

日期: 2015 年 2 月 10 日

行业: 通用设备制造业



ID 潘贻立

021-53519888*1909

Panyili@shzq.com

执业证书编号: S0870514060001

IPO 发行价 RMB 9.13
合理估值区间 RMB 22.00-26.40

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 28
发行后总股本 (百万股) 112
发行方式 网下询价 网上定价
保荐机构 海通证券

主要股东 (IPO 前)

南通银球投资有限公司 42.90%
江苏高投成长价值股权投资合伙 11.90%
时艳芳 10.98%
刘定妹 10.71%
施祥贵 10.43%

收入结构 (Y14)

钢球 98.44%
滚子 0.11%

报告编号: PYL15-NSP03

首次报告日期: 2015 年 2 月 10 日

国内精密轴承钢球领域龙头

■ 投资要点:**应用领域需求扩大, 募投项目增产巩固市场龙头地位**

公司是国内精密轴承钢球领域的龙头企业, 主要产品为精密轴承钢球, 近三年来在国内轴承钢球领域的销售收入排名第一。随着我国风电领域、工程机械领域、航空工业、电动工具行业、矿山设备、农用机械、冶金设备等轴承主要领域都取得的长足发展, 未来几年, 行业对轴承钢球都会有较大的市场需求。公司此次募集资金运用围绕主营业务进行, 全部用于公司主营业务相关的高档、精密轴承钢球扩产改造项目及滚动体技术研究中心项目的新建。高档、精密轴承钢球扩产改造项目计划建设周期为 18 个月。项目重点生产高端、精密轴承钢球, 以满足国内外对高档、精密轴承钢球的需求, 预计达产年可实现新增产能 15,250 吨。研发中心项目着重对新产品、新技术、新工艺的研发与测试, 项目建设期预计为 12 月, 滚动体技术研究中心建设项目投入正常运营后, 公司将凭借此先进的技术创新和产品研发平台, 完善产品体系, 巩固和扩大公司的技术优势, 进一步提升产品的技术含量, 强化核心竞争力和盈利能力, 巩固和提高行业地位。

给予上市 6 个月内的估值区间为 22.00-26.40 元

初步预计 2015-2017 年公司可分别实现营业收入 520.44 百万元、590.70 百万元和 688.76 百万元, 同比增长 10.50%、13.50% 和 16.60%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润 61.63 百万元、68.22 百万元和 77.60 百万元, 同比增长 17.58%、10.69% 和 13.75%; 分别实现每股收益 (按发行后股本摊薄) 0.55 元、0.61 元和 0.69 元。根据同行业上市公司估值水平, 公司属于通用设备制造业, 对应 2015 年动态市盈率可达 40-48 倍, 我们判断公司上市后股价将回归到较为合理的估值区间为 22.00-26.40 元/股。此次新股发行募集资金总额为 25,564 万元, 扣除发行费用 2,691 万元后, 募集资金净额为 22,873 万元, 按发行新股数量不超过 2,800 万股计算, 每股需募集资金约 9.13 元。按照目前的新股发行方式, 已确定此次公司 IPO 发行价为 9.13 元。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	470.99	520.44	590.70	688.76
年增长率	11.05	10.50	13.50	16.60
归属于母公司的净利润	52.41	61.63	68.22	77.60
年增长率	5.30	17.58	10.69	13.75
按最新股本摊薄后的每股收益 (元)	0.47	0.55	0.61	0.69

注: 按发行后总股本计算

一、行业背景

1.1 公司所处行业及简况

公司的主营业务为精密轴承滚动体的研发、生产和销售，根据中国证监会 2012 年颁布的《上市公司行业分类指引》，公司属于通用设备制造业。根据国家统计局网站颁布的行业分类标准，公司所处的行业为通用设备制造业，下属行业轴承制造行业。

1.2 公司简介

公司是一家精密轴承滚动体的研发、生产和销售企业，主要产品为精密轴承钢球，为国内精密轴承钢球领域的龙头企业。近三年来，在国内轴承钢球领域的销售收入排名第一。公司拥有国际先进的精密轴承钢球加工工艺和完善的自主研发能力，截止本报告期末，公司是国内唯一一家进入吉凯恩集团（GKN）（全球知名的传动部件制造商）和斯凯孚集团（SKF）（全球最大的轴承制造商）全球采购体系的内资钢球企业。

