

出口迅速恢复，内需增长强劲

研究结论

- 2009 年将是公司近 5 年来最艰难的一年。公司是典型的外向型企业，出口占营业收入比例较高，2007 年达到 64.01% 的历史最高，受金融危机影响，2008 年下降到 34.21，2009 年中期下降到 18.38%。虽然有内需增长拉动，但还是难以拟补出口的大幅下滑，2009 年是公司近五年来最艰难的一年。伴随着世界经济的复苏，2010 年开始公司将步入下一个高速增长期。
- 关节轴承业务内需增长强劲，出口迅速恢复。公司是国内唯一专业生产关节轴承的企业，小行业大公司，将长期享受行业的超额收益。2009 年，在国家四万亿投资拉动下，工程机械行业销售产值同比增长 24.9%。进入 2010 年，投资拉动滞后效应和基数较低等因素影响，1—2 月增速高达 54.43%。受此拉动，公司的关节轴承业务内需增长强劲。2009 年，受金融危机影响出口业务受到较大冲击，进入 2010 年以后，伴随着全球经济的复苏，公司出口业务迅速恢复，增速在 30% 以上。我们预计未来三年公司的关节轴承业务有望持续保持 30% 的高增长水平。
- 永安轴承受下游汽车行业拉动实现高增长。公司控股 88.29% 的永安轴承已经实现向汽车轴承等高端产品的成功转型。在国家刺激内需政策拉动下，2009 年我国汽车行业销售产值同比增长 25.54%，2010 年 1—2 月同比增长 83.45%。在此拉动下，我们预计未来三年永安轴承有望实现 20% 以上的高增长。
- 军工等业务未来的想象空间巨大。公司承揽了大部分航天、航空等军工所需相关关节轴承产品及材料的研制开发，在我国大飞机、直升飞机等军工大发展的背景下，公司相关军工业务未来增长空间巨大。同时，公司的关节轴承产品在核电、风电、铁路装备、重型卡车等领域也具有广阔的拓展空间。
- 催化剂和风险因素：国内、国际宏观经济波动影响的不确定性是公司面临的主要风险因素。出口恢复超预期和关节轴承产品在军工等新领域的拓展取得重大突破是公司股价的重要催化剂。内需的强劲增长和出口的迅速恢复是公司高增长的主要驱动因素，我们预计公司未来三年的净利润复合增长率为 49.52%。
- 估值与投资评级：我们上调公司的盈利预测，给予公司股价 0.8 倍 PEG 和 39.62 倍 PE 的估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的股价是 17.88 元，目前股价低估，上调投资评级至买入。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业资深分析师

8621-50366888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

股价 (2010 年 3 月 31 日) 12.11 元

目标价格 (6 个月) 17.88 元

总股本/A 股 (万股) 30000/30000

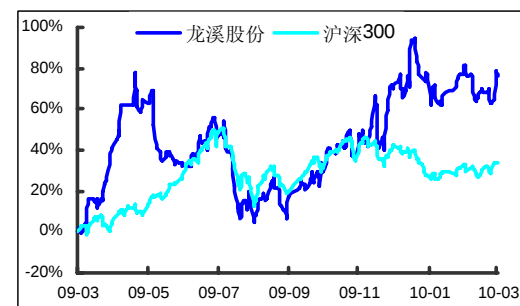
A 股市值 (百万元) 3633.00

国家/地区 中国

行业 轴承制造业

报告日期 2010 年 4 月 1 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(0.49)	2.37	76.07
相对表现 (%)	1.72	(7.57)	30.20

资料来源：WIND

财务分析				
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	624.62	469.80	626.31	809.03
税前利润	132.26	89.38	160.78	221.43
归属母公司净利润	110.06	75.26	135.38	186.45
EBITDA	161.75	103.17	175.15	234.36
每股收益(元)	0.37	0.25	0.45	0.62
净资产收益率	14.19%	9.17%	14.50%	17.34%
每股经营现金(元)	0.35	0.41	0.37	0.53
市盈率(X)	13.52	47.16	26.84	19.49
EV/EBITDA	8.44	32.50	19.23	13.94

