

南方轴承 (002553.SZ) 机械基础部件行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

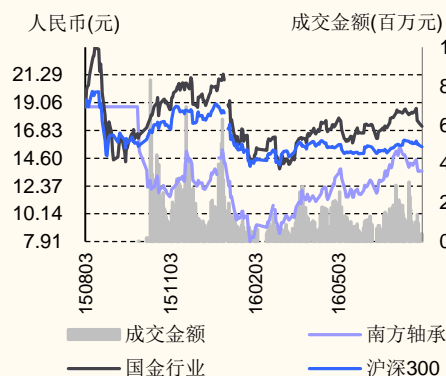
市场价格 (人民币): 13.58 元

进军飞机轮胎再制造市场，公司成长空间广阔

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	220.73
总市值(百万元)	4,725.84
年内股价最高最低(元)	18.72/7.91
沪深 300 指数	3176.81
深证成指	10185.48



公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.375	0.187	0.227	0.266	0.308
每股净资产(元)	3.59	1.88	1.98	2.12	2.29
每股经营性现金流(元)	0.36	0.18	0.24	0.30	0.23
市盈率(倍)	31.70	75.82	59.93	51.02	44.14
行业优化市盈率(倍)	56.31	94.30	85.32	85.32	85.32
净利润增长率(%)	38.29%	-0.07%	20.91%	17.45%	15.60%
净资产收益率(%)	10.44%	9.95%	11.45%	12.58%	13.41%
总股本(百万股)	174.00	348.00	348.00	348.00	348.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司通过收购无锡翼龙 36% 的股权进军飞机轮胎再制造行业，有望形成“汽车零部件+航空后市场”双主业运行模式。无锡翼龙是全球第五家、国内唯一一家具备持续适航能力的飞机轮胎再制造企业，各类资质齐全，获得了国内各大航空公司的资质认证，并已经取得部分订单，打破了国外轮胎巨头的垄断格局，未来成长性突出。南方轴承投资 5877 万元收购无锡翼龙 36% 的股权，拟将其打造成公司的第二主业，预计公司将在未来几年内继续对其增资扩大持股比例，同时也会考虑在此领域中寻找其他合适标的发挥产业协同性，以帮助公司做大航空产业规模。
- 航空轮胎再制造行业壁垒高、盈利性好，无锡翼龙未来成长性突出。航空轮胎再制造对由工艺、设备、原料等方面要求很高，技术垄断明显，同时需要进行严苛的资质认证，技术难度大，目前全球范围内仅有米其林等少数几家轮胎巨头具备相应能力。高壁垒造就了行业的高毛利和垄断格局，我们预计国内市场规模达数十亿元，实力厂商有望实现进口替代。无锡翼龙经过十多年的持续投入，订单和销售放量在即，携手南方轴承后开始产能扩充，预计未来几年的业绩具备爆发性。
- 传统轴承业务将保持平稳增长。公司的轴承产品广泛应用于汽车、工业等领域，其滚针轴承是行业中的翘楚，全球市场占有率达 30% 左右。受益于汽车行业的平稳增长，我们认为公司的传统轴承业务将继续保持稳定上升。
- 单向滑轮总成 (OAP) 业务尚有较大成长空间。公司 OAP 产品已成功进入部分国际汽车零部件制造商采购体系，未来有望通过法雷奥的技术认证，业务的成长性较好。

投资建议

- 盈利预测：考虑到收购的无锡翼龙以及其他两家参股公司的备考业绩，我们预计公司 2016—2018 年实现销售收入 3.21/3.42/3.66 亿元，归属于母公司股东净利润分别为 0.79/0.93/1.07 亿元，EPS 分别为 0.23/0.27/0.31 元。当前股价 (13.58 元) 对应 2016 年-2018 年 PE 分别为 60/51/44 倍。
- 我们认为公司主业平稳增长，飞机轮胎再制造业务具备稀缺性和较大业绩弹性，我们首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险

- 主要原材料价格波动的风险；合作进度不达预期。

沈伟杰 联系人
(8621)60870933
shenweijie@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号：S1130515040004
(8621)60230252
panyili@gjzq.com.cn

徐才华 分析师 SAC 执业编号：S1130516010004
(8610)66216932
xucailhua@gjzq.com.cn

内容目录

1、轴承行业龙头企业，传统业务稳健发力	4
1.1、公司是行业内的龙头企业之一	4
1.2、公司积极拓展海外业务，供销端稳定	5
1.3、公司管理层经营稳健，产业布局科学合理	6
2、轮胎再制造市场空间达百亿，参股无锡翼龙打开公司成长空间	8
2.1、参股无锡翼龙，进军飞机轮胎再制造	8
2.2、飞机轮胎再制造行业壁垒高，国内市场空间可达百亿	8
2.3、无锡翼龙竞争实力强劲，携手南轴扩产在即有望实现加速成长	10
3、传统业务整体表现强劲，离合器业务亟待转型	12
3.1、滚针轴承业务业内第一，成长动力持续	12
3.2、OAP 业务市场空间尚待打开，产能充足	14
3.3、摩托车单向离合器行业下行趋势明显，未来市场承压较大	15
4、盈利预测	18
5、风险提示	18

图表目录

图表 1：公司主要产品	4
图表 2：2012 年-2015 年经营状况	4
图表 3：2015 年营业收入分布	4
图表 4：2012 年-2015 年公司产品收入	5
图表 5：2012 年-2015 年公司产品毛利率	5
图表 6：2013 年-2015 年公司 ROE 情况	5
图表 7：2013 年-2015 年公司国内外营收状况	6
图表 8：2015 年公司前五大客户	6
图表 9：2015 年前五大供应商	6
图表 10：2013 年-2015 年公司国内外营收状况	6
图表 11：无锡翼龙主要产品	6
图表 12：泛亚公司主要产品	7
图表 13：矽昌通信主要产品	7
图表 14：公司参股、控股主要公司情况	7
图表 15：公司在飞机轮胎再制造领域资质齐全	8
图表 16：飞机轮胎的内部结构	9
图表 17：国内民航运输机队保持稳健增长	9
图表 18：国内通用航空器数量保持较快增长	9
图表 19：不同飞机轮胎数量	10
图表 20：航空轮胎需求分布	10
图表 21：各地区飞机数量占比	10

图表 22: 轴承分类	12
图表 23: 滚针轴承图样	12
图表 24: 滚针轴承应用分类	12
图表 25: 2015 年各地区轴承需求占比	13
图表 26: 2009 年-2020 年全球轴承市场规模	13
图表 27: 2010 年-2020 年 2015 年中国汽车产量	13
图表 28: 2012 年-2015 年公司 OAP 业务经营状况	14
图表 29: OAP 效用分析	14
图表 30: 2018 年全球 OAP 市场规模 (预测)	15
图表 31: 2018 年中国 OAP 市场规模 (预测)	15
图表 32: 2012 年-2015 年离合器业务收入	15
图表 33: 离合器样例	16
图表 34: 离合器分类	16
图表 35: 摩托车销量走势	16
图表 36: 中国摩托车出口总额区域分布	17
图表 37: 南方轴承投资收益预测(无锡翼龙按照全年备考业绩预测)	18
图表 38: 公司主营业务预测——按收入拆分	19

1、轴承行业龙头企业，传统业务稳健发力

1.1、公司是行业内的龙头企业之一

- 南方轴承是国内滚针轴承和超越离合器产量最大的生产企业之一。公司是一家专业设计、制造、销售滚针轴承、超越离合器的高新技术企业，其滚针轴承业务在国内同行之中处于领先地位。目前公司主营业务包括开发、制造和销售滚针轴承、单向滑轮总成和摩托车单向离合器等，产品应用领域包括汽车、摩托车和工业领域等。

