。冶金矿山行业的大包转炉、连铸连轧设备及其它大型矿山机械使用的关节轴承也逐步由进口转为选用公司自主开发或吸收国外先进技术制造的产品。产品具有高性价比优势，市场潜在空间大，08 年该领域市场销售额 1730 万元，销售量 5.0 万套。预计到 2011 年新增销售额 1870 万元。

表 1：国内特种关节轴承应用行业及需求预测表（万元/万套）

应用行业	2008年		2011年（预计）	
	市场需求	龙轴销售	市场需求	龙轴销售
新能源	600/0.7	350/0.4	3200/3.7	2000/2.3
航空航天及军工	1700/13.5	870/6.9	4000/30.2	2870/21.0
铁路机车（动车机）及 轨道交通	1000/5.5	750/4.0	3500/19.0	2600/14.0
建筑、路桥	1560/1.2	1560/1.2	4400/3.4	4400/3.4
大型特种工程机械	2600/15.0	1810/10.5	7800/45.5	5900/34.2
重型载重车	5100/62.5	3100/38.0	24000/32.0	13800/165.0
水利水电及冶金矿山	2900/8.4	1730/5.0	5900/17.0	3600/10.4
合计	15460/106.8	10170/86.8	53800/438.8	35170/250.3

资料来源：公司公告

- 在国际市场上，公司关节轴承产品出口已有二十年的历史，产品出口从零起步，连年增长，已拥有一批诚信、稳定、实力强的合作伙伴，使公司在国际关节轴承市场上占有一席之地，到 2008 年出口关节轴承约 720 万套，国际市场占有率约为 13%，不仅关节轴承品种、数量位居国际同类产品首位，产品应用也不断向高、精、特、大发展，成为世界特种关节轴承的主要供应商。产品主要销往欧、美等二十多个发达国家和地区，2008 年对欧美发达国家和地区出口额达 1.40 多亿元，占公司销售额的 45%以上，且产品已大量用于替代国际知名产品（如 SKF、ELGES、IKO 等）进入 OEM 市场。

目前由于全球金融危机导致各国经济增速普遍下滑，全球轴承行业面临重新洗牌的格局，不少老牌的轴承企业面临严峻挑战，而高端的 OEM 市场同样面临前所未有的成本压力，他们急于寻找更高性价比的产品，这给公司带来了难得的发展机遇，基于“LS”在国际关节轴承市场的地位的影响，将有更多原采用其他知名品牌的 OEM 客户转向性价比更高的“LS”，“LS”在国际市场的占有率有望得到较大的提高。到 2011 年，国际市场对特种关节轴承需求量约 2 亿多美元，预计公司能达 1500-2000 万美元。

表 2：公司特种关节轴承国内外总销量预测（万元/万套）

2008 年		2011 年新增		2011 年总计	
国内	国外	国内新增	国外新增	国内总计	国外总计
10170/86.80	2400/20	25000/157.50	11000/82.50	35170/244.30	13400/102.50
国内外合计 12570/106.80		国内外合计 36000/240		国内外合计 48570/346.80	

资料来源：公司公告

- 公司此次特种关节轴承技改项目基本采用自筹资金，其中自有资金 7600 万元，银行贷款 1.6 亿元，目前公司货币资金 1.35 亿元，短期借款 7756 万元，无长期借款，加之近期土地转让获得 8513 万元永安地块收储和搬迁补偿费，以及 1600 万元以技改项目贷款政府贴息，基本上改技改项目不会对公司造成较大的财务压力。项目达产后，公司每年将新增特种关节轴承 240 万套，新增销售收入 3.6 亿元，新增税后利润 1.12 亿元。特种轴承的技改将使得公司 2011 年的销售收入大幅上升，加之原有传统轴承至少 3.5 亿元的销售收入，则公司 2011 年的轴承总销售收入将达到 8.4 亿元左右。并且由于特种轴承毛利率较高，即使考虑折旧因素，其毛利率也将高于传统轴承。因此，我们看好公司该项技改后的前景，即符合国家有关产业政策又符合公司整体战略发展方向，我们给与公司 09-11 年 EPS 为 0.27 元，0.43 元和 0.76 元（今明两年未考虑土地出让的一次性收益对业绩的影响）。对应 09-11 年 PE 为 44 倍、28 倍和 15 倍，对应 2010 年 PB 为 3.8 倍，上调评级至“推荐”，目标位 20 元。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	665	782	957	1290	营业收入	625	441	592	952
货币资金	202	255	397	513	营业成本	407	292	372	570
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	6	4	5	8
应收账款	112	136	156	251	销售费用	24	18	23	36
其他应收款	4	2	3	4	管理费用	52	43	53	86
存货	257	290	278	340	财务费用	5	3	3	3
非流动资产	382	370	336	314	资产减值损失	5	0	2	2
可供出售金融资产	10	10	10	10	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	39	35	37	40	投资收益	1	12	15	20
投资性房地产	25	26	26	26	营业利润	127	94	149	268
固定资产	229	228	215	195	营业外收入	6	4	5	5
在建工程	44	22	11	6	营业外支出	1	1	1	1
油气资产	0	0	0	0	利润总额	132	96	153	272
无形资产	27	27	26	25	所得税	21	14	23	41
资产总计	1047	1151	1293	1604	净利润	111	82	130	231
流动负债	257	308	320	400	少数股东损益	1	1	2	3
短期借款	79	90	100	100	归属母公司净利润	110	81	128	228
应付票据	43	58	67	85	BPS(元)	0.37	0.27	0.43	0.76
应付账款	85	73	86	137					
其他	51	87	68	78	主要财务比率				
非流动负债	8	9	9	9	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
长期借款	0	0	0	0	成长性(%)				
其他	8	9	9	9	营业收入增长率	8.2%	-29.3%	34.0%	60.9%
负债合计	265	317	329	409	营业利润增长率	-2.3%	-26.2%	58.1%	80.0%
股本	300	300	300	300	净利润增长率	12.0%	-26.4%	58.3%	78.0%
资本公积	152	152	152	152					
未分配利润	216	267	395	623	盈利能力(%)				
少数股东权益	24	25	26	29	毛利率	34.8%	34.0%	37.1%	40.1%
股东权益合计	782	834	964	1195	净利率	17.6%	18.3%	21.7%	24.0%
负债及权益合计	1047	1151	1293	1604	ROE	14.5%	10.0%	13.7%	19.6%
现金流量表					偿债能力(%)				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	资产负债率	25.3%	27.5%	25.4%	25.5%
净利润	110	81	128	228	流动比率	2.59	2.54	2.99	3.22
折旧和摊销	25	24	26	27	速动比率	1.57	1.59	2.12	2.37
资产减值准备	-10	4	4	18					
无形资产摊销	1	1	1	1	营运能力(次)				
公允价值变动损失	0	0	0	0	资产周转率	0.61	0.00	0.00	0.00
财务费用	5	3	3	3	应收账款周转率	4.92	3.14	3.56	4.11
投资损失	-1	-12	-15	-20					
少数股东损益	1	1	2	3	每股资料(元)				
营运资金的变动	60	27	35	154	每股收益	0.37	0.27	0.43	0.76
经营活动产生现金	70	60	122	103	每股经营现金	0.35	0.20	0.41	0.34
投资活动产生现金	12	15	13	17	每股净资产	2.53	2.70	3.13	3.89
融资活动产生现金	-42	-22	7	-3					
现金净变动	40	53	142	117	估值比率(倍)				
现金的期初余额	188	202	255	397	PE	32.08	43.61	27.56	15.48
现金的期末余额	229	255	397	513	PB	4.66	4.36	3.77	3.03

- 6 -