

中原内配(002448)/中小盘

# 业绩符合预期。联手活塞巨头 KS 加快产品升级

### 评级: 买入(维持)

市场价格: 12.16 目标价格: 14.25

分析师: 王晛

执业证书编号: S0740516060001

电话: 021-20315165

Email: wangxian@r.qlzq.com.cn

联系人:张欣

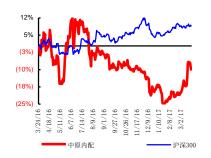
电话: 021-20315165

Email: zhangxin@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	588
流通股本(百万股)	459
市价(元)	12.16
市值(百万元)	7,151
流通市值(百万元)	5,576

#### 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

《巨头脚步不停,加码产品升级和客户渗透》 首次覆盖 03-02

公司盈利预测及估值					
指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,104.47	1,175.28	1,304.35	1,459.91	1,634.14
增长率 yoy%	1.89%	6.41%	10.98%	11.93%	11.93%
净利润(百万元)	193.02	214.55	254.00	295.45	338.86
增长率 yoy%	6.52%	11.16%	18.39%	16.32%	14.69%
每股收益 (元)	0.33	0.36	0.43	0.50	0.58
每股现金流量	0.22	0.41	0.28	0.44	0.47
净资产收益率	9.52%	9.84%	10.69%	11.06%	11.26%
P/E	43.45	30.26	28.15	24.20	21.10
PEG	6.66	2.71	1.53	1.48	1.44
P/B	4.14	2.98	3.01	2.68	2.38
备注:					

#### 投资要点

■ 事件: 公司于 2017 年 3 月 22 日公布年报,同时利润分配预案拟以 2016 年总 股本为基数向全体股东每 10 股派发现金 1 元;另外公司与德国 KS 设立活塞 领域的合资公司。

#### 点评如下:

- 业绩符合预期,毛利率继续高升。公司发布 2016 年年报,全年实现营业收入 11.75 亿元,同比增长 6.41%;实现归属于上市公司股东净利润 2.15 亿元,同 比增长 11.16%,对应 EPS 为 0.36 元,公司四季度单季实现营业收入 3.35 亿元,同比增长 34.06%,环比增 18.37%;实现归属于上市公司股东净利润 0.50 亿元,同比增长 30.57%,环比下降 15%,对应 EPS 为 0.08 元。公司营业收入和业绩整体符合市场和我们的预期,公司 2016 年主要应用于汽车、工程机械行业,盈利能力连年增长,毛利率逐年上升到历史最高 37.61%,同时受益于国内乘用车、商用车、工程机械的需求回暖,我们判断公司业绩有望继续高增速。
- 联手活塞领先商 KS, 加速产品高附加值升级:公司除目前主营气缸套外,已确定未来重点完善"气缸套、活塞、活塞环、活塞销、轴瓦"为一体的汽车发动机摩擦副模块化产品(总体价值为原来气缸套的 4-5 倍左右),此次公司与全球活塞领先制造商德国 KS-Kolbenschmidt GmbH 联手成立合资子公司:一方面公司将直接获得合同产品全钢活塞的技术、设备等支持,凭借新型材料活塞性能在传统铝合金活塞被取代潮中占据技术和先发优势;二是 KS 产品在商用车和客车活塞领域的协作以及欧洲、北美和南美及亚洲的全球研发中心的经验将给公司在活塞方面的研发带来帮助,公司的摩擦副产品有望继续推进加速;三是 KS 商标的主要销售市场是欧洲及北美、南美和亚洲,公司也将借助其品牌优势和客户优势进一步实现公司跨越式发展的重要一步。
- **国内外客户拓展增量空间巨大**: (1) 国内方面,在稳定商用车市场的同时,公司将大力开拓乘用车市场,安徽子公司产能有望有 1000 万扩大到 2000 万套承接市场开发,目前公司已经入比亚迪、长城等乘用车配套体系,后续供应加大将带来较大增量市场; (2) 国外方面,通过收购北美汽车零部件和供应链服务垂直整合供应商 Incodel 打通供应链信息不对称的同时借助其美国海关海运资质、技术和客户优势塑造品牌影响力,加大对北美、欧洲如通用、福特、奔驰、康明斯以及其他国际知名公司乘用车客户的销售渗透。