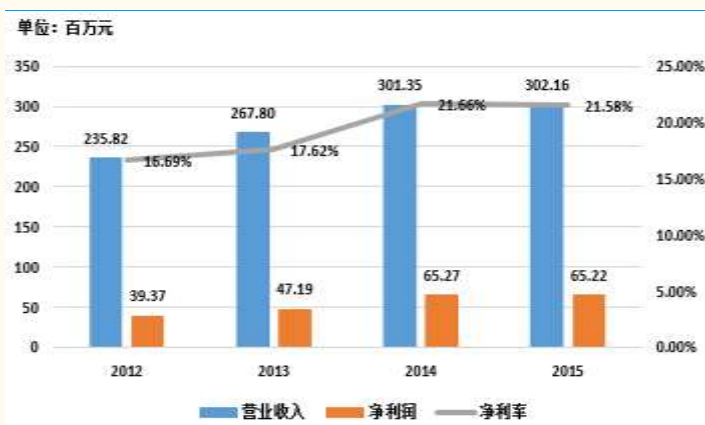
图表 1：公司主要产品



来源：公司官网，国金证券研究所

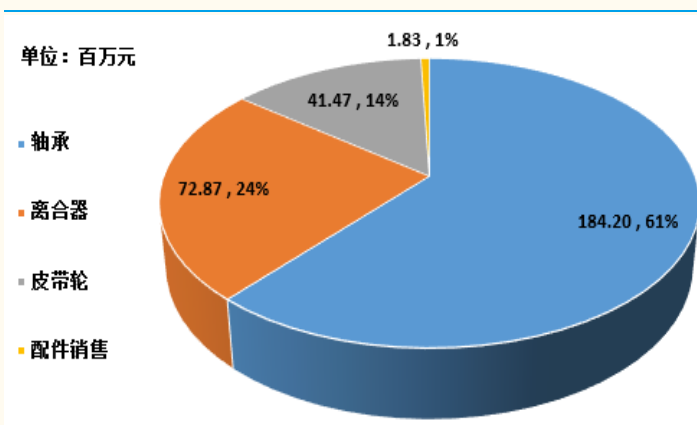
- 2015 年，公司实现营业收入 3.02 亿元，净利润 6522 万元。近年来，面对世界范围内制造业整体经济形势下滑，国内轴承行业同质化、低端化竞争激烈，公司经营业绩仍旧保持平稳增长。2015 年，公司实现营业收入 3.02 亿元，其中轴承 1.84 亿元，占 61%；离合器 7287 万元，占 24%；皮带轮（OAP）4147 万元，占 14%；配件销售 183 万元，占 1%。

图表 2：2012 年-2015 年经营状况



来源：Wind，国金证券研究所

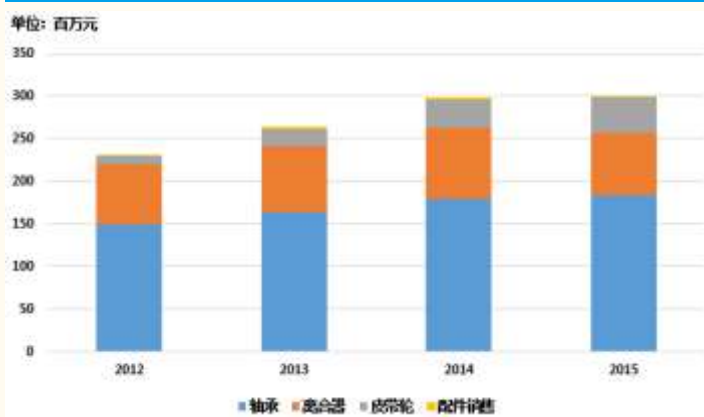
图表 3：2015 年营业收入分布



来源：Wind，国金证券研究所

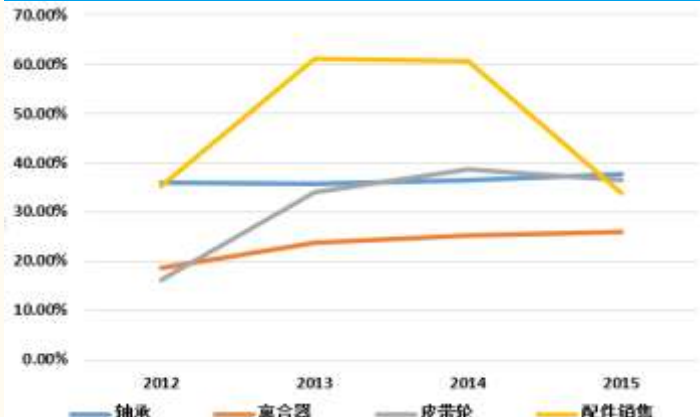
- 公司业务毛利率继续保持较高水平，“离合器+轴承”仍是公司的主要业务。在面对轴承市场低端化、同质化的激烈市场竞争，以及整体市场萎靡的情况下，公司主要产业业务继续保持较强的盈利能力。2015 年，公司轴承业务毛利率继续保持在 35%以上，上升至 37.75%；而离合器业务也持续保持在 25%以上，达到 25.96%；皮带轮业务盈利能力也继续保持较高水平达到 36.39%。

图表 4：2012 年-2015 年公司产品收入



来源：wind，国金证券研究所

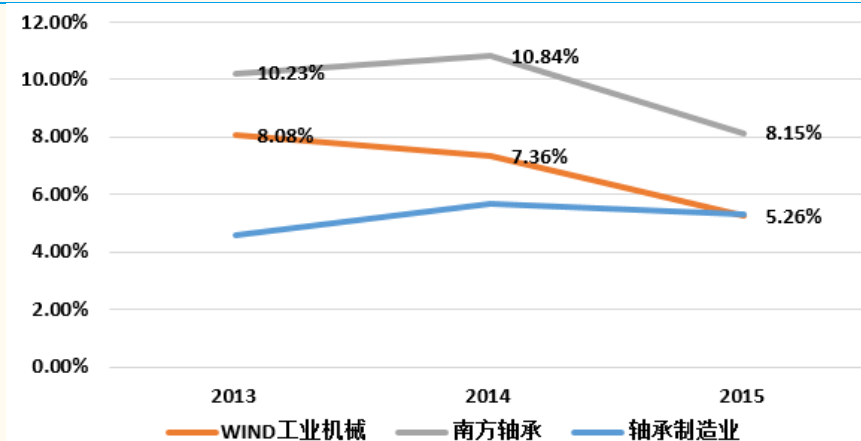
图表 5：2012 年-2015 年公司产品毛利率



来源：wind，国金证券研究所

- 公司整体保持超越行业平均盈利水平的能力。从 ROE 角度看，通过对比南方轴承和工业机械行业以及轴承制造业平均水平近三年的资产回报情况可知，公司的盈利性非常好，明显强于工业机械行业和轴承制造业的平均水平，具备超过行业平均水平的竞争实力。

图表 6：2013 年-2015 年公司 ROE 情况



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2、公司积极拓展海外业务，供销端稳定

- 公司的传统产品竞争优势明显，以直销为主，所拥有的客户也多为中高端客户。公司的业务增长点主要在于单向滑轮总成销售的增长，以及一些新项目的正式量产。公司的单向滑轮总成产品品质已达到国外竞争对手的水平，并得到国内外市场的普遍认可，目前公司正在凭借其自身优势，积极拓展主机市场。此外，摩托车单向离合器仍维持以往的领先地位。
- 公司国内外客户群广泛。在汽车领域，南方公司系列产品已向法雷奥、博世、西门子、麦格纳等世界著名汽车零部件生产商批量供货；在摩托车领域，南方公司已成为本田、铃木、雅马哈，大长江等知名摩托车生产厂家主要配套供应商；在工业应用领域，南方公司的产品不仅给百得、喜利得、牧田等电动工具生产企业配套，而且还广泛应用于园林机械、纺织机械、门控系统等相关行业。目前公司产品已出口美国、英国、法国、德国、意大利、西班牙、加拿大、韩国、日本、泰国、印度、台湾等国家和地区。

图表 7: 2013 年-2015 年公司国内外营收状况



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 8: 2015 年公司前五大客户

序号	客户名称	销售额 (百万元)	占销售总额比例
1	客户 1	24.93	8.30%
2	客户 2	16.25	5.41%
3	客户 3	12.76	4.25%
4	客户 4	9.60	3.20%
5	客户 5	9.50	3.16%
6	合计	73.03	24.32%
7	其他	300.43	75.69%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 2015 年前五大供应商

序号	供应商名称	采购额 (百万元)	占采购总额比例
1	供应商 1	5.37	7.80%
2	供应商 2	4.41	6.40%
3	供应商 3	4.24	6.15%
4	供应商 4	2.86	4.15%
5	供应商 5	2.69	3.91%
6	合计	19.58	28.41%
7	其他	68.93	71.59%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3、公司管理层经营稳健，产业布局科学合理

