

业绩继续快速提升，股权激励彰显信心

——中原内配（002448）半年报点评

分析师： 郑连声

SAC NO： S1150513080003

2017 年 08 月 25 日
汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhqz.com

助理分析师

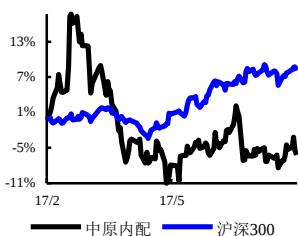
张冬明

SAC No: S1150115110007

zhangdm@bhqz.com

评级：
增持
上次评级：
增持
目标价格：
最新收盘价： 10.00

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《业绩稳步提升，成立全钢活塞子公司——中原内配（002448）2016 年报点评》
2017/3/23

《2016Q4 业绩增速明显，战略转型加速推进——中原内配（002448）业绩快报点评》2017/3/1

事件：

公司发布 2017 年中报：2017H1 实现营收 7.28 亿元，同比增长 30.61%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比增长 24.52%；基本每股收益 0.22 元，处于预期上限；预计 2017 前三季度归母净利润 1.98-2.47 亿元，同比增长 20%-50%。同时公司发布股权激励计划。

点评：

● 国内国外齐发力，业绩和毛利率稳步提升

1) 公司国内和国外业务均保持快速发展，推动业绩快速提升，从国内看，公司作为国内商用车气缸套龙头，受益于商用车和工程机械市场阶段性复苏，同时安徽子公司乘用车业务发展持续向好，国内收入同比增长 18.44%；从国外看，北美市场稳步增长，国外收入同比增长 39.51%，同时收购 Incodel Holding LLC 并表（Q2 贡献利润 1246.28 万元）。2) 公司综合毛利率比同期提升 3.55 个百分点，达 40.48%，其中国内/国外分别达 37.06%/42.77%，分别提升 0.41/5.70 个百分点。3) 公司期间费用率提升 3.36 个百分点至 21.47%，主要原因在于人民币对美元汇兑损失及美国子公司贷款增加导致财务费用明显增加。

● 股权激励涉及范围广，彰显公司发展信心

根据公司股权激励草案，拟授予人数达 279 人，涉及公司董事、中高级管理人员、核心研发和业务人员等，范围广，授予价格为 5.03 元/股，解除条件为以 2016 年净利润为基数，2017-2019 年净利润增长率不低于 30%、40% 和 50%（或 2017-2018 年平均净利润增长率不低于 35%，2018-2019 年平均净利润增长率不低于 45%），显示出公司对未来发展的信心。

● 全球气缸套龙头，加快打造模块化供货模式

公司作为全球气缸套龙头，全球市占率达 10% 以上，为加快打造以“气缸套、轴瓦、活塞环、活塞、活塞销”等发动机摩擦副关键零部件为主导产业的模块化供货模式，前期公司投资 3 亿元设立全资子公司中内凯思，并获得德国 KS（全球领先商用车活塞制造商）技术和商标授权，有望培育新的业务增长点。

● 布局汽车电子和智能驾驶等领域，战略转型加速推进

外延方面，公司不断加快在汽车电子、智能驾驶等方面的布局，加快推进战略转型：一是公司拟与华元恒道等投资设立“中原内配（上海）电子科技有限公司”，主要产品涉及汽车电子零配件、汽车电控系统等；二是通过参股灵动飞扬布局 ADAS 产业，并推动灵动飞扬由后装向前装市场发展；三是与大河智信合资成立中原智信，有利于提升公司在智能制造领域的地位；四是参股深圳协和聚坤加快孵化军工与智能制造等领域可并购标的。

● 上调盈利预测，维持“增持”评级

我们认为，公司作为气缸套龙头企业，主业稳健扎实，同时股权激励计划彰显未来发展信心。我们上调盈利预测，预计 2017-19 年公司实现营业收入 15.12/17.33/19.43 亿元，同比增长 29/15/12%，实现归母净利润 3.01/3.57/4.02 亿元，同比增长 40/18/13%，对应 EPS 分别为 0.51/0.61/0.68 元/股，维持“增持”评级不变。

风险提示：汽车市场增速不及预期；国际经济环境变化及汇率风险；原材料价格波动风险。

财务摘要（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,104	1,175	1,512	1,733	1,943
(+/-)%	2%	6%	29%	15%	12%
经营利润（EBIT）	211	225	356	419	468
(+/-)%	0%	6%	58%	18%	12%
净利润	193	215	301	357	402
(+/-)%	7%	11%	40%	18%	13%
每股收益（元）	0.33	0.36	0.51	0.61	0.68

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	229	562	722	828	928	营业收入	1104	1175	1512	1733	1943
应收票据	146	140	174	212	231	营业成本	700	733	903	1031	1155
应收账款	154	203	166	190	213	营业税金及附加	11	21	15	19	22
预付款项	1	4	-29	-60	-74	销售费用	98	110	141	162	181
其他应收款	2	2	4	4	4	管理费用	121	120	138	167	193
存货	284	262	371	418	456	财务费用	-9	-20	5	5	5
其他流动资产	322	118	118	118	118	资产减值损失	11	24	15	10	8
长期股权投资	231	253	253	253	253	投资收益	38	46	37	50	56
固定资产	1001	943	890	891	896	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	10	15	67	69	75	营业利润	210	233	331	390	434
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	11	11	20	24	29
无形资产	82	82	78	66	51	税前利润	220	244	351	414	463
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	27	30	50	57	61
资产总计	2595	2744	2992	3165	3328	净利润	193	214	301	357	402
短期借款	10	10	76	64	1	归属于母公司的净利润	193	215	301	357	402
应付票据	0	4	5	5	6	少数股东损益	0	-1	0	0	0
应付账款	171	154	247	266	283	基本每股收益	0.33	0.36	0.51	0.61	0.68
预收款项	29	24	25	12	-7	稀释每股收益	0.33	0.36	0.51	0.61	0.68
应付职工薪酬	30	32	32	32	32	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
应交税费	11	17	17	17	17	成长性					
其他应付款	8	6	6	6	6	营收增长率	1.9%	6.4%	28.6%	14.7%	12.1%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-0.2%	6.4%	58.5%	17.7%	11.6%
长期借款	201	1	1	1	1	净利润增长率	6.5%	11.2%	40.3%	18.5%	12.6%
负债合计	539	525	649	642	579	盈利性					
股东权益合计	2057	2218	2343	2523	2749	销售毛利率	36.6%	37.6%	40.2%	40.5%	40.5%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	销售净利率	17.5%	18.3%	19.9%	20.6%	20.7%
净利润	193	214	301	357	402	ROE	9.4%	9.7%	12.8%	14.1%	14.6%
折旧与摊销	112	114	85	89	93	ROIC	8.16%	8.10%	11.65%	12.95%	13.75%
经营活动现金流	128	240	374	329	377	估值倍数					
投资活动现金流	-251	131	-98	-29	-33	PE	30.5	27.4	19.5	16.5	14.6
融资活动现金流	28	-55	-115	-194	-244	P/S	5.3	5.0	3.9	3.4	3.0
现金净变动	-95	316	161	106	100	P/B	2.86	2.65	2.51	2.33	2.14
期初现金余额	327	229	562	722	828	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	3.0%
期末现金余额	233	545	722	828	928	EV/EBITDA	18.2	16.4	12.4	10.5	9.3

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所
副所长（金融行业研究&研究所主持工作）

 张继袖
 +86 22 2845 1845

副所长

 谢富华
 +86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 张冬明
 +86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

 王洪磊
 +86 22 2845 1975
 朱晟君
 +86 22 2386 1319

环保行业研究

 张敬华
 +86 10 6810 4651
 刘蕾
 +86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

 伊晓奕
 +86 22 2386 1673
 刘秀峰
 +86 10 6810 4658

医药行业研究小组

 任宪功（部门经理）
 +86 10 6810 4615
 王斌
 +86 22 2386 1355
 赵波
 +86 22 2845 1632
 苑建
 +86 10 6810 4637

通信&电子行业研究小组

 徐勇
 +86 10 6810 4602
 宋敬祎
 +86 22 2845 1131
 杨青海
 +86 10 6810 4686

食品饮料、交通运输行业研究

 齐艳莉
 +86 22 2845 1625

餐饮旅游行业研究

 刘瑀
 +86 22 2386 1670
 杨旭

证券行业研究

 任宪功（部门经理）
 +86 10 6810 4615
 洪程程
 +86 10 6810 4609

新材料行业研究

 张敬华
 +86 10 6810 4651

金融工程研究&部门经理

 崔健
 +86 22 2845 1618

权益类量化研究

 李莘泰
 +86 22 2387 3122
 宋旻

衍生品类研究

 祝涛
 +86 22 2845 1653
 李元玮
 +86 22 2387 3121
 郝惊
 +86 22 2386 1600

债券研究

 王琛皞
 +86 22 2845 1802
 夏捷

基金研究

 刘洋
 +86 22 2386 1563

流动性、战略研究&部门经理

 周喜
 +86 22 2845 1972

策略研究

 宋亦威
 +86 22 2386 1608
 杜乃璇
 +86 22 2845 1945

宏观研究

张杨

博士后工作站

 冯振 债券•经纪业务创新发展研究
 +86 22 2845 1605
 朱林宁 量化•套期保值模型研究
 +86 22 2387 3123

综合质控&部门经理

 郭靖
 +86 22 2845 1879

机构销售•投资顾问

 朱艳君
 +86 22 2845 1995

行政综合

 白骐玮
 +86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn