

刘荣
0755-82943203
liur@cmschina.com.cn

2010年3月9日

龙溪股份(600592.SH)/12.18 元

四个层面探索投资机会

投资评级: **审慎推荐-B**

评级调整: 首次

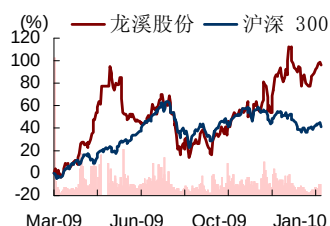
目标估值: 15 元

基础数据

总股本(万股)	30000
流通股本(万股)	30000
总市值(亿元)	37
流通市值(亿元)	37
52周股价	6.2-13.4 元

股价表现

%	1m	6m	12
绝对表现	5	58	110
相对表现	4	53	67



相关报告

本文尝试从四个层面探索龙溪股份投资机会: 第一个层面, 公司主营业务面临转机, 关节轴承出口快速恢复, 两个主要的子公司面临搬迁发展机遇; 第二个层面, 2011 年特种关节轴承项目投产将带来新的增长点; 第三个层面, 公司持有兴业证券股权隐含股权投资价值; 第四个层面, 存在股权转让和重组预期。

- **龙溪股份关节轴承的竞争力突出。**公司凭其在关节轴承细分领域丰富的产品系列、多品种小批量的生产模式组织能力、多年沉淀的专利与技术诀窍雄居关节轴承行业第一。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。正是由于稳固的行业竞争格局, 龙溪股份关节轴承的毛利率一直稳定在 40% 左右, 对公司的利润贡献高达 90% 左右。
- **2009 年国际需求萎缩对龙溪股份负面影响最大。**轴承业务占公司收入的比例接近 80%, 其中 55-60% 的关节轴承和 30% 的圆锥轴承出口国外。受金融危机的影响, 2009 年龙溪股份的业绩即开始加速下滑, 2009 年营业收入下降 25%, 净利润下降 32.8%, 三季度公司毛利率跌到最低仅 25%。
- **伴随国内需求持续强劲和出口回暖, 预计龙溪股份 2010 年将出现恢复性增长。**受益“四万亿”投资, 预计 2009 年公司国内销售增长 20% 左右, 2010 年一季度内需仍维持旺盛, 出口销售已恢复到 2008 年的 70%。从四季度开始公司盈利出现明显改善, 每股收益达到 0.09 元, 达到 2008 年的盈利水平。
- **特种关节轴承技术改造项目预计今年完成基建, 明年可以投产。**此项目主要是扩大新产品产能、扩建实验中心, 项目总投资 2.3 亿元, 其中自筹资金 7000 万元, 贷款近 1.7 亿元。2008 年公司特种关节轴承销售额为 1 亿元左右, 其中对军工行业、轨道交通行业、建筑路桥行业、大型工程机械、重卡、水利水电冶金领域实现销售额达到 870 万元、750 万元、1560 万元、1800 万元、3100 万元、1730 万元。根据公司可行性报告的预期, 2011 年项目投产后最大可以达到 3.5 亿元的销售规模。关节轴承属于轴承行业的细分市场, 目前国内关节轴承需求规模不大在 8 亿元左右, 由于其在新应用领域扩展和技改项目逐步达产, 我们预测未来两年公司关节轴承销量增长有望达到 40%。
- **非关节轴承业务受金融危机冲击较大, 盈利情况下滑, 但面临搬迁机遇。**主要的子公司福建省永轴公司和三明齿轮箱由于市场竞争格局的变化需求大幅下降, 例如三明齿轮箱以前主要为厦工和龙工配套变速成箱, 但是由于目前主机制造企业战略调整, 延长产业链完善零部件配套能力, 三明齿轮箱因此受到冲击。但是, 永轴和三明均在 2010 年搬迁并扩产, 各自获得土地收储和搬迁补偿费合计 1 亿元。

- **股价隐含长期股权投资价值：**龙溪股份目前持有兴业证券 1.57% 的股权，长期股权投资账面价值为 3518 万元，每股的成本价在 1.1 左右。2009 年兴业证券净利润 12.67 亿，净资产 50.5 亿元，股本 19.37 亿元。由于兴业证券正在准备上市，根据媒体报道发行 2.63 亿股，按照 2009 年 30 倍 PE 估算兴业证券上市后的总市值在 370 亿左右，这样龙溪股份持有上市后的兴业证券股权比例为 1.39%，股权价值约为 5 亿元，折合为每股为 1.7 元左右。
- **存在再融资或股权转让的可能性，重组预期赋予高估值。**公司曾公告对中航投资控股有限公司非公开定向增发 3000 万股，增发价格在 8 元左右，增发后股权比例在 9% 左右。而后公司又中止了该方案，但随即公布的《关于特种轴承技改项目可行性研究报告的议案》却加强了与中航进一步合作的预期，树欲静而风不止。
- **投资评级：审慎推荐-B。**不考虑兴业证券的投资收益，预计龙溪股份 2009-2011 年每股收益为 0.24 元、0.34 元、0.5 元，2010、11 年动态 PE 为 36、25 倍，考虑到上述的四个层面的理由，我们首次给予审慎推荐的评级。