- **公司管理层经营稳健，产业布局明确。**公司目前前三大控股股东为史建伟 (39.60%)、史娟华 (7.13%)、史维 (2.64%)。公司目前已成立南方制造电子商务有限公司，负责网上经营商品服务；成立南方欧洲公司，负责轴承销售；参股南方汽车压缩机轴承有限公司，负责网上经营商品服务，实现了轴承业务的自产自销以及线上线下同时销售的经营布局。

图表 10: 2013 年-2015 年公司国内外营收状况



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **参股无锡翼龙，加快航空产业布局。**经管理层批准，公司于 2016 年 7 月 17 日与无锡翼龙签署了《合作意向书》，公司拟以 5877.55 万元自有资金参股无锡翼龙 36% 股权。完成后，公司将具备生产优质航空轮胎以及汽车轮胎的能力，初步实现布局航空产业。

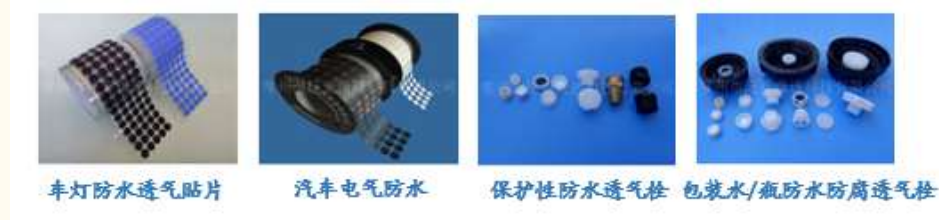
图表 11: 无锡翼龙主要产品



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **参股泛亚公司，进军微透新材料领域。**公司于 2015 年以自有资金 7680 万增资泛亚微透科技有限公司 20% 股权（主要定位为财务投资）。泛亚微透公司的“全频吸音棉”等产品主要应用于汽车市场，在轻量化领域具备优势竞争能力。2015 年公司承诺净利润为 3000 万元，2016 年上半年泛亚公司实现净利润 1524 万元。

图表 12：泛亚公司主要产品



来源：公司官网，国金证券研究所

- **参股矽昌通信，涉猎通信技术领域。**公司与上海矽昌通信技术有限公司于 2015 年 11 月 19 日签署了《合作意向书》，公司拟通过法定程序暂定以 2000 万元自有资金参股矽昌通信 18.18% 股权（主要定位为财务投资）。初步实现进入“智能制造”的芯片产业领域，进一步扩展公司产业链。

图表 13：矽昌通信主要产品



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 14：公司参股、控股主要公司情况



来源：公司公告，国金证券研究所

2、轮胎再制造市场空间达百亿，参股无锡翼龙打开公司成长空间

2.1、参股无锡翼龙，进军飞机轮胎再制造

- 2016 年 7 月 17 日，公司与无锡翼龙签订了收购和增资的《合作意向书》。7 月 27 日，公司与无锡翼龙及无锡翼龙股东苏仁然、无锡三页书国际贸易有限公司正式签署《投资协议》，根据协议约定，公司近期将自有资金以现金方式向无锡翼龙受让股权并增资人民币 5877.55 万元。公司参照无锡翼龙提供的 2012 年到 2015 年的经营情况，及未来三年业绩预期情况（2016 年净利润 500 万元、2017 年净利润 3,000 万元，2018 年净利润 5,000 万元）确定无锡翼龙的整体估值达 1.63 亿元，其中公司的参股比例达 36%。
- 无锡翼龙航空成立于 2001 年，是一家主要从事航空轮胎、汽车轮胎和工业车辆轮胎再制造和销售业务的国家级高新技术企业，也是目前国内唯一一家具备持续适航能力的从事飞机轮胎业务的企业，于 2001 年至 2005 年立项取得中国民用航空总局颁发的《维修许可证》。先后取得了中国国际航空公司、中国东方航空公司、中国南方航空公司、中国海南航空公司等《供应商认可证书》，还取得印度尼西亚国家民航局的许可证书。

图表 15：公司在飞机轮胎再制造领域资质齐全



来源：公司官网，国金证券研究所

- 此次公司参股无锡翼龙可视为进军航空后市场迈出的第一步，我们预计公司将在未来几年内继续对其增资，同时也会考虑在此领域中寻找其他合适标的发挥产业协同性，以帮助公司做大航空产业规模。

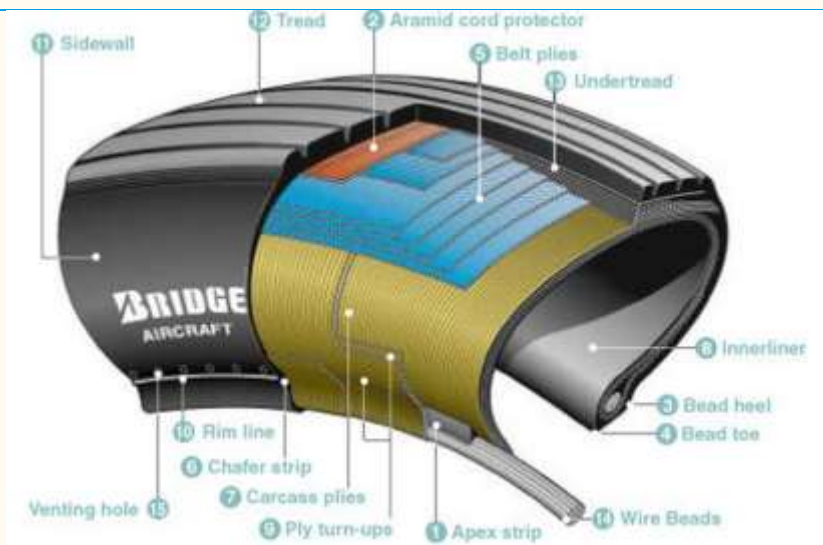
2.2、飞机轮胎再制造行业壁垒高，国内市场空间可达百亿

- 飞机轮胎是民用航空业发展的三大消耗品之一，对于安全性和可靠性都有非常严苛的要求，关系到飞机的安全起飞和降落，因此在抗冲击强度和生热性等指标方面都要求很高。一般来说，用于制造航空轮胎的橡胶材料必须确保在-40℃以下和 71℃以上的苛刻条件下，经 24h 后性能符合规定指标，此外，还要求轮胎的爆破压力高于额定内压 4 倍以上，起飞和降落时轮胎产生的静电荷要能均匀传至地面。
- 飞机轮胎的制造以及翻新都需要通过严苛的认证，全球范围来看，飞家厂商大约有近 20 家，且以国外著名轮胎巨头为主，其中，米其林、普利司通、

固特异等三家公司占据了主要份额，国内的飞机轮胎也以进口为主。在翻新和再制造领域，全球约仅有五六家企业具备实力，除了米其林、普利司通、固特异、邓禄普外，无锡翼龙是国内唯一的具有持续试航能力和供货能力的飞机轮胎再制造厂商。

- **飞机轮胎的结构：**飞机轮胎采用无内胎、双胎面的结构，即非实心的轮胎，通常由胎面帘线、胎体侧壁、胎缘和轮胎内层组成。机轮没有内胎，主要是方便拆装、维护，飞行前可以直接向轮胎内补气。轮胎高强度的密封圈可以保证胎内高达数个大气压值的气体不渗漏，其性能是普通汽车轮胎所不能比拟的，所以其造价也相当昂贵，通常可达上万元人民币/条，更有达几十万元人民币/条的。

图表 16：飞机轮胎的内部结构



来源：互联网，国金证券研究所

- 通常来说，飞机轮胎每隔 25 天左右需要进行更换，且由于新轮胎价格很高，因此全世界都采用再制造循环使用的方式降低使用成本。按照不完全统计，国外发达国家航空再制造的比例可达 70%-80%，美国甚至超过 90%。
- 预计目前国内飞机轮胎再制造市场规模约 50 亿元。过去几年，国内民航飞机机队数量整体保持较快发展，同时通用航空飞行器也保持较快增长速度。根据统计局数据，2015 年民用飞机 4554 架，其中运输飞机 2650 架，通用飞机估计 1900 架左右。同时，根据国外媒体 Flight Global 发布的 2015 年空中力量评估，国内大约有 3000 架各类军用飞机。综合考虑以上因素，我们认为当前国内的飞机保有量超 7500 架。

图表 17：国内民航运输机队保持稳健增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：国内通用航空器数量保持较快增长