- 战略转型智能驾驶和军工方向新的业绩驱动车轮,未来新能源汽车对传统汽车的挤压背景下,公司主业战略转型强烈,公司 2014 年年报也及时提出双主业发展战略,具体"围绕新能源、智能制造、高端装备制造、汽车后市场、军工等高新技术领域作战略布局:公司参股灵动飞扬、成立汽车电子子公司将分享ADAS 低渗透率爬升的百亿空间,公司公告灵动飞扬 2016 年承诺利润未达实现主要由于在后装向前装切入时客户的竞争导致流失,但公司的转型已见效果,目前已实现对整车厂直接供货,预计 2017 年下半年逐步量产,2018 年贡献较大业绩;公司同时具备军工三级资质,有望通过产业链整合来夯实军工和智能制造板块业务,迎接工业 4.0 变革机会。
- **盈利预测:** 我们预测公司 2017-2018 年营收分别 13.04、14.59 亿元, 归母净利润分别 2.54、2.95 亿元, 分别同比增长 18.39%、16.32%, 对应 EPS 分别为 0.43、0.50, 综合考虑公司全钢活塞产品升级的升级加快以及摩擦副活塞带来的高附加值叠加国内外乘用车客户的渗透加厚和军工和智能驾驶的战略转型推进, 给予公司 33 PE, 维持目标价 14.25, 对应"买入"评级。
- 风险提示事件:产品升级不达预期,下游需求放缓,海外收购整合不及预期



# 图表 1: 盈利预测模型

损益表(人民币百万元)							资产负债表(人民币百万	5元)					
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,084	1,104	1,175	1,304	1,460	1,634	货币资金	327	229	562	863	1,218	1,668
增长率	-2.30%	1.9%	6.4%	11.0%	11.9%	11.9%	应收款项	231	302	345	492	551	617
营业成本	-696	-700	-733	-832	-933	-1,047	存货	312	284	262	319	345	373
%销售收入	64.2%	63.4%	62.4%	63.8%	63.9%	64.1%	其他流动资产	159	324	121	122	122	123
毛利	388	404	442	472	527	587	流动资产	1,029	1,139	1,290	1,796	2,237	2,781
%销售收入	35.8%	36.6%	37.6%	36.2%	36.1%	35.9%	%总资产	41.3%	43.9%	47.0%	57.4%	64.7%	71.5%
营业税金及附加	-9	-11	-21	-14	-15	-17	长期投资	253	284	341	354	367	380
%销售收入	0.8%	1.0%	1.8%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	1,078	1,011	958	828	702	580
营业费用	-105	-98	-110	-107	-120	-134	%总资产	43.2%	38.9%	34.9%	26.5%	20.3%	14.9%
%销售收入	9.7%	8.9%	9.3%	8.2%	8.2%	8.2%	无形资产	116	125	124	122	120	118
管理费用	-105	-121	-120	-137	-149	-163	非流动资产	1,463	1,457	1,453	1,334	1,219	1,109
%销售收入	9.7%	11.0%	10.2%	10.5%	10.2%	10.0%	%总资产	58.7%	56.1%	53.0%	42.6%	35.3%	28.5%
息税前利润(EBIT)	169	173	191	215	243	273	资产总计	2,492	2,595	2,744	3,131	3,456	3,889
%销售收入	15.6%	15.7%	16.3%	16.5%	16.6%	16.7%	短期借款	156	10	210	260	310	360
财务费用	-2	9	20	1	0	-1	应付款项	308	207	187	245	275	309
%销售收入	0.2%	-0.8%	-1.7%	-0.1%	0.0%	0.1%	其他流动负债	33	41	49	132	83	93
资产减值损失	-7	-11	-24	0	0	0	流动负债	497	259	447	638	668	761
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2	201	1	1	1	1
投资收益	40	38	46	60	80	100	其他长期负债	75	79	77	77	77	77
% 税前利润	19.3%	17.2%	18.7%	20.9%	23.9%	26.1%	负债	573	539	525	717	746	840
营业利润	201	210	233	276	323	372	普通股股东权益	1,892	2,027	2,181	2,376	2,671	3,010
营业利润率	18.5%	19.0%	19.8%	21.1%	22.1%	22.7%	少数股东权益	27	29	37	38	39	39
营业外收支	8	11	11	12	12	12	负债股东权益合计	2,492	2,595	2,744	3,131	3,456	3,889
税前利润	209	220	244	288	335	384							
利润率	19.3%	19.9%	20.8%	22.1%	22.9%	23.5%	比率分析						
所得税	-28	-27	-30	-33	-38	-44		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	13.4%	12.3%	12.4%	11.5%	11.5%	11.5%	每股指标						
净利润	181	193	214	255	296	340	每股收益(元)	0.770	0.328	0.365	0.432	0.502	0.576
少数股东损益	0	0	-1	1	1	1	每股净资产(元)	8.043	3.447	3.708	4.040	4.543	5.119
归属于母公司的净利润	181	193	215	254	295	339	每股经营现金净流(元)	0.719	0.218	0.408	0.280	0.442	0.472
净利率	16.7%	17.5%	18.3%	19.5%	20.2%	20.7%	每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表(人民币百万	元)						净资产收益率	9.58%	9.52%	9.84%	10.69%	11.06%	11.26%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	7.27%	7.44%	7.82%	8.11%	8.55%	8.71%
净利润	181	193	214	255	296	340	投入资本收益率	9.79%	8.67%	10.97%	13.03%	14.95%	17.69%
少数股东损益	0	0	0	1	1	1	增长率						
非现金支出	93	123	139	103	99	95	营业总收入增长率	-2.30%	1.89%	6.41%	10.98%	11.93%	11.93%
非经营收益	-34	-28	-38	-71	-88	-106	EBIT增长率	-0.50%	2.53%	10.21%	12.32%	13.01%	12.32%
营运资金变动	-71	-160	-74	-122	-47	-51	净利润增长率	11.57%	6.52%	11.16%	18.39%	16.32%	14.69%
经营活动现金净流	169	128	240	165	260	278	总资产增长率	9.75%	4.14%	5.71%	14.10%	10.41%	12.53%
资本开支	262	40	52	-41	-41	-41	资产管理能力						
投资	144	-228	158	-13	-13	-13	应收账款周转天数	35.4	46.0	55.4	82.0	82.0	82.0
其他	22	17	25	60	80	100	存货周转天数	165.2	155.3	135.9	140.0	135.0	130.0
投资活动现金净流	-96	-251	131	88	108	128	应付账款周转天数	112.0	101.5	80.7	85.0	85.0	85.0
股权募资	0	6	6	0	0	0	固定资产周转天数	282.0	338.6	301.8	244.5	184.6	135.4
债权募资	-14	54	0	50	50	50	偿债能力						
其他	-30	-24	-47	-1	-62	-6	净负债/股东权益	-8.87%	-0.86%	-15.80%	-24.93%	-33.47%	-42.85%
筹资活动现金净流	-43	36	-41	49	-12	44	EBIT利息保障倍数	73.4	-19.3	-9.5	-239.7	2,231.0	319.4
现金净流量	30	-87	330	302	356	450	资产负债率	23.00%	20.76%	19.15%	22.89%	21.60%	21.59%

来源:中泰证券研究所



## 投资评级说明:

		<del>-</del>
	评级	说明
	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
股票评级	増持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
	増持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
行业评级	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注:评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以摩根士丹利中国指数为基准,美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准(另有说明的除外)。

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司(以下简称"本公司")具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。 本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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,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,可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。

市场有风险,投资需谨慎。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。

投资者应注意,在法律允许的情况下,本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归"中泰证券股份有限公司"所有。未经事先本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为"中泰证券研究所",且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。