

南方轴承(002553)

公司研究/调研报告

轴承主业稳健，汽车+航空双轮驱动

公司调研报告/机械行业

2016年10月14日

报告摘要：

● 国内滚针轴承龙头，皮带轮有望成为公司新收入增长点

公司在滚针轴承行业处于领先地位，在近年制造业整体经济形势下滑、国内轴承行业同质低端激烈竞争的情况下，公司近年的业务仍保持稳健。2015年公司实现营收3.02亿元，归母净利润6522万元。公司皮带轮产品正在参加法雷奥测试，仅剩耐久性测试一项暂未通过，未来预计皮带轮产品通过法雷奥测试后将进入前装市场，主业打开新成长空间。

● 参股无锡翼龙进军航空轮胎翻新领域，无锡翼龙具有显著资质优势

公司将自有资金以现金方式向无锡翼龙受让股权并增资5877.55万元，交易后公司参股无锡翼龙36%股权。由于航空轮胎制造市场准入门槛很高，产业集中度非常高，全球航空轮胎市场份额大致比例为米其林37%、固特异20%、普利司通30%，其余占13%。无锡翼龙于2005年取得中国民航总局的《维修许可证》，后陆续取得国航、东航、南航等航空公司的承修商认可证书，并且取得了波音公司航空轮胎所有23个件号中的19件，突破了资质方面的限制，具有很强竞争优势。

● 航空轮胎进口及翻新胎渗透率持续提高，国内航空轮胎行业年市场超30亿

我国航空轮胎2002年至2015年进口复合增速达20.5%，从2013年其翻新轮胎的进口增速明显加快，13、14、15年增速分别为181.7%、437.4%、64.3%，2015年我国翻新轮胎进口值已经超过航空轮胎全部进口值的一半。据我们推算，则国内轮胎年更换需求可达32万条，市场规模约26亿元。若考虑每次维修时的备件等因素，该市场规模可超过30亿元。

● 盈利预测及估值

我们预计公司16-18年实现收入3.16亿元、3.34亿元、3.58亿元，实现归母净利润7550万元、8515万元、9591万元，EPS分别为0.22、0.24、0.28元，当前股价对应PE分别为63.0X、55.8X、49.6X。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

无锡翼龙业务拓展不及预期；OAP产品认证未能通过

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	302	316	334	358
增长率（%）	0.3%	4.5%	5.9%	7.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	65	75.50	85.15	95.91
增长率（%）	-0.1%	15.8%	12.8%	12.6%
每股收益（元）	0.19	0.22	0.24	0.28
PE（现价）	73.0	63.0	55.8	49.6
PB	7.3	6.5	5.8	5.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

谨慎推荐 首次评级

合理估值：15.00—15.59元

交易数据	2016-10-13
收盘价（元）	13.66
近12个月最高/最低	15.58/7.91
总股本（百万股）	348
流通股本（百万股）	219.24
流通股比例（%）	63%
总市值（亿元）	47.54
流通市值（亿元）	30.15

该股与沪深300走势比较



分析师：朱金岩

执业证号：S0100515030001
 电话：(8610)8512 7532
 邮箱：zhujinyan@mszq.com

研究助理：刘振宇

执业证号：S0100115050027
 电话：(8610)8512 7653
 邮箱：liuzhenyu@mszq.com

研究助理：李勇鹏

执业证号：S0100115100037
 电话：(8610)8512 7653
 邮箱：liyongpeng@mszq.com

研究助理：樊艳阳

执业证号：S0100116030013
 电话：(8601)8512 7604
 邮箱：fanyanyang@mszq.com

目录

一、国内滚针轴承龙头，上市以来业绩稳定	3
(一) 公司为国内滚针轴承行业龙头	3
1、主业为滚针轴承、单向化总成和摩托车离合器，近年来业绩稳健	3
2、滚针轴承仍为主要产品，皮带轮销售快速增长有望成为公司新收入增长点	3
(二) 公司股权结构清晰稳定，管理层调整后结构更具活力	4
1、公司实际控制人合计持有公司 49.37%，结构清晰稳定	4
2、管理层调整后更具活力，员工持股计划激励充分	4
(三) 参股无锡翼龙、泛亚公司，汽车+航空双轮外延	5
二、航空轮胎再制造资质壁垒高，无锡翼龙长期耕耘优势明显	5
(一) 增资参股无锡翼龙，跨入航空轮胎再制造领域	5
1、南方轴承参股无锡翼龙比例 36%，推测未来不排除实现控股	5
2、无锡翼龙资质齐全，为国内唯一一家具备飞机轮胎翻修持续适航能力的企业	5
(二) 航空轮胎产品要求高，市场被国际巨头垄断	6
(三) 轮胎为飞机三大消耗品之一，成本约束下翻新胎应用已是成熟做法	7
(四) 再制造领域壁垒高，无锡翼龙具有明显资质优势	9
(五) 民航轮胎为消耗品，年市场规模达 30 亿元	10
三、轴承主业表现稳健，OAP 有望打开未来成长空间	11
(一) 国外收入占比稳步提升，毛利率长期高于行业水平	11
(二) OAP 有望进入前装市场，打开新成长空间	12
四、盈利预测与估值	13
五、风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