来源：wind，国金证券研究所

- 飞机轮胎的磨损非常严重，因此更换频次很高，通常情况下，其更换周期为 25 天，每年的更换次数可达 15 次。
- 由于飞机的型号不一决定了其轮胎的数量有较大差别，一般的中小型飞机有一个前起落架，两个主起落架，每个起落架上 2 个轮子，所以一共 6 个轮子；而中型飞机如著名的波音 787，空客 A330 有 10 个轮子；大型飞机甚至超过 20 个轮子，如空客 A380 有 22 个轮子；超大型飞机如安 225 轮胎数量甚至达到 32 个。若我们综合考虑通用、民用、军用飞机，总量以 7500 架计，每架飞机需 6 个轮子，一年需替换 15 次计算，我们估计国内再制造航空轮胎的年需求量可达 67.5 万条。以一条 8000 元计，我们预测国内飞机轮胎再制造市场规模可达 54 亿元。而考虑到整个航空产业，我们可以乐观估计，飞机轮胎再制造规模可达百亿。

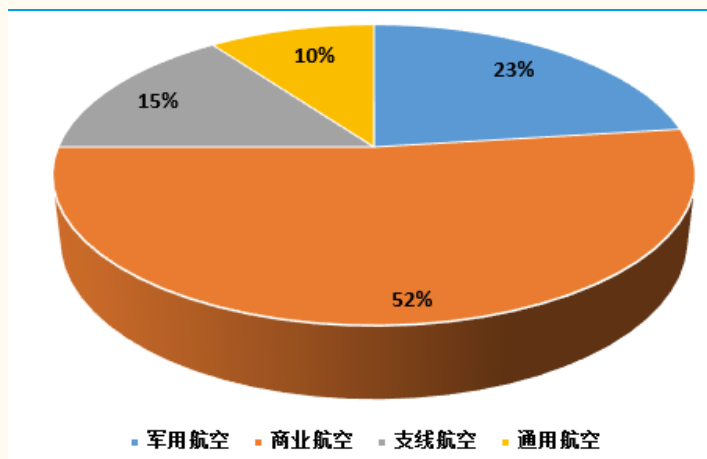
图表 19：不同飞机轮胎数量

轮胎数量 (个)	飞机型号
3	TB20
6	如波音 B737 系列、空客 A320 系列、CRJ、ERJ、多尼尔、MD90
10	波音 757、767、787、空客 A330、麦道 11
14	空客 A340、波音 777
18	波音 747
22	空客 A380
32	安 225

来源：互联网整理，国金证券研究所

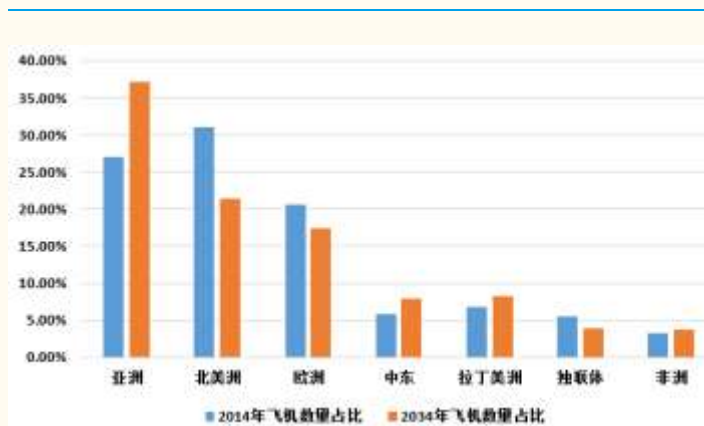
- **全球航空轮胎消费量庞大，再制造需求迫切。**目前全球每年消耗 1000 余万条各种规格型号的航空轮胎，其中民用航空轮胎 800 多万条，军用航空轮胎约 300 多万条。出于降低航空运营成本以及翻新轮胎在航空业中长期成功应用的原因，近年来翻新轮胎消耗量在民用航空领域已达到需求量的 2/3，美国甚至已达 90%，在军用航空领域已达到需求量的 1/3。
- **亚洲将成为成长空间最大地区。**据法国米其林公司 2008 年特种轮胎年报披露，2007 年军用航空占全球航空市场份额为 23%，民用航空占 77%(商业航空 52%、支线航空 15%、通用航空 10%)。其中全球支线航空市场分布情况为：美洲 52%，欧洲 31%，亚洲及其它地区 17%。根据波音公司报告，2014 年亚洲共有 5852 架商用飞机，占世界的 27.08%；而预测到 2034 年，亚洲将共有 16180 架商用飞机，占世界的 37.14%，将超越北美地区，成为全球最大的飞机市场。而航空轮胎相应也将成为全球最大的市场。

图表 20：航空轮胎需求分布



来源：米其林报告，国金证券研究所

图表 21：各地区飞机数量占比



来源：Boeing《China Market Outlook 2015-2034》，国金证券研究所

2.3、无锡翼龙竞争实力强劲，携手南轴扩产在即有望实现加速成长

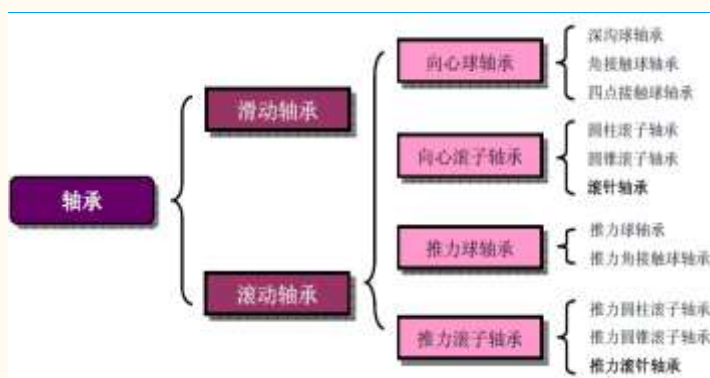
- **轮胎再制造技术难度大，翼龙具备核心竞争力。**我国飞机轮胎再制造行业准入门槛极高，企业若要具备飞机轮胎再制造资格，必须要获得民航颁布的维修许可牌照，而且需要通过航空公司装机试验、获取认可证书，最终才能获取资格。目前市场基本以米其林、普利司通、固特异、邓禄普，以及国内的无锡翼龙为主。轮胎再制造一般需要经过入厂检验、打磨、二次检查、喷胶浆和干燥、贴胶、硫化、成品修边、成品检验等主要工序。而由于在工艺、设备、原料等方面要求很高，技术垄断明显，因此在航空轮胎再制造市场一直被几大公司垄断。
- **深耕航空轮胎再制造，市场优势明显。**翼龙在航空轮胎再制造领域具备国内独一无二的技术与资质优势：公司于 2001 年成立，在飞机轮胎再制造技术研究方面已度过了 15 年，目前已成功掌握轮胎再制造涂层、成型设备等核心技术领域。而根据公司公告数据，截至 2015 年，公司已获得发明专利 8 项，实用新型技术 3 项，这给公司带来巨大的技术垄断优势，无论是民航还是军航，与公司的合作都在不断加强。
- **未来 2-3 年，公司航空轮胎订单将迎来快速增长。**无锡翼龙作为国内唯一一家具备航空轮胎再制造生产资质的企业，其产品性价比高，服务效率高，目前已成功在汽车轮胎再制造、工业车辆轮胎再制造领域进行业务扩展，且市场反馈较好。公司目前具备生产波音公司所有主力机型轮胎的能力，并且在国内也取得了中国商飞 ARJ21、C919、AG600 等机型的轮胎单号。我们预计未来 2~3 年内，公司轮胎制造与再制造业务有望迎来订单的快速增长。
- **各大航空公司陆续招标，公司有望取得订单的重大突破。**按照行业惯例，各大航空公司通常 3 年进行一次飞机轮胎订单招标，选定合适的厂商作为其再制造轮胎的供应商。由于行业的高壁垒，国外巨头的报价往往每三年进行一次大幅度提价。无锡翼龙作为民航局重点支持发展的国内企业，在产品性价比方面具备明显优势，预计未来在各大航空公司招标中获得突破。
- **产能约束有望打破，扩产在即打开翼龙成长空间。**无锡翼龙前期主要受制于产能和资金，目前仅有飞机轮胎再制造能力不到 2 万条，汽车 10 万条，仅能满足少数需求。携手南轴后，公司拟在常州投资设立中国高速轮胎再制造示范基地，专门从事飞机轮胎及汽车轮胎再制造，产能扩大数倍以上，明年开始将能满足其他航空公司的需求。
- **进口替代需求庞大，公司的业绩增长前景乐观。**根据行业统计，目前我国飞机轮胎再制造市场份额的 90% 以上，都被国外的普利司通、米其林等国外厂商占据。而飞机轮胎作为我国重点战略物资，无论是市场需求还是国防需求，其未来国产化趋势是必然的。而公司凭借其优异的研发能力与生产能力，将有望率先实现进口替代，公司未来的业绩增长前景乐观。

