

2010-05-24

机械/零部件类

公司研究 / 深度研究

龙溪股份 (600592)

不仅仅是特种关节轴承的增长

买入/ 首次评级

股价: RMB9.51

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

联系人

吴凯

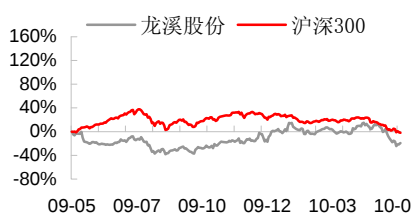
+755-82080067 wukaijs@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	300
流通 A 股(百万股)	300
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	2817

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 关节轴承行业龙头:** 公司关节轴承毛利率高达 47~48%，其中国内市场占有率为 65~70%，国际市场占有率为 13%，是我国最大的关节轴承制造商和出口商。公司是关节轴承国家标准和行业标准的制定者，在行业处于领跑地位。
- 下游整机性能提升拉动需求增长:** 随着新能源、轨道交通、重载汽车、钢屋架结构、航空航天等领域对整机性能要求的提升，关节轴承使用比例在不断提高，从而拉动了关节轴承的需求。我国高端关节轴承每年有近 10 亿元的进口需求，这为国内产品的进口替代提供了广阔的空间。
- 业绩快速提升:** 特种关节轴承项目将在 11 年达产，达产后每年将新增税后利润 1.12 亿元，每股增厚 0.37 元。今年有望释放部分产能，公司业绩将进入快速增长阶段。
- 有资本运作预期:** 漳州市国资委将机电投资公司 31.39% 的股权划转给片仔癀集团，片仔癀集团占公司股权比例达到了 40.41%，成为公司第一大股东。由于漳州市国资委做大做强龙溪股份的意愿强烈，并有引进战略投资者的意愿，因此，此次股权划转可能是漳州市国资委对公司未来进行一系列资本运作的前奏。此次股权划转后，大股东股权集中度进一步提高，有利于漳州市国资委后续的一系列运作。
- 中航整合哈轴对公司主营影响不明显:** 一方面，龙溪同哈轴产品不同，因此两者不存在竞争；另一方面，如果哈轴进入关节轴承领域，将面临市场及技术壁垒。
- 长期股权价值:** 公司现持有兴业证券 3051 万股股权，根据报道，兴业证券 IPO 将发行股份 2.63 亿股，以兴业证券 09 年 11.45 亿元和当前券商板块 18.5 倍市盈率计算，公司所持股权价值为亿元 2.96，折每股 0.99 元。
- 盈利预测与估值:** 我们预测 2010~2012 年公司 EPS 分别为 0.38、0.57 和 0.76 元，未来三年复合增长率为 47%。DCF 估值显示公司的内在价值为 14.11 元，首次给予“买入”评级。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	460.8	160.3	585.2	772.5	970.2
(+/-%)	-26.2	59.5	27.0	32.0	25.6
归属母公司净利润(百万元)	72.3	22.4	114.3	172.4	227.8
(+/-%)	-34.3	36.8	58.1	50.8	32.1
EPS(元)	0.24	0.07	0.38	0.57	0.76
P/E(倍)	38.9	126.0	25.0	16.7	12.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目录

细分行业龙头	3
特种关节轴承大有可为	3
下游整机性能提升及进口替代拉动需求	3
新能源领域	4
轨道交通领域	5
大型特种工程机械及重卡	6
国际市场分析	7
齿轮及变速箱业务	8
09 年系非正常年份，10 年逐步恢复	8
未来仍有一定成长	9
竞争优势	10
盈利预测与估值	10
关节轴承是主要利润来源	10
盈利预测	11
估值	13
风险提示	14

细分行业龙头

公司主要从事关节轴承和滚子轴承的生产和销售。轴承是一种固定机件，广泛应用于各种机械设备当中，当其他机件在轴上彼此产生相对运动时，用来保持轴的中心位置，并控制该运动。

轴承一般分为滚动轴承和滑动轴承，滚动轴承具有摩擦阻力和功率消耗小、机械效率高优点，但所承受的负荷能力较小。滑动轴承具有承载能力高、寿命长、适用于高速运动等特点，但具有摩擦阻力大、设计维护费用高的缺点。公司所产关节轴承属于滑动轴承，AG、圆锥轴承属于滚动轴承。

表 1、滚动轴承和滑动轴承比较

	滚动轴承	滑动轴承
优点	1、摩擦阻力小，效率高；2、已实现标准化、系列化、通用化，适于大批量生产；3、运转精度高；4、便于维护	1、能承受冲击、震动载荷；2、能在能力大，可用于重载场合；3、寿命长，适于高速运转；
缺点	1、承受负荷能力比同体积的滑动轴承小；2、震动、噪声较大；3、对金属屑等异物特别敏感，容易引起损坏	1、摩擦大，磨损严重；2、设计、制造、维护费用较高

数据来源：华泰联合证券研究所

关节轴承因具有承受重载、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。

关节轴承是轴承行业中的一个细分子行业，目前我国关节轴承行业市场规模大约 16 亿元，其中国内企业销售额大约在 6 亿元，龙溪占据了 60~70% 的份额，处于垄断地位。国内其他关节轴承企业主要集中在江浙一带，但规模很小，产品也仅限于低端领域和维修。公司在国际市场上还有 13% 的占有率，目前是我国最大的关节轴承制造商和出口商。

