

主业稳定, 外延式发展成新看点

- 投资要点:** 1、投资泛亚微透, 开启公司外延式新发展历程; 2、受益于法雷奥、雷米等客户采购量加大, 公司OAP产销2015年仍将高增长, 增速或近50%; 3、公司作为国内滚针轴承和超越离合器龙头企业, 受益于博世、雅马哈等下游客户需求增加, 滚针轴承和超越离合器有望维持稳定增长态势。
- 投资泛亚微透, 开启并购发展新历程。**公司以自有资金7680万增资泛亚微透20%股权, 估值为3.84亿, 泛亚微透承诺2015年净利润为3000万元, 收购PE为12.8倍。在汽车轻量化、节能化等趋势下, 新材料的应用空间广阔。泛亚微透产品毛利率远高于传统制造业, 盈利能力好, 募投项目“全频吸音棉”前景广阔。此次投资, 开启公司外延式发展新历程, 我们预计2015年外延式投资发展仍将是公司的主要看点之一。
- OAP市场广阔, 高增长态势仍将延续。**在大排量汽油发动机和小排量高功率增压发动机新增需求拉动下, OAP产销仍将维持高增长态势。公司当前OAP设计产能100万套(最高120万套), 主要客户是法雷奥、雷米及美国售后市场等, 随着法雷奥和雷米订单增加, 产销有望保持快速增长态势。我们预计公司2014年OAP产销大概是55-60万套, 2015年产销增速大约在50%, 接近80万套(按照70元左右的均价, 有望贡献收入约5600万元)。
- 滚针轴承、超越离合器小幅稳定增长。**滚针轴承主要配套法雷奥、博世、麦格纳、大陆、天合等国际零部件巨头, 受益于行业稳定增长及集中度提高, 尤其是博世配套占比提高, 产销有望维持10-12%左右增长; 超越离合器产销受到摩托车行业整体销量放缓影响, 产销增速压力加大, 但公司通过进入雅马哈全球供货体系, 未来两年销量有望维持8-10%左右的增速。
- 估值方面:**我们预计2014-2016年EPS分别为0.37元、0.47元、0.62元, 对应的动态市盈率分别是35倍、27倍和20倍。估值合理, 考虑到公司围绕OAP、滚针轴承等汽车零配件主业, 拓展复合材料等新兴市场, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级, 参照可比公司, 给予12个月29倍估值, 对应目标价14元。
- 风险提示:**并购投资发展或不达预期; 主业增速缓慢。

指标/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	267.80	306.67	351.59	400.64
增长率	13.56%	14.51%	14.65%	13.95%
归属母公司净利润(百万元)	47.19	63.74	82.26	108.42
增长率	19.88%	35.06%	29.06%	31.81%
每股收益EPS(元)	0.27	0.37	0.47	0.62
净资产收益率ROE	7.88%	9.75%	11.34%	13.24%
PE	46.93	34.75	26.93	20.43
PB	3.70	3.39	3.05	2.70

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

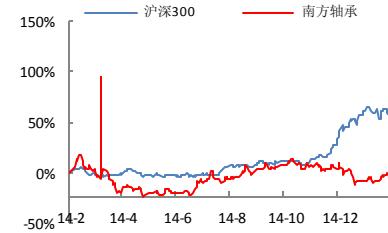
分析师: 徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xychao@swsc.com.cn

联系人: 梁超
电话: 023-67791327
邮箱: lchao@swsc.com.cn

联系人: 高翔
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 简洁
电话: 023-67610282
邮箱: jjie@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.74
流通A股(亿股)	1.09
52周内股价区间(元)	9.9-15.78
总市值(亿元)	22.15
总资产(亿元)	6.61
每股净资产(元)	3.51

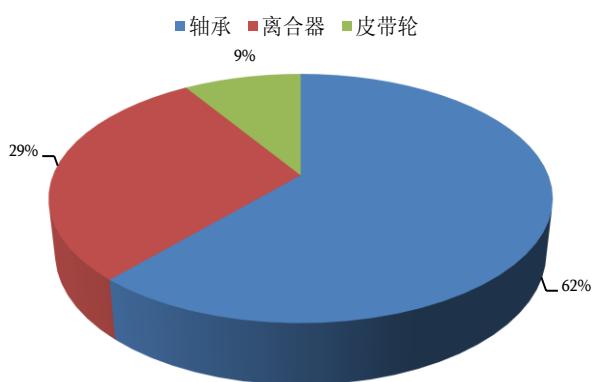
相关研究

一、滚针轴承、超越离合器和 OAP 龙头企业

公司当前主要生产滚针轴承、超越离合器和汽车发电机单向皮带轮 (OAP) 三种产品，2014 年半年报显示，公司实现营业总收入 1.51 亿元，同比增长 14.41%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.34 亿元，同比增长 52.42%。公司营业收入结构中，轴承占比 62%，离合器占比 29%，OAP 及其他占比 9%。