3、传统业务整体表现强劲，离合器业务亟待转型

3.1、滚针轴承业务业内第一，成长动力持续

- 公司是滚针轴承行业翘楚，全球市场占有率达 30%左右。公司在制造和产品的研发方面在国内同行之中均属领先，且拥有的客户多为中高端客户，其作为法雷奥的 A 级供应商，约占其 50%以上供货份额。同时，公司还是麦格纳、博世的 B 级供应商，竞争实力较强。
- 滚针轴承应用范围广泛，优势众多。轴承是现代机械设备中应用十分广泛的一种基础零部件，其主要功能是支承旋转轴或其它运动体，引导转动或移动运动并承受由轴或轴上零件传递而来的载荷，被称为“机械的关节”。其中，滚针轴承是一种带圆柱滚子的滚子轴承，相对其直径，滚子既细又长，这种滚子称为滚针。尽管具有较小的截面，轴承仍具有较高的负荷承受能力，滚针轴承装有细而长的滚子，因此径向结构紧凑。

图表 22：轴承分类



来源：公司招股说明书，国金证券研究所





图表 23：滚针轴承图样



来源：百度图片，国金证券研究所

- 滚针轴承的结构型式多样，应用范围广泛。滚针轴承按其用途主要可分为以下几类：（1）冲压外圈的滚针轴承，可分为有保持架的冲压外圈滚针轴承与无保持架的冲压外圈滚针轴承；（2）实体套圈滚针轴承；（3）滚轮滚针轴承；（4）滚针和保持架组件。

图表 24：滚针轴承应用分类

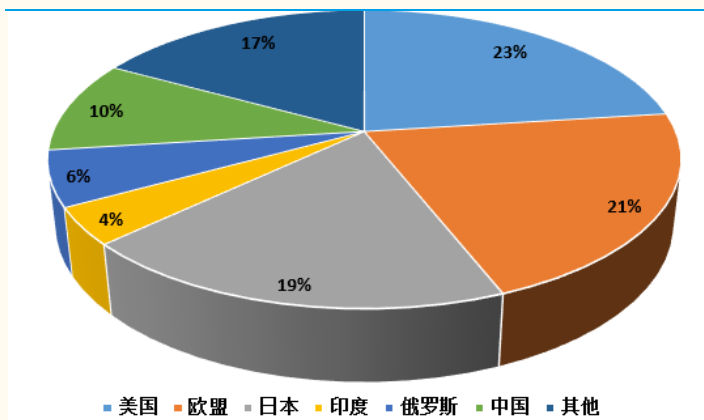
分类		用途	样例
冲压外圈滚针轴承	有保护的冲压外圈滚针轴承	适合高速、重载，多用于机床、汽车、摩托车的变速箱或纺织机械。	
	无保护的冲压外圈滚针轴承	重载荷下的摆动工作条件。如飞机的机架、导弹主翼的轴端等。	
实体套圈滚针轴承		多用于机床、汽车变速箱。	
滚轮滚针轴承		印刷机械、牧草机械、农业机械、数控设备导轨用滚轮、输送线等。	
滚针和保持架组件		多用于变速箱、摩托车、汽车的连杆大、小端。	

来源：百度图片，国金证券研究所

- 轴承行业市场空间大，滚针轴承市场仍有增长。轴承市场从各地区需求来

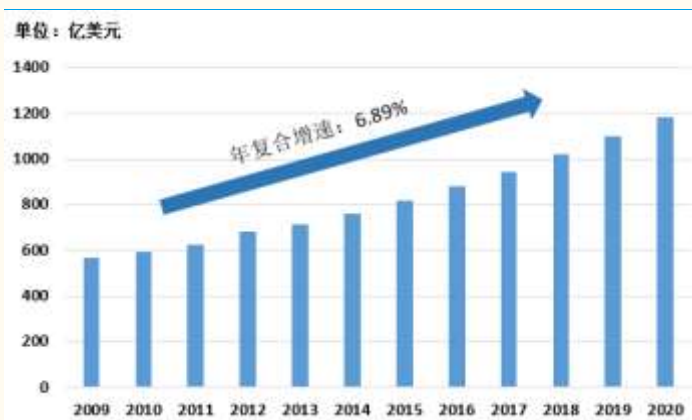
看，美国市场最大，占全球的 23%；欧盟国家占 21%；日本占 19%；俄罗斯占 6%；印度占 4%；中国占 10%。但是中国却是世界上最大的轴承生产国之一，但产品面临同质化和低端化的竞争，且愈发严重。而根据 Preweb 预测，到 2020 年，全球轴承市场规模有望达 1182 亿美元，年复合增速达 6.89%。而滚针轴承作为轴承行业的重要组成部分，未来市场也将继续扩大。

图表 25：2015 年各地区轴承需求占比



来源：轴承钢行业市场，国金证券研究所

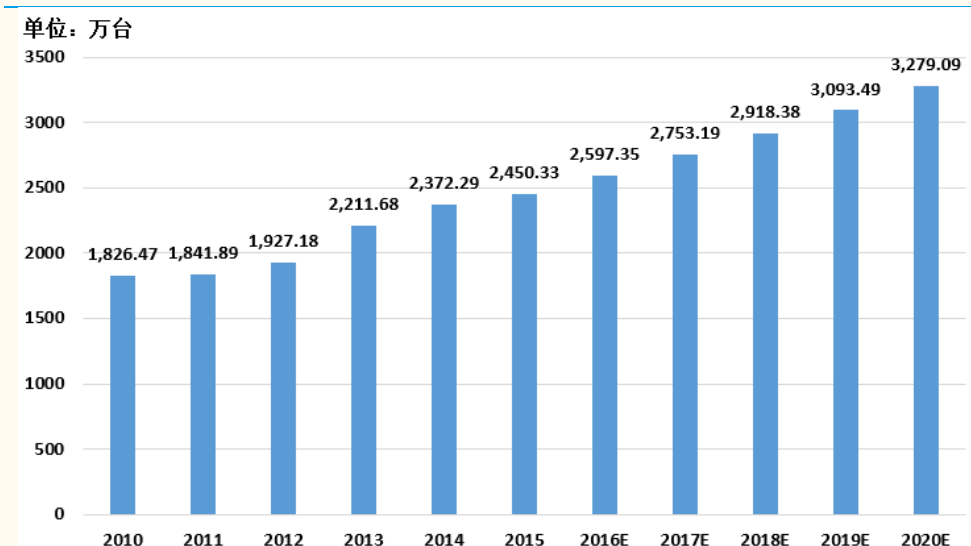
图表 26：2009 年-2020 年全球轴承市场规模



来源：Preweb，国金证券研究所

■ 汽车行业扛起工业产业复苏号角，汽车轴承业有望率先突围。2015 年机械工业主要经济指标增速大幅回落，我国经济下行压力大，轴承行业也受其影响。据中国汽车工业协会统计，2015 年我国汽车零部件出口总体表现不佳，1~11 月份累计出口 563.54 亿美元，同比下降 4.27%。十三五规划指出，以“中国制造 2025”为纲领，贯彻创新驱动战略，着力转变发展方式，调整产业结构，推行绿色制造，实现转型升级，打造由核心能力、核心技术和核心产品构成的核心竞争力，加快轴承工业强国建设，在中国汽车工业从大到强的战略转变中率先取得突破。2015 年中国车市呈现平稳增长态势，新车销售 2459.76 万辆，同比增长 4.7%。而我们预计，未来中国汽车产量将以年均 6% 的增速增长，到 2020 年将达到 3279.09 万辆。