国内高端关节轴承市场年需求在 10 亿元左右，主要由瑞典的 SKF 等少数几家国外企业占领，国内企业市场份额较小。

特种关节轴承大有可为

下游整机性能提升及进口替代拉动需求

早期关节轴承主要用在军工、重载汽车等领域，但经过多年的推广，在新能源（风电、核电）、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

种工程机械等领域取得了较大进展。上述领域关节轴承应用量的提升，主要原因是随着对整机性能要求的提高，关节轴承使用比例在不断提升。

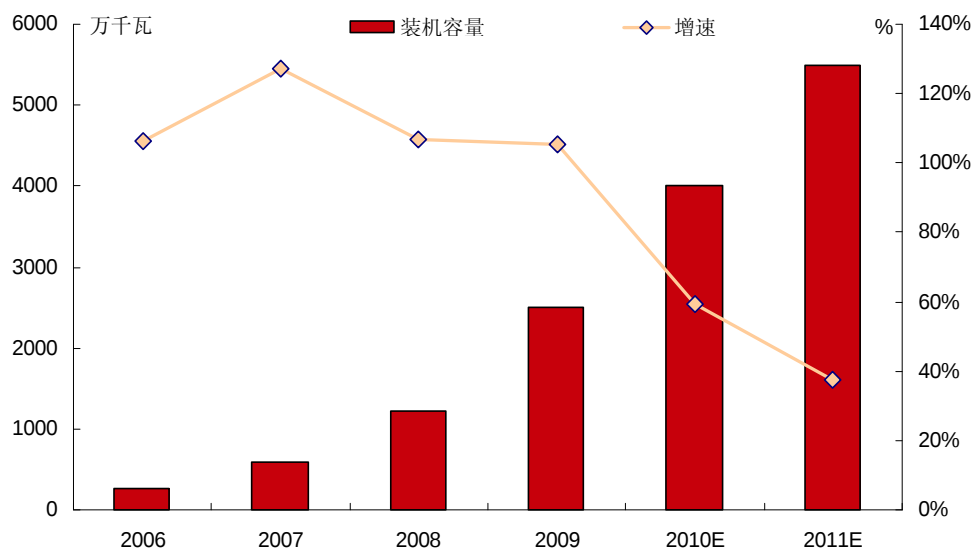
我国经济正处于产业升级和结构调整阶段，新能源、高速铁路、大型特种工程机械、重型载重机械等新兴、高技术含量行业已被国家确定为重点发展领域，这些领域的发展将给我国高端关节轴承行业带来新的发展机遇。

高端关节轴承年 10 亿元进口额，也为国内企业进口替代提供了空间广阔。龙溪产品性能与国外产品已处于同一水平，且产品价格是国外企业同类产品的 50~60%，具有很高的性价比，因此，未来有望在国内高端关节轴承市场取得更多的市场份额。目前制约公司产品进口替代的主要原因仍是下游应用企业心理上的担忧，我们认为，随着时间的推移，这一担忧将会逐步解除。

新能源领域

我国风能资源丰富，有开展风力发电的天然优势。最近几年，随着风电技术的提高，国家政策的出台，我国风力发电展现出强劲的增长势头。2009 年全球风电装机总量增长 31%，中国风电装机容量从 08 年的 1221 万千瓦增加到 2510 万千瓦，连续数年实现 100% 增长。根据测算，未来几年内我国风电新增装机容量仍将以每年 1000~1500 万千瓦的速度增长，虽然增速有所放缓，但仍保持在 35% 以上。

图 1、我国风电装机容量及其增速（万千瓦，%）



数据来源：风能理事会，华泰联合证券研究所

核电是我国能源战略中的重要组成部分，截止目前，我国核电装机仅为 906.8 万千瓦，核发电量占比仅为 2.2%。根据国家能源局、发改委规划，到 2020 年核电占电力总装机的比例将达到 5%，总装机将提高到 7000 万千瓦左右。

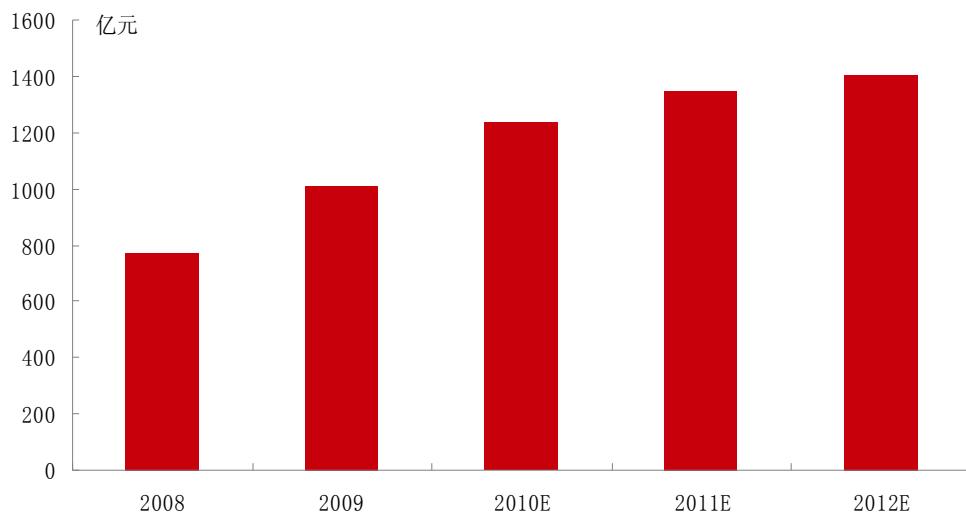
2008 年，我国新能源领域特种关节轴承市场需求为 600 万元/0.7 万套，如果风电、核电等新能源产业按照上述发展速度，到 2011 年，新能源领域特种轴承的市场需求将达到 3200 万元/3.7 万套，增速超过 400%。

轨道交通领域

未来 3~5 年，我国轨道交通领域的增长将主要来自于高速客运专线建设、城市轨道交通建设、以及电气化率和复线化率的提高，而这些行业也是特种关节轴承应用最为广泛的领域之一。

按 2008 年底，铁道部公布的“未来四年计划共安排机车车辆购置投资约 5000 亿元”规划，以及 09 和 10 年已经公布数据，11~12 年铁路设备购置费用仍将维持在 1300~1400 亿元的水平。

图 2、铁路行业设备购置金额（亿元）



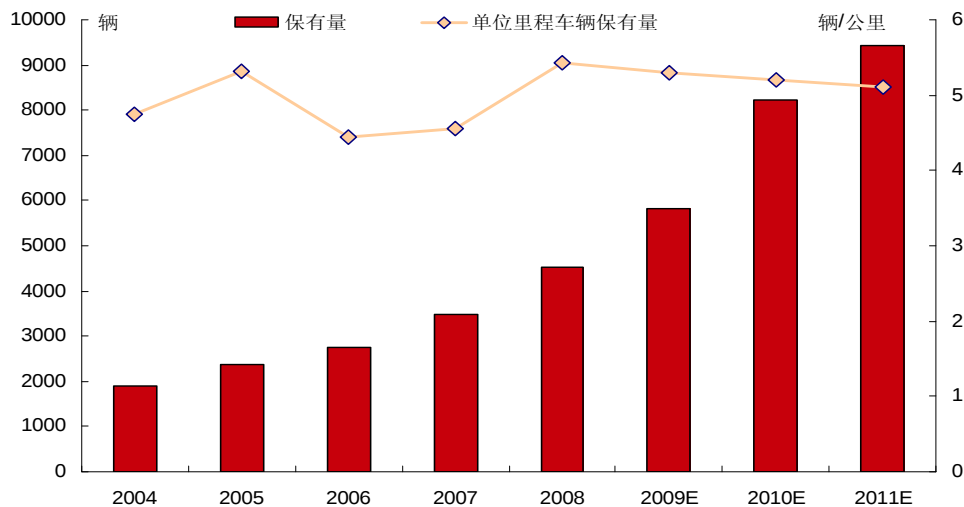
数据来源：铁道部，华泰联合证券研究所整理

城轨地铁是解决城市化带来的交通问题的最佳手段。到 2008 年底，我国仅有 10 个城市、835 公里城轨地铁运营里程。但截止到目前，全国已有 19 个城市的轨道交通线网规划得到国家批准，总投资超过 8000 亿元，规划建设轨道交通网络的城市总数达到 28 个。根据统计，到 2011 年我国城市轨道交通线路总长将达到 1848 公里。

2008 年我国城轨地铁单位里程车辆保有量为 5.4，按照上述水平以及 2009~2011 我国城轨地铁建设里程，我们预测 2011 年我国城轨地铁车辆的保有量将达到 9800 辆，是 2008 年的 2.16 倍。

2008 年，我国轨道交通领域特种关节轴承市场需求为 1000 万元/5.5 万套，如果轨道交通行业按照上述发展速度，到 2011 年，轨道交通领域特种轴承的市场需求将达到 3500 万元/19 万套，增速超过 250%。

图 3、我国城轨地铁保有量预测



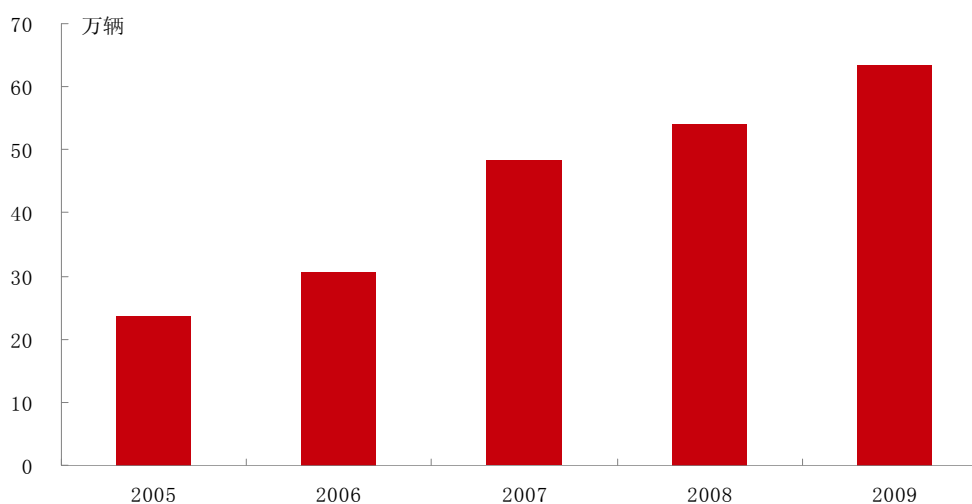
数据来源：国家统计局，铁道部，华泰联合证券研究所

大型特种工程机械及重卡

30 吨以上大型液压挖掘机、400 马力以上大型推土机、100 吨以上新型汽车起重机和越野性能好的轮式起重机等大型特种工程机械属我国工程机械行业重点发展品种。08 年该领域特种轴承的需求为 2600 万元/15 万套，预计到 2011 年将达到 7800 万元/45.5 万套，增速超过 200%。

2008 年我国重卡领域特种关节轴承的应用量是 5100 万套/62.5 万元，随着对整机性能要求的提高，特种关节轴承在重卡领域的应用将不断提升。预计到 2011 年该领域的需求将达到 24000 万元/320 万套，增速超过 370%。

图 4、我国重卡销量（万辆）



数据来源：汽车工业协会，华泰联合证券研究所

根据上述分析，我们预测到 2011 年，我国特种关节轴承市场需求将达到 5.38 亿元，以当前公司市场占有率 65~70% 的下限计算，保守估计公司的销售额将达到 3.52 亿元，是 2008 年的 3.5 倍。

表 2、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		2011E	
	市场需求	龙轴销量	市场需求	龙轴销量
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
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	24000/320	13800/165.0
水利水电及冶金矿山	2900/8.4	1735/5.0	5900/17.0	3600/10.4
合计	15460/106.8	10170/86.8	53800/438.8	35170/250.3

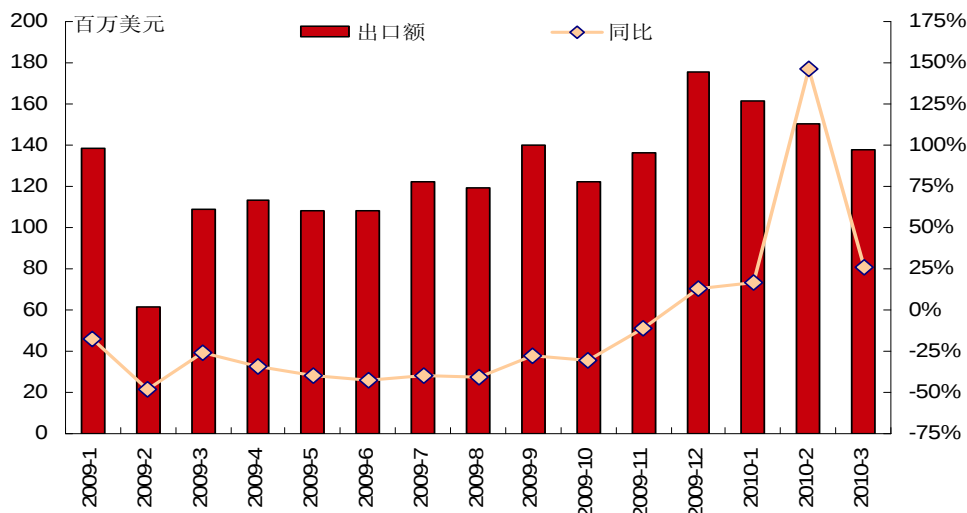
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

国际市场分析

在国际市场上，公司关节轴承出口已有二十多年历史，已拥有一席之地。在全球金融危机的背景下，各个高端的主机生产商为缓解成本压力，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，基于公司产品在国际关节轴承市场已有的品牌地位和影响力，将有更多原采用其他品牌轴承的主机客户转向性价比更高的公司产品。

从近期轴承行业出口情况看，出口正在逐步好转。从 09 年 12 月开始，轴承行业出口同比增速不断回升。10 年 2 月份同比增速较高主要是基数因素导致。

图 5、轴承行业出口额及增速（百万美元，%）



数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

到 2011 年，国际市场对特种关节轴承需求量约 2 亿多美元，龙溪股份预计能在其中占到 1500-2000 万美元，到 2011 年公司特种关节轴承出口额将达到 1.34 亿元，较 08 年增长 458%。

表 3、公司特种关节轴承出口预测（万元，万套）

2008 年	2011 年新增	2011 年总计
2400/20.0	11000/82.5	13400/102.5

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

综上所述，2010 年公司国内外特种关节轴承的总销售额将达到 4.86 亿元，较 2008 年增长 286%。

表 4、公司特种关节轴承销量预测（万元，万套）

2008		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
10170/86.8	2400/20	25000/163.5	11000/82.5	35170/250.3	13400/102.5
国内外合计 12570/106.8		国内外合计 36000/246		国内外合计 48570/352.8	

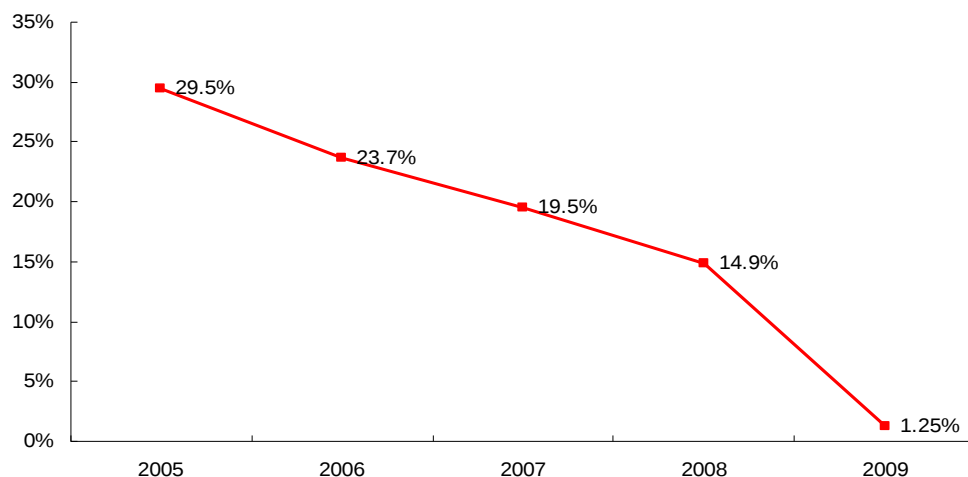
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

齿轮及变速箱业务

09 年系非正常年份，10 年逐步恢复

公司拥有年产 ZL40/50 装载机变速箱总成 6000 台套、年产 ZL40/50 装载机变速箱齿轮零件 28000 台套、年产 ZL40/50 装载机桥齿轮及半轴 18000 台套、铣床齿轮约 300 台套的生产能力。

图 6、公司齿轮及变速箱毛利率（%）



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

但与国内先进企业相比，公司还存在产品市场过于单一，生产规模小、大部分产品处于中低端，附加值低、技术开发能力较弱、试验检测手段不全等制约企业发展的不利因素，部分工艺装备水平达不到要求，抵御市场风险的能力不强，在激烈的市场竞争中，产品利润率不断走低。

2009 年齿轮及变速箱业务毛利率大幅降低至 1.25%，属于非正常年份。主要原因是，此前该类产品客户较为单一，主要局限在厦工、龙工等几个客户。但从 09 年开始厦工、龙工等企业开始生产变速箱，导致公司产品产量下降很厉害，因此去年齿轮及变速箱毛利率较低。同时，08 年的高价钢材在 09 年才消化完毕，拉高了成本。

10 年公司将加大在齿轮方面的市场开拓，目前，已在省外建立了新的客户。如山东的临工，以及广西柳工等。我们认为，随着新客户的开拓，10 年公司齿轮及变速箱业务将逐步恢复，但销售收入及毛利率恢复至 08 年水平仍有一定困难。

未来仍有一定成长

我国齿轮行业市场总规模和产销额每年以 100 亿元以上的速度增长，市场总规模已经突破 1000 亿元大关，国内产销额达到 850 亿元，为抓住近年来齿轮市场需求持续增长的机遇、提升公司竞争力和持续发展能力、提高盈利水平，09 年公司董事会决定投资 1.6 亿元进行三明齿轮箱公司扩展高端机械产品齿轮加工产业化项目。

该项目建设周期为两年，建成后将年新增：高精度电液控制装载机变速箱总成 ZL50（含齿轮）5000 台套、系列驱动桥总成（含齿轮）5000 台套、ZL60 装载机高精度电液控制变速箱总成 1000 台套(总能力 2000 台套)和高端机械产品齿轮和出口齿轮 10 万件。

项目建成后公司每年将新增收入 2.02 亿元，税后净利润 1708 万元，增后每股收益约 0.06 元。

表 5、公司齿轮及变速箱项目概况

品种	单位	数量	不含税 单价/元	收入 /万元	成本 /万元	毛利	毛利率
电液控制装载机变速箱总成	台	3500	6880.3	5229.1	1651.3	6880.3	24.00%
电液控制装载机变速箱齿轮	台套	6500	1666.7	1311.7	355.0	1666.7	21.30%
驱动桥总成	台	3500	4487.2	3455.1	1032.1	4487.2	23.00%
驱动桥齿轮	台套	6500	794.4	633.2	161.3	794.4	20.30%
ZL60 装载机电液控制变速箱总成	台套	1000	2991.5	2264.5	726.9	2991.5	24.30%
平地机前后桥	台	300	1666.7	1270.0	396.7	1666.7	23.80%
客车、重卡汽车齿轮、高端机械产品齿轮和出口齿轮	件	100000	1663.3	1299.9	363.4	1663.3	21.85%
合计				20150.0	15463.4	4686.6	23.26%
新增利润	万元			2277.24			
税后利润	万元			1707.93			

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

竞争优势

公司关节轴承国内市场占有率为 65~70%，国际市场占有率为 13%，是我国最大的关节轴承制造商和出口商。

公司是关节轴承国家标准和行业标准的制定者，在行业处于领跑地位。全国唯一的关节轴承研究所、国家关节轴承检测实验室及博士后科研工作站等多个研究机构确保公司技术不断创新。

优异的产品质量。公司研制出的挤压织物型自润滑关节轴承达到美军标 AS81820 的动载荷 240 MPa，静载荷 480MPa 及使用温度范围 -54℃~+163℃的技术要求，采用 $pV = 4000N/mm^2 \cdot mm/s$ 的试验条件，经 25000 摆次磨损试验，满足美军标 AS81820 的 25000 次磨损 0.07mm 的要求。已小批应用于航空××机，可适用于航空行器的旋翼系统、操纵系统、起落架、方向舵、传动系统和航空发动机等关键部位。

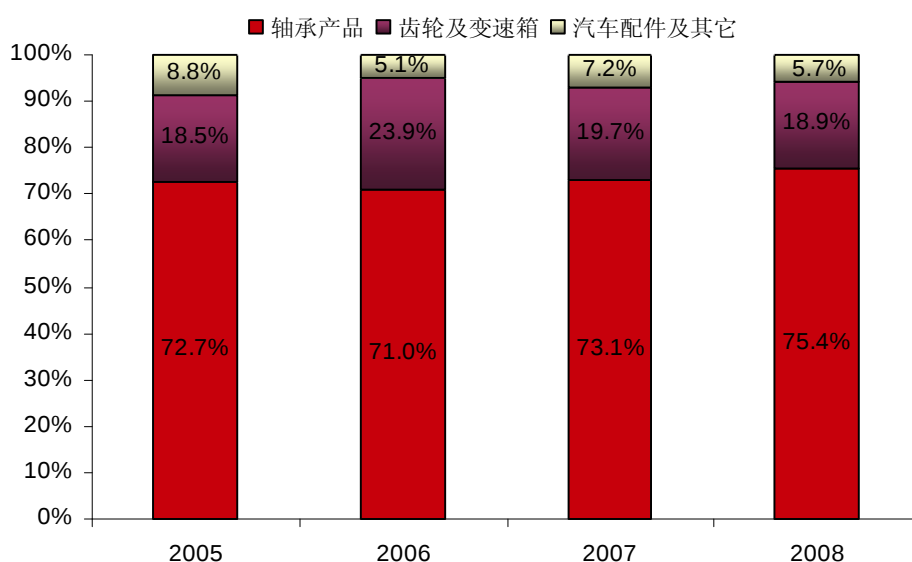
此外，产品也已广泛应用于载人航天工程、正负电子对撞机、磁悬浮列车、风力发电设备、青藏高原列车、高速列车、三峡水利等国家重点工程，并出口欧美等工业发达国家和地区。

盈利预测与估值

关节轴承是主要利润来源

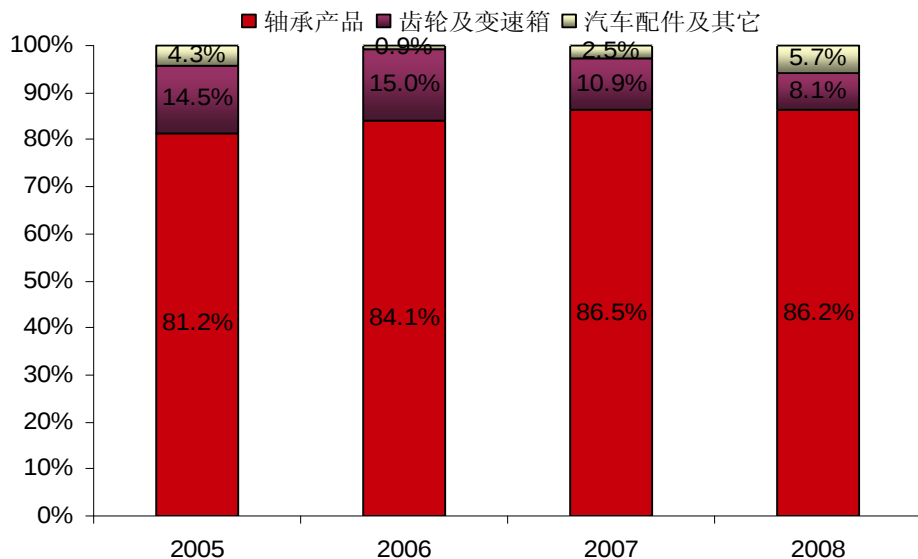
近几年轴承产品一直占据公司收入的 70%以上，毛利润的 80%以上，其中关节轴承又约占收入的 65%~70%。

图 7、近几年公司收入结构



数据来源：公司公告，华泰联合证券

图 8、近几年公司毛利润结构



数据来源：公司公告，华泰联合证券

盈利预测

为满足我国特种关节轴承快速增长的需求，公司在 09 年自筹资金 2.36 亿元用于特种关节轴承产能提升，该项目建设周期两年，2011 年将建成，建成后每年将新增特种关节轴承 240 万套，新增收入 3.6 亿元。目前该项目仍在逐步推进当中，10 年将会释放部分产能。

收入实现条件假设：

1：在 09 年收入的水平上，10~12 年公司特种轴承项目产能逐步释放，产能利用率分别为 20%、55%和 90%。

2：普通关节轴承和圆锥棍子轴承收入增长水平分别为 15%，与整个轴承行业 05~09 年平均增长水平相当。09 年增速降低主要是受金融危机影响，下游部分整机配套市场需求不振，同时 09 年行业出口降低了 30%。

3：10~12 年齿轮及变速箱业务随着新客户的开发实现 20%增长。10 年 1 季度齿轮及变速箱业务收入约 4 千多万，销售收入较去年增加 1744 万元，主要是因为 1 季度工程机械销售情况较好所致。随着固定资产投资增速的放缓，以及国家对房地产行业的调控，下半年公司齿轮及变速箱收入会出现一定下滑。

毛利率假设：

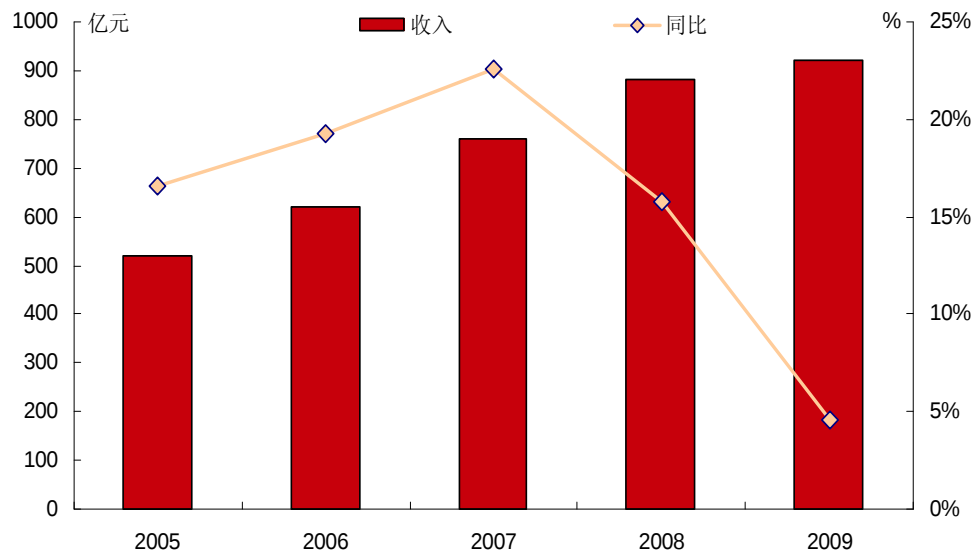
1：公司关节轴承毛利率一直维持在 47~48%的水平，特种关节轴承毛利率比普通关节轴承高 5%。

2：滚动轴承毛利率按照轴承行业 18~20%的水平计算。

3：09 年公司齿轮及变速箱业务 1.25%的毛利率远低于行业 18~20%的平均水平，主要是消化 08 年高价钢材以及产品销量大幅降低所致，属于非正常情况。我们认为，

随着公司新客户的开发，10 年会回到 10%左右的水平，11~12 年产品毛利率会逐步提升至约 18%的行业正常水平。

图 9、轴承行业收入及增速（亿元，%）



数据来源：轴承工业协会，华泰联合证券研究所

基于对下游需求的分析以及公司收入实现条件的假设，我们预测 10~12 年公司营业收入分别达到 5.73、7.59 和 9.57 亿元，同比分别增长 27.6%、38.9%和 26.0%。10~12 年公司营业成本分别为 3.75、4.79 和 5.92 亿元，对应年份综合毛利率分别为 34.4%、36.9%和 38.2%。10~12 年 EPS 分别为 0.37、0.57 和 0.76 元。

表 6、收入成本预测（百万元）

		2009	2010E	2011E	2012E
特种关节轴承	收入	139.44	211.44	337.44	463.44
	增长率	10%	52%	60%	37%
	成本	76.69	105.72	168.72	231.72
	毛利率	45.0%	50.0%	50.0%	50.0%
普通关节轴承	收入	108.89	125.22	144.00	165.60
	增长率	-39%	15%	15%	15%
	成本	65.33	68.87	79.20	91.08
	毛利率	40.0%	45.0%	45.0%	45.0%
AG 和圆锥滚子轴承	收入	112.83	129.75	149.21	171.59
	增长率	-32%	15%	15%	15%
	成本	95.56	106.39	122.35	140.71
	毛利率	15.3%	18.0%	18.0%	18.0%
齿轮和变速箱	收入	76.83	92.20	110.64	132.76
	增长率	-35%	20%	20%	20%
	成本	75.87	82.98	94.04	108.87
	毛利率	1.3%	10.0%	15.0%	18.0%
汽车配件	收入	7.43	9.66	12.56	16.32
	增长率	-46%	30%	30%	30%
	成本	6.97	9.27	12.06	15.67
	毛利率	6.2%	4.0%	4.0%	4.0%
其它	收入	3.27	4.25	5.52	7.18
	增长率	-85%	30%	30%	30%
	成本	1.80	2.12	2.76	3.59
	毛利率	45.0%	50.0%	50.0%	50.0%
总计	收入	448.67	572.51	759.36	956.89
	增长率	-28.2%	27.6%	38.9%	26.0%
	成本	322.22	375.36	479.13	591.63
	毛利率	28.2%	34.4%	36.9%	38.2%

数据来源：华泰联合证券研究所

估值

DCF 估值显示公司的内在价值为 14.11 元，合理价值区间在 13.32~15.02 元。

公司拥有兴业证券 3051 万股，占公司总股本的 1.58%。09 年兴业证券净利润 11.5 亿元，当前券商板块估值为 18.5 倍，以此计算，兴业证券上市后的总市值应该在 212.8 亿元。根据媒体报道，兴业证券 IPO 可能发行 2.63 亿股，上市后的总股本在 22 亿股，公司股权价值约 2.96 亿元，折合每股 0.99 元。

表 7、DCF 估值

WACC		股权价值（百万元）	
贝塔值	1.14	公司核心现值（EV）	2552.32
无风险利率	3.60%	企业总价值现值	2866.34
市场预期收益率	9.00%	企业权益价值现值	2745.00
股权资本成本	9.76%	公司核心评估价值	4039.19
债务成本	3.83%	公司评估总价值	4353.21
债务比率	3.82%	债务价值	97.56
永续增长率	3.00%	公司内在评估价值	4231.87
WACC	9.55%	每股内在价值（元）	14.11

数据来源：华泰联合证券研究所

表 8、DCF 敏感性分析

永续增长率			
WACC(%)	2.50%	3.00%	3.50%
9.55%	13.32	14.11	15.02

数据来源：华泰联合证券研究所

05~09 年我国轴承行业年平均增长率在 15~20%，但从 10 年开始，公司特种关节轴承项目产能将逐步释放，业绩也进入快速增长阶段，未来三年内公司净利润复合增长率达 47%，远高于轴承行业年均增长率，我认为应该给予一定的估值溢价。按照 11 年 24~25 倍 PE 计算，对应合理价位在 13.68~14.25。

表 9、行业同类公司估值比较

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE
轴研科技	25.90	0.37	0.53	0.67	70.00	48.87	38.66
襄阳轴承	7.17	0.04	0.10	0.12	179.25	71.70	59.75
天马股份	9.85	0.48	0.65	0.78	20.52	15.15	12.71
平均值					89.92	45.24	37.04
龙溪股份	9.15	0.24	0.38	0.57	38.13	24.08	16.05

数据来源：华泰联合证券研究所

综合 DCF 和 PE 估值，我们认为公司的核心价值为 14.11 元，合理价值区间为 13.68~14.25，首次“买入”评级。

风险提示

特种关节轴承需求不振，公司产能释放低于预期；原材料价格大幅上涨，但公司未能转移成本压力。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	723	795	1051	1322	营业收入	461	585	772	970
现金	232	254	331	423	营业成本	327	383	487	599
应收账款	124	150	204	260	营业税金及附加	4	5	7	9
其他应收款	4	8	10	13	营业费用	18	23	30	38
预付账款	47	47	61	76	管理费用	45	48	50	55
存货	241	254	333	411	财务费用	3	3	6	10
其他流动资产	76	80	113	139	资产减值损失	11	7	8	9
非流动资产	424	403	470	499	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	39	39	39	39	投资净收益	13	10	10	10
固定资产	247	270	327	351	营业利润	66	126	195	261
无形资产	56	56	56	56	营业外收入	19	11	12	12
其他非流动资产	82	38	48	53	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1147	1198	1521	1822	利润总额	83	137	207	273
流动负债	255	254	424	519	所得税	10	22	33	44
短期借款	98	90	229	287	净利润	73	115	174	229
应付账款	73	83	106	131	少数股东损益	0	1	1	2
其他流动负债	85	81	90	102	归属母公司净利润	72	114	172	228
非流动负债	63	0	0	0	EBITDA	96	155	234	311
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.24	0.38	0.57	0.76
其他非流动负债	63	0	0	0					
负债合计	318	254	424	519	主要财务比率				
少数股东权益	24	25	26	27	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	300	300	300	300	成长能力				
资本公积	157	157	157	157	营业收入	-26.2%	27.0%	32.0%	25.6%
留存收益	348	463	614	818	营业利润	-48.4%	91.9%	54.3%	33.9%
归属母公司股东权益	805	920	1071	1275	归属于母公司净利润	-34.3%	58.1%	50.8%	32.1%
负债和股东权益	1147	1198	1521	1822	获利能力				
					毛利率 (%)	29.1%	34.6%	37.0%	38.2%
					净利率 (%)	15.7%	19.5%	22.3%	23.5%
					ROE (%)	9.0%	12.4%	16.1%	17.9%
					ROIC (%)	9.8%	14.7%	17.7%	20.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	27.7%	21.2%	27.9%	28.5%
					净负债比率 (%)	30.69%	35.44%	53.87%	55.18%
					流动比率	2.83	3.13	2.48	2.55
					速动比率	1.89	2.13	1.69	1.75
					营运能力				
					总资产周转率	0.42	0.50	0.57	0.58
					应收账款周转率	3	4	4	4
					应付账款周转率	4.15	4.92	5.15	5.07
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.24	0.38	0.57	0.76
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.34	0.10	0.18	0.43
					每股净资产 (最新摊薄)	2.68	3.07	3.57	4.25
					估值比率				
					P/E	44.72	28.29	18.76	14.20
					P/B	4.02	3.52	3.02	2.54
					EV/EBITDA	32	20	13	10

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com