表 1：龙溪轴承收入及盈利假设表

百万元	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	457.1	517.2	577.5	624.6	465.5	621.7	859.8
轴承产品	331.7	356.7	422.5	470.9	339.0	474.6	688.2
齿轮与变速箱	85.3	120.0	113.7	118.2	91.4	109.6	131.6
汽车配件	40.7	25.7	30.4	13.8	15.1	17.4	20.0
营业利润率	37.6%	37.6%	35.2%	34.8%	28.4%	31.0%	32.4%
轴承产品	41.9%	44.6%	41.6%	39.8%	32.0%	35.0%	36.0%
齿轮与变速箱	30.1%	23.7%	19.5%	14.9%	16.0%	16.0%	16.0%
汽车配件	18.0%	6.7%	4.1%	4.2%	6.0%	7.0%	8.0%
收入构成							
轴承产品	72.6%	69.0%	73.1%	75.4%	72.8%	76.3%	80.0%
齿轮与变速箱	18.6%	23.2%	19.7%	18.9%	20.5%	18.2%	15.7%
汽车配件	8.9%	5.0%	5.3%	2.2%	4.5%	3.7%	2.9%
增长率		13.1%	11.7%	8.2%	-25.5%	33.5%	38.3%
轴承产品		7.5%	18.4%	11.5%	-28.0%	40.0%	45.0%
齿轮与变速箱		40.8%	-5.2%	3.9%	-22.7%	20.0%	20.0%
汽车配件		-36.8%	18.0%	-54.7%	10.0%	15.0%	15.0%

数据来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	620	665	665	702	873
现金	188	202	316	258	273
交易性投资	0	0	0	1	2
应收票据	79	53	37	50	69
应收款项	112	112	80	106	147
其它应收款	5	4	2	3	4
存货	189	257	195	241	319
其他	47	38	34	44	59
非流动资产	397	382	371	435	419
长期股权投资	39	39	39	100	100
固定资产	215	229	302	308	298
无形资产	27	27	25	22	20
其他	116	87	6	6	0
资产总计	1016	1047	1036	1138	1292
流动负债	256	257	202	232	280
短期借款	45	79	80	80	80
应付账款	82	85	68	87	118
预收账款	7	5	5	7	9
其他	121	88	48	58	73
长期负债	16	8	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	8	0	0	0
负债合计	271	265	202	232	280
股本	150	300	300	300	300
资本公积金	319	153	153	153	153
留存收益	251	306	357	428	532
少数股东权益	25	24	25	26	27
母公司所有者权益	720	758	809	880	984
负债及权益合计	1016	1047	1036	1138	1292

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	50	106	150	55	62
净利润			73	101	149
折旧摊销			24	27	27
财务费用			1	1	1
投资收益			(12)	(10)	(10)
营运资金变动			67	(69)	(112)
其它			(4)	5	7
投资活动现金流	(75)	(59)	(20)	(92)	(11)
资本支出			(50)	(30)	(15)
其他投资			30	(62)	4
筹资活动现金流	(37)	(27)	(16)	(22)	(36)
借款变动			1	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(22)	(30)	(45)
其他			5	9	9
现金净增加额	(63)	20	114	(59)	15

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的免责条款

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	578	625	466	622	860
营业成本	374	407	342	437	589
营业税金及附加	6	6	5	6	9
营业费用	21	24	19	24	31
管理费用	48	52	40	52	71
财务费用	1	5	1	1	1
资产减值损失	2	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	1	12	10	10
营业利润	130	127	71	112	169
营业外收入	7	6	16	8	8
营业外支出	1	1	1	0	0
利润总额	137	132	86	120	177
所得税	37	21	13	18	27
净利润	100	111	73	102	150
少数股东损益	2	1	1	1	2
母公司所有者净利润	98	110	73	101	149
EPS (元)	0.66	0.37	0.24	0.34	0.50

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	12%	8%	-25%	34%	38%
营业利润	21%	-2%	-44%	58%	50%
净利润	24%	12%	-34%	39%	47%
获利能力					
毛利率	35.2%	34.8%	26.6%	29.7%	31.5%
净利率	17.0%	17.6%	15.6%	16.3%	17.3%
ROE	13.6%	14.5%	9.0%	11.5%	15.1%
ROIC	12.2%	12.9%	6.8%	9.8%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	25.3%	19.5%	20.4%	21.7%
净负债比率	4.4%	7.5%	7.7%	7.0%	6.2%
流动比率	2.4	2.6	3.3	3.0	3.1
速动比率	1.7	1.6	2.3	2.0	2.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.4	0.5	0.7
存货周转率	2.1	1.8	1.5	2.0	2.1
应收帐款周转率	5.4	5.6	4.9	6.7	6.8
应付帐款周转率	5.1	4.9	4.5	5.6	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.66	0.37	0.24	0.34	0.50
每股经营现金	0.33	0.35	0.50	0.18	0.21
每股净资产	4.80	2.53	2.70	2.93	3.28
每股股利	0.37	0.10	0.07	0.10	0.15
估值比率					
PE	18.6	33.2	50.3	36.1	24.5
PB	2.5	4.8	4.5	4.2	3.7
EV/EBITDA	11.7	11.3	18.3	12.6	9.0

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2007 年第二名，2008 年第五名，2009 年第一名；2009 年水晶球机械行业最佳分析师第一名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。