一、国内滚针轴承龙头，上市以来业绩稳定

(一) 公司为国内滚针轴承行业龙头

1、主业为滚针轴承、单向化总成和摩托车离合器，近年来业绩稳健

公司主营业务为滚针轴承、单向化总成和摩托车单向离合器等产品的开发、制造和销售，下游应用行业主要为汽车、摩托车和工业机械领域。公司在滚针轴承行业处于领先地位，在近年制造业整体经济形势下滑、国内轴承行业同质低端激烈竞争的情况下，公司近年的业务仍保持稳健。2015 年公司实现营收 3.02 亿元，归母净利润 6522 万元。

图 1：公司近年营收稳定



图 2：利润保持稳健态势



资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

2、滚针轴承仍为主要产品，皮带轮销售快速增长有望成为公司新收入增长点

公司主要产品为滚针轴承、摩托车超越离合器和皮带轮（OAP），2015 年公司三种产品收入结构百分比分别为 60.96%、24.12%、13.73%，轴承销售仍为公司收入及利润主要来源；离合器销售由于受到下游摩托车行业景气度影响波动较为明显；但是公司自 2012 年来开展皮带轮的生产销售，一直保持较快增长，有望成为公司一块重要的收入来源。

图 3：公司主要产品为滚针轴承

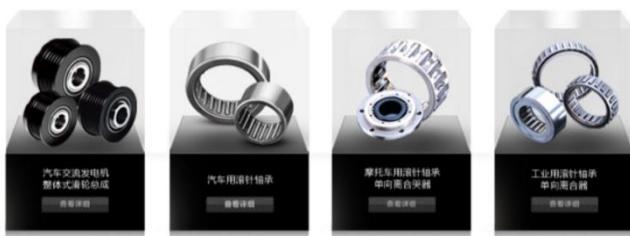
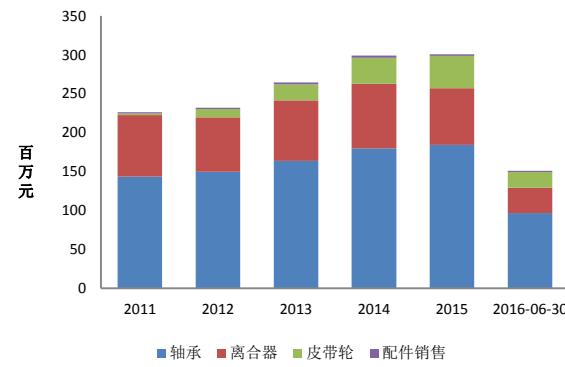


图 4：滚针轴承为公司收入主要来源，近年 OAP 增长迅速



资料来源：南方轴承官网，民生证券研究院

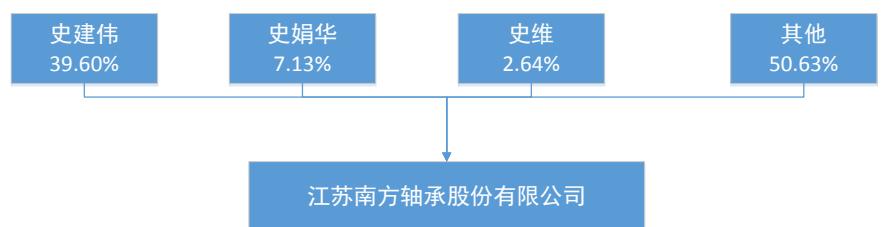
资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 公司股权结构清晰稳定，管理层调整后结构更具活力

1、公司实际控制人合计持有公司 49.37%，结构清晰稳定

公司 2011 年募资上市后未开展过直接融资，自 2014 年后公司实际控制人持有股份未发生变化，公司实际控制人为公司前三大股东史建伟、史娟华、史维，合计控制公司 49.37% 股份。

图 5：实际控制人史建伟、史娟华、史维合计控制公司 49.37% 股份



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、管理层调整后更具活力，员工持股计划激励充分

公司 2016 年 7 月公告，聘任姜宗成先生担任公司总经理，姜宗成先生先后任常州克迈特数控科技有限公司技术员，江苏南方轴承股份有限公司审计员，轮系事业部总经理助理，任总经理前担任公司技术中心项目部总监。姜宗成先生具有丰富的生产和管理经验，管理层的调整使得整个管理层更具活力。

表 1：公司高管概况

姓名	职务	任职日期	学历	出生日期
姜宗成	总经理	2016-7-1	本科	1986
蔡卫东	副总经理，董秘	2013-10-24	专科	1969
史燕敏	财务总监	2009-4-18	本科	1974
许维南	总经理助理	2007-12-8	-	1965

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司 2016 年 4 月 29 日公告，第一期员工持股计划成立的资产管理计划已经通过竞价交易的方式完成公司股票的购买，成交均价 11.72 元/股，锁定期 12 个月。公司第一期员工持股计划委托华泰证券成立的“华泰家园 10 号”管理，该计划份额上限 4000 万份，按照不超过 1:1 的比例设立优先级和次级份额。一期员工持股以不超过 2000 万元认购次级份额。本次员工持股计划范围较广，除有 7 名董事、监事、高管参与外，还面向不超过 313 名员工发行认购，股权计划设置激励充分。

表 2：一期员工持股计划持有人名单及份额分配情况

序号	持有人	职务	认购份额（万份）	占本计划总份额比例
1	周雪刚	董事、副总经理	17.5	0.875%
2	魏东	董事	17.5	0.875%
3	王芳	董事	17.5	0.875%
4	蔡卫东	副总经理、董事会秘书	17.5	0.875%

5	史燕敏	财务总监	17.5	0.875%
6	羊文锦	监事会主席	12.5	0.625%
7	朱晨	监事	5	0.25%
	其他员工 (预计不超过 313 人)		1895	94.75%
	合计		2,000	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

(三) 参股无锡翼龙、泛亚公司，汽车+航空双轮外延

2016年7月27日，公司与无锡翼龙及其股东正式签署《投资协议》，拟于近期将自有资金以现金方式向无锡翼龙受让股权并增资5877.55万元，其中1877.55万元为股权转让款，其余作为增资，交易后公司参股无锡翼龙36%股权，预计未来将实现对无锡翼龙的控股。通过此次对无锡翼龙的参股，涉入资质及技术壁垒明显的航空轮胎再制造领域，无锡翼龙深耕航空轮胎再制造领域十余年，现已取得民航局的维修资质以及波音公司多个件号的认证，未来轮胎再制造业务将成为公司快速增长极。

公司以自有资金7680万元增资常州泛亚微透科技有限公司，占泛亚公司增资完成后注册资本的20%。泛亚公司是一家微透新材料应用领域的产品提供商及技术服务商，公司对其投资是在微透膜制造成功的基础上进行“全频吸音棉”项目的产业化。

二、航空轮胎再制造资质壁垒高，无锡翼龙长期耕耘优势明显

(一) 增资参股无锡翼龙，跨入航空轮胎再制造领域

1、南方轴承参股无锡翼龙比例36%，推测未来不排除实现控股

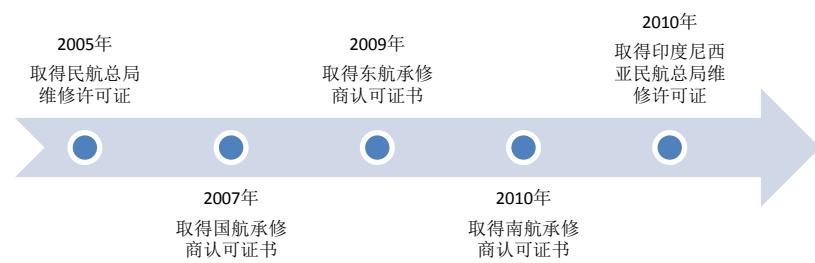
公司与无锡翼龙正式签署《投资协议》，拟于近期将自有资金以现金方式向无锡翼龙受让股权并增资5877.55万元，其中1877.55万元作为股权转让款，其余作为增资，交易后公司参股无锡翼龙36%股权。

双方此次交易完成后，无锡翼龙将在常州投资设立中国高速轮胎再制造示范基地，从事飞机轮胎及汽车轮胎再制造，2016-2018年预测利润分别为500万、3000万、5000万元。同时相关方协议无锡翼龙原股东将同意继续转让股权给公司，或公司继续增持股份等，因此我们不排除公司未来进一步提高持股比例，成为无锡翼龙控股股东。

2、无锡翼龙资质齐全，为国内唯一一家具备飞机轮胎翻修持续适航能力的企业

无锡翼龙成立于2001年，其主要业务为从事航空轮胎、汽车轮胎和工业车辆轮胎的再制造，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。无锡翼龙于2005年取得中国民航总局的《维修许可证》，后陆续取得国航、东航、南航等航空公司的承修商认可证书。

图6：无锡翼龙航空轮胎取得多项资质



资料来源：无锡翼龙官方网站，民生证券研究院

（二）航空轮胎产品要求高，市场被国际巨头垄断

除水上飞机和滑橇式起落架直升飞机之外，航空轮胎是所有飞机不可或缺的部件。尤其是对于商业运营的客货飞机来说，航空轮胎是关乎飞机安全飞行的重要消耗品。据美国 FAA 统计，飞机失事超过 50% 发生在起飞、降落阶段，其中 80% 的故障与轮胎有关。

图 7：飞机轮胎爆胎



资料来源：中国航空轮胎工业，民生证券研究院

航空轮胎有三大功能，首先要承载飞机在地面时全部重量，缓冲飞机起飞、降落和滑行时产生的振动和冲击；其次要辅助飞机在地面上滑行；第三是飞机在地面上最主要的操纵系统，向跑道传递制动力，为转向提供侧向力。因此航空轮胎必须特别耐冲击、耐刺扎、耐温升，能够满足抗外物致损的要求，能够经受住飞机高速起飞产生的强大离心力和着陆接地瞬间的巨大冲击力。

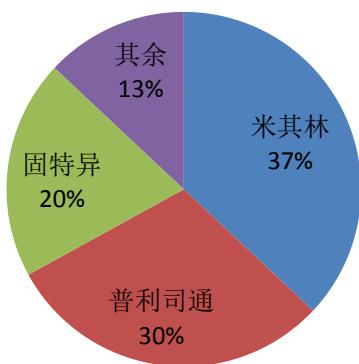
图 8：航空轮胎五大特点



资料来源：中国航空轮胎工业，民生证券研究院

由于航空轮胎制造要求高，因此市场准入门槛很高，产业集中度非常高，全球范围内航空轮胎制造主要集中在固特异、普利司通、米其林等几家国际轮胎厂商，**全球航空轮胎市场份额大致比例为米其林 37%、固特异 20%、普利司通 30%，其余占 13%。**据不完全统计，全球范围有一定规模的共有 17 家航空轮胎制造商生产航空轮胎，总计有 22 个航空轮胎厂，其中法国米其林有 4 个，美国固特异和英国邓禄普各有 2 个，日本普利司通和横滨橡胶公司等 14 家公司各有一个。

图 9：全球轮胎市场市占率情况



资料来源：全球航空轮胎业现状与发展趋势，民生证券研究院

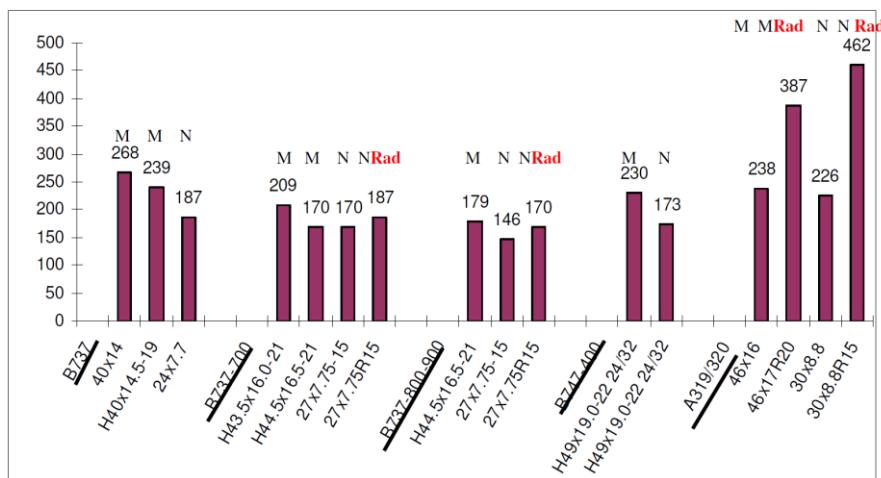
（三）轮胎为飞机三大消耗品之一，成本约束下翻新胎应用已是成熟做法

飞机轮胎在使用过程中除了极易受到起落时的冲击和磨损之外，还会由于气温、气压等环境变化形成的周期载荷而发生性能改变，极端情况下还会受到外物刺扎，在内部气压、外部过载、冲击以及摩擦等高周期循环的载荷和恶劣环境下长期大负荷工作，飞机轮胎成为了

飞机三大消耗品之一。

理论上来说，航空轮胎没有使用寿命和库存寿命，例如固特异航空轮胎只要轮胎符合规定的使用标准就一直可以使用。但是在运营中，为了控制风险、同时降低轮胎维修的成本，会以飞机起落循环来衡量轮胎的维修状态。一般来说，飞机轮胎的使用寿命因机型不同、部位不同都有差别，以固特异波音 737 飞机轮胎为例，其前起落架轮胎使用起落次数一般在 180 次左右，主起落架的使用起落次数一般在 230 次以上，这是由于主起落架轮胎个数多于前起，单个轮胎承受的载荷较为有限的缘故。

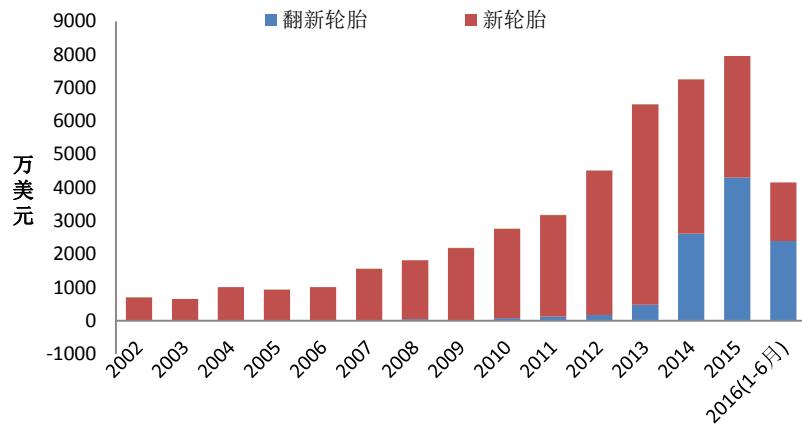
图 10：固特异轮胎不同机型使用起落次数



资料来源：固特异：《飞机轮胎基本知识》，民生证券研究院

在机队运营中，因为飞机轮胎单价昂贵，一般不会使飞机轮胎达到极限的使用起落次数，这样替换后的飞机轮胎可以进行翻新再制造，从而降低轮胎的使用成本。出于降低机队运营成本以及翻新轮胎在航空业中的长期成功应用，翻新轮胎目前已经在民用航空领域成熟应用，目前民航业使用的轮胎大致有 2/3 的轮胎属于翻新轮胎。从我国航空轮胎进口情况来看也说明了这一趋势，我国航空轮胎 2002 年至 2015 年进口复合增速达 20.5%，从 2013 年其翻新轮胎的进口增速明显加快，13、14、15 年增速分别为 181.7%、437.4%、64.3%，**2015 年我国翻新轮胎进口值已经超过航空轮胎全部进口值的一半。**

图 11：我国翻新航空轮胎进口值持续高增长，15 年已占全部航空轮胎进口值一半以上



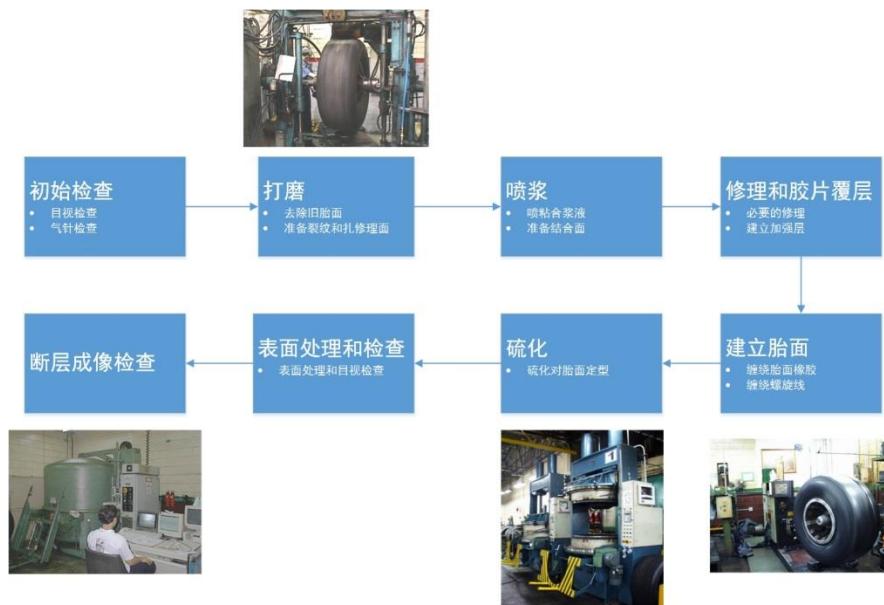
资料来源：Wind，民生证券研究院

翻新一条航空轮胎相对于制造一条新航空轮胎，可节约 60% 到 70% 的能量，降低 45% 以上的生产费用，且一条航空轮胎在设计时即考虑多次翻新修复，翻新航空轮胎售价较新轮胎来说还不到二分之一，可大大降低航空公司运营成本。因此翻新航空轮胎对于航空公司和翻新厂家都具有显著的经济效益。

(四) 再制造领域壁垒高，无锡翼龙具有明显资质优势

航空轮胎翻新具有很高的技术和资质壁垒，在技术方面需要掌握翻新轮胎结构设计、胶料配方设计、翻新工艺设计、翻新设备选型、工装器具设计等工程技术，翻新一条轮胎需要经过初始检查、打磨、喷浆等十余道工序，还要经过严格的检查。

图 12：翻新轮胎需要经过十余道工序



资料来源：固特异：《飞机轮胎基本知识》，民生证券研究院

除了工程技术储备外，航空轮胎作为关乎民航运营安全的重要部件，还需要通过 FAA、CAAC 等颁布的民用航空规章，具体到国内需要按照 CCAR-145 部《民用航空器维修单位合格审定规定》，完成相应的试验和认证，取得维修许可证。

图 13：AC145-4 针对翻新航空轮胎所要求的测试

The Required Tests: (AC145-4) 所需的测试

- | | |
|---------------------|---------|
| - Tire Burst | 爆胎测试 |
| - Adhesion Test | 粘结力测试 |
| - 50 Takeoff Cycles | 50个起飞循环 |
| - 8 Taxi Cycles | 8 个滑行循环 |

资料来源：固特异：《飞机轮胎基本知识》，民生证券研究院

在此基础上，轮胎再制造企业还需要取得各航空公司的承修商资质，以及飞机制造企业的轮胎件号资质。因此一个轮胎再制造企业在正式投入生产前，需要投入大量时间与经历进行资质的申请、技术突破，某些情况下申请认证周期长达几年甚至近十年。这也为轮胎再制造行业树立了较高的技术和资质壁垒，使得先进入的企业具有较强的竞争优势。

无锡翼龙于 2005 年取得中国民航总局的《维修许可证》，后陆续取得国航、东航、南航等航空公司的承修商认可证书，并且取得了波音公司航空轮胎所有 23 个件号中的 19 件，突破了资质方面的限制，具有很强的竞争优势。

（五）民航轮胎为消耗品，年市场规模达 30 亿元

目前世界范围内民用航空业使用的轮胎有三分之二属于翻新轮胎。与任何一种汽车轮胎相比，无论从哪方面看，航空轮胎更具有翻新价值，一是制造航空轮胎的材料性能更为优良，包括优质天然橡胶、高性能的尼龙帘线和钢丝等；二是航空轮胎使用周期较短，一般一条航空轮胎起降次数达 150~180 次时就必须更换；三是航空轮胎胎体设计时就强调了翻新要求，一般设计为可翻新五次左右；四是航空轮胎的使用有更严格的要求，使得胎体在更换前受到损伤的几率大为降低；五是航空轮胎的使用环境要比汽车轮胎好的多和简单的多，无非是机场跑道和平整的水泥路面。因此，航空轮胎在经过使用后，除了磨耗掉的胎面部分外，整个胎体一般都保持完好，为航空轮胎翻新提供了良好的基础。

截止 2015 年，包括四大航在内的国内民航机队规模达到 2627 架，该统计数据尚不包括多彩贵州航空、云南红土航空等已经开始执管飞机但尚未开航的航空公司飞机数量。在全部规模中，波音和空客各机型飞机合计 2484 架，其中波音公司飞机 1266 架，空客公司飞机 1218 架。根据不同机型飞机的数量、飞机轮胎数量、轮胎更换频次估算国内航空轮胎年消耗量，假定单价航班平均每天执行 6 次起落，且轮胎在使用 120 次时进行更换，若单条轮胎以 8000 元计，则国内轮胎年更换需求可达 32 万条，市场规模约 26 亿元。若考虑每次维修时的备件等因素，该市场规模可超过 30 亿元。

表 3：国内机队主要机型数量及轮胎年市场规模测算

型号	飞机数量 (架)	单架轮胎 (个)	轮胎数	年更换次数	年更换需求 数量 (条)	年市场规模 (元)
737 系列	1102	6	6612	19	125628	1,005,024,000.00
747 系列	21	18	378	19	7182	57,456,000.00
757 系列	33	10	330	19	6270	50,160,000.00
767 系列	9	10	90	19	1710	13,680,000.00
777 系列	75	14	1050	19	19950	159,600,000.00
787 系列	26	10	260	19	4940	39,520,000.00
320 系列	1042	6	6252	19	118788	950,304,000.00
330 系列	171	10	1710	19	32490	259,920,000.00
380 系列	5	22	110	19	2090	16,720,000.00
总计	2484	-	16972	-	319048	2,552,384,000.00

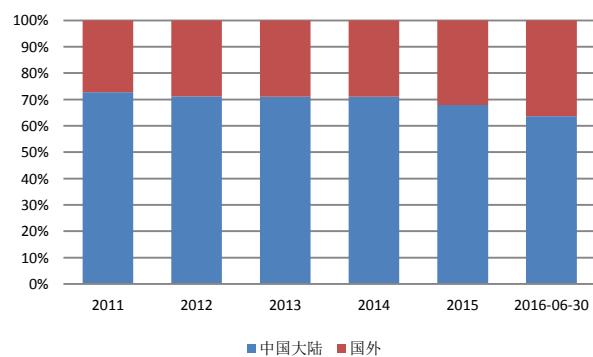
资料来源：民生证券研究院整理

三、轴承主业表现稳健，OAP 有望打开未来成长空间

(一) 国外收入占比稳步提升，毛利率长期高于行业水平

公司拥有长期稳定的高端客户资源，与国际知名汽车零部件商法雷奥、博世、麦格纳、日本电装以及国内知名摩托车整车企业大长江、五羊本田、新大洲本田等保持稳定的战略合作关系，体现了公司具有较强的综合竞争优势。近年来公司国外收入占比稳步提升，2015 年全年国外收入占比达 30.84%，2016 年中报显示国外占比已达 34.91%。

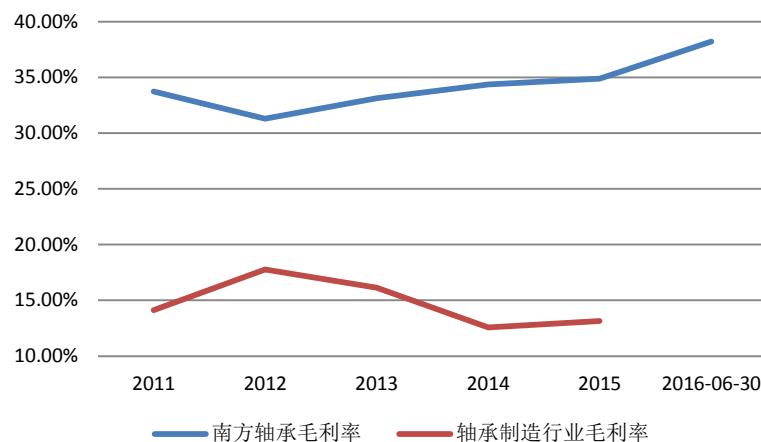
图 14：公司客户资源较为高端

图 15：国外收入占比稳步提高，15 年已超 30%


资料来源：南方轴承官网，民生证券研究院

公司长期以来毛利率保持稳定，尤其是轴承、皮带轮的毛利率均达到 35% 以上，显著高于机械行业平均水平，显示公司在生产管理、成本控制方面能力优秀，同时在行业内产品品质获得客户认可，具有一定定价权。

图 16：毛利率长期稳定高于行业水平



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) OAP 有望进入前装市场, 打开新成长空间

OAP 本质上为一种单向离合器, 它的功能是使传动皮带只能沿一个方向传动, OAP 主要安装在与发动机相连的电动机上, 当传动方向改变或者速度突然降低, 可以使皮带轮脱落, 不受速度或者方向变化的影响, 用来保护发电机。

图 17: 汽车 OAP



资料来源: 南方轴承官方网站, 民生证券研究院

汽车装配 OAP 后, 对发电机、皮带的工作环境和寿命都有良好改善, 同时可以降低整个工作过程的振动和噪音。因此, 对于输出功率较大、工作平稳性差、转速不均匀的柴油发动机和大排量或有涡轮增压功能的汽油机, OAP 的应用更为广泛。

表 4: OAP 性能优势

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	稳定但方向转动, 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, 影响其他零件, 并产生巨大噪音	阻碍振动传递, 降低噪音

资料来源：我国单向滑轮总成性能剖析，民生证券研究院

目前欧洲有超过 80% 的柴油车以及超过 50% 的汽油车中装配 OAP，未来 OAP 的市场空间将随着汽车产量增加以及渗透率的提升进一步增加，目前全球 OAP 市场规模近 50 亿元。公司所生产的 OAP 正处于进行法雷奥认证过程中，该项认证共计 29 项考核指标，公司产品已经顺利通过 28 项，仅耐久性测试要求 1000 小时运行时间的指标尚未满足，目前产品耐久性指标为 900 多个小时，公司从材料、机床等方面调整了加工工艺，未来大概率会通过法雷奥的测试。若成功通过法雷奥测试，则公司生产的 OAP 产品可同时打入前装及后市场，未来可实现较高速度增长。

四、盈利预测与估值

预计公司主业仍然保持稳定增长，其中轴承业务预计保持 6%~8% 收入增速，离合器业务在摩托车行业持续下行压力下保持-8%~-10% 下行速度，OAP 业务有望在通过法雷奥测试后保持 20% 以上收入增速。

由于公司近年来在股权投资方面持续布局，未来持股公司的投资收益将对公司业绩起到显著贡献，按照相关备考业绩，预计 2016-2018 年公司在无锡翼龙、泛亚公司、矽昌通信、金润电液等公司的投资收益将分别达 2520 万元、3442 万元及 4276 万元。考虑公司对无锡翼龙未来不排除进一步增持乃至控股的布局，则投资收益有可能进一步提升。

根据以上预测，我们预计公司 16-18 年实现收入 3.16 亿元、3.34 亿元、3.58 亿元，实现归母净利润 7550 万元、8515 万元、9591 万元，EPS 分别为 0.22、0.24、0.28 元，当前股价对应 PE 分别为 63.1X、55.9X、49.6X。相关方协议无锡翼龙原股东将同意继续转让股权给公司，或公司继续增持股份等，因此我们不排除公司未来进一步提高持股比例，成为无锡翼龙控股股东，未来将显著增厚投资业绩。

我们看好公司主业稳健增长的态势，同时公司对无锡翼龙的投资布局将使公司跨入航空轮胎再制造这一高门槛、高利润的航空消耗品行业。但由于无锡翼龙业绩尚未充分释放，公司持有无锡翼龙股份只有 36% 左右，对业绩贡献暂时有限，因此首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。

五、风险提示

无锡翼龙业务拓展不及预期；OAP 产品认证未能通过

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	302	316	334	358
营业成本	197	201	214	229
营业税金及附加	3	3	3	4
销售费用	16	16	17	18
管理费用	33	33	36	38
EBIT	53	63	65	69
财务费用	(9)	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	15	25	34	43
营业利润	76	88	99	112
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	77	89	100	113
所得税	12	13	15	17
净利润	65	76	85	96
归属于母公司净利润	65	76	85	96
EBITDA	71	81	84	89
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	64	(33)	58	159
应收账款及票据	71	72	77	82
预付款项	2	3	3	3
存货	58	61	64	69
其他流动资产	235	235	235	235
流动资产合计	433	340	439	550
长期股权投资	0	1	1	1
固定资产	151	159	168	177
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	276	444	434	422
资产合计	710	784	873	973
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	40	40	42	45
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	54	53	57	61
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	54	53	57	61
股本	348	348	348	348
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	655	731	816	912
负债和股东权益合计	710	784	873	973

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	0.3%	4.5%	5.9%	7.1%
EBIT 增长率	-11.1%	18.1%	3.4%	6.7%
净利润增长率	-0.1%	15.8%	12.8%	12.6%
盈利能力				
毛利率	34.9%	36.2%	36.1%	35.9%
净利润率	21.6%	23.9%	25.5%	26.8%
总资产收益率 ROA	9.2%	9.6%	9.8%	9.9%
净资产收益率 ROE	10.0%	10.3%	10.4%	10.5%
偿债能力				
流动比率	8.0	6.4	7.7	9.0
速动比率	6.9	5.3	6.6	7.9
现金比率	1.2	(0.6)	1.0	2.6
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	77.2	75.3	75.5	75.7
存货周转天数	107.3	110.4	109.2	109.3
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.2	0.2	0.3
每股净资产	1.9	2.1	2.3	2.6
每股经营现金流	0.2	0.2	0.2	0.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	72.9	63.0	55.8	49.6
PB	7.3	6.5	5.8	5.2
EV/EBITDA	66.1	59.2	55.9	51.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<hr/>				
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	65	76	85	96
折旧和摊销	19	18	19	20
营运资金变动	(4)	(6)	(4)	(7)
经营活动现金流	64	62	65	66
资本开支	29	184	8	8
投资	(107)	(1)	0	0
投资活动现金流	(121)	(160)	26	35
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(35)	0	0	0
现金净流量	(92)	(98)	91	101

插图目录

图 1: 公司近年营收稳定	3
图 2: 利润保持稳健态势	3
图 3: 公司主要产品为滚针轴承	3
图 4: 滚针轴承为公司收入主要来源, 近年 OAP 增长迅速	3
图 5: 实际控制人史建伟、史娟华、史维合计控制公司 49.37% 股份	4
图 6: 无锡翼龙航空轮胎取得多项资质	5
图 7: 飞机轮胎爆胎	6
图 8: 航空轮胎五大特点	6
图 9: 全球轮胎市场市占率情况	7
图 10: 固特异轮胎不同机型使用起落次数	8
图 11: 我国翻新航空轮胎进口值持续高增长, 15 年已占全部航空轮胎进口值一半以上	8
图 12: 翻新轮胎需要经过十余道工序	9
图 13: AC145-4 针对翻新航空轮胎所要求的测试	10
图 14: 公司客户资源较为高端	11
图 15: 国外收入占比稳步提高, 15 年已超 30%	11
图 16: 毛利率长期稳定高于行业水平	11
图 17: 汽车 OAP	12

表格目录

表 1: 公司高管概况	4
表 2: 一期员工持股计划持有人名单及份额分配情况	4
表 3: 国内机队主要机型数量及轮胎年市场规模测算	11
表 4: OAP 性能优势	12

分析师与研究助理简介

朱金岩，机械行业分析师，北京大学软件工程硕士，重点覆盖铁路装备、智能装备、农业机械、仪器仪表等细分行业，四年从业经验，2012年加入民生证券。

刘振宇，北京科技大学材料学本科及硕士，本科学习金属材料学，研究生开发杂散电流数据采集系统。在中国冶金科工集团从事投资管理五年，在北京市规划委系统从事项目管理两年，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

李勇鹏，北京理工大学力学系本科及硕士，航空航天领域从业7年。先后在中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院从事民用飞机设计、航天运输系统领域战略规划、运载火箭总体论证及技术研究、空间机器人、农业机器人等领域研究，对航空、航天及相关装备制造行业技术趋势、政策方向及行业情况具有深入了解。2015年加入民生证券。

樊艳阳：机械行业研究助理，中国人民大学国际商务硕士，2016年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。