

暂无评级

轴研科技 002046.SZ

当前股价: 12.4 元

2016 年 11 月 16 日

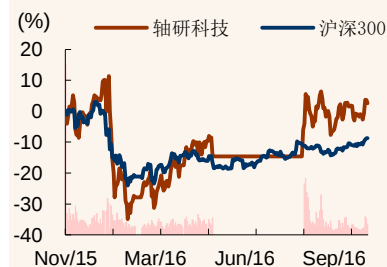
高端轴承研发基地，打造国机集团精工业务平台

基础数据

上证综指	3207
总股本 (万股)	35361
已上市流通股 (万股)	34057
总市值 (亿元)	44
流通市值 (亿元)	42
每股净资产 (MRQ)	3.7
ROE (TTM)	-14.7
资产负债率	40.4%
主要股东	中国机械工业集团
主要股东持股比例	43.25%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	20	8
相对表现	-3	8	16



资料来源: 贝格数据、招商证券

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

刘旭

liuxu2@cmschina.com.cn
S1090516090004

事件:

轴研科技于 2005 年 5 月上市, 其前身洛阳轴承研究所是我国轴承行业唯一的国家级一类科研院所。公司以轴承、电主轴的研发和生产为主业, 是我国轴承行业技术创新的龙头和重要基地。2016 年 8 月, 公司拟发行股票收购控股股东国机集团持有的国机精工 100% 股权, 并打造国机集团精工业务上市平台。近期, 我们对公司进行调研, 跟踪公司最新动态。

评论:

1、轴承行业高端产品研发生产基地, 航天特种轴承居国内垄断地位

轴研科技前身洛阳轴承研究所创建于 1958 年 6 月, 是我国轴承行业唯一的国家级一类综合性科研研究机构。公司核心业务是轴承、电主轴的研发和生产, 以及国家及企业所委托的技术开发业务, 主要产品为轴承和电主轴, 包括特种轴承、精密机床轴承、重型机械用大型 (特大型) 轴承、机床用电主轴等。公司是我国轴承行业技术创新的龙头和重要基地, 拥有完备的轴承设计、验证理论以及轴承检测系统, 具备对轴承分析、设计改进、调整生产的先天优势。多年来承担高速精密轴承、特种轴承及数控机床用电主轴等特殊专用产品的小批量试制和规模化生产, 在航天特种轴承生产方面拥有近乎垄断的地位, 曾完成从神舟一号到神舟十号, “嫦娥” 探月工程, “神舟” 与 “天宫” 交会对接的轴承及组件的配套任务。公司控股股东为中国机械工业集团有限公司 (国机集团), 实际控制人为国资委。目前国机集团持股比例 43.25%。

公司主要产品

本公司主要产品为轴承和电主轴, 包括以航天轴承为代表的特种轴承及精密机床轴承、重型机械用大型 (特大型) 轴承、机床用电主轴等。

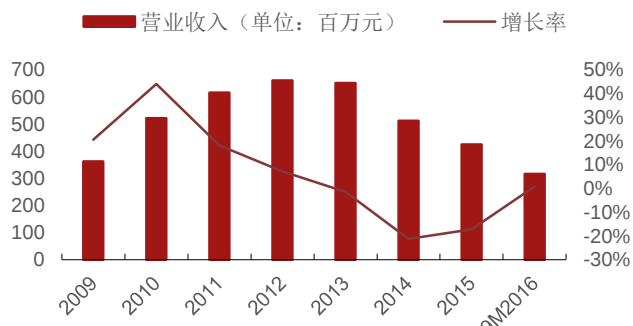
特种轴承: 公司生产的特种轴承主要应用于航空航天领域, 包括超低温自润滑火箭发动机轴承、卫星能源系统轴承、宇宙飞船生命维持系统轴承、陀螺仪高灵敏轴承、偏置动量轮、高可靠性长寿命轴承及其组件等, 具有结构复杂、性能要求严格的特点。

