

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12个月目标价: 31.00元

当前股价: 26.04元

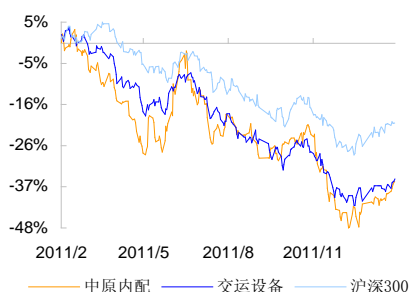
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2439.63
总股本(百万)	92
流通股本(百万)	23
流通市值(亿)	14
EPS	1.13
每股净资产(元)	9.61
资产负债率	28.17%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中原内配	9.78	-17.54	-14.33
交运设备	10.51	-2.41	-13.49
沪深300指数	5.75	2.48	-6.13



相关报告

中原内配

002448

强烈推荐

近看出口扩张, 远看产品升级, 打造世界级气缸套供应商

中原内配是世界级发动机气缸套供应商, 产品性能和供货能力突出。全球汽车零部件产业链向中国迁移, 为国内气缸套企业提供出口扩张机遇; 国内排放法规升级与乘用车轻量化, 要求零部件同步升级, 有利龙头公司发展。公司技术领先, 规模已成, 下游客户稳定, 盈利能力居于行业前列。

我们认为公司将借出口扩张与产品升级机遇, 持续扩大市场份额, 保持快速增长, 未来两年净利复合增速 25%, 给予“强烈推荐”评级。

投资要点:

- **中原内配是世界级发动机气缸套供应商。**公司年产销气缸套接近 3000 万只, 世界第一; 下游客户包括通用、福特、康明斯、国际卡车、奔驰、重汽、东康等国内外知名主机厂商。公司产品性能优异, 供货能力突出, 客户稳定。
- **产业链迁移与产品升级为气缸套行业提供发展机遇。**气缸套属精密加工行业, 国内技术成熟, 成本优势明显, 全球产业链向国内迁移, 国外市场空间超过 3 亿只。乘用车铝发动机推广, 汽车排放法规升级, 要求气缸套同步升级, 打开高端气缸套产品增长空间, 国内气缸套需求将超过 1 亿只。行业快速发展期来临。
- **公司技术领先、规模优势已成、下游客户稳定。**公司长期专注于气缸套研发与生产, 掌握材料配方、加工工艺等核心生产要素, 产品性能优异, 竞争力强; 产能世界第一, 同步开发能力强, 规模优势明显; 优质的产品、供货及同步开发能力, 获得下游优质客户认可, 建立长期合作关系, 保障公司长远发展。
- **近看出口扩张, 远看产品升级, 公司增长确定。**公司长期为北美主机厂配套, 客户认可度高, 成本优势将推升份额增长; 欧洲客户配套体系正在建立, 配套产品放量后将带动需求快速提升; 公司技术优势大, 国内产品升级有利公司扩大市场份额。
- **催化剂:**北美汽车消费增长, 欧洲市场开拓加速, 国内铝发动机技术成熟
- **投资建议:**我们预计公司 11-13 年实现收入 9.75、12.05 和 14.8 亿元, 归属于母公司净利润 1.27、1.61 和 2.00 亿元, 11-13 年 EPS 为 1.37、1.74 和 2.16 元, 对应 11-13 年 PE 为 18.9、15.0 和 12.0 倍。我们看好出口扩张和产品升级给公司带来的成长机遇, 未来两年净利润复合增速 25%, 给予公司 12 年 18 倍估值, 目标价 31.0 元, “强烈推荐”评级。

风险提示:

- 人民币升值、海外汽车消费下降、铝发动机推广缓慢、原材料价格上升

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	822	975	1205	1480
收入同比(%)	32%	19%	24%	23%
归属母公司净利润	104	127	161	200
净利润同比(%)	57%	22%	27%	24%
毛利率(%)	32.6%	30.0%	30.6%	31.4%
ROE(%)	11.7%	12.7%	13.9%	14.7%
每股收益(元)	1.13	1.37	1.74	2.16
P/E	23.14	18.94	14.97	12.03
P/B	2.71	2.41	2.08	1.77
EV/EBITDA	13	11	8	6

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、中原内配：世界级发动机气缸套供应商	3
1.1 公司简介	3
1.2 公司主营业务	3
1.3 公司市场地位	5
二、行业分析：小零件、大作用，演绎出口新传奇	5
2.1 汽车零部件处于快速成长期	5
2.2 出口扩张+铝发动机升级，迎来气缸套行业发展机遇	7
2.3 气缸套行业竞争格局：国内一家独大，全球三足鼎立	8
三、公司优势：技术领先、规模已成、客户稳定	9
3.1 技术实力雄厚	9
3.2 规模优势明显	10
3.3 合作客户稳定	10
四、公司增长点：近看出口扩张，远看产品升级	11
4.1 出口扩张：稳固美国市场，拓展欧洲市场	11
4.2 产品升级：乘用车发动机铝制化+商用车排放升级	12
4.3 产能释放：募投项目解决公司产能瓶颈	13
五、投资建议：强烈推荐	14

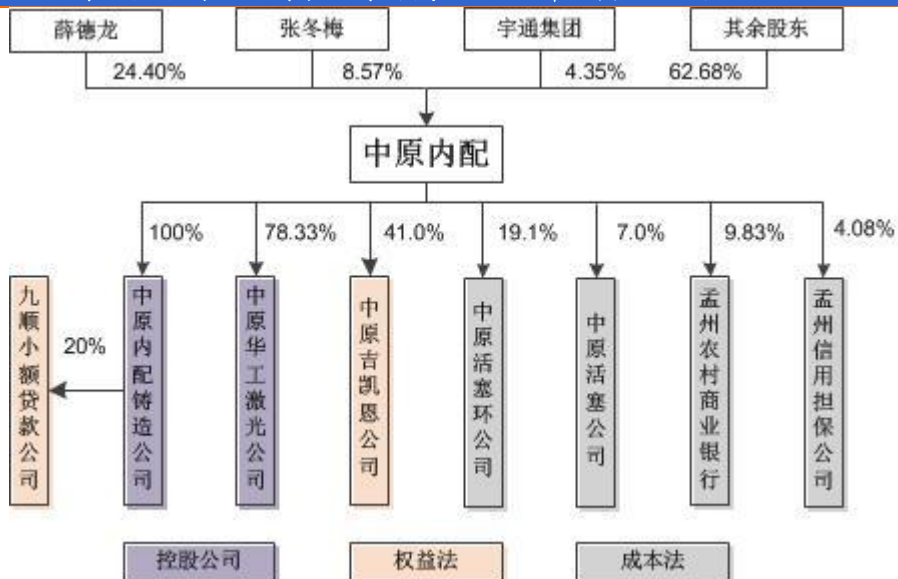
一、中原内配：世界级发动机气缸套供应商

1.1 公司简介

中原内配股份有限公司（简称“中原内配”，代码 002448）是我国专业生产内燃机气缸套的龙头公司。公司前身为 1958 年建立的孟县机械厂，已拥有 50 多年的气缸套制造历史。公司近年气缸套年产销超过 2000 万只，国内占有率超过 30%，全球占有率超过 10%，是世界最大的气缸套生产企业之一。

公司控股股东及实际控制人为董事长薛德龙先生。公司 2010 年 7 月在深交所上市，共计发行股份 9251 万股。董事长薛德龙先生持有公司 2257 万股股份，占公司总股本的 24.4%，是公司的实际控制人。

图 1 公司股权结构及主要子公司（截止 2011 年 9 月 30 日）



资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 1 公司主要控股/参股公司

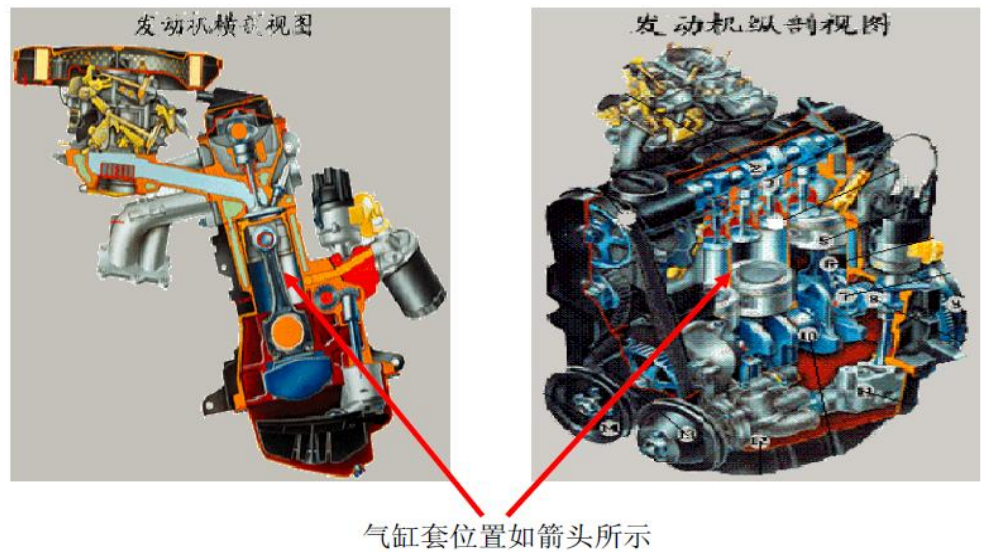
名称	主要业务	持股比例
铸造公司	气缸套毛坯、模具毛坯、机械设备铸件及气缸套加工销售。	100%
激光公司	激光加工技术及产品的研制、开发、销售；技术咨询。	78.33%
中原吉凯恩	主要生产用于大型机械、船用发动机的大口径气缸套。	41%
九顺贷款公司	办理小额贷款；中小企业发展、管理、财务咨询服务。	20%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

1.2 公司主营业务

公司主营业务为发动机气缸套的研发、生产、销售和技术服务。气缸套是发动机的核心零件之一，对发动机的功耗、噪音等有较大影响。公司气缸套产品种类丰富，已广泛应用于乘用车、商用车、农业机械、工程机械等动力领域。目前，公司收入主要来自于商用车及工程机械气缸套，占总收入份额超过 50%；另外，乘用车气缸套收入约占 20%，农业机械气缸套收入约占 20%。

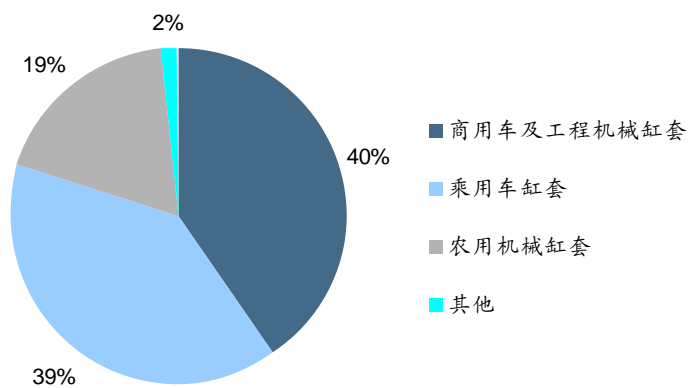
图 2 公司产品是发动机的核心零件之一



气缸套位置如箭头所示

资料来源：公司资料、中投证券研究所

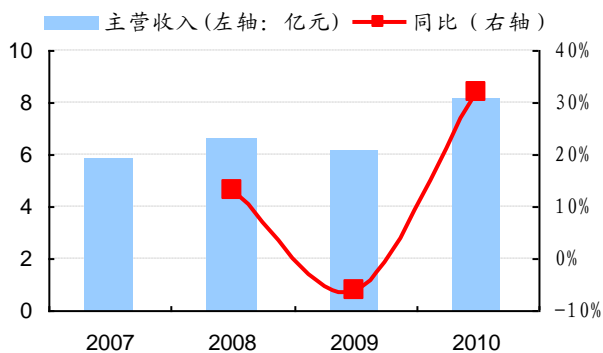
图 3 公司产品销量构成



资料来源：公司资料、中投证券研究所估算

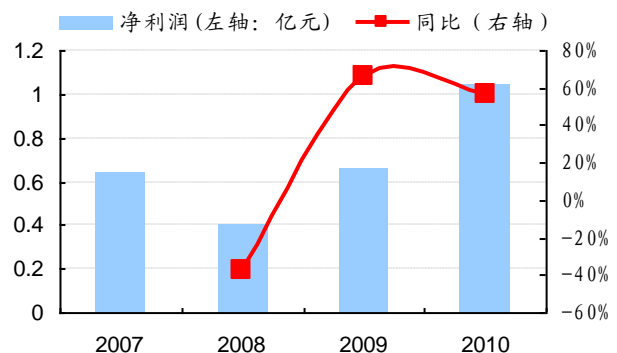
公司主营业务突出，主营业务收入占比超过 95%。2008-2010 年公司主营业务收入分别为 6.60 亿、6.18 亿和 8.16 亿元，在总收入比例超过 95%；归属于母公司的净利润分别为 0.40 亿、0.66 亿和 1.04 亿元。公司出口比例较高，09 年因美国三大汽车公司受金融危机影响，使公司产品出口量减少，销售收入下滑。08 年由于主要原材料价格上涨较快，使公司毛利率出现明显下降，影响公司利润水平。

