

深度报告

机械设备

工业机械

龙溪股份(600592)

谨慎推荐

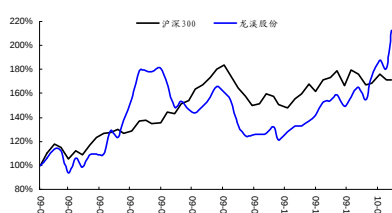
目标价: 14.59 元 昨收盘: 12.41 元

2010 年 1 月 22 日

本报告的独到之处

- 对于 2010 年出口比较乐观, 中国出口增长将达 21%。

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	300/206
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	3777/2594
上证综指/深圳成指	3151.85/12916.25
12 个月最高/最低(元)	13.36/5.91

财务数据

净资产值(百万元)	781
每股净资产(元)	2.60
市净率	4.83
资产负债率	24.84%

相关研究报告:

分析师: 黄海培

电话: 021-60933150

E-mail: huanghpei@guosen.com.cn

分析师: 余爱斌

电话: 0755-82133400

E-mail: yuab@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论。力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

扩产特种关节轴承 三年增长无忧

●行业前景: 受益于下游拉动

汽车和工程机械是轴承最大的下游市场。受益于国家四万亿投资计划, 轴承下游工程机械复苏较快, 汽车产量同比增速高歌猛进, 复苏随即传导到了轴承行业。08-09 年, 在海外需求降至冰点时, 国内轴承依然需求出现了正增长。预计未来 3 年, 国内轴承需求增速可以达到 15%。

●公司现状: 利润率进入上升期

09 年毛利率、净利率双双下降。09 年预计公司产品整体毛利率 28%, 净利率为 12.6%, 净利润同比下降 41.2%。截至 09 年底, 公司的高价钢“去库存化”已基本完成, 10 年将轻装上阵, 净利率将进入上升期。

●驱动因素: 短期靠出口 中期靠扩产

2010, 公司利润增长点来源于出口复苏。2010 年预测出口目的地国家 GDP 加权增速为 3.1%, 中国出口增长将达 21%。公司开工率已经恢复到 70-80%, 生产及出口订单情况恢复良好。

2011-2012 公司特种关节轴承技术改造项目开始运作, 将使公司年新增特种关节轴承 240 万套产量, 2011 年达产 50%, 增加销售收入 2.4 亿; 2012 年完全达产, 增加销售收入 2.2 亿, 三年增长无忧, 而且这还只是在保守假设其他轴承产品不出现增长的情况下做出的估计。

●合理价值 12.35-14.59 元/股之间, 给予“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.21 元、0.33 元、0.65 元, 最近四年(2009-2012)净利润复合增长率 CAGR 达到 23.5%, 给予公司 10 年 36-43 倍的 PE 估值, 首次给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	578	625	512	637	903
(+/-%)	11.7%	8.2%	-18.0%	24.4%	41.8%
净利润(百万元)	98	110	64	99	194
(+/-%)	24.1%	12.0%	-41.6%	54.7%	95.2%
每股收益(元)	0.66	0.37	0.21	0.33	0.65
EBIT Margin	22.4%	21.9%	13.7%	18.1%	25.4%
净资产收益率(ROE)	13.7%	14.5%	7.8%	10.9%	17.9%
市盈率(PE)	36.1	32.2	58.7	38.0	19.5
EV/EBITDA	12.1	22.4	44.5	29.5	16.0
市净率(PB)	4.93	4.68	4.59	4.14	3.48

投资摘要

估值与投资建议

预计公司 09-12 年利润 CARG 可以达到 23.5%，每股盈利分别为 0.21 元、0.33 元、0.65 元，对应动态市盈率分别为 60 倍、38 倍和 19 倍。根据我们绝对估值和相对估值的结果，我们认为公司合理价值为 12.35-14.59 元/股，对应 10 年 PE 36-43 倍。

核心假设或逻辑

(1) 下游汽车和工程机械正处于复苏阶段，预计未来 3 年公司收入增速将达到 25%-40%。(2) 出口复苏。预计 2010 年出口目的地国家 GDP 加权增速为 3.1%，中国出口增长将达 21%。(3) 特种关节轴承需求良好。当 2012 年公司新增特种关节轴承 240 万套产量时，有足够的市场需求可以消化掉新增产量。

与市场预期的差异之处

市场认为出口复苏较慢，10 年未必能达到 08 年的销售收入。而我们认为，2010 出口目的地国家 GDP 增速好于 08 年，我国出口增速就会好于预期，会达到 08 年的水平。同时，国内轴承需求在持续增长，09 年已经好于 08 年了，10 年好于 08 年是没有问题的。

股价变化的催化因素

(1) 出口订单是领先指标，也是催化剂。(2) 扩产项目的进度，以及扩产后的销量。(3) 可能出现重组。虽然 09 年 5 月龙溪股份向中航集团定向增发失败，但中航集团与龙溪股份属产业链上下游，战略合作意义深远。

核心假设的主要风险

(1) 出口复苏不如预期。如果欧美发达国家经济复苏不如预期，那轴承出口也会受到抑制。(2) 下游需求恢复晚于预期，扩产项目很有可能不能满负荷开工。(3) 原材料波动。原材料价格的波动会放大净利润率的波动。公司并没有做钢材价格套期保值交易，如果公司没有获得长期稳定价格的原材料，未来公司业绩波动将会很大。

内容目录

合理价值区间	5
绝对估值法：12.52 - 14.59 元/股	5
相对估值法：12.35-14.30 元/股	6
合理估值区间：12.35-14.59 元/股	6
行业前景：受益于下游拉动	7
受益于下游汽车和工程机械拉动	7
国际寡头垄断 国内群雄割据	8
公司现状：利润率进入上升期	10
国资委一股独大	10
主打轴承产品 越做越强	10
去库存化完成，净利率进入上升期	11
驱动因素：短期靠出口 中期靠扩产	13
2010 出口复苏拉升业绩	13
2011-2012 产能扩张提升业绩	14
盈利预测：2010 年进入高速增长通道	17
预计 09、10、11 年EPS 0.21 元、0.33 元、0.65 元	17
核心假设（收入、毛利率、费用率、所得税率）	17
2009-2011 年分项收入及损益表预测	18
投资风险	19
附表 1：财务预测与估值	20
国信证券投资评级	21
免责条款	21

图目录

图 1: 滚动轴承	7
图 2: 关节轴承	7
图 3: 轴承下游以汽车和工程机械为主	8
图 4: 预计中国未来 3 年轴承产量增速将达到 15%	8
图 5: 中国汽车产量增速未来有望达到 12%	8
图 6: 未来工程机械销售收入增速有望达到 15%	8
图 7: 亚洲将是未来最大的轴承市场	9
图 8: 国资委一股独大	10
图 9: 2011 年扩产后 收入增速明显	11
图 10: 各产品收入占比	11
图 11: 原材料成本占 30%	11
图 12: 公司即将走出净利率低谷	11
图 13: 产品整体毛利率达到 40%	12
图 14: 净利率即将走出净利率低谷	12
图 15: 公司历年出口目的地国家GDP加权增速与中国出口增速 (%)	13
图 16: 09 年下半年, 中国轴承出口开始复苏	13
图 17: 净利率即将走出净利率低谷	13
图 18: 国内特种关节轴承应用行业及需求预测	14

表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件	5
表 3: DCF绝对估值法显示公司合理价值区间为 11.30-13.37 元/股	5
表 4: 兴业证券上市后可增厚公司业绩 1.22 元	5
表 5: 龙溪股份国内可比公司	6
表 6: 全球前 10 家公司占据了超过 70%的市场份额	9
表 7: 扩产项目产品方案	14
表 8: 公司特种关节轴承国内外总销量预测 (单位: 万元/万套)	16
表 9: 2009-2011 年龙溪股份分项收入预测明细	18
表 10: 2009-2011 年龙溪股份损益表预测	18

合理价值区间

绝对估值法：12.52 – 14.59 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现，得到公司合理价值区间为 12.52 – 14.59 元/股。

表 1：三阶段模型的主要假设

会计年度截止日:12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	8.2%	-18.0%	24.4%	41.8%	26.1%	16.0%	9.7%	5.9%	3.5%	2.1%	1.3%
销货成本 / 销售收入	65.2%	72.2%	67.8%	60.9%	60.1%	64.0%	63.7%	67.4%	67.3%	67.2%	67.2%
管理费用 / 销售收入	8.2%	7.6%	7.6%	7.2%	7.2%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
所得税税率	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比例	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：国信证券经济研究所

主要假设：随着扩产项目逐步投产，公司 2011 – 2012 年处于快速扩张阶段，收入加速增长。10 年后永续增长率为 2.0%。

表 2：绝对估值的基本假设条件

行业平均 Beta	0.99	Kd	2.98%
无风险利率	3.50%	有效税率	15.00%
风险溢价	6.50%	E/(D+E)	50.00%
Ke	10.07%	WACC	5.81%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3：DCF 绝对估值法显示公司合理价值区间为 11.30-13.37 元/股

G \ WACC	5.4%	5.6%	5.81%	6.0%	6.2%
2.2%	14.69	13.71	12.84	12.05	11.35
2.1%	14.31	13.37	12.54	11.79	11.12
2.0%	13.94	13.05	12.26	11.54	10.90
1.9%	13.60	12.75	11.99	11.30	10.68
1.8%	13.27	12.46	11.74	11.08	10.48

资料来源：国信证券经济研究所

此外，龙溪股份及下属子公司持有兴业证券股份有限公司 2347 万股，占兴业证券总股本的 1.58%。

表 4：兴业证券上市后可增厚公司业绩 1.22 元

所持对象	初始投资金额(元)	持有股数	占该公司比例	会计核算科目	股份来源
兴业证券	35188900	2347 万	1.58%	长期股权投资	原始认购及增资扩股

资料来源：国信证券经济研究所

兴业证券可能于 2010 – 2011 年实行 IPO，根据国信证券行业分析师预测，兴业证券 2010 年净利润 14.27 亿元，EPS0.74。按目前证券板块 21.2 倍 PE 计算，龙溪股份持有的兴业证券二级市场价值 3.67 亿元，可增厚 11 年股价 1.22 元。

结合 DCF 估值和持有的兴业证券股权，公司合理价值区间为 12.52 – 14.59。

相对估值法：12.35-14.30 元/股

我们采用相对估值法，对公司价值进行估值，得到公司合理价值区间为：12.35-14.30 元/股。

龙溪股份的主要产品为轴承及相关产品，我们选取了三家与龙溪股份主营产品相近的企业作为比较对象。截至 1 月 20 日，此三家上市公司对应 09 年 PE 为 37 倍，10 年 PE 为 29 倍，11 年 PE 为 24 倍。龙溪股份扩产项目要到 11 年才能投产，11 年 EPS 可能增长近 100%，我们按 11 年 EPS 来估值。公司 11 年 PEG 为 1.02，较为安全，11 年 EPS0.65，对应 PE19.4 倍，我们按浮动 15% 计算，合理的 PE 应当为 19-22 倍，龙溪股份合理价值区间在 12.35-14.30 元/股之间。

表 5：龙溪股份国内可比公司

证券代码	公司简称	可比业务	收盘价 1 月 20 日	EPS			PE			PB		PEG	
				09	10	11	09	10	11	09	10	11	11
000595	西北轴承	滚子轴承	10.83	-0.25	0.01	0.02	-43.3	1164.5	541.5	5.38	-11.23	4.71	
002046	轴研科技	轴承研发	16.10	0.36	0.45	0.56	44.6	35.4	28.8	2.81	1.36	1.24	
002122	天马股份	滚子轴承	30.40	1.04	1.30	1.55	29.2	23.3	19.6	5.00	0.91	1.04	
平均值（剔除异常值）							36.9	29.4	24.2	3.90	1.14	1.14	
600592	龙溪股份	关节轴承	12.59	0.22	0.34	0.65	57.2	37.0	19.4	4.83	1.58	1.02	