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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)					
	2008	2009E	2010E	2011E	2012E		2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入	624.62	469.80	626.31	809.03	1036.8	税后利润	110.0	75.26	135.3	186.4	251.5
营业成本	407.14	322.69	396.11	506.15	643.02	经常性现金支出	36.38	31.20	34.83	37.07	40.20
主营业务税金及	5.64	4.45	5.90	7.58	9.75	非经常性现金支	2.34	(7.34)	(9.21)	(11.44)	(14.18)
销售费用	23.81	17.30	23.26	30.10	38.49	营运资金变动	(43.83)	23.42	(51.27)	(53.63)	(88.56)
管理费用	51.75	46.98	53.24	60.68	67.40	少数股东损益	0.99	0.72	1.29	1.77	2.39
财务费用	4.89	2.60	1.27	0.11	(1.29)	经营活动现金净	105.9	123.25	111.0	160.2	191.4
营业利润	131.40	75.77	146.53	204.42	279.51	资本开支	57.97	45.97	45.61	45.17	24.72
非经常性损益	0.86	13.60	14.25	17.02	19.26	其他投资	0.18	(0.25)	(0.25)	(0.25)	(0.25)
税前利润	132.26	89.38	160.78	221.43	298.77	投资活动现金净	(59.25)	(35.45)	(32.95)	(29.92)	(6.37)
所得税	21.21	13.41	24.12	33.22	44.82	贷款增加	33.94	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	111.05	75.97	136.67	188.22	253.96	支付股利利息	(59.96)	(14.53)	(4.43)	(25.83)	(49.17)
少数股东损益	0.99	0.72	1.29	1.77	2.39	其他融资	31.58	(0.09)	(3.81)	(3.80)	(4.01)
归属母公司净利	110.06	75.26	135.38	186.45	251.57	筹资活动现金净	(28.38)	(14.62)	(8.24)	(29.63)	(53.17)
EPS (元/股)	0.37	0.25	0.45	0.62	0.84	现金净流量	18.31	73.18	69.83	100.6	131.8
						现金期初余额	188.4	206.74	279.9	349.7	450.4
						现金期末余额	206.7	279.92	349.7	450.4	582.2
资产负债表 (人民币百万元)						比率分析					
	2008	2009E	2010E	2011E	2012E		2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	201.72	274.89	344.73	445.39	577.27	增长能力					
应收账款票据	168.09	163.71	203.24	239.63	300.84	营收增长率(%)	8.15%	-24.79	33.32	29.17	28.16
存货	257.44	219.92	256.63	310.33	385.66	EBITDA 增长率	7.76%	-36.22	69.77	33.81	32.40
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	6.06%	-42.49	88.57	38.38	36.03
流动资产合计	665.06	692.49	845.99	1046.8	1329.1	净利润增长率	11.12	-31.59	79.89	37.72	34.93
长期投资	38.82	38.82	38.82	38.82	38.82	盈利能力					
固定资产	228.92	240.01	257.52	273.03	285.95	毛利率(%)	34.82	31.31	36.75	37.44	37.99
在建工程	44.01	54.40	55.44	55.54	35.55	净利率(%)	17.78	16.17	21.82	23.26	24.49
可供出售金融资	9.73	9.73	9.73	9.73	9.73	EBITDA 利润率	25.90	21.96	27.96	28.97	29.92
非流动资产合计	382.27	399.17	417.09	432.00	424.22	ROA(%)	10.60	6.96%	10.82	12.73	14.48
资产总计	1047.3	1091.6	1263.0	1478.8	1753.3	ROE(%)	14.19	9.17%	14.50	17.34	19.99
循环借款	79.06	79.06	79.06	79.06	79.06	ROIC(%)	15.37	8.49%	14.29	17.64	21.31
应付账款	127.38	99.39	123.95	155.94	196.33	偿债能力					
预收账款	5.21	4.47	5.97	7.55	9.78	资产负债率(%)	25.30	24.12	25.39	26.60	27.53
其他应交款	5.59	7.45	11.51	14.92	20.75	流动比率(倍)	2.59	2.71	2.70	2.72	2.80
流动负债合计	257.02	255.37	312.82	385.46	474.80	速动比率(倍)	1.44	1.72	1.75	1.78	1.85
非流动负债合计	7.92	7.92	7.92	7.92	7.92	价值评估					
负债合计	264.94	263.29	320.74	393.38	482.72	P/B(倍)	1.96	4.42	3.96	3.43	2.93
股本	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00	P/E(倍)	13.52	47.16	26.84	19.49	14.44
资本公积	152.50	167.55	194.63	231.92	282.23	EV/收入(倍)	2.19	7.14	5.38	4.04	3.02
未分配利润	216.07	242.51	321.36	416.05	535.97	EV/EBITDA(倍)	8.44	32.50	19.23	13.94	10.10
股东权益	782.40	828.37	942.35	1085.4	1270.6	EV/EBIT(倍)	10.02	42.78	22.78	15.97	11.27
负债和股东权益	1047.3	1091.6	1263.0	1478.8	1753.3						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn