中原内配(002448)/中小盘

业绩靓眼毛利率再创新高，股权激励振奋士气

评级：买入(维持)

市场价格：10.00

目标价格：13.65

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

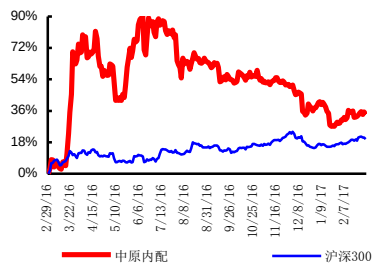
电话：021-20315165

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)	10.00
市值(百万元)	5,880
流通市值(百万元)	4,590

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《主业延续高增速，战略布局有序稳步成长》2017-04-26

《业绩符合预期，联合活塞巨头 KS 助力产品升级》2017-03-23

《首次：巨头脚步不停，加码产品升级和客户渗透》 2017-03-02

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	1,510.27	1,735.61	1,873.82
增长率 yoy%	1.89%	6.41%	28.50%	14.92%	7.96%
净利润（百万元）	193.02	214.55	286.70	359.63	403.41
增长率 yoy%	6.52%	11.16%	33.63%	25.44%	12.17%
每股收益（元）	0.33	0.36	0.49	0.61	0.69
每股现金流量	0.22	0.41	0.21	0.51	0.60
净资产收益率	9.52%	9.84%	11.90%	12.99%	12.72%
P/E	43.45	30.26	20.51	16.35	14.58
PEG	6.66	2.71	0.61	0.64	1.20
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 8 月 24 日公布 2017 年中报及股权激励草案。**

  点评如下：

- **归母净利润 24%继续高增速，在预期上限。**公司发布 2017 年中报，H1 实现营收 7.28 亿元，同比增长 30.61%；归母净利润 1.32 亿元，同比增长 24.52%，符合我们的预期但偏上限，扣非净利润为 1.21 亿，同比增长 31.97%，对应 EPS 为 0.22 元，分季度看 Q2 营收 3.92 亿，同比增长 52.78%，环比增长 17%，归母净利润 0.72 亿，同比增长 44.43%，环比增长 20%，公司同时预计 1-9 月业绩为 1.98-2.47 亿，增长区间 20-50%，对应三季度净利润为 0.66-1.15 亿元，同比增长 12%-163%，考虑到去年 Q3 高基数，公司归母净利润实际增速较高并有望保持全年，主要四点原因：1、国内商用车尤其是重卡需求增加；2、国外收购 Incodel Holding 进一步开拓国际市场带来收入同比增长 39%；3、安徽乘用车持续推进；4、参股公司灵动飞扬盈利能力增强带来投资收益增加。

- **气缸套单体到摩擦副模块供货，毛利率 41.92%创新高彰显龙头盈利能力。**公司拥有全球最大的气缸套制造基地，年产能达 6000 万只，在国内及全球市场均处于领军地位，公司战略升级，联手德国活塞具体 KS 打造“气缸套、活塞、活塞环、活塞销、轴瓦”为核心的内燃机摩擦副零部件模块化供货模式，毛利率 41.92%环比一季度提高 3.13 个点彰显公司模块化产品盈利能力。

- **股权激励力度大、范围广，振奋士气。**公司拟以 5.03 元/股价格授总股本 3.4%给包含中高层管理等 279 人，解除限售条件为 2017-2020 年净利润增长率不低于 2016 年的 30%、40%、50%，2017 年 30%高增速彰显公司对全年信心。

- **战略转型智能驾驶和军工加码成长。**公司参股灵动飞扬、成立汽车电子公司将分享 ADAS 低渗透率爬升百亿空间，军工三级资质有望加码军工和智能制造。

- **盈利预测：**鉴于下游需求旺盛及公司市场开拓进度超预期，我们上调公司 2017-2018 年营收分别 15.10（+2.06）、17.35（+2.76）亿元，归母净利润分别 2.87（+0.33）、3.59（+0.63）亿元，分别同比增长 33.63%、25.44%，对应 EPS 分别为 0.49、0.61，综合考虑零部件平均估值以及公司气缸套白马和摩擦副活塞带来高附加值溢价，给予 28 PE，目标价 13.65，维持 “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）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销货净收入	**1,084**	**1,104**	**1,175**	**1,510**	**1,736**	**1,874**
增长率	*-2.30%*	*1.9%*	*6.4%*	*28.5%*	*14.9%*	*8.0%*
销货成本	-609	-588	-619	-800	-927	-1,011
%收入	*56.2%*	*53.2%*	*52.7%*	*53.0%*	*53.4%*	*53.9%*
毛利	475	516	556	710	809	863
%收入	*43.8%*	*46.8%*	*47.3%*	*47.0%*	*46.6%*	*46.1%*
销售及行政费用	-219	-231	-251	-329	-370	-399
%收入	*20.2%*	*20.9%*	*21.3%*	*21.8%*	*21.3%*	*21.3%*
EBITDA	256	286	306	381	439	464
%收入	*23.6%*	*25.9%*	*26.0%*	*25.2%*	*25.3%*	*24.8%*
折旧与摊销	-87	-112	-114	-103	-99	-95
%收入	*8.0%*	*10.2%*	*9.7%*	*6.8%*	*5.7%*	*5.1%*
EBIT	169	173	191	278	340	369
%收入	*15.6%*	*15.7%*	*16.3%*	*18.4%*	*19.6%*	*19.7%*
利息费用	-2	9	20	2	3	4
投资收益	40	38	46	60	80	100
税前经营收益	207	220	257	340	423	473
%收入	*19.1%*	*19.9%*	*21.9%*	*22.5%*	*24.4%*	*25.3%*
其他非经营收益	2	0	-13	-12	-12	-12
税前利润	**209**	**220**	**244**	**328**	**411**	**461**
%收入	*19.3%*	*19.9%*	*20.8%*	*21.7%*	*23.7%*	*24.6%*
所得税	-28	-27	-30	-41	-51	-57
所得税率	*13.4%*	*12.3%*	*12.4%*	*12.4%*	*12.4%*	*12.4%*
少数股东损益	0	0	-1	0	1	1
归属于普通股股东净利润	**181**	**193**	**215**	**287**	**360**	**403**
净利率	*16.7%*	*17.5%*	*18.3%*	*19.0%*	*20.7%*	*21.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	181	193	214	287	360	404
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
非现金支出	93	123	139	127	123	119
非经营收益	-34	-28	-38	-72	-92	-112
营运资金变动	-71	-160	-74	-220	-94	-60
经营活动现金净流	**169**	**128**	**240**	**123**	**298**	**352**
资本开支	262	40	52	-41	-41	-41
投资	144	-228	158	-13	-13	-13
其他	22	17	25	60	80	100
投资活动现金净流	**-96**	**-251**	**131**	**88**	**108**	**128**
股权募资	0	6	6	0	0	0
债权募资	-14	54	0	0	0	0
其他	-30	-24	-47	0	-59	0
筹资活动现金净流	**-43**	**36**	**-41**	**0**	**-59**	**0**
现金净流量	**30**	**-87**	**330**	**211**	**347**	**480**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	327	229	562	772	1,118	1,597
应收款项	231	302	345	570	655	707
存货	312	284	262	347	379	394
其他流动资产	159	324	121	122	123	123
流动资产合计	1,029	1,139	1,290	1,811	2,275	2,822
%总资产	*41.3%*	*43.9%*	*47.0%*	*57.6%*	*65.1%*	*71.8%*
长期投资	253	284	341	354	367	380
固定资产	1,078	1,011	958	828	702	580
无形资产	116	125	124	122	120	118
非流动资产合计	1,463	1,457	1,453	1,334	1,219	1,109
%总资产	*58.7%*	*56.1%*	*53.0%*	*42.4%*	*34.9%*	*28.2%*
资产总计	**2,492**	**2,595**	**2,744**	**3,145**	**3,495**	**3,930**
短期借款	156	10	210	210	210	210
应付款项	308	207	187	269	306	330
其他流动负债	33	41	49	140	93	100
流动负债	497	259	447	620	609	641
长期贷款	2	201	1	1	1	1
其他长期负债	75	79	77	77	77	77
负债	**573**	**539**	**525**	**698**	**688**	**719**
普通股股东权益	**1,892**	**2,027**	**2,181**	**2,409**	**2,768**	**3,172**
少数股东权益	27	29	37	38	38	39
负债股东权益合计	**2,492**	**2,595**	**2,744**	**3,145**	**3,495**	**3,930**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.770	0.328	0.365	0.487	0.612	0.686
每股净资产(元)	8.043	3.447	3.708	4.096	4.707	5.393
每股经营现金净流(元)	0.719	0.218	0.408	0.209	0.506	0.598
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.58%	9.52%	9.84%	11.90%	12.99%	12.72%
总资产收益率	7.27%	7.44%	7.82%	9.12%	10.29%	10.26%
投入资本收益率	9.79%	8.67%	10.97%	15.87%	19.43%	22.36%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.30%	1.89%	6.41%	28.50%	14.92%	7.96%
EBIT增长率	-0.50%	2.53%	10.21%	45.23%	22.50%	8.46%
净利润增长率	11.57%	6.52%	11.16%	33.63%	25.44%	12.17%
总资产增长率	9.75%	4.14%	5.71%	14.63%	11.12%	12.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.4	46.0	55.4	82.0	82.0	82.0
存货周转天数	165.2	155.3	135.9	140.0	135.0	130.0
应付账款周转天数	112.0	101.5	80.7	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	282.0	338.6	301.8	211.2	155.2	118.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.87%	-0.86%	-15.80%	-22.92%	-32.31%	-43.16%
EBIT利息保障倍数	111.1	-31.7	-15.2	828.7	956.1	1,010.1

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	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
	增持	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
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	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。