精密机床轴承: 本公司生产的精密机床轴承主要包括精密机床主轴轴承和精密机床丝杠轴承。主轴轴承是精密机床轴承的一种, 精密机床丝杠轴承是指用于滚珠丝杠支撑的精密轴承。

重型机械用轴承: 目前公司重型机械用轴承产品主要包括: 有色轧机、矿山设备、船用吊机和工程机械用大型、特大型轴承、风电主机用偏航、变桨轴承等。

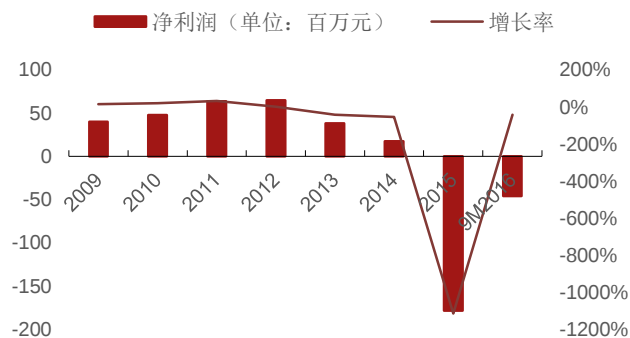
电主轴：主轴电动机与机床主轴“合二为一”的传动结构装置。本公司电主轴产品主要应用于具有高速、高精、高效、高智能化加工能力的机床，包括高速磨削机床、高速内圆磨床、高速钻床、高速铣床、加工中心、数控机床等。

图1：轴研科技营业收入情况



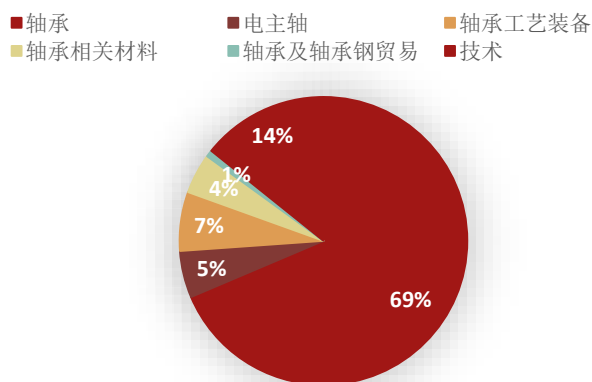
资料来源：公司定期公告、招商证券

图2：轴研科技净利润情况



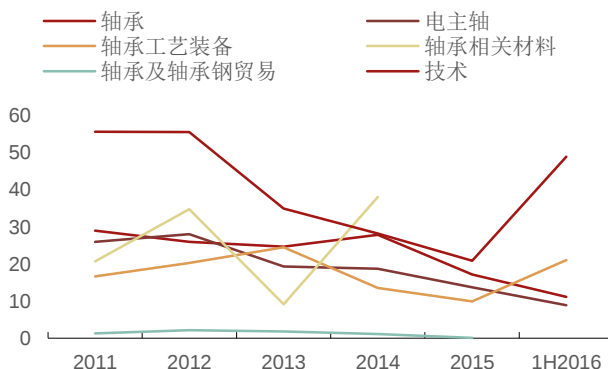
资料来源：公司定期公告、招商证券

图3：轴研科技收入结构（2015年年报）



资料来源：公司定期公告、招商证券

图4：轴研科技各业务毛利率情况



资料来源：公司定期公告、招商证券

市场地位和竞争格局

公司在轴承行业相对规模不大，但主要集中于中高端产品，在业内以综合技术实力强著称，并积极研发高端产品，提升产品核心竞争力，抢占国内外高端轴承产品市场，进行进口替代。

公司主要竞争对手包括国外的瑞典 SKF 集团、日本 NTN 公司、日本 NSK 集团、舍弗勒集团等，国内的哈尔滨轴承集团公司（简称“哈轴”）、瓦房店轴承集团有限责任公司（简称“瓦轴”）、洛阳 LYC 轴承集团有限公司（简称“洛轴”）、浙江天马轴承股份有限公司等。

目前，除地面装置外，在航天领域使用的特种轴承，公司市场占有率达八成以上，此外的参与者包括洛轴等。在精密机床轴承方面，主要生产厂家除了本公司外，主要还有哈轴和世界几家著名轴承公司，目前与国外领先厂商还有差距，主要胜在性价比；陶瓷轴承方面，公司产品是国内企业最领先的，主要竞争对手是日本、美国、瑞典等知名公司。

主营业务发展动态

目前，公司特种轴承收入占营业收入 20%以上，面向机床行业的精密机床轴承及电主轴占营业收入两成以上。公司特种轴承业务占公司营业收入的主要应用于航天航空领域，与经济周期关联度低，目前保持稳定平缓增长。民品方面，公司产品主要应用于机床行业，目前宏观经济不景气，下游需求持续萎靡，并且国内厂商竞争激烈，行业短期下行趋势难以改变，公司将持续承受压力，2014 年配股募投项目“年产 50 万套精密轴承生产线建设项目”已经推迟。

未来，公司将集中力量发展优势产品种类，并对资产结构进行优化。目前，公司正积极推动机器人轴承、高铁轴承、绝缘轴承、全陶瓷轴承、大飞机专用轴承、混合陶瓷滚子轴承、新材料轴承、新能源汽车轴承等新产品的研发和市场推广工作。其中，高铁轴承项目正在积极推进中，有望抢占国外领先轴承厂商的市场空间，机器人轴承主要应用在 RV 减速器中，随着中国机器人产业的不断发展，未来市场空间可期。

表 1：轴研科技历史融资情况

时间	项目	募集资金 (万元)	股票发 行价格	募投项目
2009.10	发行股份 购买资产	12316	11.63	研究所资产整体上市
2012.03	配股	39015	12.50	- 增加数控机床电主轴300台套及机床精密轴承6万套产能； - 增资洛阳轴研公司实施“精密型重型机械轴承产业化项目”二期，该项目建设规模为年产各类特大型轴承2200套、大型轴承6600套。
2014.08	配股	25094	4.05	- 年产50万套精密轴承生产线建设项目 - 补充流动资金
2016.03	非公开发 行股份	10500	8.05	高速精密重载轴承产业化示范线建设项目
2016.08 (进行中)	发行股份 收购资产 募集配套 资金	89800 62891	8.97 9.65	发行股份购买国机精工100%股权，投向：高性能超硬材料磨具智能制造项目、3S金刚石的产业化项目、微波等离子体化学气相沉积法生长金刚石产业化项目等。

资料来源：公司定期公告、招商证券

2、积极推进高铁轴承项目，有望在高速铁路轴承实现进口替代

公司 2016 年 3 月完成非公开发行股票，募集资金 1.05 亿元，开展“高速精密重载轴承产业化示范线建设项目”的建设。本项目总投资 1.61 亿元，其中新增固定资产投资 1.40 亿元，铺底流动资金 2100 万元。

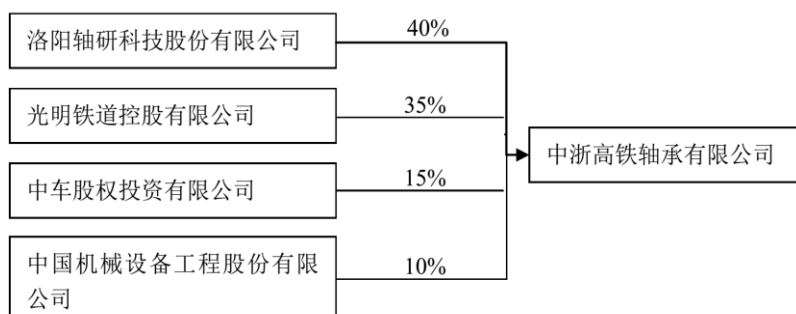
2014 年 4 月，由公司作为牵头单位承担的“十二五”国家科技支撑计划“高速铁路和城市轨道交通车辆轴承关键技术研究与应用”课题通过专家组的验收。此后，公司积极实现高铁轴承技术产业化，生产高速铁路用轴承、城市轨道交通车辆轴承、机车及传动轴承为主。

高铁轴承项目存在进口替代的巨大空间。目前，我国高速铁路和城市轨道交通车辆用轴承基本上依赖进口，高铁的动车组用轴承基本为 SKF（瑞典斯凯孚）、FAG（德国舍弗勒旗下品牌）、Timken（美国铁肯姆）、NSK（日本精工旗下品牌）等。高铁轴承这一关键零部件的国产化将推动轨道交通“中国创造”进程。高铁轴承项目符合国家产业装

备制造导向，并有利于公司增强核心竞争力，提升企业持续盈利能力。根据公司披露的公开信息测算，项目完成后，预计将实现年销售收入 22300 万元，利润总额 3494 万元。

为了加快高铁轴承项目的产业化进程，公司引入战略合作伙伴，共同推动项目发展。2016 年 10 月，轴研科技与光明铁道控股有限公司（简称“光明铁道”）、中车股权投资有限公司（简称“中车投资”）、中国机械设备工程股份有限公司（简称“CMEC”）共同出资设立中浙高铁轴承有限公司，将高铁轴承中，除牵引电机轴承以外的所有有关业务转入中浙高铁。合资后，轴研科技持有合资公司 40% 的股份。通过合资，公司可以更好的结合合作伙伴的技术积累，推动产业化，并有助于产品的市场推广。此外，引入民营资本，则有利于搞活公司管理机制。

图 5：中浙高铁产权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

3、收购国机精工 100% 股权，打造国机集团精工业务平台

2016 年 8 月公布发行股权收购资产预案，拟以 8.98 亿元收购控股股东国机集团旗下国机精工有限公司 100% 股权，并配套募集资金 6.29 亿元。

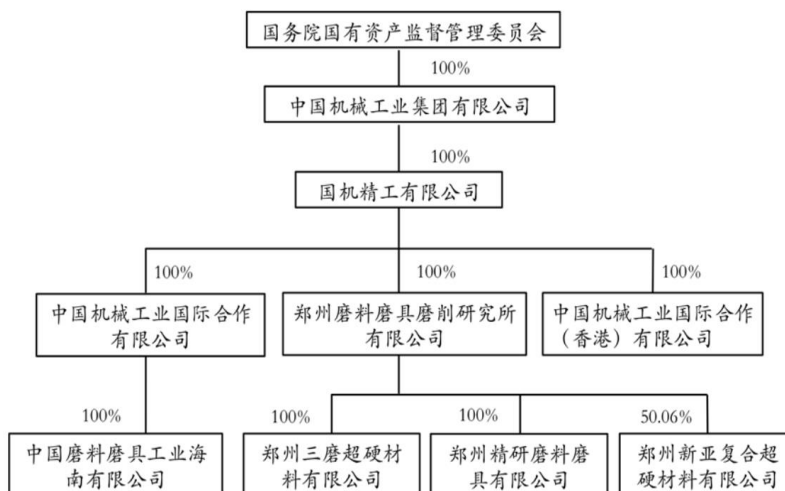
国机精工成立于 2013 年 9 月，旗下包括郑州磨料磨具磨削研究所有限公司（“三磨所”）100% 股权，中国机械工业国际合作有限公司（“中机合作”）100% 股权，及中国机械工业国际合作（香港）有限公司 100% 股权，其中三磨所持有新亚公司 50.06% 股权。三磨所是国内磨料磨具行业唯一的综合性技术开发机构，其前身建于 1958 年，承担我国磨料磨具行业技术与产品的研究、开发、咨询服务的任务。三磨所是我国超硬材料行业的引领者、推动者，在磨削加工技术及超硬材料磨具领域具有较高的技术水平，拥有陶瓷结合剂、树脂结合剂、金属结合剂、电镀金属结合剂超硬磨料磨具及行业专用生产、检测仪器设备等十余条生产线。新亚公司成立于 1990 年，从事复合超硬材料的研发、生产、销售和服务，主要产品有石油钻探用金刚石复合片、金刚石拉丝模坯、切削刀具用复合超硬材料制品，是中国重要的高端复合超硬材料供应商。中机合作，主要经营磨料磨具和新能源产品的进出口贸易和技术服务，业务遍及世界 80 多个国家和地区，在国际磨料磨具市场享有很高的盛誉，是国内磨料磨具进出口的龙头企业。

国机精工与公司具有协同效应

- 两者均面向高端装备制造企业，可分享彼此的客户基础。上市公司和本次交易标的公司国机精工的产品均属于精密机械基础件，客户主要为高端装备制造业企业。本次交易完成后，将在上市公司层面组建共同的销售平台，实现双方客户共享共同开发在航天航空、远洋运输、石油钻探、精密仪器制造业的客户。

- 为客户提供综合解决方案，延伸上市公司产业链。轴研主要参与轴承、电主轴的研发生产业务，而磨削加工技术是提高轴承品质的关键技术。国机精工与公司的业务具有较强的业务协同性和互补性，有利于延伸上市公司产业链。轴研科技和三磨所均具有深厚的科研积淀和技术实力，本次交易完成后，双方可以互相利用对方的科研资源，为客户提供多产品一站式综合解决方案服务，从而进一步优化客户体验，实现业务的拓展。
- 加速上市公司开拓海外业务。国机精工全资子公司中机合作国内具有较大影响力的磨料磨具进出口公司，拥有广泛的国际市场营销网络和客户资源，上市公司可以利用中机合作的境外品牌影响和销售渠道拓展海外市场。

图 6：国机精工股权关系图



资料来源：公司公告、招商证券

收购国机精工将显著改善上市公司的盈利状况

根据未经审计的财务数据，国机精工 2014 年度、2015 年度、2016 年上半年归属于母公司的净利润分别为 1656.17 万元、2,013.46 万元、466.02 万元。标的资产注入上市公司后，将改善上市公司的财务状况，提升上市公司的盈利能力。

打造国机集团精工业务平台

公司与此次重组的相关业务都是精工业务各自细分领域的领军企业，通过此次重组，上市公司将在资本市场树立国机集团精工板块的整体产品形象，树立自身的品牌效应。此次交易完成后，国机集团将以上市公司作为其精工行业产业整合的平台，陆续将其精工类资产注入上市公司，将上市公司打造成为国机集团精工业务的产业平台。目前，作为中央直接管理的国有重要骨干企业、世界五百强企业，国机集团拥有机械装备制造板块、工程承包与贸易板块、汽车贸易及服务板块、科技与工程设计板块、金融板块等业务板块，9 家 A 股和港股上市公司，40 余家全资及控股子公司，未来资产注入的想象空间依然很大。

4、估值建议

我们预计公司 2017 年上半年完成国机精工资产注入, 以此预测公司 2016-2018 年营业收入为 4.40、6.77、7.18 亿元, 2016-2018 年 EPS 为 -0.06、0.03、0.07 元。公司致力于高端轴承的研发与生产, 是典型的高端装备制造标的之一, 并存在控股股东持续资产注入的预期, 目前暂不评级。

风险提示: 下游复苏乏力; 资产注入进度低于预期

表2: 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	513	424	440	677	718
同比增长	-21%	-17%	4%	54%	6%
营业利润(百万元)	6	6	-212	22	45
同比增长	24%	-3684%	-87%	-180%	104%
净利润(百万元)	18	-178	-20	18	38
同比增长	-54%	-1115%	-89%	-191%	112%
每股收益(元)	0.05	-0.52	-0.06	0.03	0.07
PE	240.3	-23.7	-221.7	358.8	168.9
PB	3.1	3.5	3.9	2.4	2.4

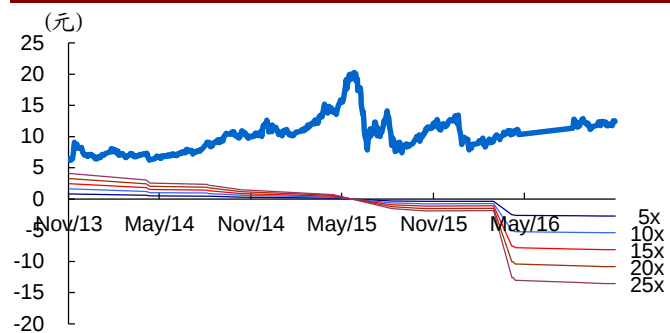
资料来源: 公司数据、招商证券

表3: 轴研科技各季度业绩回顾

(百万元)	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
营业收入	167	99	145	71	118	125	110	82	125	110
营业毛利	49	16	46	12	18	26	5	11	19	31
营业费用	6	7	7	5	7	6	7	5	5	5
管理费用	20	14	22	18	15	20	53	17	20	28
财务费用	4	4	3	3	5	4	5	4	5	6
投资收益	0	1	1	-1	0	0	2	-1	0	0
营业利润	16	-4	3	-15	-16	-8	-173	-17	-19	-13
归母净利润	19	-3	6	-12	-13	-8	-146	-18	-17	-11
EPS (元)	0.05	-0.01	0.02	-0.03	-0.04	-0.02	-0.41	-0.05	-0.05	-0.03
主要比率										
毛利率	29.6%	16.3%	31.7%	16.6%	15.6%	20.7%	4.7%	13.7%	15.0%	28.1%
营业费用率	3.9%	7.2%	4.9%	6.9%	5.8%	5.0%	6.3%	5.6%	3.9%	4.5%
管理费用率	12.1%	14.1%	15.5%	25.0%	12.6%	16.1%	47.6%	20.1%	16.1%	25.6%
营业利润率	9.3%	-3.6%	1.8%	-21.5%	-13.4%	-6.1%	-157%	-20.6%	-15.5%	-11.8%
有效税率	11.5%	-147%	31.9%	0.0%	0.8%	-23.4%	10.5%	-27.8%	-5.0%	-11.8%
净利率	11.2%	-3.2%	4.4%	-17.0%	-10.9%	-6.2%	-132%	-22.2%	-13.8%	-9.6%
YoY										
收入	9.2%	3.9%	-21.1%	-30.0%	-29.2%	25.8%	-24.0%	16.0%	5.5%	-12.1%
归母净利润	47.8%	-17.1%	-25.7%	170.4%	-169%	139.7%	-2360%	52.0%	33.7%	37.3%

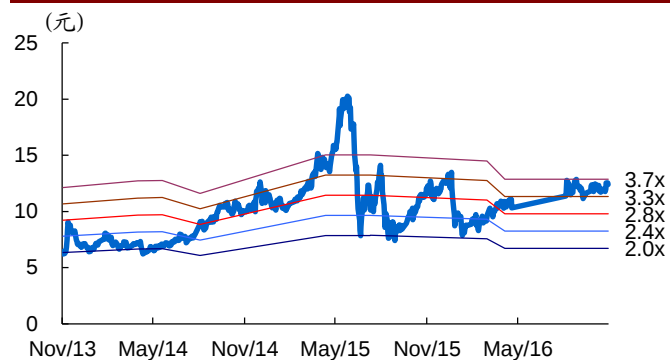
资料来源: 公司数据、招商证券。注: 每季度 EPS 均按 2016 年 3 月非公开发行完成后股本摊薄

图 7: 轴研科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 8: 轴研科技历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1050	908	618	1925	1813
现金	233	225	65	1342	1196
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	108	82	85	131	139
应收款项	197	162	131	211	224
其它应收款	5	4	5	7	7
存货	488	389	287	163	172
其他	19	45	46	70	74
非流动资产	1240	1335	1344	1752	2021
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	560	696	729	1158	1446
无形资产	241	235	211	190	171
其他	433	398	398	398	398
资产总计	2290	2243	1962	3677	3834
流动负债	640	846	656	604	626
短期借款	296	460	300	100	100
应付账款	179	215	214	327	344
预收账款	43	39	39	59	62
其他	121	133	103	118	120
长期负债	273	177	177	392	492
长期借款	130	75	75	290	390
其他	143	102	102	102	102
负债合计	912	1024	834	997	1119
股本	341	341	354	519	519
资本公积金	669	697	785	2147	2147
留存收益	360	178	(12)	12	45
少数股东权益	8	3	2	3	5
归属于母公司所有者权益	1370	1216	1127	2678	2710
负债及权益合计	2290	2243	1962	3677	3834

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(26)	85	209	226	144
净利润	18	(178)	(20)	18	38
折旧摊销	53	67	91	92	131
财务费用	15	18	18	5	(6)
投资收益	(1)	(1)	(8)	(9)	(10)
营运资金变动	(117)	87	173	140	(19)
其它	6	92	(46)	(20)	9
投资活动现金流	(158)	(165)	(100)	(500)	(400)
资本支出	(158)	(167)	(100)	(500)	(400)
其他投资	0	1	0	0	0
筹资活动现金流	187	98	(269)	1551	110
借款变动	22	288	(190)	15	100
普通股增加	62	0	13	165	0
资本公积增加	239	28	88	1362	0
股利分配	(139)	(170)	(170)	6	(5)
其他	3	(48)	(10)	3	16
现金净增加额	3	17	(160)	1278	(146)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	513	424	440	677	718
营业成本	377	363	362	553	581
营业税金及附加	3	2	2	3	4
营业费用	27	25	22	41	43
管理费用	73	105	66	61	61
财务费用	15	18	18	5	(6)
资产减值损失	12	124	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	8	9	10
营业利润	6	(212)	(27)	22	45
营业外收入	17	14	8	0	0
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	22	(200)	(22)	20	43
所得税	7	(16)	(1)	1	3
净利润	15	(184)	(21)	19	40
少数股东损益	(2)	(6)	(1)	1	2
归属于母公司净利润	18	(178)	(20)	18	38
EPS (元)	0.05	(0.52)	(0.06)	0.03	0.07

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-21%	-17%	4%	54%	6%
营业利润	24%	-3684%	-87%	-180%	104%
净利润	-54%	-1115%	-89%	-191%	112%
获利能力					
毛利率	26.4%	14.4%	17.7%	18.3%	19.1%
净利率	3.4%	-42.0%	-4.5%	2.7%	5.3%
ROE	1.3%	-14.7%	-1.8%	0.7%	1.4%
ROIC	0.8%	-10.0%	-0.6%	0.8%	1.1%
偿债能力					
资产负债率	39.8%	45.6%	42.5%	27.1%	29.2%
净负债比率	19.0%	25.2%	19.1%	10.6%	12.8%
流动比率	1.6	1.1	0.9	3.2	2.9
速动比率	0.9	0.6	0.5	2.9	2.6
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.8	0.8	1.1	2.5	3.5
应收帐款周转率	2.8	2.4	3.0	3.9	3.3
应付帐款周转率	2.2	1.8	1.7	2.0	1.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.05	-0.52	-0.06	0.03	0.07
每股经营现金	-0.08	0.25	0.59	0.44	0.28
每股净资产	4.02	3.57	3.19	5.16	5.22
每股股利	0.50	0.50	-0.02	0.01	0.02
估值比率					
PE	240.3	-23.7	-221.7	358.8	168.9
PB	3.1	3.5	3.9	2.4	2.4
EV/EBITDA	156.8	-80.8	132.9	90.7	63.3

分析师承诺

负责本研究报告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。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。

刘旭，毕业于清华大学会计系，曾从事跨境私募股权投资工作，2016 年 1 月加入招商证券任机械行业分析师。

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±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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。