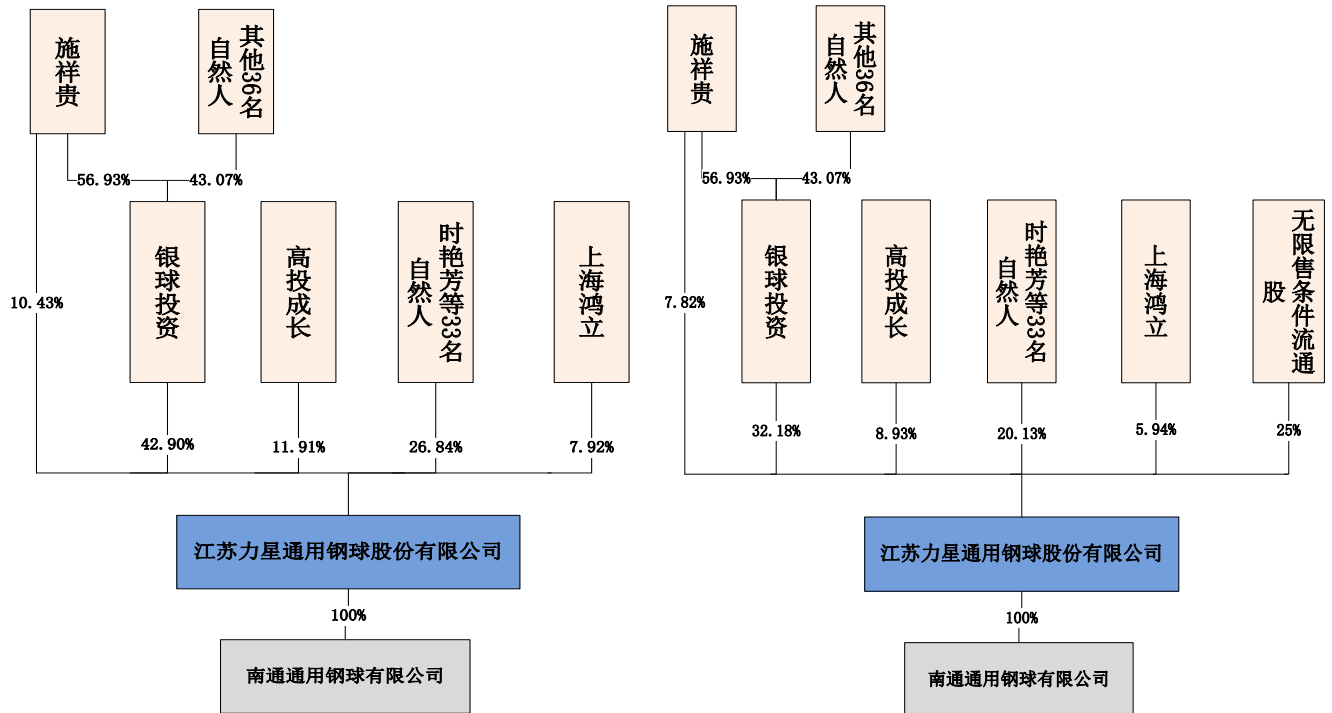
公司是中国轴承工业协会副理事长单位，先后获得“国家高新技术企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”、“中国机械工业优秀企业”、“中国工业行业排头兵”等荣誉，并参与“SACTC98.82-2004 滚动轴承钢球光磨液技术要求”等多项行业标准的制定。自设立以来，公司主营业务未发生过变化。

公司前身系江苏力星钢球有限公司，成立于 2000 年 12 月 12 日。2010 年 8 月 3 日，力星有限召开股东会，会议决议由有限公司原有股东作为发起人，将江苏力星钢球有限公司由有限公司整体变更为股份有限公司，并更名为江苏力星钢球股份有限公司，公司法定代表人为施祥贵先生。

截至此次发行前，公司的实际控制人为施祥贵。施祥贵直接持有公司 10.43% 的股份，同时其控股的银球投资持有公司 42.90% 的股份；本次发行前，施祥贵控制公司 53.33% 的股份。公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 2,800 万股，占发行后总股本的 25%。

图 1 公司发行前股本结构

图 2 公司发行后股本结构



数据来源: Wind 上海证券研究所

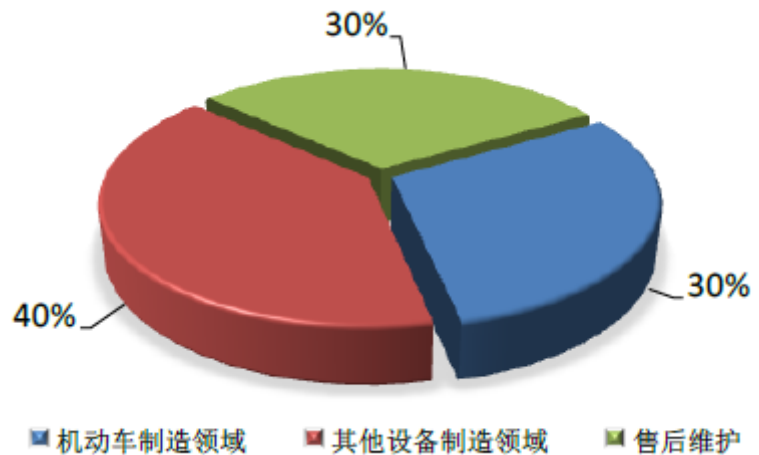
数据来源: Wind 上海证券研究所

1.3 所属行业增长前景概况

公司生产的轴承钢球属于轴承制造的关键零配件。根据中国证监会 2012 年颁布的《上市公司行业分类指引》，公司属于通用设备制造业（行业代码：C34）。根据国家统计局网站颁布的行业分类标准，公司所处的行业为通用设备制造业（行业代码：C34）下属行业轴承制造行业（小类代码：3451）。

钢球和滚子主要作为轴承制造的关键配件，通过装配于轴承而广泛应用于制造业的各个领域，因此，滚动体的市场分布与轴承的市场分布基本一致。根据全球最大的轴承制造商斯凯孚集团（SKF）对于全球轴承市场的分析，轴承市场按照终端应用领域不同大致可以分为机动车制造领域、其他设备制造领域和售后维护领域。其中机动车制造领域主要为汽车、摩托车等机动车辆所需的专用轴承，约占全球 30% 的轴承市场份额；其他设备制造领域主要包括各类机床、工程机械等工业机械、家用电器、电动工具、轨道交通、航空设备等领域的轴承，约占全球 40% 的轴承市场份额；售后维护领域主要为上述两个领域的售后服务市场所需轴承，约占全球 30% 的轴承市场份额。

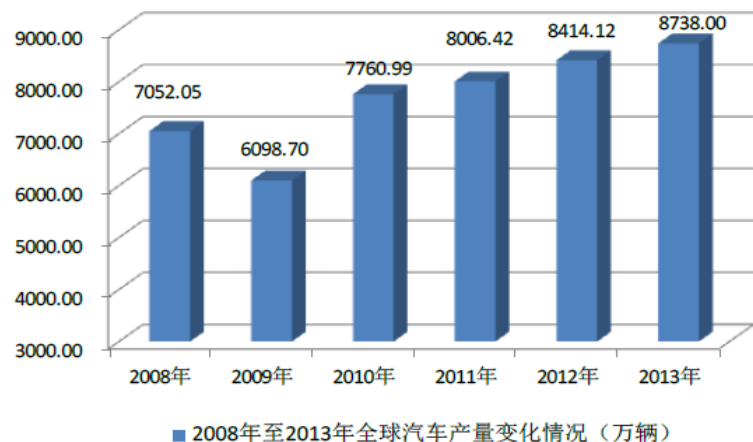
图 3 钢球使用领域其所占份额



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

汽车工业是拉动全球经济发展的支柱产业，根据中国汽车工业协会统计数据，自 2002 年至 2010 年，全球汽车产量的年复合增长率为 3.49%，2011 年以来全球汽车产量均保持小幅稳定增长，2013 年全球汽车产量为 8,738 万辆，若以此增速预计，到 2015 年全球汽车产量将超过九千万辆。国内汽车市场也保持稳定增长的态势，近两年，国内汽车产量均超过一千八百万辆，保持较高产出。近年来，我国摩托车工业不断发展壮大，我国已成为世界摩托车生产大国，2000 年我国摩托车产量为 1,153 万辆，至 2013 年国内全行业摩托车产量增至 2,289 万辆，产量的复合增长率为 5.42%，产量的稳定增加将推动其对下游轴承及其零部件的需求。根据行业协会预测，至 2015 年国内生产配套和维修需求合计将达到 10.65-11.20 亿套，钢球作为主要的轴承零部件，未来摩托车轴承领域对钢球的需求将逐步提高。

图 4 全球汽车产量变化情况（万辆）



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

根据国家统计局公布数据，近几年国内主要家电产量经历的较

快的增长，主要家电的合计产量由 2009 年的 1.90 亿台增长至 2013 年的 3.09 亿台，增幅达到 62.65%。各主要家电，如电冰箱的压缩机电机、空调中的压缩电机和变频电机、洗衣机中电动机等，各种类型的电机中均需装配一定数量的轴承钢球。因此，随着家电行业对产品的静音、节能、安全性等要求的提高，中高品质家电产品的比重将逐步提高，未来家电行业对精密微小钢球的市场需求巨大。

近年来，我国机床行业保持稳步发展的态势，2007 年至 2010 年国内规模以上的机床企业产值翻倍，2011 年机床行业共完成工业总产值为 6,606.50 亿元，同比增长 19.32%，2013 年机床行业共完成工业产值 8,026.30 亿元，增长较为稳定。目前，我国已经成为机床生产与消费大国，机床行业的稳步发展，将增加用于机床制造的轴承需求，进而扩大轴承钢球在机床行业市场空间。

图 5 全国机床行业产值情况（亿元）

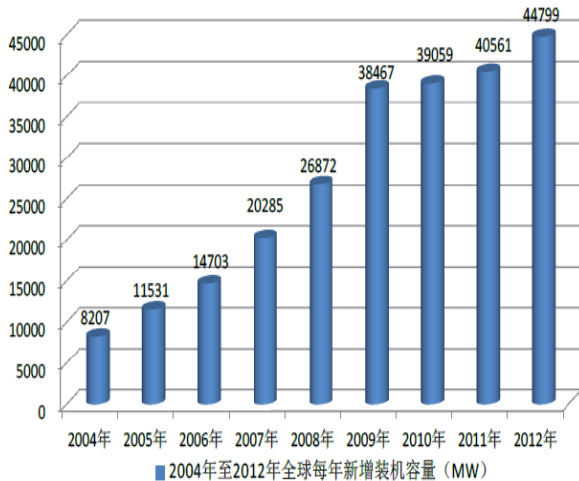


资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

另外，近几年来我国风电领域、工程机械领域、航空工业、电动工具行业、矿山设备、农用机械、冶金设备等领域都取得了长足发展。未来几年，以上几个行业对轴承钢球都有较大的市场需求。

图 6 全球每年风电新增装机容量 (MW)

图 7 全国工程机械产值 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所



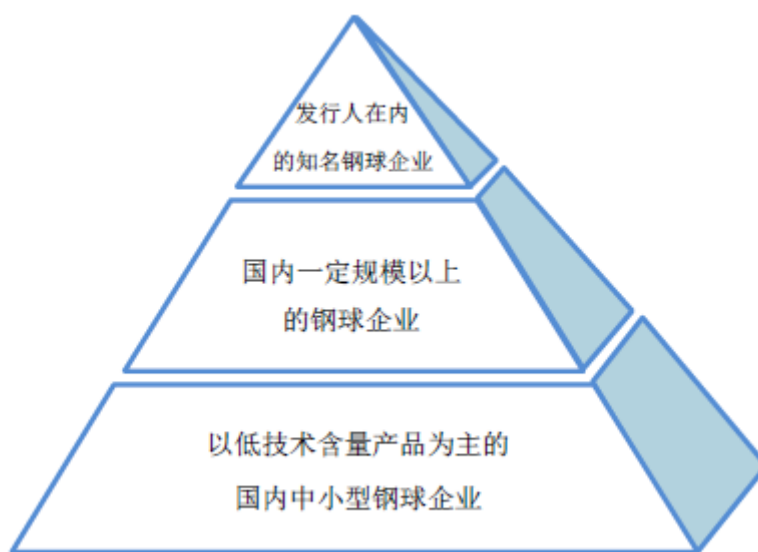
数据来源: Wind 上海证券研究所

1.4 行业竞争结构及公司地位

公司产品属于轴承零配件，而轴承零配件包括轴承套圈、保持架、滚动体三大类，滚动体主要可分为钢球和滚子。根据中国轴承工业协会出具的证明，公司在轴承滚动体中的钢球行业的销售收入已连续三年排名行业第一。作为目前国内精密轴承钢球制造领域的龙头企业，公司始终将自主研发与工艺创新放在首位，拥有国际领先的精密轴承钢球技术创新能力，系“国家高新技术企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”、“中国机械工业优秀企业”、“中国工业行业排头兵”。公司目前已拥有专利权 109 项，其中发明专利 17 项。

公司在国内高端轴承钢球领域具有核心竞争优势，公司是国内唯一一家进入吉凯恩集团（GKN）（全球知名的传动部件制造商）和斯凯孚集团（SKF）（全球最大的轴承制造商）全球采购体系的内资钢球企业。目前，全球主要的轴承钢球生产企业美国恩恩公司（NN）已将日本椿中岛公司（TSUBAKI）和公司列为其在轴承滚动体领域的主要竞争对手。另外，山东东阿钢球集团有限公司为国内主要生产 25.40mm 以下精密钢球的企业，在该尺寸领域有较强的竞争力。因此，公司以及美国恩恩公司（NN）、日本椿中岛公司（TSUBAKI）、山东东阿钢球集团有限公司等企业，在技术工艺、生产规模、产品品质等方面有较强的市场竞争力。国内其他主要的销售规模在千万元以上，一亿元以下的钢球生产企业，主要供应国内轴承制造商的采购需求，参与国际竞争的程度不高，属于钢球行业金字塔体系的中部。处于金字塔底层的主要是国内大多数中小型钢球生产企业，年销售额不足千万，生产规模较小，市场竞争能力较弱。

图 8 公司在行业中所处地位



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

根据 SKF2013 年度报告，全球滚动轴承市场规模在 3,200-3,300 亿瑞典克朗，约合 3,100 亿元人民币，以此推算 2013 年全球滚动轴承钢球市场需求的规模约为 150 亿元，公司 2013 年的轴承钢球销售规模占全球市场规模约为 2.7%。

表 1 行业主要竞争对手情况

排名	企业名称	2013 主营业务收入（亿元）
1	美国恩思公司	23
2	日本椿中岛公司	14
3	江苏力星股份	4.05
4	山东东阿钢球集团有限公司	

资料来源：公司招股说明书，上海证券交易所

1.5 公司的竞争优势

公司的竞争优势：（1）自主研发和核心工艺优势：作为目前国内精密轴承钢球制造业的龙头企业，发行人始终将自主研发与工艺创新放在首位，具备国际先进的精密轴承钢球工艺技术与研发创新能力，先后获评“国家高新技术企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”、“中国机械工业优秀企业”、“中国工业行业排头兵”。截止本招股意向书签署日，公司已获得专利权 109 项，其中发明专利 17 项。（2）客户资源优势：在全球轴承领域，斯凯孚集团（SKF）、舍弗勒集团（Schaeffler）、捷太格特株式会社（JTEKT）等八大轴承制造商占据全球超过六成的轴承市场，为全球轴承钢球领域的中高端客户。截止本报告期末，公司是国内唯一一家进入八大跨国轴承制造商之首的斯凯孚集团（SKF）的全球采购体系的内资钢球企业，且 2012 年 9 月，公司获评斯凯孚集团 2011 年度最佳供应商。另外，

发行人与捷太格特株式会社（JTEKT）和恩梯恩株式会社（NTN）也建立了长期稳定的供货关系，是其部分区域生产工厂的主要钢球供应商，且发行人获评“NTN 2012 年优秀供应商”。（3）原材料品质优势：在钢球领域，原材料的品质是钢球质量的先决因素，各大跨国轴承制造商通常会对钢球原材料品质有较为严格的要求。目前公司的轴承钢原材料主要分为国产材料和进口材料两部分，供应商均为国际和国内知名的轴承钢生产企业。（4）设备优势。（5）生产管理优势。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

发公司前身系江苏力星钢球有限公司，成立于 2000 年 12 月 12 日。2010 年 8 月 3 日，力星有限召开股东会，会议决议由有限公司原有股东作为发起人，将江苏力星钢球有限公司由有限公司整体变更为股份有限公司，并更名为江苏力星钢球股份有限公司，公司法定代表人为施祥贵先生。截至本次发行前，公司的实际控制人为施祥贵。施祥贵直接持有公司 10.43% 的股份，同时其控股的银球投资持有公司 42.90% 的股份；本次发行前，施祥贵控制公司 53.33% 的股份。

表 2 公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	持股数（万股）	持股比例
1	银球投资	36,036,000	42.9004%
2	高投成长	10,000,000	11.9048%
3	时艳芳	9,220,000	10.9762%
4	刘定妹	9,000,000	10.7143%
5	施祥贵	8,764,000	10.4333%
6	上海鸿立	6,650,000	7.9167%
7	赵高明等 31 人	4,350,000	5.1786%
	合计	84,000,000	100%

资料来源：公司招股说明书，上海证券交易所

2.2 公司业务简况及收入、利润结构变化

采购模式

在采购流程方面，首先由公司下属的统调部汇总销售部门的产品销售预测、当月生产计划以及库存调查结果，编制采购计划，报总经理批准后，由物流仓储部和对外贸易部负责实施采购计划，并在公司的合格供应商名单中选择供应商，如需采购的产品没有合格

的供应商，则由技术、质量等相关部门按公司的《供方控制程序》规定对供应商进行选择、评估和考核等作业。

再者，由公司采购员根据批准的采购计划向选定的供应商拟定采购合同，报公司审核批准。同时，物流仓储部随时对所采购的产品进行进度追踪与监控，对供应商逾期未按时交付的采购产品，由物流仓储部通知供应商，要求其提出纠正与预防措施。最后，公司所采购产品进厂后，由质量检验员和仓库保管员按照检验规程对采购产品进行数量点收、产品质量检验、入库等工作。目前，公司已制定了完善的采购制度、供应商管理和质量保证体系，与各大供应商保持着长期、良好、稳定的合作关系。

在采购价格方面，公司生产所需的原材料主要为轴承钢、化工油品、工装模具、五金电器四大类，其中轴承钢是公司采购的主要原材料。近年来，全球钢材市场价格波动较大，但由于发行人所需轴承钢为特种钢，其品质较高，产量较小，应用领域相对固定，吨位价格高于普通钢材价格，使得轴承钢价格受整体钢材市场波动的影响较小。同时，公司与宝钢特钢公司、大同特殊钢等主要的特钢生产企业已建立长期的合作关系，采购价格整体较为稳定。在化工油品、工装模具以及五金电器方面，发行人与各家供应商已形成多年的购销关系，报告期内上述各原材料的平均价格均较为稳定。

生产模式

公司的生产模式主要采用计划+订单的模式，由销售部门定期汇总公司主要客户的采购计划，统调部门安排每个月的供货计划，同时再汇总公司当月收到的其他客户采购订单，形成次月所需的供货量，再下达至生产部门，安排公司次月的生产计划，然后生产部门根据此计划编制生产任务，并组织生产。

销售方式

由于下游轴承行业的全球产业集中度较高，国际上主要的轴承制造商对轴承钢球有严格的质量要求，在产品实现供货前会有较长时期的质量认证阶段，一旦通过产品质量检测，下游客户将与钢球生产企业建立持续与稳定的供货关系。

销售制度方面，公司下设对外贸易部和国内销售部，分别负责公司国内外的销售和售后服务工作。

销售模式方面，国内销售业务主要通过公司内销部的营销人员开展，分区域负责公司的国内销售业务，主要采用直销模式，公司

与客户建立长期稳定的供货关系。公司对外销售主要以直销为主，经销为辅。

销售定价方面，公司根据产品的材质、加工精度以及原材料耗用率，形成各个尺寸、各精度等级的基准价格，在此基础上考虑客户的特殊工艺要求、每年的采购需求等特殊因素，通过谈判来最终确定价格。

2.3 报告期内公司主营业务收入构成情况

公司主要产品的产销情况

报告期内，公司的主要产品为轴承钢球和轴承滚子，其中钢球的销售额占到 99% 以上。公司近三年主要产品的产能利用率趋于饱和，2009 年由于全球性金融危机，导致下游客户的采购需求减少，2010 年，国内外经济逐渐恢复，下游客户对发行人的产品需求逐步恢复，机器设备满负荷运作，呈现产销两旺的局面。报告期内发行人的产能利用率基本饱和，分别为 102.71%、102.07%、98.76%、98.49%。

表 3 公司产销情况

项目	2014 年 1-9 月	2013 年	2012 年	2011 年
产能 (吨)	16,890.11	19,883.00	19,225.00	17,070.00
产量 (吨)	16,750.32	19,860.27	19,624.03	17,533.02
销量	16,307.00	19,530.20	18,625.57	16,906.88
产能利用率	98.49%	97.86%	102.07%	102.71%
产销率	97.35%	98.34%	94.91%	96.42%
产品合格率	99.32%	99.33%	99.33%	99.31%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司主要产品的销售价格及销售收入

由于近年来钢材价格下降，公司主要产品轴承钢球的价格略有下降。2014 年 1-9 月份的平均单价为 2.1 万元每吨，同比下降 1.18%。最近几年，公司主要产品销售额稳步增长，2014 年 1-9 月份轴承钢球销售额为 34,212.68 万元。

表 4 公司主要产品销售情况

产品名称	2014 年 1-9 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
轴承钢球	34,212.68	99.89%	41,507.60	100%	40,053.83	99.98%	38,466.11	100%
轴承滚子	39.1	0.11%	-	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	6.95	0.02%	-	-
合计	34,251.78	100.00%	41,507.60	100%	40,060.78	100.00%	38,466.11	100%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司产品销售的区域分布

报告期内，发行人销售区域分为国内与出口销售，其中，出口销售主要集中在欧洲、美洲以及亚洲。2012 年的内外销比重与 2011 年基本保持一致。外销的各区域分布基本均衡，而内销部分方面，华东地区销售占比较 2011 年下降 4.6%，而华北和华南地区的销售量增长较快，分别较 2011 年增长 1.93% 和 2.34%。2013 年的内外销比重与 2012 年基本保持一致。外销的各区域分布中，美洲的销量占比较 2012 年下降 2.83%，而欧洲地区的销售占比较 2012 年上升 1.71%；内销的各区域基本保持稳定。

表 5 公司主要产品销售区域情况

区域分布	2014 年 1-9 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
国内销售	20,891.06	60.99%	23,026.76	55.48%	21,878.33	54.61%	20,923.17	54.39%
华东	14,801.61	43.21%	17,151.31	41.32%	16,064.86	40.10%	17,195.85	44.70%
东北	892.83	2.61%	992.57	2.39%	1,190.91	2.97%	1,466.42	3.81%
西南	1,768.19	5.16%	1,526.23	3.68%	947.72	2.37%	1,078.39	2.80%
华北	1,270.40	3.71%	837.73	2.02%	1,830.78	4.57%	1,015.09	2.64%
华南	2,158.02	6.30%	2,518.93	6.07%	1,844.07	4.60%	868.15	2.26%
出口区域	13,360.72	39.01%	18,480.84	44.52%	18,182.45	45.39%	17,542.94	45.61%
美洲	4,454.74	13.01%	6,821.47	16.43%	7,713.87	19.26%	6,620.38	17.21%
欧洲	5,899.73	17.22%	7,595.45	18.30%	6,647.23	16.59%	6,378.00	16.58%
亚洲	2,784.38	8.13%	3,968.04	9.56%	3,721.65	9.29%	3,987.87	10.37%
大洋洲	221.86	0.65%	95.88	0.23%	99.69	25.00%	84.19	0.22%
合计	34,251.77	100%	41,507.60	100%	40,060.78	100%	38,466.11	100%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2.4 募 资 项 目

募集资金投入项目及资金投入计划

公司此次募集资金运用围绕主营业务进行，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金，募集资金到位后，按轻重缓急顺序投入以下项目：

表 6 公司募集资金投资项目

序号	项目名称	投资预算 (万元)	募集资金使用量 (万元)
1	高档、精密轴承钢球扩产改造项目	24,291.97	19,076.14
2	新建滚动体技术研究中心项目	5,723.38	3,800.01

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

此次募集资金投资项目的总投资额为 30,015.35 万元，其中使用募集资金 22,876.15 万元，募集资金不足的部分公司将自筹资金补

足。为充分抓住市场机遇，保持公司市场领先地位，公司已利用部分自有资金对募投项目进行了先期投入。截至 2014 年 9 月 30 日止，公司以自有资金对该项目已累计投入 9,858.70 万元，主要为建筑工程费用、配套设备采购土地出让金，募集资金到位后将优先抵补相应已投入的自有资金。

高档、精密轴承钢球扩产改造项目

该项目的建设内容包括新增年产约 1.53 万吨高档、精密轴承专用钢球的生产线、恒温专用钢球生产车间、仓库以及配套设施等。预计项目总投资为 24,291.97 万元，其中，建设投资 20,991.97 万元，全部使用募集资金；流动资金铺底流动资金 3,300 万元，其余流动资金由公司自筹，项目计划建设周期为 18 个月。项目重点生产高端、精密轴承钢球，以满足国内外对高档、精密轴承钢球的需求，预计达产年可实现新增产能 15,250 吨。

项目建设期 18 个月，达产期 18 个月。由于项目分期实施，部分厂房和生产线调试成功后即投入生产，项目建设期第 1 年释放 35% 产能，项目建成当年的达产率为 70%。项目建成后 2 年的达产率为 100%。项目计算期为 10 年；房屋及建筑物平均折旧年限为 20 年，净残率为 5%；机器设备平均折旧年限为 10 年，净残率为 5%。

此项目建成达产年预计实现销售收入 36,211.54 万元（税后），实现利润总额为 6,182.76 万元，总投资收益率 25.45%，投资回收期 4.59（税后）。项目的产能利用率达到 46.68% 即可实现收支平衡，远低于发行人目前的产能利用率，因此项目风险性较小、经济效益较好。

表 7 项目投资建设回收期

序号	项目名称	指标值
1	年销售收入（不含增值税）	36,211.54 万元
2	年总成本费用	29,760.28 万元
3	利润总额	6,182.76 万元
4	净利润	5,255.76 万余元
5	投资回收期（所得税后）	4.59 年
6	投资回收期（所得税前）	4.19 年
7	内部收益率（所得税后）	25.34%
8	内部收益率（所得税前）	29.72%
9	净现值（所得税后）	12,038.17 万元
10	净现值（所得税前）	16,252.51 万元
11	盈亏平衡点	46.68%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

技术中心研发设计中心建设项目

预计项目总投资为 5,723.38 万元，全部使用募集资金。项目主要内容为建造建筑面积为 5,760 平方米的技术研发设计中心综合楼和为中心配备 24 台高精度检测设备和 40 台试验用生产设备。上述设备可为研发项目的快速、有序进行提供必要的物质保障。项目计划建设周期为 12 个月。研发项目着重对新产品、新技术、新工艺的研发与测试，推进公司在航空专用钢球、四代轿车轮毂钢球、轨道交通滚子、精密陶瓷球等滚动体领域的高、精、尖产品的研发，完善产品体系，拓展在航空设备制造、轨道交通、汽车制造等领域的市场空间，巩固和扩大公司的竞争优势，强化市场地位。

此技术研发设计中心的主要研究方向可以分为产品研发和工艺优化两大类，从高精尖产品生产技术的研发开发和生产、检测工艺和流程智能化、一体化的优化和创新两个方面对于公司产品的技术含量、生产效率、品质保障提供有效的支持，为公司的核心竞争力的保持、技术优势的巩固和扩大、产品结构的完善奠定坚实的基础，保障公司盈利能力的稳定、有序增强。

项目建设期预计为 12 月，滚动体技术研究中心建设项目投入正常运营后，公司将凭借此先进的技术创新和产品研发平台，巩固和扩大公司的技术优势，进一步提升产品的技术含量，强化核心竞争力和盈利能力，巩固和提高行业地位。

三、财务状况分析及盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

公司报告期内收入和扣除非经常性损益后的净利润逐年递增，实现的净利润主要来源于主营业务利润，盈利能力逐年增强。

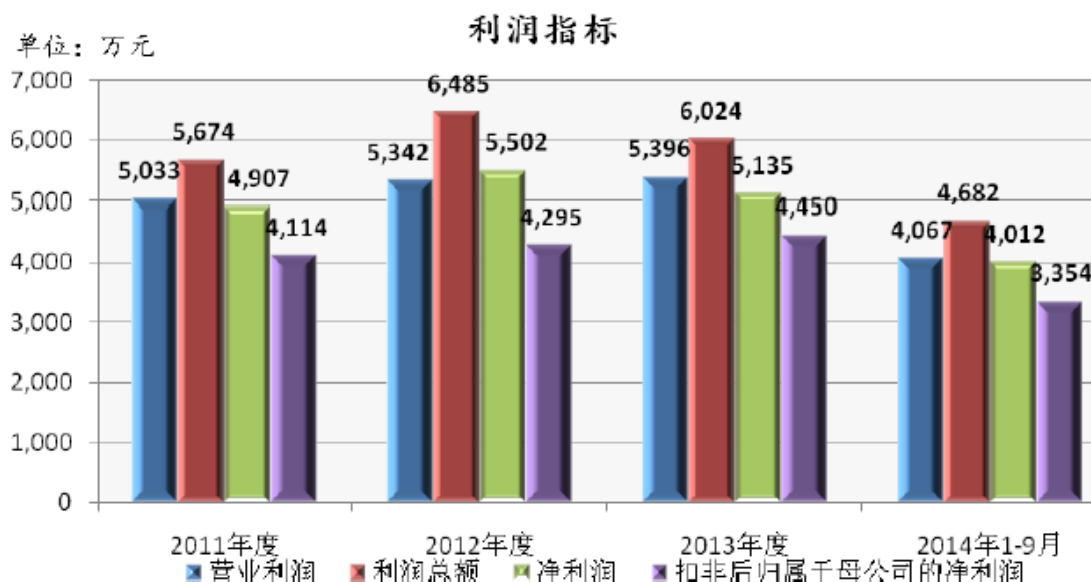
表 8 公司近年来营收情况

项目	2014 年 1-9 月	2013 年度		2012 年度		2011 年度
	金额（万元）	金额（万元）	同比增幅	金额（万元）	同比增幅	金额（万元）
营业收入	34,733.97	42,411.11	4.62%	40,538.33	4.21%	38,900.57
主营业务收入	34,251.77	41,507.60	3.61%	40,060.78	4.15%	38,466.11
营业利润	4,066.81	5,396.35	1.02%	5,341.73	6.13%	5,033.13
利润总额	4,681.54	6,024.03	-7.11%	6,484.83	14.29%	6,674.13
净利润	4,011.54	5,134.61	-6.67%	5,501.68	12.12%	4,906.75
归属母公司股东利润	3,875.68	4,977.48	-5.46%	5,264.95	13.30%	4,646.83
扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润	3,354.10	4,450.33	3.62%	4,295.15	4.41%	4,113.68

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2011 年、2012 年、2013 年、2014 年 1-9 月公司营业利润占利润总额比重分别为 88.70%、82.37%、89.58%、86.87%，体现了营业利润对利润总额的绝对贡献。

图 9 公司近年来营收情况



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司的主要产品为轴承钢球，目前沪深两市的上市公司中，尚未有以生产轴承钢球作为主营业务的公司，因此，无法取得与发行人具有完全可比性的上市公司的财务数据。由于公司产品属于轴承零部件，因此选取了与公司同属轴承及轴承零部件行业的八家上市公司，它们与公司所面临的行业状况和市场条件具有一定的相似性，公司盈利能力也更为相近。通过对比可见，公司的毛利率水平与可比上市公司的毛利率平均水平大体相当。

表 9 公司所处行业盈利情况

上市公司	2013 年度	2012 年度	2011 年度
南方轴承	33.12%	31.28%	33.72%
龙溪股份	25.65%	29.99%	29.38%
万向钱潮	19.78%	16.84%	17.25%
天马股份	22.29%	26.11%	29.58%
襄阳轴承	12.05%	14.03%	15.59%
方圆支承	20.89%	23.41%	32.20%
瓦轴 B	10.35%	11.00%	10.59%
光洋股份	32.52%	33.04%	30.89%
可比公司平均数	22.08%	23.21%	24.90%
发行人	24.56%	24.53%	25.49%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 国家宏观经济不出现在目前背景下无法预期的剧烈动荡；
- 2) 募投项目进展顺利，按时投产、达产，并取得预期收益；
- 3) 公司所处行业与市场环境不会发生重大不利变化；主营业务发展稳定。

3.3 公司盈利预测

基于以上假设，初步预计 2015-2017 年公司可分别实现营业收入 520.44 百万元、590.70 百万元和 688.76 百万元，同比增长 10.50%、13.50%和 16.60%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 61.63 百万元、68.22 百万元和 77.60 百万元，同比增长 17.58%、10.69%和 13.75%；分别实现每股收益（按发行后股本摊薄）0.55 元、0.61 元和 0.69 元。

表 10 公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	470.99	520.44	590.70	688.76
增长率	11.05%	10.50%	13.50%	16.60%
毛利率	24.69%	25.00%	25.00%	25.00%
二、营业总成本	414.54	451.64	513.91	600.59
营业成本	354.72	390.33	443.02	516.57
营业税金及附加	2.87	3.28	3.84	4.48
销售费用	13.57	15.09	17.13	19.97
管理费用	30.65	34.35	38.99	45.46
财务费用	12.43	8.33	10.63	13.78
资产减值损失	0.29	0.26	0.30	0.34
三、主营业利润	56.45	68.80	76.79	88.16
增长率	4.63%	21.88%	11.61%	14.81%
收入比	11.99%	13.22%	13.00%	12.80%
四、营业利润	56.45	68.80	76.79	88.16
营业外净收益	6.73	5.90	5.90	5.90
五、利润总额	63.18	74.70	82.69	94.06
减：所得税	9.41	11.21	12.40	14.11
六、净利润	53.77	63.50	70.29	79.95
少数股东损益	1.36	1.87	2.07	2.35
归属于母公司所有者的净利润	52.41	61.63	68.22	77.60
增长率	5.30%	17.58%	10.69%	13.75%
收入比	11.13%	11.84%	11.55%	11.27%
七、每股收益：				
按发行后股本摊薄的每股收益（元）	0.47	0.55	0.61	0.69
增长率	5.30%	17.58%	10.69%	13.75%

资料来源: Wind 上海证券研究所; 每股收益按股本 112 百万股摊薄

四、风险因素

4.1 宏观经济波动的风险

发行人所处的轴承制造行业是各类机械装备制造业的关键基础件行业,产业关联度较高,产品广泛应用于国民经济的各行各业,包括机动车制造、家电电器、精密机床、风力发电、工程机械、航空制造、轨道交通等行业。下游制造业的市场需求变动将直接影响本行业的供需状况。近年来,全球宏观经济的恢复以及国家对重大机械装备基础件国产化的需求不断增加,为发行人开拓了广阔的市场空间,报告期内,发行人经营业绩稳步增长,2011 年至 2013 年以及 2014 年 1-9 月,发行人销售收入分别为 38,900.57 万元、40,538.33 万元、42,411.11 万元、34,733.97 万元。

如果宏观经济环境持续恶化,经济出现衰退,公司下游行业不景气或者发生重大不利变化,将影响发行人产品的市场需求,可能造成发行人的订单减少,进而造成发行人业绩下滑。因此,发行人存在受宏观经济波动影响而发生业绩下滑的风险。

4.2 客户集中的风险

目前,全球八大轴承制造商占据了全球超过六成的轴承市场份额,行业集中度较高,这决定了为之配套的钢球生产企业的主要客户相对集中。目前发行人的主要客户为斯凯孚集团 (SKF) (全球最大的轴承制造商)、吉凯恩集团 (GKN) (全球知名的传动部件制造商)、捷太格特株式会社 (JTEKT)、恩梯恩株式会社 (NTN)、天马轴承集团股份有限公司等。报告期内,发行人向前五大客户 (按合并口径统计) 的销售额占营业收入的比例分别为 54.66%、61.84%、62.88%、58.86%,市场需求的集中使得目前发行人的客户集中度相对较高。

但若未来发行人主要客户因全球宏观经济和行业景气周期的波动等因素导致生产经营状况发生重大不利变化,将对发行人的产品销售产生不利影响,因此发行人存在销售客户相对集中的风险。

4.3 原材料价格波动风险

发行人产品的主要原材料为轴承钢,报告期内轴承钢成本占主营业务成本的比例平均约为 65%,因此,轴承钢价格波动对发行人

产品生产成本具有一定影响。报告期内，发行人轴承钢材平均成本为 8,985.69 元/吨、8,370.80 元/吨、8,050.48 元/吨、7,600.77 元/吨，呈现小幅波动。为了降低原材料价格波动对盈利能力的影响，发行人注重与供应商建立长期稳定的采购关系。如发行人已与宝钢特钢公司建立长期稳定的采购关系，宝钢特钢公司同意以优惠的价格优先满足发行人对轴承钢原材料的采购需求。同时，当发行人市场环境发生较大变化时，双方约定共同制定关于价格、质量、新产品开发等协同策略来应对。

另外，为应对原材料价格的波动，发行人与主要客户吉凯恩集团（GKN）和斯凯孚集团（SKF）签订的销售合同均约定了针对原材料价格变动的产品价格调整条款，这在一定程度上化解原材料价格波动对公司的影响。

尽管如此，由于发行人产品价格调整与原材料采购价格波动难以保持完全同步，如果相关原材料价格在短期内发生大幅波动，发行人的毛利率水平将会受到一定的影响，从而影响公司的盈利水平。

4.4 其他相关风险

除了上述三个较大风险之外，公司还面临以下较小风险：汇率波动风险、轴承钢材供应商集中的风险、增值税出口退税率变动的风险、应收账款回收风险、规模扩张引致的经营管理风险、技术创新的风险、技术人员流失风险、员工薪酬上涨的风险、税收政策变化及政府补助波动风险、产品质量的风险、市场竞争加剧的风险等。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

目前，和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应 2014-2016 年的动态市盈率均值分别为 70 倍、50 倍和 40 倍。

表 11 同行业可比上市公司估值比较（单位：元/股）

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
002553	南方轴承	16.26	0.27	0.37	0.49	0.65	59.95	43.95	33.06	24.99
002147	方圆支承	9.21	-0.13	0.10	0.23	0.29	-68.36	88.47	40.73	31.51
600495	晋西车轴	18.22	0.17	0.21	0.24	0.28	106.92	88.62	75.95	66.11
		样本均值					32.84	73.68	49.91	40.87

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

5.2 股票估值

初步预计 2015-2017 年公司可分别实现每股收益（按发行后股本摊薄）0.55 元、0.61 元和 0.69 元。根据同行业上市公司估值水平，公司属于通用设备制造业，对应 2015 年动态市盈率可达 40-48 倍，我们判断公司上市后股价将回归到较为合理的估值区间为 22.00-26.40 元/股。

5.3 询价估值

此次新股发行募集资金总额为 25,564 万元，扣除发行费用 2,691 万元后，募集资金净额为 22,873 万元，按发行新股数量不超过 2,800 万股计算，每股需募集资金约 9.13 元。

按照目前的新股发行方式，综合参考公司基本面、所处行业、可比上市公司估值水平、市场情况、募集资金需求等，已确定此次公司 IPO 发行价为 9.13 元。

分析师承诺

分析师 潘贻立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。