图表 27：2010 年-2020 年 2015 年中国汽车产量



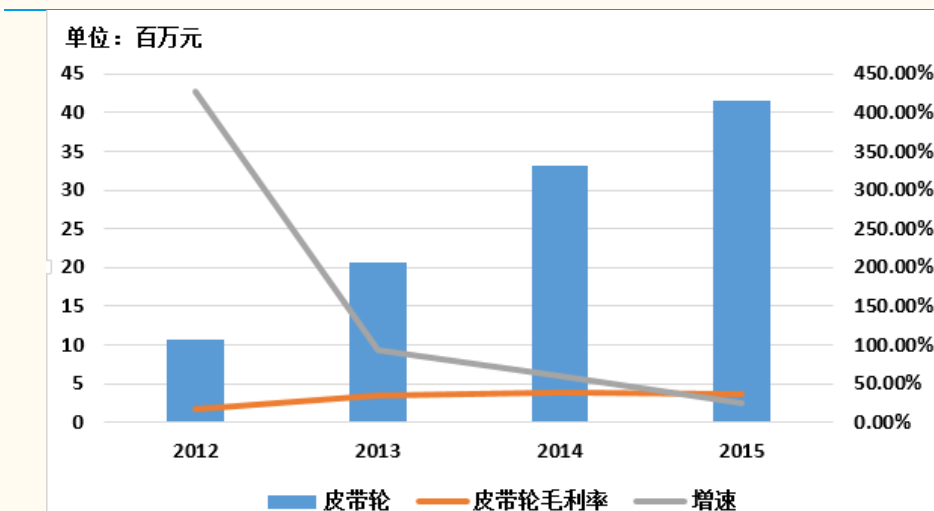
来源：wind，中汽协，国金证券研究所

■ 2018 年，公司滚针轴承产品规模有望超 2.3 亿元，增速达 8%。作为滚针轴承行业的龙头，受益于工业机械行业的复苏，以及汽车行业需求的稳定上升，我们预计，公司在滚针轴承行业的增速将在 8%，2018 年滚针轴承收入规模将达 2.32 亿元。

3.2、OAP 业务市场空间尚待打开，产能充足

- **公司单向滑轮总成（OAP）业务尚有较大成长空间。**公司在确保 OAP 产品达到国际同类产品技术指标的前提下，逐渐在质量上、价格上形成对国外同类 OAP 产品的竞争优势，打破国外汽车零部件商在该领域的垄断局面，进入国际汽车零部件制造商采购体系，获得长期稳定增长的订单。2015 年，公司 OAP 业务继续增长至 4147 万元，同比增长 24.8%，毛利率达 36.39%。
- **公司近年积极开拓 OAP 产能与客户，年产能达 100 万套。**2012 年~2015 年，公司 OAP 业务营业收入同比分别增长 94%、60.69%、24.8%。目前，制约公司 OAP 产品发展得主要原因是法雷奥技术认证方面，而公司已通过绝大多数测试，目前仅在耐久性测试方面仍需突破。公司已通过购买现金设备、提升原材料品质等来进一步提升产品品质，以便顺利通过测试。若公司可以顺利通过法雷奥技术认证，公司 OAP 产品市场需求就得以有效打开。公司 OAP 业务设计产能为 100 万套，上半年实现销售套数约 30 万套，产能充足。

图表 28：2012 年-2015 年公司 OAP 业务经营状况



来源：wind，公司年报，国金证券研究所

- **OAP 本质是一种单向离合器，它使传动皮带只能沿着一个方向传动。**OAP 主要安装在与发动机相连的电动机上，用来保护发电机。因为发动机工作在压缩和排气这两个阶段时，传动方向是相反的，并且会产生有害的扭转振动，使皮带不断的加速、减速，并把这种状态传导到发电机上，严重影响其使用寿命，同时产生巨大的振动与噪音。装配 OAP 后，只有发动机的加速状态才会传导到发电机上，当发动机减速和转向时，皮带轮会自动脱离，保护发电机不受影响，保持惯性转动慢慢减速，这就大大延长了发电机的使用寿命，同时也减少了皮带的磨损，降低噪音与振动，减少 CO 的排放，提升汽车的舒适性。

图表 29：OAP 效用分析

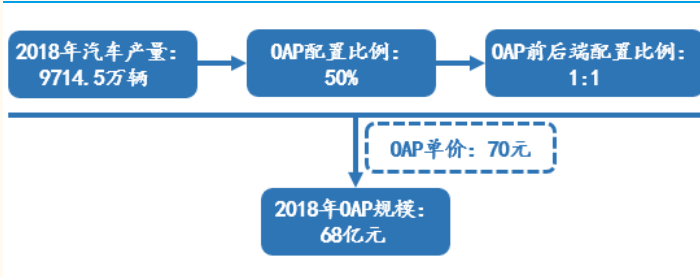
部件	没装配 OAP	装配 OAP
发电机	转动方向不断变化，工作状态不稳定，使用寿命短	稳定单方向转动，持续稳定工作
皮带	传动方向不断改变，磨损较严重	单方向传动，磨损较少
振动与噪音	振动会传递出来，影响其他零部件，并产生巨大噪音	阻碍振动传递，降低噪音

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **OAP 产业与汽车产业息息相关，预计 2018 年全球 OAP 规模有望达**

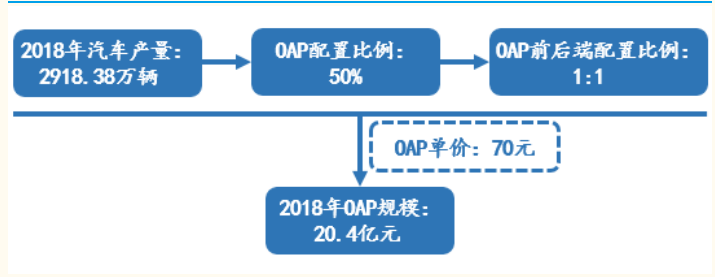
68 亿元，国内市场达 20.4 亿元。单向滑轮总成（OAP）主要应用在柴油发动机和大排量或有涡轮增压功能的汽油机中，因此其产业规模与汽车产业规模息息相关。我们预计，OAP 产业增速将于汽车产业增速基本一致，我们预计到 2018 年全球产量约为 9700 万辆，以 50% 的 OAP 配置率，前端与后端 1:1 配置，70 元一套计算，2018 年全球 OAP 需求约为 68 亿元。同理，我们预测，2018 年中国 OAP 市场有望达 20.4 亿元。

图表 30：2018 年全球 OAP 市场规模（预测）



来源：国金证券研究所

图表 31：2018 年中国 OAP 市场规模（预测）



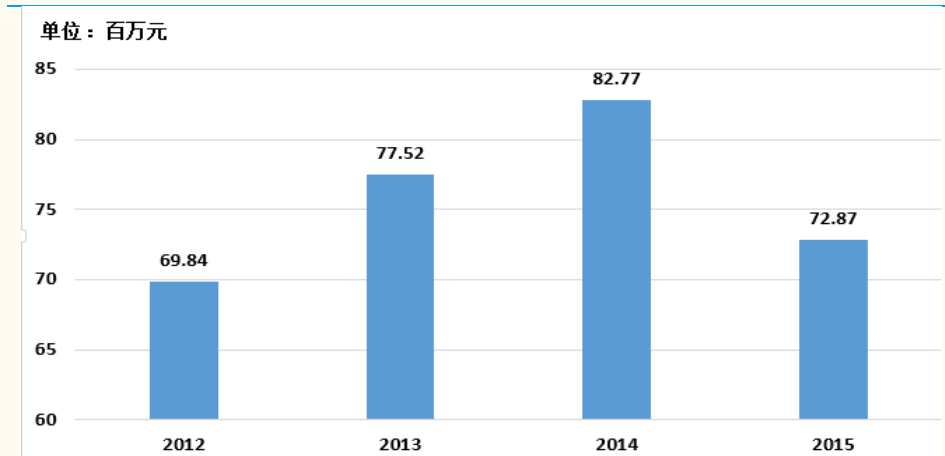
来源：国金证券研究所

- 公司 OAP 产品需求释放在即，2018 年预计将达到 7167 万元。目前公司 100 万套产能只释放了约 60% 左右，而后期将有大概率通过法雷奥技术认证，届时公司产能将持续释放。我们预计，未来三年，公司 OAP 业务规模将以 20% 的高增速发展，2018 年将实现营业收入 7166 万元。

3.3、摩托车单向离合器行业下行趋势明显，未来市场承压较大

- 公司仍旧保持在摩托车单向离合器行业的龙头地位，但转型需求迫切。公司 2015 年在离合器业务方面实现营业收入 7287.35 万元，同比下降 11.96%，甚至不及 2013 年的 7752 万元，仅高于 2012 年 6984 万元 4.3%，业务下行压力明显。公司的离合器产能为 600 万套，目前整体产能利用率较低。

图表 32：2012 年-2015 年离合器业务收入



来源：wind，国金证券研究所

- 离合器是汽车传动系中直接与发动机相联系的总成件。离合器安装在发动机与变速器之间，让驾驶员在汽车从起步到正常行驶的整个过程中，可根据需要操纵离合器，使发动机和传动系暂时分离或逐渐接合，以切断或传递发动机向传动系输出的动力。它的作用是使发动机与变速器之间能逐渐接合，从而保证汽车平稳起步；暂时切断发动机与变速器之间的联系，以便于换挡和减少换挡时的冲击；当汽车紧急制动时能起分离作用，防止变速器等传动系统过载，从而起到一定的保护作用。离合器分为电磁离合器、磁粉离合器、摩擦式离合器和液力离合器四种。

图表 33：离合器样例



来源：百度图片，国金证券研究所

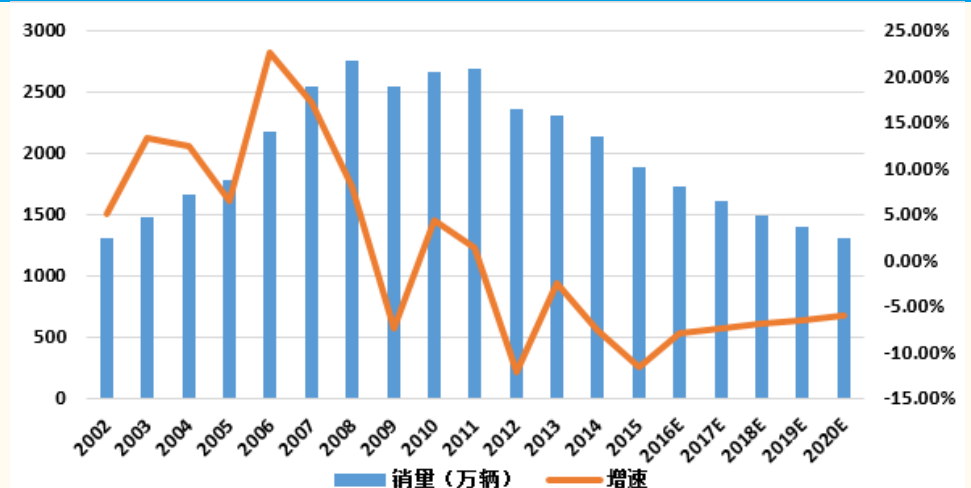
图表 34：离合器分类

离合器分类		
离合器	电磁离合器	干式单片电磁离合器
		干式多片电磁离合器
		湿式多片电磁离合器
	磁粉离合器	磁粉离合器
		转差式电磁离合器
	摩擦离合器	
	液力离合器	

来源：互联网整理，国金证券研究所

- **摩托车行业国内下行压力巨大，市场承压较重。**国内摩托车销量在 2008 年达到 2,750 万辆之后，整体呈现下滑格局，2015 年，摩托车产销量分别为 1883.22 万辆和 1882.3 万辆，比上年下降 11.6% 和 11.7%。受消费升级影响，预计未来我国摩托车业务依然将呈现下滑格局，海外新兴市场将是国内摩托车的主要市场。预计到 2020 年，摩托车销量将下滑至 1300 多万辆，摩托车单向离合器业务下行压力巨大。

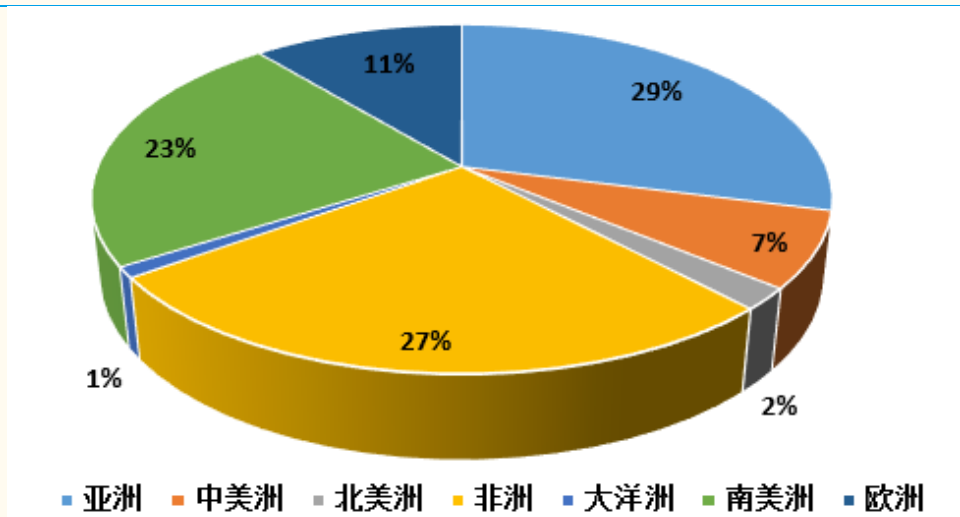
图表 35：摩托车销量走势



来源：中国摩托车网，中国产业信息网，国金证券研究所

- **中国摩托车制造业仍保持全球第一。**根据摩托车合格证数据统计显示，2015 年国内销量为 849.28 万，比 2014 年同比增长 4%，而根据海关数据显示，2015 年我国摩托车出口量为 850.75 万，比 2014 年同比下降 8.28%，出口总额为 45 亿美元。而日本摩托车产量为 52 万，出口量接近 42 万，进口量 41 万，国内销量 37 万，欧洲摩托产量为 50 万，出口总额 17 亿欧元，进口总额 28 亿欧元。

图表 36：中国摩托车出口总额区域分布



来源：中国摩托车网，国金证券研究所

- 预计到 2018 年，公司离合器业务规模将下降至 5767 万元。公司离合器业务主要为摩托车单向离合器，受累于摩托车市场的萎靡，我们预计在 2016 年-2018 年间，公司离合器业务将以 7.5% 的均速下降，到 2018 年，公司离合器业务预计下降至 5767 万元。

4、盈利预测

■ 主要假设

- 滚针轴承业务仍为公司的主要业务。公司作为滚针轴承行业的翘楚，受益于工业机械行业的复苏，以及汽车行业需求的稳定上升，我们预计，公司在滚针轴承行业的增速将在 8%，2016—2018 年滚针轴承收入规模将达 1.99 亿元、2.15 亿元、2.32 亿元。**毛利率方面**，过去几年受益于产品和客户结构的调整升级，毛利率稳中有升。2016 年以来受益于原材料成本的下降，预计公司的毛利率提升至 40%，未来两年维持在 39%左右的水平。
- OAP 业务产能继续有效释放。公司目前 100 万套/年的 OAP 产能只实现了约 60%，而我们预计，公司未来将大概率通过法雷奥技术认证，这将给公司的 OAP 业务带来产能大量的有效释放。我们预计，未来三年，公司 OAP 业务规模将保持 20%左右的增长，2016—2018 年将实现营业收入 4976 万元、5972 万元、7166 万元。
- **离合器业务收入预计将下降**。目前受累于摩托车市场的萎靡，摩托车单向离合器业务也遭受巨大影响，我们预计在 2016 年-2018 年间，公司离合器业务持续下降，2016—2018 年，公司离合器业务实现营业收入为 6704 万元、6201 万元、5767 万元。
- **投资收益显著增加**。由于公司在无锡翼龙（目前持股比例 36%）、泛亚公司（目前持股比例 20%）、矽昌通信（目前持股比例 18.18%）等公司的投资，按照备考业绩，我们预计未来三年将给公司带来的投资收益较大。我们预计 2016-2018 年，公司的投资收益为 1960 万元、3038 万元、3936 万元（注：公司实际上实现的财务投资收益可能在财务处理方式上与我们预测的不同）。

图表 37：南方轴承投资收益预测(无锡翼龙按照全年备考业绩预测)

投资收益	年份	2016E	2017E	2018E
泛亚净利（万元）		3000	3300	3600
矽昌通信净利（万元）		1000	1100	1200
无锡翼龙净利（万元）		500	3000	5000
理财收益（万元）		1000	1100	1200
预计投资收益（万元）		1960	3038	3936