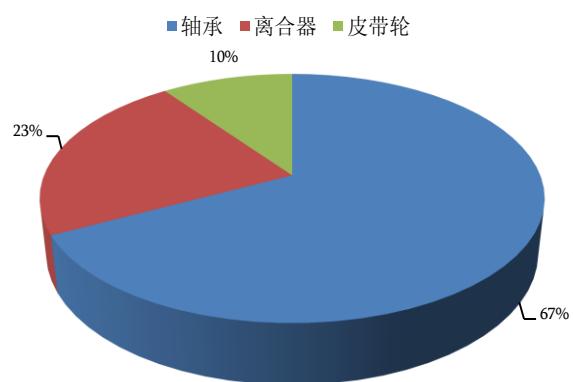
主要客户：汽车领域的法雷奥、博世、麦格纳、大陆、天合等；摩托车领域的本田、铃木、雅马哈，大长江等；工业应用领域的百得、喜利得、牧田等，而且还包括园林机械、纺织机械、门控系统等相关行业。

图 1：2014年上半年各项目收入占比



数据来源：公司公告，西南证券

图 2：2014年上半年各项目毛利占比



数据来源：公司公告，西南证券

图 3：2007-2013 年公司主要产品营业收入变化



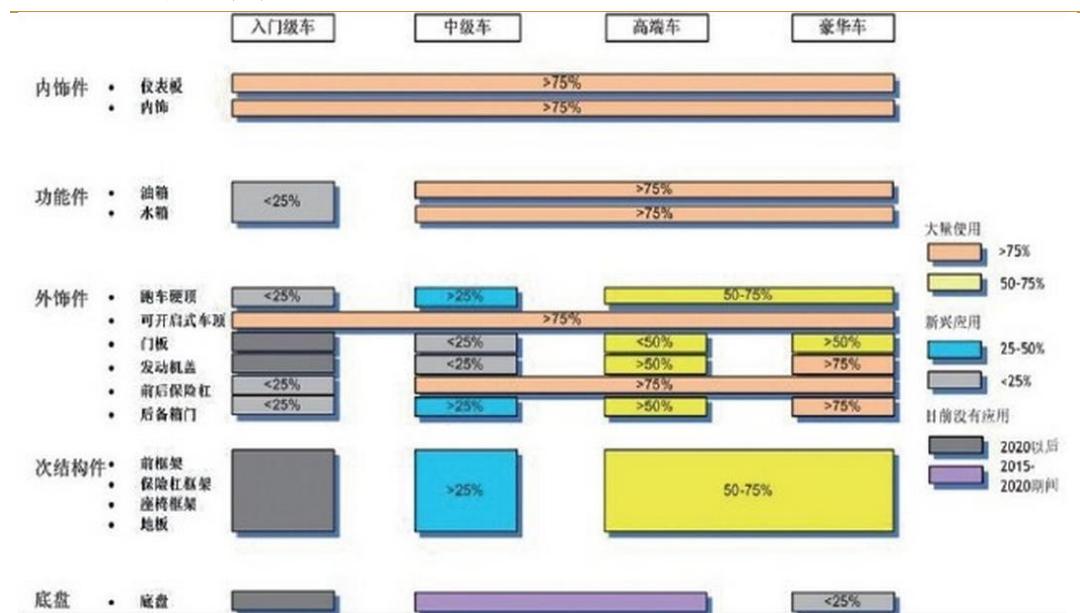
数据来源：公司公告，西南证券

二、投资泛亚，开启外延式发展新篇章

公司以自有资金 7680 万增资泛亚微透科技有限公司(以下简称泛亚微透)20%的股权。泛亚微透估值为 3.84 亿，承诺 2015 年净利润为 3000 万元，收购 PE 为 12.8 倍。我们认为公司在滚针轴承、超越离合器等细分领域已经发展壮大，要实现跨越式发展，并购投资是重要的途径，此次对泛亚微透的投资开启了公司发展的新篇章。

低端车型配置升高，复合材料占比将逐步提升。在不同车型的复合材料应用中，高端豪华车型使用最多，从内外饰、功能件及次级结构件均有较多的应用，而入门级、中级车中仅在内饰件中应用比例较高，而功能件、外饰件和次级结构件应用比例相对较低。随着汽车技术升级，复合材料成本下降，低端车型的配置将逐步提高。

图 4：复合材料在汽车部件上的应用比例



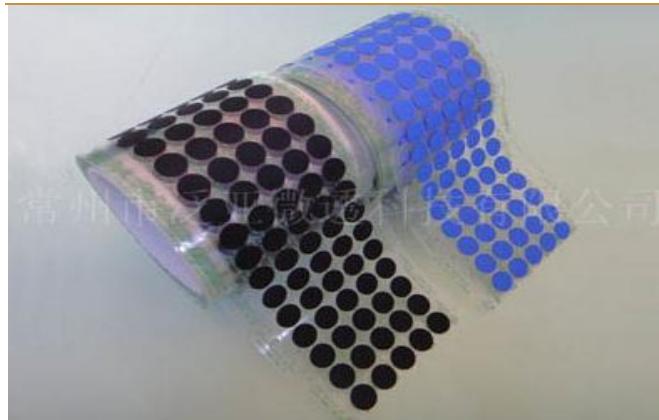
数据来源：公开资料，西南证券

泛亚微透是国际微透材料龙头企业，将受益于行业空间的增长，仅国内新车车用吸音材料的市场需求空间就达到 50 亿元。泛亚微透的主要产品包括：透气防水膜、透气防水组件、透声透气膜、挡水膜、密封垫、绝缘缓冲材料等等，也生产模切设备、粘贴设备。主要供应汽车整车及车灯、电子电声、化工包装等生产厂家。提供更优化的透气通风、散热、防水防尘和防腐蚀等微透解决方案。

泛亚微透募投项目“全频吸音棉”，计划在 2014 年 10 月至 2015 年 9 月期间，投资约 9000 万元人民币，在江苏常州武进区建立占地 30~50 亩的生产基地，形成年产各类汽车用吸音棉 1000 万平方米生产能力。产品用于汽车内部吸音防噪效果。当前汽车使用的吸音材料大概 3.5-12 平米/辆。在不考虑售后市场情况下，按照 30 元/平米的预估市场均价，2300 万辆/年的新车销售规模对吸音材料的市场需求空间在 50 亿元左右。

我们认为：传统汽车零部件的技术升级替代是汽车领域技术变革的方向，具备广阔的发展空间，泛亚微透已经储备 200 余种新材料，当前上市的防水透气材料已经大量使用在车灯等零部件上，盈利能力远超过传统材料水平。考虑到“全频吸音棉”将在 2015 年年底逐步投产，2016 年开始上量，我们预计 2015-2017 年泛亚微透贡献投资收益分别为 600 万元、800 万元、1200 万元。

图 5: 车灯防水透气贴片



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: MV 车灯防水透气栓汇总



数据来源: 公司公告, 西南证券

三、OAP 高增长, 滚针轴承增速稳定, 超越离合器

OAP: 进入快速增长通道, 我们预计 2015 年产销增速超过 50%

市场空间: 2013 年全球生产汽车 8738 万辆, 同比增长 2.7%。按照 2.7% 的复合增速, 2015 年将达到 9216 万辆 (国内 2539 万辆)。假设 2015 年汽车配置 OAP 的比例为 52%, 前端后端市场比例 1: 1, OAP 国际市场需求为 9585 万套 (国内 2640 万套), 按照国内市场 70 元/套, 国际市场达到 88 亿元空间 (国内市场 18 亿元)。当前 OAP 主要用于柴油发动机和大功率汽油发动机两者的发电机上, 未来主要空间来自大排量汽油发动机和小排量高功率增压发动机。

产销预测: 公司当前 OAP 设计产能 100 万套, 最高产能预计能达到 120 万套。当前客户主要是法雷奥、雷米及美国售后市场等, 随着法雷奥和雷米订单增加, 产销有望保持快速增长态势。我们预计公司 2014 年 OAP 产销大概是 55-60 万套, 2015 年产销增速大约在 50%, 接近 80 万套 (按照 70 元左右的均价, 有望贡献收入 5600 万元)。

轴承: 维持稳定增长态势, 我们预计 2015 年产销增速为 11%

滚针轴承装有细而长的滚子 (滚子直径 $D \leq 5\text{mm}$, $L/D \geq 2.5$, L 为滚子长度), 径向结构紧凑, 适用于径向安装尺寸受限制的支承结构。滚针轴承在汽车和摩托车中应用较多, 每辆汽车和摩托车中大概依次分别含 25、5 个滚针轴承, 国内市场需求空间大概 6-8 亿元。

公司滚针轴承主要配套法雷奥、博世、麦格纳、大陆、天合等国际汽车零部件品牌, 受益于汽车行业的稳定增长和产业集中度的提高, 我们预计公司未来两年滚针轴承产销有望维持 10-12% 左右稳定增长。

表 1：南方轴承部分储备项目进展

项目	备注	进展
汽车 ABS 用 轴承的开发	经过与 BOSCH 公司几年来的共同开发,在 2013 年成功开发 BOSCHABS9.1 项目之后,公司继续在 ABS 项目上进行深入研究和开发, 现正在开发的 Bosch ABS9 项目, 较之 ABS9.1 具有更高的技术要求	2014 年开始供货, 2015 年开始逐步上量
Valeo 液力变矩 器内轴承	2014 年 VALEO 与公司继续进行深度合作, 扩大产品的配套品种及配套份额, 并成为 VALEO 开发第一考虑供应商, 开发的产品陆续应用在通用、福特、尼桑等车型	2015 年将有数百万元需求空间
汽车节气门 项目	为大陆集团、Valeo 集团开发的汽车发动机管理系统节气门用轴承已通过客户试验安装, 计划 8 月份进行 PPAP 预审核, 然后进入量产阶段;	2015 年开始配套逐步上量

数据来源: 公司公告、西南证券

图 7: 滚针轴承示意图


数据来源: 公开资料, 西南证券

离合器: 拓展新客户应对行业下滑, 我们预计 2015 年产销增速为 8-10%

超越离合器是随着机电一体化产品的发展而出现的基础件, 用于发动机和工作机之间或机器内部主动轴与从动轴之间动力传递与分离功能的重要部件。产品利用主、从动部分的速度变化或旋转方向的变换, 具备自行离合功能的装置。公司超越离合器产品当前主要客户是本田、铃木、雅马哈, 大长江等摩托车生产企业。

摩托车行业增速下滑, 当前南方轴承超越离合器增速压力加大, 但随着公司进入雅马哈全球采购体系, 2015 年开始上量, 我们预计公司未来两年超越离合器产销或有 8-10% 左右增速。

四、盈利预测

我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 3.06 亿元、3.52 亿元、4.01 亿元; 每股收益分别为 0.37 元、0.47 元、0.62 元, 对应 1 月 30 日 12.73 元的收盘价动态市盈率分别为 35 倍、27 倍、20 倍。估值合理, 考虑到公司传统业绩稳定增长, 且围绕现有客户资源进行外延式并购发展, 我们首次覆盖给予公司“增持”评级, 参照可比公司, 给予对应 2015 年 29 倍 PE, 对应 12 个月目标价格 14 元。

表 2: 可比公司相对估值

公司代码	公司名称	收盘价 (2014-12-5)	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
002708	光洋股份	16.89	0.52	0.59	0.63	32	29	27
300176	鸿特精密	15.20	0.25	0.39	0.55	63	39	28
002536	西泵股份	27.46	0.28	0.43	0.89	98	63	31
平均值						64	44	29
002553	南方轴承	12.73	0.27	0.37	0.45	47	35	27

数据来源: Wind, 西南证券

表 3: 南方轴承财务数据按项目拆分预测表

	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
轴承				
收入 (百万元)	163.73	183.37	203.54	223.90
增速	9.28%	12.00%	11.00%	10.00%
毛利 (百万元)	58.70	66.01	73.28	80.60
毛利率(%)	35.85	36.00	36.00	36.00
离合器				
收入 (百万元)	77.52	88.37	97.21	104.98
增速	10.99%	14.00%	10.00%	8.00%
毛利 (百万元)	18.35	22.09	24.30	26.25
毛利率(%)	23.68	25	25	25
皮带轮				
收入 (百万元)	20.68	31.02	44.98	62.97
增速	94.00%	50.00%	45.00%	40.00%
毛利 (百万元)	7.06	11.32	16.19	22.67
毛利率(%)	34.15	36.5	36	36
配件销售				
收入 (百万元)	2.60	3.90	5.85	8.78
增速	50.59%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利 (百万元)	158.93	234.14	351.20	526.80
毛利率(%)	61.09	60	60	60
产品总营收				
营收 (百万元)	264.53	306.67	351.59	400.64
增速	14.00%	15.93%	14.65%	13.95%
毛利 (百万元)	85.70	101.77	117.28	134.79
毛利率	32.40%	33.19%	33.36%	33.64%

数据来源: wind, 西南证券

附表：财务预测表

利润表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	267.80	306.67	351.59	400.64	净利润	47.19	63.74	82.26	108.42
营业成本	179.11	204.90	234.30	265.85	折旧与摊销	15.44	27.11	37.73	48.49
营业税金及附加	2.64	3.02	3.46	3.94	财务费用	-5.08	0.48	0.57	0.54
销售费用	14.54	10.73	12.31	14.02	资产减值损失	0.83	0.40	0.40	0.40
管理费用	23.09	25.15	28.83	32.85	经营营运资本变动	-251.74	-28.45	-13.54	-32.19
财务费用	-5.08	0.48	0.57	0.54	其他	254.55	-21.94	-42.61	-71.42
资产减值损失	0.83	0.40	0.40	0.40	经营活动现金流净额	61.19	41.35	64.80	54.25
投资收益	1.29	0.00	6.00	20.00	资本支出	-17.14	-79.00	-102.00	-2.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-248.71	11.05	15.30	17.85
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-265.84	-67.95	-86.70	15.85
营业利润	53.98	61.99	77.72	103.03	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.32	13.00	18.00	21.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	55.30	74.99	95.72	124.03	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.11	11.25	13.46	15.60	支付股利	-8.70	-8.61	-11.11	-14.65
净利润	47.19	63.74	82.26	108.42	其他	0.00	0.23	0.14	0.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-8.70	-8.38	-10.97	-14.48
归属母公司股东净利润	47.19	63.74	82.26	108.42	现金流量净额	-213.35	-34.98	-32.87	55.63
资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	109.31	74.33	41.46	97.09	成长能力				
应收和预付款项	67.88	80.98	89.63	104.68	销售收入增长率	13.56%	14.51%	14.65%	13.95%
存货	60.87	76.09	80.53	97.17	营业利润增长率	17.58%	14.84%	23.67%	31.24%
其他流动资产	250.16	250.16	250.16	250.16	净利润增长率	19.88%	35.06%	22.31%	29.90%
长期股权投资	0.20	0.20	6.20	26.20	EBITDA 增长率	24.25%	41.71%	17.41%	21.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	140.38	127.44	114.37	101.16	毛利率	33.12%	33.19%	33.36%	33.64%
无形资产和开发支出	8.06	84.72	184.38	184.04	三费率	12.15%	11.86%	12.16%	12.44%
其他非流动资产	4.33	2.66	1.00	1.00	净利率	17.62%	20.78%	22.17%	25.28%
资产总计	641.19	696.58	767.72	861.50	ROE	7.88%	9.75%	10.81%	12.52%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.64%	10.73%	11.85%	13.56%
应付和预收款项	42.33	42.59	42.59	42.59	ROIC	17.04%	10.66%	11.32%	12.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.06%	29.77%	30.49%	32.60%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
负债合计	42.33	42.59	42.59	42.59	总资产周转率	0.42	0.44	0.46	0.47
股本	87.00	174.00	174.00	174.00	固定资产周转率	1.94	2.44	3.13	4.04
资本公积	317.52	230.52	230.52	230.52	应收账款周转率	4.44	4.33	4.42	4.36
留存收益	194.34	249.47	320.61	414.39	存货周转率	2.94	2.69	2.91	2.74
归属母公司股东权益	598.86	653.99	725.13	818.91	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	1.00	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	598.86	653.99	725.13	818.91	资产负债率	6.60%	6.11%	5.57%	5.00%
负债和股东权益合计	641.19	696.58	767.72	861.50	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	流动比率	11.53	11.31	10.76	12.66
EBITDA	64.43	91.30	112.25	139.01	速动比率	4.19	3.65	2.99	4.51
PE	46.93	34.75	26.93	20.43	股利支付率	18.43%	13.51%	13.51%	13.51%
PB	3.70	3.39	3.05	2.70	每股指标				
PS	8.27	7.22	6.30	5.53	每股收益	0.27	0.37	0.45	0.58
EV/EBITDA	15.53	23.48	19.39	15.27	每股净资产	3.44	3.76	4.15	4.65
股息率	0.004	0.004	0.005	0.007	每股经营现金	0.35	0.24	0.37	0.30
					每股股利	0.05	0.05	0.06	0.08

数据来源：西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

北京地区	上海地区	深圳地区	
王亚楠	罗月江	刘娟 (地区销售总监)	易芳
010-57631295	021-50755210	0755-83288793	0755-88285458
13716334008	13632421656	18665815531	18610942879
wangyanan@swsc.com.cn	lyj@swsc.com.cn	liuj@swsc.com.cn	yifang@swsc.com.cn
陆铂锡		张婷	罗聪
010-57631175		0755-88286971	0755-88286972
13520109430		13530267171	15219509150
lbx@swsc.com.cn		zhangt@swsc.com.cn	luoc@swsc.com.cn