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

合理估值区间：12.35-14.59 元/股

从行业来看，出口正在复苏，虽然复苏的步伐不一定有预期那么快，但只要需求增速持续向上，轴承市场将持续增长。

从公司来看，龙溪股份扩产项目资金和技术均已到位，2011 年即可投产。我们预计公司未来三年（2009 - 2012 年）净利润的 CAGR 将达 23.5%。

综合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司合理的投资价值区间在 12.35-14.59 元/股之间，对应 10 年 PE 为 36 - 43 倍。

行业前景：受益于下游拉动

轴承是机械设备中引导移动的基础件，广泛应用于各类机械设备中，有众多子行业。就大类而言，轴承可分为滚动轴承和滑动轴承，滚动轴承最为常见。滑动轴承主要分为关节轴承和干式滑动轴承。关节轴承又分向心关节、推力关节、杆端关节装置等；干式滑动轴承分干滑动式轴套、滑动垫片、直线滑动条等系列。

图 1：滚动轴承



资料来源：国信证券经济研究所

图 2：关节轴承



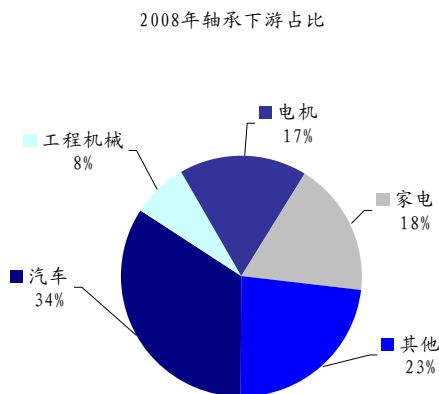
资料来源：国信证券经济研究所

受益于下游汽车和工程机械拉动

轴承广泛应用于汽车、工程机械、船舶、军工、矿山冶金、农机、家用电器等国民经济重要领域。其中，汽车和工程机械是轴承最大的下游市场。

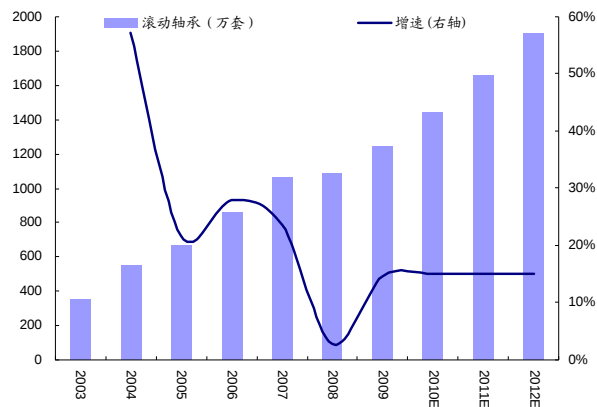
受益于国家四万亿投资计划，轴承下游工程机械复苏较快，汽车产量同比增速高歌猛进，复苏春风继而刮到了轴承行业。08-09 年，在海外需求降至冰点时，国内轴承依然需求出现了正增长。预计未来 3 年，国内轴承需求增速可以达到 15%。

图 3: 轴承下游以汽车和工程机械为主



资料来源: 中国轴承工业协会, 国信证券经济研究所

图 4: 预计中国未来 3 年轴承产量增速将达到 15 %

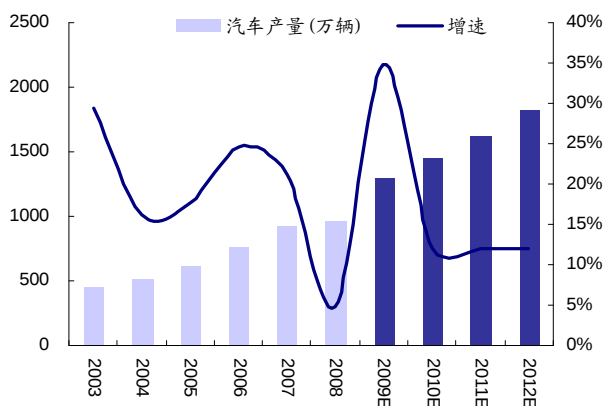


资料来源: 中国轴承工业协会, 国信证券经济研究所

中国未来三年汽车产量预计将以每年 10-15% 的增速上升。

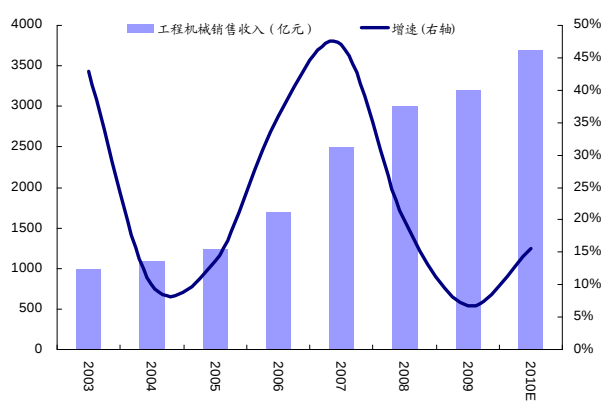
2010 年工程机械行业将延续上升趋势, 全年整体增速将会加快, 尤其上半年增速将更高, 而下半年由于各个方面因素增长将略降, 预计 2010 年行业同比增长将达到 15% 左右。

图 5: 中国汽车产量增速未来有望达到 12 %



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 6: 未来工程机械销售收入增速有望达到 15 %



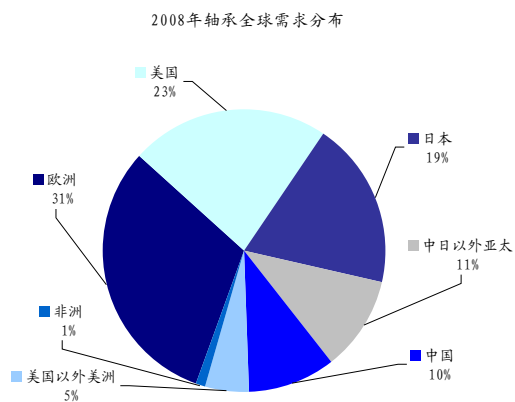
资料来源: 机经网, 国信证券经济研究所

国际寡头垄断 国内群雄割据

欧美工业已经十分成熟, 轴承需求增长不快。亚太大部分地区还处于高速发展阶段, 未来轴承最大的市场就是亚洲。

轴承年销售额前十大轴承公司中, 日本 5 家、美国 2 家、德国 2 家, 其中最大的仍是瑞典的 SKF。十家公司占据了全球 70% 以上的市场份额。

图 7：亚洲将是未来最大的轴承市场



资料来源：中国轴承工业协会，国信证券经济研究所

表 6：全球前 10 家公司占据了超过 70% 的市场份额

公司名称	主营产品	国际市场份额
瑞典 SKF	滚动轴承和密封件产品	18%
日本 JTEKT	汽车轴承	15%
德国 FAG	中大型圆锥圆柱滚子轴承	10%
美国 TIMKEN	英制圆锥滚子轴承	6%
日本 NTN	汽车用等速万向节轴承、中型球轴承	5%
德国 INA	滚针轴承、直线导轨系统和发动机零部件	4%
日本 NSK	小型低噪音轴承	4%
美国 TORRINGTON	精密球轴承、重型机械球面滚子轴承	4%
日本 NMB	办公自动化微型轴承	2%
日本 NACHI	中小型球轴承	2%

资料来源：机经网，国信证券经济研究所

我国轴承行业虽然处于完全竞争状态，全国轴承生产企业超过 1000 家。东部地区以天马股份为代表；东北以瓦轴为代表；中部地区有轴研科技；西部地区有西北轴承；南方以龙溪为龙头。

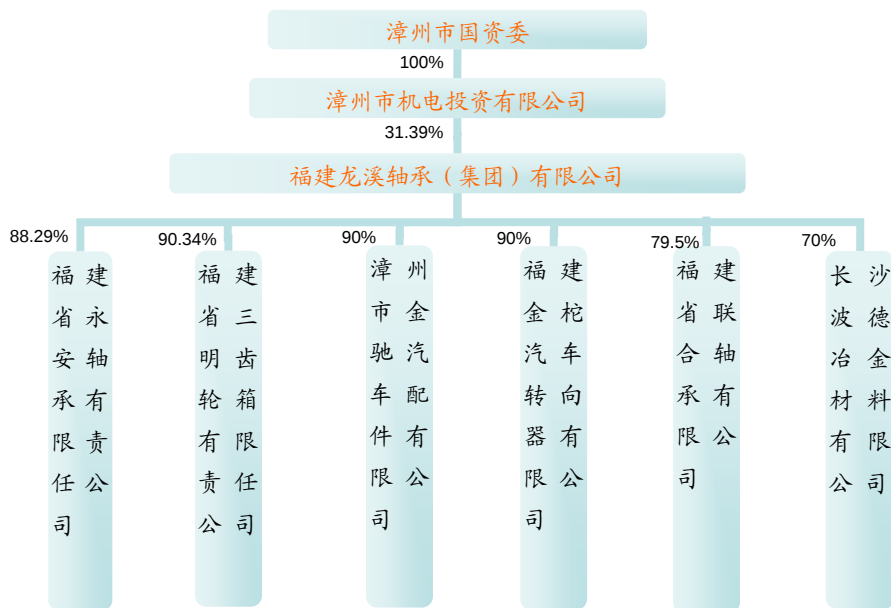
龙溪股份靠产品差异化避开了激烈的竞争，其生产的关节轴承在国内没有完全同类的竞争产品，国内市场份额达到 70%。

公司现状：利润率进入上升期

国资委一股独大

国资委一股独大，其余股东持股均没有超过 10%。

图 8：国资委一股独大



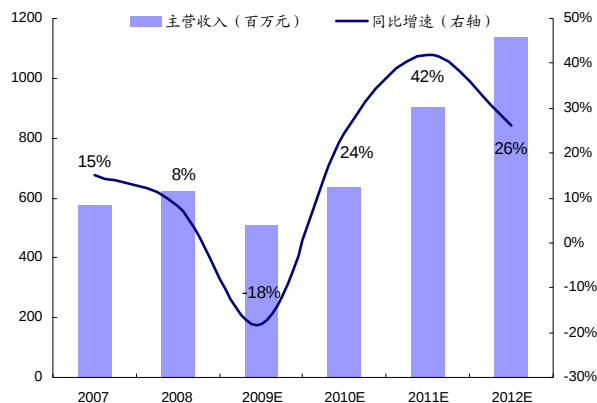
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

主打轴承产品 越做越强

龙溪的主营产品为关节轴承和圆锥滚子轴承（由分公司永安轴承厂生产），1987 年至 2008 年连续 20 年实现两位数的增长。

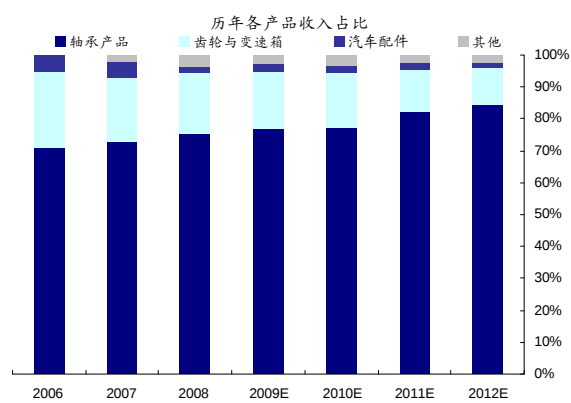
龙溪的几次并购均没有预期理想。2005 年收购三明齿轮箱公司，齿轮箱业务收入占比逐年萎缩，原有的大客户厦工股份开始生产齿轮箱，龙溪被迫转而挖掘龙工、柳工等客户，前景不容乐观。金驰汽车配件和金柁汽车转向器也难有增长，只有主营产品——永轴的圆锥滚子轴承和公司本部的关节轴承收入占比稳步增长。这也预示着，龙溪未来的战略应该专注于轴承产品的开发，而不是全面开花。

图 9: 2011 年扩产后 收入增速明显



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图 10: 各产品收入占比



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

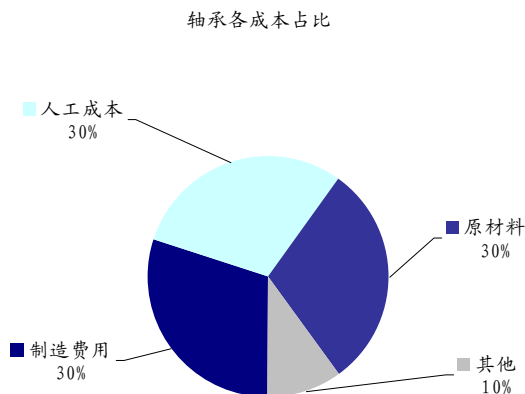
去库存化完成, 净利率进入上升期

09 年受经济危机影响, 出口停滞, 但国内在经济政策刺激性, 轴承需求逆市上升。

09 年预计公司产品整体毛利率 28%。轴承产品 32%，其中, 关节轴承 45%；齿轮与变速箱 14%；汽车配件 4%。龙溪股份生产的特种轴承主要为军用轴承, 未来超过 45% 的高毛利率是可以维持的。公司净利润同比下降 41.2%，净利率为 12.6%。

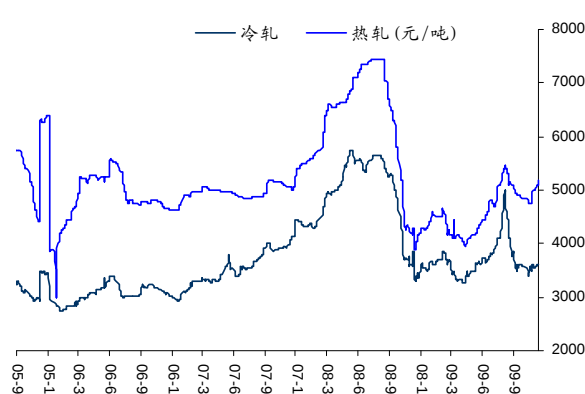
钢价在成本中占了 1/3; 由于公司 08 年囤了大量高价钢, 导致 09 年毛利率下降。09 年出口衰退, 库存上升, 减值、摊销、折旧等各项费用不能同比例下降, 进一步导致净利率下降。截至 09 年底, 公司的高价钢“去库存化”已经基本完成, 10 年将轻装上阵, 净利率将进入上升期。

图 11: 原材料成本占 30%



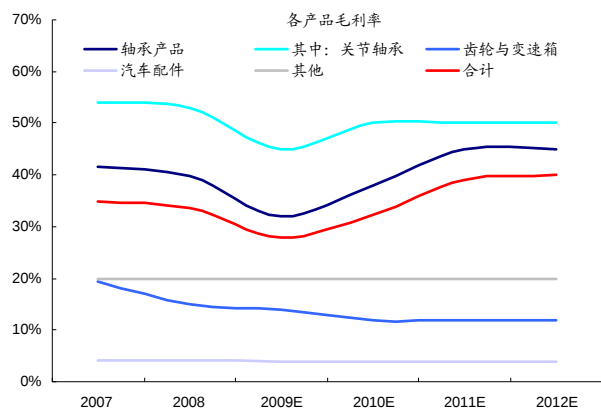
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图 12: 公司即将走出净利率低谷



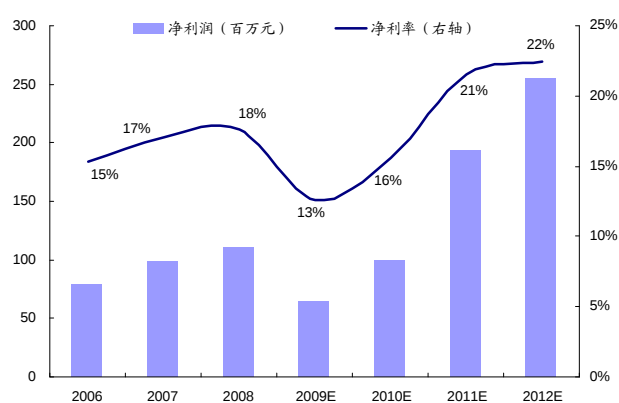
资料来源: bloomberg, 国信证券经济研究所

图 13: 产品整体毛利率达到 40 %



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图 14: 净利率即将走出净利率低谷



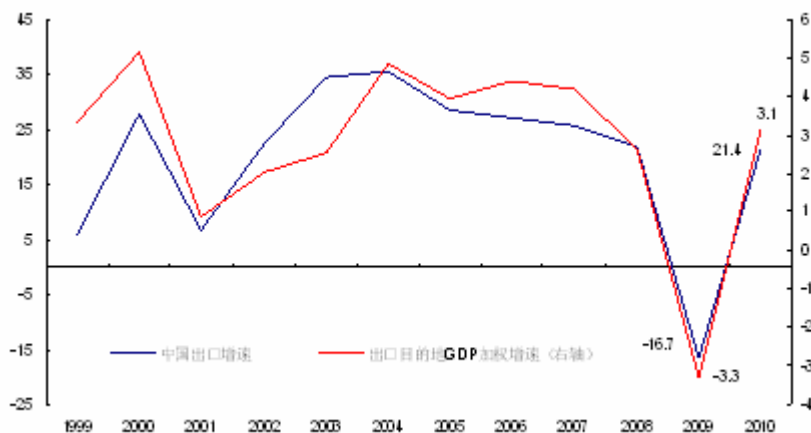
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

驱动因素：短期靠出口 中期靠扩产

2010 出口复苏拉升业绩

短期来看，公司利润增长点来源于出口复苏。根据国信宏观预测，2010 年出口目的地国家 GDP 加权增速为 3.1%，好于 08 年。中国出口增长将达 21%，进口增速为 23%（实际增速约 20%）。

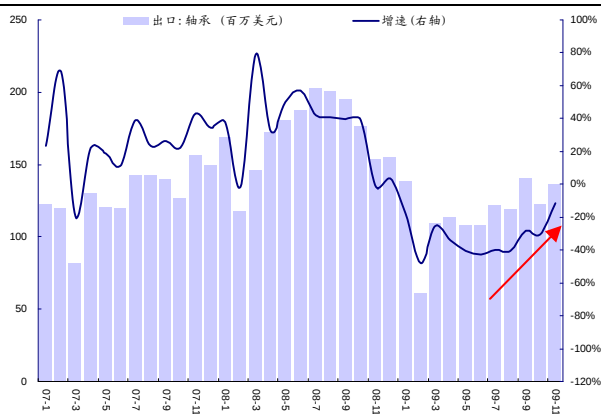
图 15：公司历年出口目的地国家 GDP 加权增速与中国出口增速（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

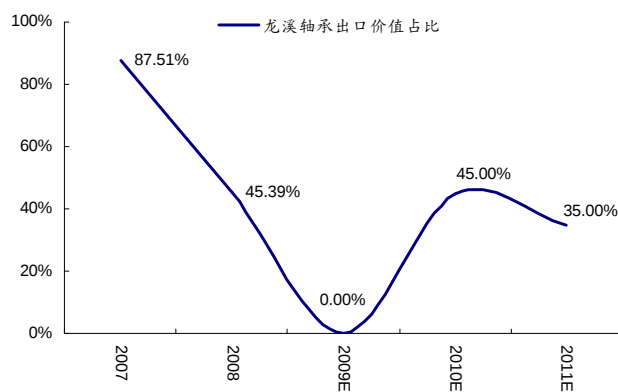
09 年下半年数据显示，轴承行业出口已经明显好转，虽然增速仍然为负，但向上趋势确立。结合出口目的地国家 GDP 的反弹，龙溪轴承 2010 年出口有望恢复到 08 年的水平。2011 年由于扩产的特种关节轴承投产，大部分市场需求在国内，因此出口比重会下降，但出口绝对额还是会上升。

图 16：09 年下半年，中国轴承出口开始复苏



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 17：净利率即将走出净利率低谷



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

09 年 12 月，根据国信证券到龙溪股份实地调研情况来看，开工率已经恢复到 70-80%，生产及出口订单情况恢复良好，验证了出口复苏的推论。

2011-2012 产能扩张提升业绩

公司早在 08 年就在规划特种关节轴承技术改造项目，但由于 09 年 6 月定向增发中航集团未果，资金没有着落。直到 09 年下半年，公司自筹资金 7000 万，贷款 1.6 亿，解决了资金障碍，才使项目得以运作。项目将使公司年新增特种关节轴承 240 万套产量，2011 年达产 50%，增加销售收入 2.4 亿；2012 年完全达产，增加销售收入 2.2 亿，三年增长无忧。而且这还只是在保守假设其他轴承产品不出现增长的情况下做出的估计。

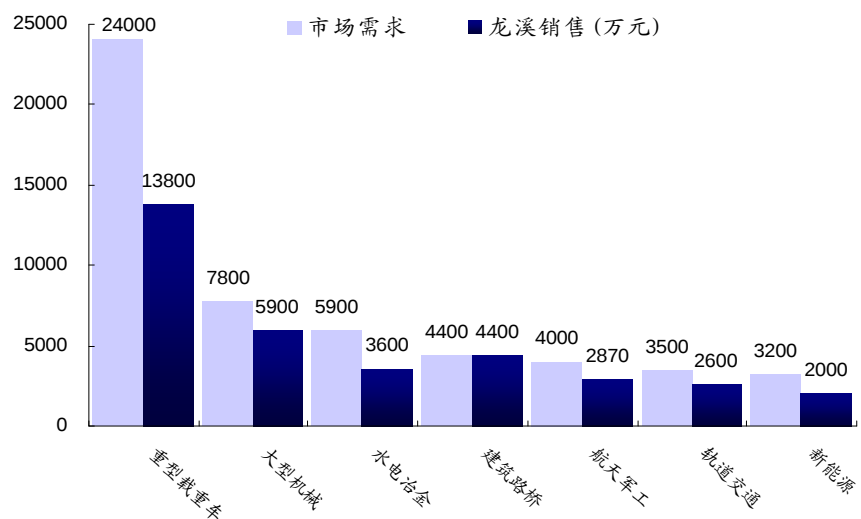
表 7: 扩产项目产品方案

产品名称	类别	尺寸范围 (mm)	市场应用领域
免维护关节轴承	(1) 固体自润滑关节轴承	$\leq \phi 1000$	水利水电设备、大型港口机械、桥梁支座、核电设备
	(2) 增强耐磨自润滑关节轴承	$\leq \phi 300$	风电、动车、轨道交通设备、航天、盾构机、大型工程机械
	(3) 挤压型不锈钢向心关节	$\leq \phi 80$	航空航天、新型载重车、军工
	(4) 挤压型不锈钢杆端关节	$\leq \phi 35$	军工、航空、食品机械
钢/高性能工程塑料关节轴承	(1) 向心类	$\leq \phi 300$	动车、水利水电
	(2) 杆端类	$\leq \phi 50$	轻工、食品机械、物流机械
交叉油槽关节轴承	(1) 向心类	$\leq \phi 250$	新型载重车、动车
	(2) 角接触类	$\leq \phi 200$	特大型载重车、特大型成组路面机械、盾构机
	(3) 杆端类	$\leq \phi 100$	军用特种载重越野车
多维运动组合轴承	(1) 润滑型向心类	$\leq \phi 30$	四驱越野车
	(2) 球头杆端类	$\leq \phi 60$	纺织、物流机械
	(3) 自润滑向心类	$\leq \phi 300$	盾构机、建筑、港口机械
特大型关节轴承	(1) 向心类	内径 1250;	水利水电设备、冶金连铸连轧设备
	(2) 角接触类	外径 1650	大型矿山机械、桥梁支座、大型建筑钢结构铰接点
	(3) 推力类		大型建筑钢结构铰接点、桥梁支座

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

1、国内特种关节轴承需求未来发展趋势

图 18: 国内特种关节轴承应用行业及需求预测



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

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。08年我国特种轴承市场需求1.55亿,龙溪销售1.02亿。

(1) 新能源行业(风电、核电)。2008年中国新增风电机组约5130台,装机容量624.6万千瓦,累计装机容量已达到1215万千瓦。公司在耐高低温性能、可靠性、自润滑及低成本方面均能满足主机市场的要求,已在酒泉风场、内蒙风场、秦山核电站等替代进口配套。08年该领域销售额达350万元,0.4万套。预计2011年风电装置容量将超越3000万千瓦,2万台机组,其中液压变桨机组8500台,应用关节轴承4套/台,共需3.4万套,2700万元。风电及核电机组应用关节轴承,公司尚处于起步阶段,预计2011年可新增销售额1400万元。

(2) 航空航天及军工。公司上世纪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。我国目前大部分关键零部件(含关节轴承)仍然依赖进口,特别是高新工程(如大飞机C919项目、战术通用直升机、四代机、大型军用运输机等下一代战机项目)应用的结构复杂、高性能关节轴承则全部需进口。公司将以获得“军工三证”为契机,力争在特种关节轴承的设计制造技术上获得新的突破,预计到2011年公司在该行业可新增销售额2000万元。

(3) 铁路机车(含高速列车、动车)及轨道交通。铁路基本建设投资、新线投产以及列车提速都将对铁路机车车辆及轨道交通设施的需求产生强劲的拉动,关节轴承的需求领域得以拓展。2008年公司该领域销售额750万元,4.0万套。根据国家铁路建设规划,到2020年,全国铁路营业里程将达12万公里,复线率和电化率分别达到50%和60%以上。关节轴承在该行业的应用推广,预计到2011年公司在该行业可新增销售额1850万元。

(4) 建筑、路桥行业。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。08年建筑、路桥销售额1560万元,1.2万套。国家推出了4万亿刺激经济政策,大型建筑项目如机场、火车站、道路桥梁等建设速度加快。公司到2011年可增加销售额2840万元。

(5) 大型特种工程机械。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。

(6) 重型汽车行业。08年重机产量达32万辆,关节轴承的年需求达5100万元/62.5万套。公司销售额近3100万元。预计2011年重机产量将达到55万辆。关节轴承可在重型汽车的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应用推广,预计可增加销售额7500万元。关节轴承可替代原普通轴承,提升了主机整体质量,预计可增加销售额1500万元。

(7) 水利水电、冶金矿山。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。08 年市场销售额 1730 万元，销售量 5.0 万套。公司在冶金行业重组及技术改造过程中有新的市场机会，在相关大包转台及连铸连轧设备应用公司自主设计的特种关节轴承市场空间增大，进一步替代进口产品。预计水利水电及冶金矿山行业到 2011 年新增销售额 1870 万元。

2、国际特种关节轴承需求未来发展趋势

在国际市场上，公司关节轴承产品出口已有二十年的历史，到 2008 年共出口关节轴承约 720 万套，国际市场占有率约为 13%。2008 年对欧美发达国家和地区出口额达 1.40 亿元，占公司销售额 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，“LS”关节轴承在国际市场成为高性价比的代表。“LS”在国际轴承市场也在不断延伸并进入高端领域，每年为客户设计、生产 200 多种非标产品，其中有大量特殊结构、特殊材料、特大型等特种关节轴承。全球金融危机导致轴承行业面临重新洗牌的格局，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。在新兴行业和新兴市场上，伴随 LS 产品在国内市场不断取代进口产品的进展，以及“LS”产品在国际关节轴承市场地位的提高和影响力的不断加深，“LS”在国际市场存在巨大的潜力。到 2011 年，国际市场对特种关节轴承需求量约 2 亿多美元，公司预计能达 1500-2000 万美元。

表 8：公司特种关节轴承国内外总销量预测（单位：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，国信证券经济研究所

如果经济复苏情况好于预期，公司可能会加快扩产项目进度，提前达产；也有可能扩充后，市场需求不如预期，导致产能闲置。

盈利预测：2010 年进入高速增长通道

预计 09、10、11 年 EPS 0.21 元、0.33 元、0.65 元

我们预计龙溪股份 2009、2010 和 2011 年分别实现主营业务收入 5.12 亿元、6.37 亿元、9.03 亿元，同比分别增长-18.0%、24.4%、41.8%。净利润分别为 0.64 亿元、0.99 亿元、1.94 亿元，对应 EPS 分别为 EPS 0.21 元、0.33 元、0.65 元。

核心假设（收入、毛利率、费用率、所得税率）

（1）收入预测高速增长。根据对四大类主营产品的单项分析，我们认为 2010 年收入增速主要来自于出口复苏来实现利润增长；2011 年部分扩产项目达产，我们给予 42% 的收入增长假设；2012 年扩产项目完全达产后，我们给予 26% 的收入增长假设，之后增速逐年递减。

（2）毛利率短期内上升。在原材料价格不变的前提下，随着高价钢去库存化的完成，毛利率将反弹至历史平均水平。2010-2012 年分别为 32%、39%、40%。

（3）费用率预测逐年小幅下降。随着扩充后规模经济得以体现，收入增速将超过费用增速，管理和销售费用率将有小幅下降。预计 2010-2012 年费用率分别为 14.3%、14.0%、13.6%。

（4）所得税率保持稳定。由于公司未来获得高新技术企业认证没有悬念，预计公司未来 3 年将保持 15.0% 的实际有效税率。但从谨慎性原则出发，将 2014 年以后的实际有效税率上调至 25%。

2009-2011 年分项收入及损益表预测
表 9: 2009-2011 年龙溪股份分项收入预测明细

	2009	2010	2011E	2012E	10VS09	11VS10	12VS11
产品一：轴承产品							
销售收入（百万）	4.0	4.9	7.4	9.6	25.0%	50.0%	30.0%
毛利率（%）	32.0%	38.0%	45.0%	45.0%	18.8%	18.4%	0.0%
产品二：齿轮与变速箱							
销售收入（百万）	0.9	1.1	1.2	1.3	20.0%	12.0%	7.2%
毛利率（%）	14.0%	12.0%	12.0%	12.0%	-14.3%	0.0%	0.0%
产品三：汽车配件							
销售收入（百万）	0.1	0.2	0.2	0.2	30.0%	18.0%	10.8%
毛利率（%）	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他							
销售收入（百万）	0.2	0.2	0.2	0.3	30.0%	18.0%	10.8%
毛利率（%）	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计							
销售收入（百万）	5.1	6.4	9.0	11.4	24.4%	41.8%	26.1%
毛利率（%）	27.8%	32.2%	39.1%	39.9%	15.7%	21.4%	2.1%

资料来源：国信证券经济研究所

表 10: 2009-2011 年龙溪股份损益表预测

单位：百万元	2009E	2010E	2011E	2012E	10VS09	11VS10	12VS11
业务收入	512.0	636.9	903.0	1138.4	24.4%	41.8%	26.1%
业务成本	369.5	431.7	549.9	683.6	16.8%	27.4%	24.3%
毛利率（%）	27.8%	32.2%	39.1%	39.9%	15.7%	21.4%	2.1%
营业税金及附加	2.6	3.2	4.5	5.7	24.4%	41.8%	26.1%
费用率（%）	13.7%	14.3%	14.0%	13.6%	4.3%	-1.9%	-2.9%
销售费用	30.7	38.2	54.2	68.3	24.4%	41.8%	26.1%
销售费用率（%）	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	38.9	48.4	65.2	82.2	24.4%	34.7%	26.1%
管理费用率（%）	7.6%	7.6%	7.2%	7.2%	0.0%	-5.0%	0.0%
财务费用	0.6	4.6	7.4	4.7	612.9%	62.6%	-36.5%
财务费用率（%）	0.1%	0.7%	0.8%	0.4%	473.1%	14.7%	-49.6%
营业外收支	5.0	5.3	5.5	5.8	5.0%	5.0%	5.0%
税前利润	75.6	117.0	228.3	300.6	54.7%	95.2%	31.7%
税前利润率（%）	14.8%	18.4%	25.3%	26.4%	24.3%	37.6%	4.4%
所得税	11.3	17.6	34.3	45.1	54.7%	95.2%	31.7%
有效税率（%）	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	64.3	99.5	194.1	255.5	54.7%	95.2%	31.7%
净利润率（%）	12.6%	15.6%	21.5%	22.4%	24.3%	37.6%	4.4%
每股收益（元）	0.21	0.33	0.65	0.85	54.7%	95.2%	31.7%

资料来源：国信证券经济研究所

投资风险

（1）出口复苏不如预期。出口复苏是建立在欧美发达经济体进口强势反弹的基础上，如果欧美发达国家经济复苏不如预期，那轴承出口也会受到抑制。

（2）下游需求恢复晚于预期。扩产项目最晚于 2012 年投产，我们假设两年后下游军工、铁路、建筑、工程机械等行业需求增速恢复到较高水平，一旦未来情况并不如预期那么理想，扩产项目很有可能不能满负荷开工。

（3）原材料波动。原材料（钢材）成本占到了总成本的 30% - 40%，原材料价格的波动会放大净利润率的波动。公司并没有做钢材价格套期保值交易，如果公司没有获得长期稳定价格的原材料，未来公司业绩波动将会很大。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	202	218	182	184	营业收入	625	512	637	903
应收款项	168	182	222	309	营业成本	407	370	432	550
存货净额	257	271	308	384	营业税金及附加	6	3	3	5
其他流动资产	38	31	38	54	销售费用	24	31	38	54
流动资产合计	665	702	765	931	管理费用	52	42	51	68
固定资产	273	318	517	551	财务费用	5	1	5	7
无形资产及其他	27	25	22	19	投资收益	1	0	0	0
投资性房地产	43	43	43	43	资产减值及公允价值变动	(5)	1	1	1
长期股权投资	39	39	39	39	其他收入	0	3	3	3
资产总计	1047	1127	1386	1583	营业利润	127	71	112	223
短期借款及交易性金融负债	79	80	208	159	营业外净收支	5	5	5	6
应付款项	127	116	135	171	利润总额	132	76	117	228
其他流动负债	51	64	74	94	所得税费用	21	11	18	34
流动负债合计	257	260	416	425	少数股东损益	1	0	0	0
长期借款及应付债券	0	10	21	33	归属于母公司净利润	110	64	99	194
其他长期负债	8	10	12	14					
长期负债合计	8	20	33	47					
负债合计	265	280	449	472					
少数股东权益	24	24	24	24					
股东权益	758	823	912	1087					
负债和股东权益总计	1047	1127	1386	1583					

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	110	64	99	194
资产减值准备	3	8	7	3
折旧摊销	25	21	28	36
公允价值变动损失	5	(1)	(1)	(1)
财务费用	5	1	5	7
营运资本变动	(38)	(9)	(47)	(116)
其它	(2)	(8)	(7)	(3)
经营活动现金流	102	75	80	113
资本开支	(39)	(70)	(230)	(70)
其它投资现金流	0	0	(15)	15
投资活动现金流	(39)	(70)	(245)	(55)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	10	11	12
支付股利、利息	0	0	(10)	(19)
其它融资现金流	(50)	1	128	(49)
融资活动现金流	(50)	11	129	(56)
现金净变动	13	16	(36)	2
货币资金的期初余额	188	202	218	182
货币资金的期末余额	202	218	182	184
企业自由现金流	62	2	(151)	45
权益自由现金流	12	12	(15)	2

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.37	0.21	0.33	0.65
每股红利	0.00	0.00	0.03	0.06
每股净资产	2.53	2.74	3.04	3.62
ROIC	15%	7%	10%	16%
ROE	15%	8%	11%	18%
毛利率	35%	28%	32%	39%
EBIT Margin	22%	14%	18%	25%
EBITDA Margin	26%	18%	23%	29%
收入增长	8%	-18%	24%	42%
净利润增长率	12%	-42%	55%	95%
资产负债率	28%	27%	34%	31%
息率	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%
P/E	34.3	58.7	38.0	19.5
P/B	5.0	4.6	4.1	3.5
EV/EBITDA	25.1	44.5	29.5	16.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-60933162	高 健	0755-82130678
				郑 武	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
		陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良		程 峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021-60875176 13482495069		
		江智俊	021-60875175 15221772073		
		孔华强	021-60875170 13681669123		