来源：国金证券研究所

- **盈利预测与投资建议**：我们预计公司 2016 年-2018 年实现销售收入 3.21/3.42/3.66 亿元，归属于母公司股东净利润分别为 0.79/0.93/1.07 亿元，EPS 分别为 0.23/0.27/0.31 元。当前股价（13.58 元）对应 2016 年-2018 年 PE 分别为 60/51/44 倍。
- 我们认为公司主业平稳增长，飞机轮胎再制造业务具备稀缺性和较大业绩弹性，我们首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5、风险提示

- 主要原材料价格波动的风险。
- 合作进度不达预期。

图表 38：公司主营业务预测——按收入拆分

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
滚针轴承						
销售收入（百万元）	163.73	179.95	184.20	198.94	214.85	232.04
增长率（YOY）	9.28%	9.91%	2.36%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	35.85%	36.44%	37.75%	40.00%	39.00%	39.00%
销售成本（百万元）	105.03	114.38	114.66	119.36	131.06	141.54
增长率（YOY）	9.71%	8.90%	0.24%	4.10%	9.80%	8.00%
毛利（百万元）	58.70	65.57	69.54	79.57	83.79	90.50
增长率（YOY）	8.52%	11.70%	6.05%	14.43%	5.30%	8.00%
占总销售额比重	61.14%	59.71%	60.96%	62.02%	62.90%	63.33%
占主营业务利润比重	65.97%	63.32%	65.27%	67.39%	67.05%	66.89%
离合器						
销售收入（百万元）	77.52	82.77	72.87	67.04	62.01	57.67
增长率（YOY）	11.00%	6.77%	-11.96%	-8.00%	-7.50%	-7.00%
毛利率	23.68%	25.30%	25.96%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本（百万元）	59.16	61.83	53.95	50.95	47.13	43.83
增长率（YOY）	4.14%	4.51%	-12.74%	-5.56%	-7.50%	-7.00%
毛利（百万元）	18.36	20.94	18.92	16.09	14.88	13.84
增长率（YOY）	40.91%	14.05%	-9.65%	-14.96%	-7.50%	-7.00%
占总销售额比重	28.95%	27.47%	24.12%	20.90%	18.15%	15.74%
占主营业务利润比重	20.63%	20.22%	17.76%	13.63%	11.91%	10.23%
OAP						
销售收入（百万元）	20.68	33.23	41.47	49.76	59.72	71.66
增长率（YOY）	94.00%	60.69%	24.80%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	34.14%	38.70%	36.39%	39.00%	39.00%	39.00%
销售成本（百万元）	13.62	20.37	26.38	30.36	36.43	43.71
增长率（YOY）	52.52%	49.56%	29.50%	15.07%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）	7.06	12.86	15.09	19.41	23.29	27.95
增长率（YOY）	308.09%	82.15%	17.34%	28.61%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	7.72%	11.03%	13.72%	15.52%	17.48%	19.56%
占主营业务利润比重	7.93%	12.42%	14.16%	16.44%	18.64%	20.66%
配件销售及其他						
销售收入（百万元）	5.87	5.40	3.62	5.00	5.00	5.00
增长率（YOY）	6.73%	-8.01%	-32.96%	38.12%	0.00%	0.00%
毛利率	82.79%	77.41%	82.87%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本（百万元）	1.01	1.22	0.62	2.00	2.00	2.00
增长率（YOY）	74.14%	20.79%	-49.18%	222.58%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	4.86	4.18	3.00	3.00	3.00	3.00
增长率（YOY）	-1.22%	-13.99%	-28.23%	0.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	2.19%	1.79%	1.20%	1.56%	1.46%	1.36%
占主营业务利润比重	5.46%	4.04%	2.82%	2.54%	2.40%	2.22%
销售总收入（百万元）	267.80	301.35	302.16	320.74	341.58	366.37
销售总成本（百万元）	178.82	197.80	195.61	202.67	216.62	231.09
毛利（百万元）	88.98	103.55	106.55	118.07	124.96	135.28
平均毛利率	33.23%	34.36%	35.26%	36.81%	36.58%	36.93%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	268	301	302	321	342	366
增长率		12.5%	0.3%	6.2%	6.5%	7.3%
主营业务成本	-179	-198	-197	-203	-217	-231
%销售收入	66.9%	65.6%	65.1%	63.2%	63.4%	63.1%
毛利	89	104	105	118	125	135
%销售收入	33.1%	34.4%	34.9%	36.8%	36.6%	36.9%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-3	-3	-4
%销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-15	-13	-16	-17	-18	-19
%销售收入	5.4%	4.2%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
管理费用	-23	-28	-33	-29	-31	-33
%销售收入	8.6%	9.3%	11.0%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	48	60	53	70	73	80
%销售收入	18.1%	19.8%	17.6%	21.7%	21.5%	21.8%
财务费用	5	3	9	2	4	5
%销售收入	-1.9%	-1.0%	-3.1%	-0.7%	-1.2%	-1.5%
资产减值损失	-1	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	14	15	20	30	39
%税前利润	2.3%	19.0%	19.4%	21.2%	28.0%	31.4%
营业利润	54	75	76	91	108	125
营业利润率	20.2%	24.9%	25.1%	28.5%	31.5%	34.0%
营业外收支	1	1	1	1	1	1
税前利润	55	76	77	92	109	126
利润率	20.6%	25.2%	25.5%	28.8%	31.8%	34.3%
所得税	-8	-11	-12	-14	-16	-18
所得税率	14.7%	14.1%	15.3%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润	47	65	65	79	93	107
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	47	65	65	79	93	107
净利率	17.6%	21.7%	21.6%	24.6%	27.1%	29.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	47	65	65	79	93	107
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	16	19	19	18	20	21
非经营收益	-1	-15	-16	-20	-31	-40
营运资金变动	-2	-7	-4	5	22	-6
经营活动现金净流	60	62	64	82	103	82
资本开支	-17	-22	-29	-24	-23	-24
投资	-250	25	-107	-1	0	0
其他	1	14	15	20	30	39
投资活动现金净流	-266	17	-121	-5	7	15
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-9	-39	-33	0	-45	-45
筹资活动现金净流	-9	-39	-33	0	-45	-44
现金净流量	-215	40	-90	77	65	53

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	115	155	64	141	206	259
应收款项	60	69	73	74	79	84
存货	61	57	58	58	62	66
其他流动资产	258	228	237	231	204	204
流动资产	494	509	433	505	551	614
%总资产	76.2%	75.5%	61.0%	64.1%	65.8%	67.9%
长期投资	0	0	97	98	97	97
固定资产	140	151	166	164	160	155
%总资产	21.6%	22.4%	23.3%	20.8%	19.1%	17.1%
无形资产	11	11	11	18	28	36
非流动资产	155	165	276	282	286	290
%总资产	23.8%	24.5%	39.0%	35.9%	34.2%	32.1%
资产总计	649	674	710	787	838	905
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	42	40	42	42	45	48
其他流动负债	8	9	12	55	56	57
流动负债	50	49	54	98	102	105
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	50	49	54	98	102	106
普通股股东权益	599	625	655	689	736	798
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	649	674	710	787	838	905

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.542	0.375	0.187	0.227	0.266	0.308
每股净资产	6.883	3.592	1.883	1.980	2.116	2.294
每股经营现金净流	0.689	0.356	0.184	0.235	0.296	0.234
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	7.88%	10.44%	9.95%	11.45%	12.58%	13.41%
总资产收益率	7.27%	9.68%	9.19%	10.02%	11.05%	11.84%
投入资本收益率	6.90%	8.20%	6.86%	8.61%	8.49%	8.52%
增长率						
主营业务收入增长率	13.56%	12.53%	0.27%	6.15%	6.50%	7.26%
EBIT 增长率	25.09%	23.29%	-11.14%	31.07%	5.38%	8.96%
净利润增长率	19.01%	38.29%	-0.07%	20.91%	17.45%	15.60%
总资产增长率	7.59%	3.93%	5.26%	10.88%	6.48%	7.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	74.3	72.8	77.2	74.8	74.8	74.8
存货周转天数	122.0	109.2	107.3	105.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	73.2	70.4	72.4	72.0	72.0	72.0
固定资产周转天数	188.5	168.4	182.1	162.7	143.3	123.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.23%	-24.73%	-9.82%	-20.50%	-28.01%	-32.31%
EBIT 利息保障倍数	-9.5	-19.8	-5.8	-30.0	-18.6	-15.0
资产负债率	7.69%	7.31%	7.66%	12.45%	12.12%	11.76%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD