

投资评级：推荐（首次）

分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

联系人（研究助理）：

李金锦 010-88366060-8862

Email:lijinjin@cgws.com

从业证书编号:S0100115050019

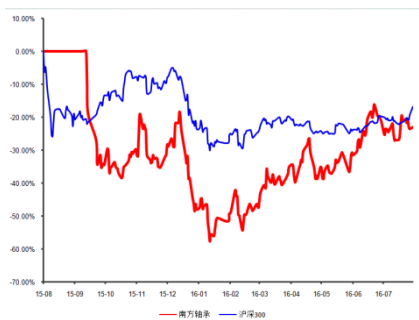
市场数据

目前股价	14.3
总市值（亿元）	49.76
流通市值（亿元）	31.56
总股本（万股）	34,800
流通股本（万股）	22,073
12 个月最高/最低	16.72/7.81

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	318	433	522
(+/-%)	5.3%	36.0%	20.7%
净利润	70.5	102.0	128.4
(+/-%)	8%	45%	26%
摊薄 EPS	0.20	0.29	0.37
PE	70.60	48.79	38.76

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

飞机轮胎再造+汽车零部件双轮战略明确，公司发展前景广阔

——南方轴承（002553）公司调研简报

投资建议

公司明确了飞机轮胎再造+汽车双轮驱动的发展战略，通过参股无锡翼龙，公司将受益飞机轮胎再造的蓝海市场，该项业务将贡献公司未来 3-5 年的业绩增长。汽车零部件上，主业增长平稳，同时公司也在积极寻求汽车领域外延发展。我们认为，公司双轮驱动战略清晰，未来业绩增长可期。假设 2017 年公司对翼龙实现控股，2016-2018 年 EPS 预计分别为 0.20 元、0.29 元和 0.37 元，对应 PE 为 70X、48X 和 38X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

投资要点

- **飞机轮胎再造业务是未来业绩最大看点：**公司以 5877.55 万元参股无锡翼龙 36% 股权，翼龙主要从事航空轮胎、汽车轮胎和工业车辆轮胎再制造。飞机轮胎再造业务存在一定的资质和技术门槛，表现在：1）从事飞机轮胎再造需取得民航总局颁发的维修认证资质，目前国内企业仅有两具备资质，翼龙是其中之一（外资企业如米其林、普利斯通也具备）。2）取得维修认证资质后，公司还需要通过试飞，获得不同件号（轮胎型号）的再造资格，翼龙目前已经获得波音机型全部 23 个件号中的 19 个。另外国内一家目前不具备。3）取得各个航空公司维修认证，目前公司已经和海航、南航有大批量供应，与东航和国航接洽当中。
- **飞机轮胎再造市场规模近百亿，利润丰厚：**国内目前飞机保有量在 1 万架左右（含民航、通航和军用飞机），飞机轮胎数量 6、10、14 个不等，国内平均每个轮胎一年更换 15 次，按照单个再造轮胎价格在 8000 元，每年的轮胎再造规模在 70 亿左右。飞机轮胎再造毛利率较高，平均在 50% 以上。
- **翼龙具备明显性价比优势：**与全新轮胎相比，再造轮胎实现了对轮胎回收再利用，原料成本较低，一个再造轮胎的价格通常为全新轮胎的 40%-50%。而与米其林等国际企业相比，翼龙再造轮胎单价仅为其一半左右。米其林再造轮胎单价在 8000 元/个，翼龙的仅为 4500 元/个，具备明显的性价比优势。
- **国内四大航空均有合作意向，关键在公司产能建设进度：**海航、南航已经与翼龙有充分业务沟通，国航和东航也在与翼龙接洽。公司作为国内自主唯一一家轮胎再造公司，且国家层面上，飞机轮胎具备一定战略储备意义。我们预计，未来 1-2 年内，翼龙将会不断获得国内四大航空采购订单。目前，翼龙飞机轮胎再造产能仅 1.5 万条（无锡工厂），常州工厂一期将于明年 9 月份陆续投产，预计 2019 年将实现 10 万条产能。翼龙承诺的 2016-2018 年将

实现净利润 500 万、3000 万和 5000 万将是大概率事件。

- **公司主业增长稳定：**1) 滚针轴承，公司滚针轴承已经占法雷奥、博世等此类产品采购的 50% 以上，我们预计，未来将维持 8%-10% 的平稳增长。2) 超越离合器，主要配套摩托车，未来开发重点在东南亚市场，但摩托车行业近年表现低迷，我们预计，未来仍有下滑可能（增速-10%到 0%）。3) OAP 是公司 2011 年 IPO 时募投项目，产能在 100 万套。由于没有通过法雷奥考核，目前仍主要供应汽车后市场。公司 OAP 产品已经通过法雷奥 29 个指标中的 28 个，通过其审核体系只是时间问题。我们判断，该业务未来 2-3 年内，将能实现 20% 左右增长。OAP 达产后预计贡献 2000 万左右净利润。
- **公司发展思路明确，飞机+汽车两轮驱动：**公司近两年考察、参与了多个并购项目，方向也很多（军工、智能家居、空调轴承等）。翼龙项目确定后，公司正式明确了未来以飞机+汽车两个业务发展方向。飞机方面将围绕轮胎再造打造公司的航空业务，汽车方面在做强主业的同时，智能汽车将是其拓展主要方向。
- **风险提示：**翼龙飞机轮胎项目、汽车外延进展不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	301	302	318	433	522	成长性					
营业成本	198	197	198	259	305	营业收入增长	12.53%	0.27%	5.34%	35.95%	20.71%
销售费用	13	16	17	23	26	营业成本增长	10.44%	-0.54%	0.79%	30.52%	17.92%
管理费用	28	33	32	42	50	营业利润增长	39.24%	1.10%	9.14%	44.36%	26.22%
财务费用	-3	-9	-1	-1	-1	利润总额增长	37.48%	1.27%	7.71%	44.36%	26.22%
投资净收益	14	15	14	14	14	净利润增长	38.29%	-0.07%	8.08%	44.70%	25.88%
营业利润	75	76	83	120	151	盈利能力					
营业外收支	1	1	0	0	0	毛利率	34.36%	34.89%	37.70%	40.19%	41.57%
利润总额	76	77	83	120	151	销售净利率	21.66%	21.59%	22.15%	23.57%	24.58%
所得税	11	12	12	18	23	ROE	10.44%	9.95%	9.71%	12.32%	13.43%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	9.67%	7.70%	9.00%	12.57%	13.54%
净利润	65	65	70	102	128	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	4.25%	5.27%	5.30%	5.20%	5.00%
流动资产	509	433	494	577	683	管理费用/营业收入	9.34%	11.01%	10.00%	9.80%	9.50%
货币资金	155	64	165	133	149	财务费用/营业收入	-1.00%	-3.05%	-0.30%	-0.29%	-0.23%
应收账款	63	64	68	92	111	投资收益/营业利润	19.24%	19.66%	16.88%	11.69%	9.27%
应收票据	4	7	5	7	8	所得税/利润总额	14.15%	15.29%	15.00%	14.80%	15.03%
存货	57	58	61	80	94	应收账款周转率	4.72	4.58	4.00	4.27	4.39
非流动资产	165	276	287	324	359	存货周转率	3.42	3.29	2.81	2.97	2.97
固定资产	151	166	177	214	250	流动资产周转率	0.64	0.65	0.59	0.69	0.69
资产总计	674	710	781	900	1042	总资产周转率	0.44	0.41	0.38	0.45	0.47
流动负债	49	54	56	73	86	偿债能力					
短期借款	0	0	0	0	0	资产负债率	0.07	0.08	0.07	0.08	0.08
应付款项	38	40	41	53	63	流动比率	10.33	7.97	8.90	7.95	7.97
非流动负债	0	0	0	0	0	速动比率	9.16	6.90	7.80	6.85	6.87
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	49	54	56	73	86	EPS	0.38	0.19	0.20	0.29	0.37
股东权益	625	655	726	828	956	每股净资产	3.59	1.88	2.09	2.38	2.75
股本	174	348	348	348	348	每股经营现金流	0.36	0.18	0.38	0.08	0.24
留存收益	451	307	378	480	608	每股经营现金/EPS	0.95	0.98	1.88	0.28	0.64
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值					
负债和权益总计	674	710	781	900	1042	PE	38.12	76.30	70.60	48.79	38.76
现金流量表					(百万)	PEG	2.07	3.01	2.02	1.88	-
经营活动现金流	62	64	133	29	82	PB	3.98	7.59	6.86	6.01	5.20
其中营运资本减少	24	(9)	41	(98)	(76)	EV/EBITDA	32.06	69.14	55.81	38.54	30.00
投资活动现金流	17	(121)	(32)	(61)	(65)	EV/SALES	8.26	16.47	15.63	11.50	9.53
其中资本支出	(22)	(29)	(32)	(61)	(65)	EV/IC	4.65	7.59	7.92	6.32	5.42
融资活动现金流	(39)	(35)	0	0	0	ROIC/WACC	1.06	0.84	0.99	1.38	1.48
净现金总变化	40	(90)	101	(32)	17	REP	4.40	9.01	8.04	4.59	3.66

研究员介绍及承诺

曲小溪：机械行业分析师，2014 年加入长城证券。

李金锦：汽车行业分析师，2009-2015 年就职于国家信息中心，2015 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
吴林蔓：075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com
李小音：0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申 涛：010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超：010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王 一：021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：<http://www.cgws.com>