

路永光

021-50588666-8030

luyg@ccnew.com

2009年6月30日

收购添加新动力

——轴研科技（002046）调研简报

公司调研

增持（首次）

报告关键要素：

公司军工轴承多数品种处于独家或垄断供应地位，盈利能力较高，增长良好。增发收购轴研所投资的风电、矿山等大型轴承项目未来发展空间大，前景看好。国机集团持股比例提升，未来对公司支持预期增强。

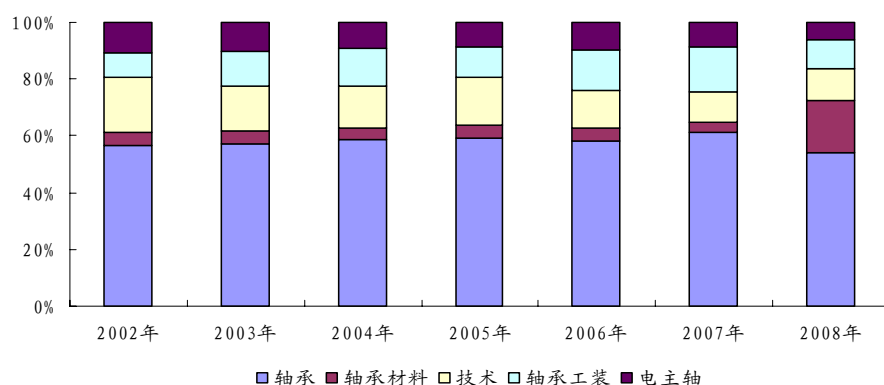
事件：

- 近日我们对公司进行了调研，就公司生产经营情况、定向增发收购轴研所资产进度、以及轴研所新项目的投产进度进行了交流。

点评：

- **轴承产品中的军工产品增长良好。**公司主要生产航空航天军工轴承、精密轴承以及轴承工装设备等，其中08年轴承占全部收入的54.3%。军工轴承约占公司轴承收入的40%，上半年公司军工轴承规模扩大，品种增多，增长情况良好，成为带动轴承板块增长的主要动力。公司很多军工轴承处于独家或垄断供应地位，盈利能力较高，是公司利润的主要来源之一。

图1：分产品收入构成变化

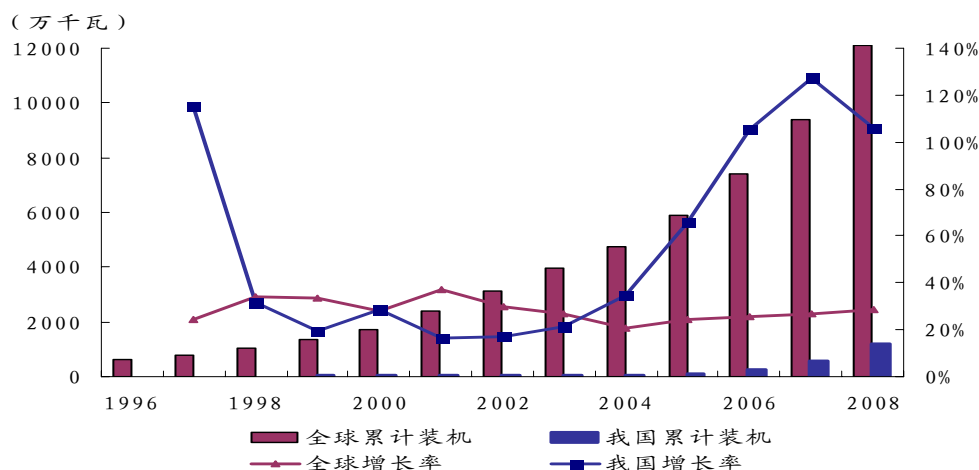


资料来源：中原证券研究所 公司报告

- **电主轴和轴承产品中的精密轴承受下游影响下滑。**公司的精密和超精密轴承以及电主轴主要应用于机床行业，受金融危机影响有一定下降，目前呈现缓慢复苏的势头。为应对危机，公司利用自身技术优势，努力提高轴承技术收入比例以及轴承材料方面的收入，公司的技术开发收入08年增长了31.1%，目前势头良好。整体上公司有望实现收入和盈利的稳定增长。

- **增发提升整体竞争力。**公司股东大会已经通过了向国机集团定向发行1059万股股份（现总股本9750万股）购买其持有的轴研所100%股权的议案（发行价格11.73元/股），发行后国机集团持有公司的股份由34%提升到40.47%。目前正在积极推进，等待证监会批文，预计下半年能顺利获得通过，收购后基本实现轴研所资产整体上市，公司未来获得国机集团支持预期增强。
- **新项目进展符合预期，前景看好。**轴研所投资的大型轴承项目，一期工程目前已经完成厂房建设，即将进入设备安装调试阶段，预计9月底投产的概率较大。项目产品主要应用对象为风电、冶金、矿山、机械、石油化工等行业的主机配套，精度以P4级为主的大型高精类，风电以兆瓦级为主，总建设产能目标是年产特大型轴承4000套、大型轴承6600套，合计10600套。项目总投资4.38亿元，达产后预计年实现收入5.19亿元，利润总额9346万元。整个项目相当于再造两个轴研科技，将成为2010年及以后公司新的增长点。结合公司极强的技术实力及积淀，我们看好公司新项目前景。

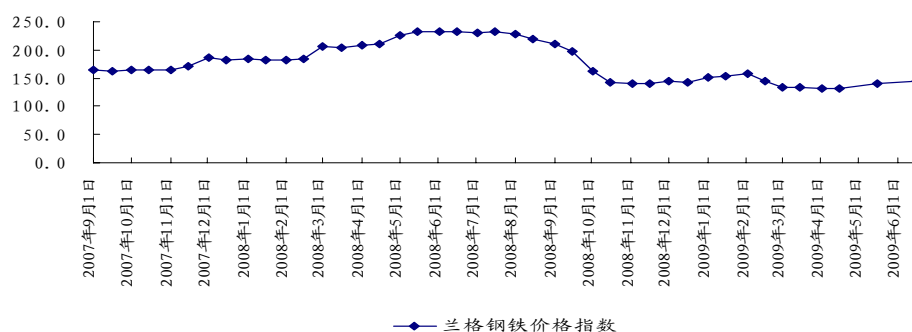
图2：全球和我国风电累计装机及增长率



资料来源：中原证券研究所

- **钢材价格走低提升盈利能力。**公司轴承主要原材料是轴承钢和不锈钢，在钢材价格走低的情况下，公司盈利能力有望改善。

图3：钢铁价格走势



资料来源：中原证券研究所 兰格钢铁网

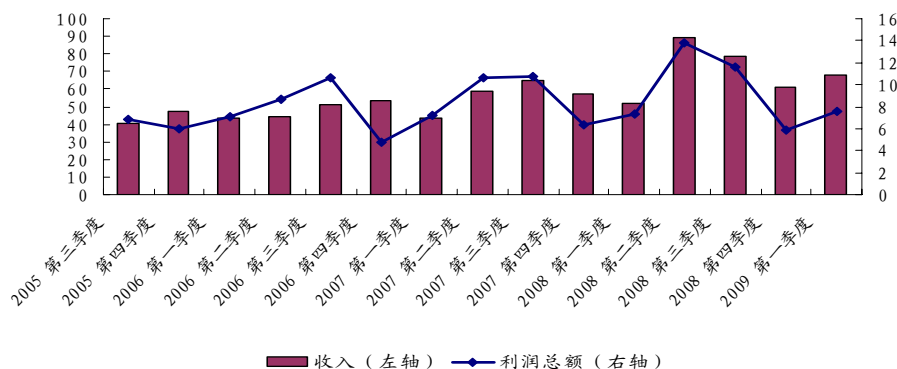
- **给予公司“增持”评级。**不考虑增发，公司将保持平稳发展，考虑公司通过增发概率较大，按增发后股本计算，我们预计公司2009年、2010年每股收益分别为0.38和0.50元，对应PE分别为34.58和

26.28倍，基于公司长期发展前景，给予“增持”评级。

- **风险提示：**增发进程以及新项目投产进度不确定、机床等下游民品需求复苏缓慢等。

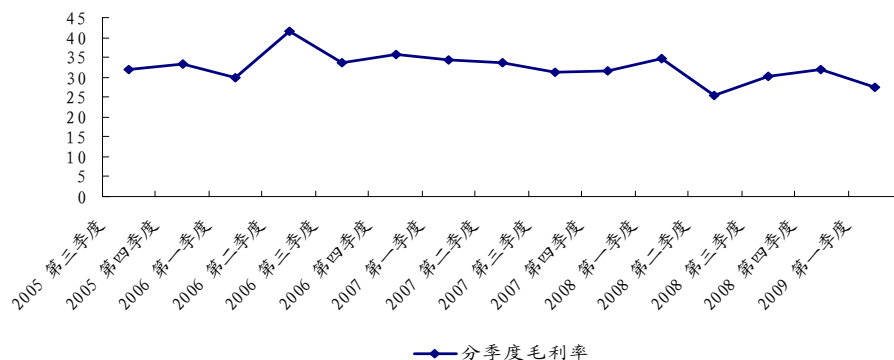
附录：

图4：公司分季度收入和利润总额 (单位：百万元)



资料来源：中原证券研究所 公司报告

图5：分季度毛利率 (单位：%)



资料来源：中原证券研究所 公司报告

盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(亿元)	2.25	2.81	3.25	4.36
增长比率(%)	16.58	24.89	15.66	34.15
净利润(亿元)	0.35	0.34	0.41	0.55
增长比率(%)	9.38	(2.86)	17.65	34.15
每股收益(元)	0.36	0.35	0.38	0.50
市盈率(倍)	34.55	36.24	34.58	26.28

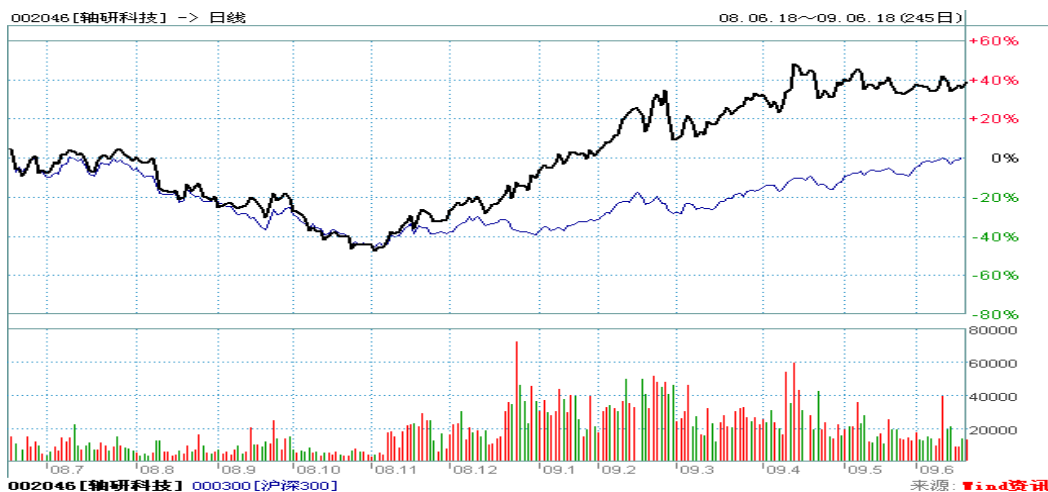
市场数据 (2009年06月18日)

收盘价 (元)	13.12
一年内最高/最低 (元)	14.77/4.91
沪深300	3082.56
市净率 (倍)	3.65
流通市值 (亿元)	13.17

基础数据 (2009年03月31日)

每股净资产 (元)	3.66
每股经营现金流 (元)	(0.3)
毛利率 (%)	27.39
净资产收益率 (%)	1.80
资产负债率 (%)	15.83
总股本/流通股 (万股)	9750/6435
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;

同步大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间;

弱于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;

增持: 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%;

观望: 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%;

卖出: 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写, 本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料, 本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有, 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、发表或引用。