图 4 公司主营业务收入及增速



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 5 归属于母公司净利润及增速

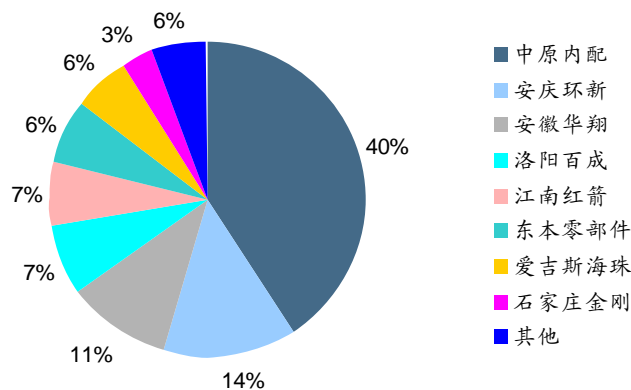


资料来源：公司资料、中投证券研究所

1.3 公司市场地位

公司是世界最大的气缸套生产企业,国内份额超过30%,全球份额达到10%。公司近年气缸套产销量超过2000万套,远超国内其他厂家,连续23年位居全国第一,超过20年位居亚洲第一。相比德国马勒(Mahle)、美国辉门(Federal-Mogul)等全球发动机零件巨头,公司在气缸套产品方面已逐渐超越,成为世界第一。

图6 国内规模以上车用气缸套公司市场份额



资料来源:中汽协、中投证券研究所估算

公司是国内唯一进入世界主要汽车公司配套体系的零部件企业。公司已与国内主要主机厂建立了长期稳定的合作关系,并成功进入国际市场。公司为通用、福特、克莱斯勒等美国三大汽车公司配套生产乘用车气缸套,为康明斯、国际卡车等配套生产商用车气缸套,并已成为奔驰、菲亚特、雪铁龙等国际知名主机厂的战略合作供应商。目前,公司气缸套产销量占有率在全球市场已超过10%。

图7 公司国内客户分布



资料来源:公司资料、中投证券研究所

图8 公司国际客户分布



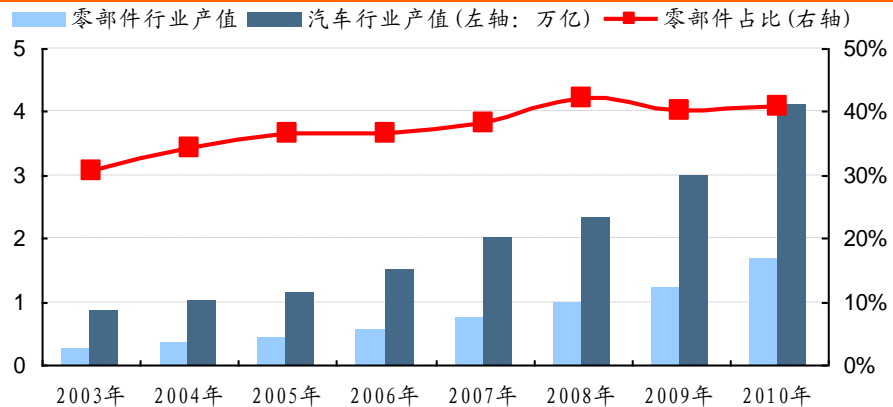
资料来源:公司资料、中投证券研究所

二、行业分析:小零件、大作用,演绎出口新传奇

2.1 汽车零部件处于快速成长期

汽车产业成为我国经济发展支柱,汽车零部件发展将获得国家扶持。2010年中国汽车总产值超过4万亿,零部件行业总产值达到1.68万亿,占比稳定在40%。中国汽车工业进步需要零部件企业研发、生产、制造技术的快速提升,从而实现汽车大国向汽车强国的演进。

图 9 我国汽车及零部件行业产值



资料来源：华通人、中投证券研究所

未来零部件行业发展将快于整车行业增长，而部分优秀汽车零部件企业的成长空间将明显优于整车企业。我们认为汽车和零部件生产规模的稳定，将有助于国内汽车零部件企业的快速成长，通过积累研发技术、提升生产管理能力、加快行业整合都将促进我国汽车工业产业升级的快速演进；目前我国汽车产业链的零部件行业集中度仍远弱于整车行业，进口替代、全球分工、行业整合机遇为零部件企业提供广阔成长空间。

我们看好以精加工和机电一体化为代表的模块化、系统化零部件行业的投资价值。国内汽车零部件竞争力现状具有比较明显的三个梯次：一、劳动力和原材料密集产品，包括电池、轮胎、泵、线束、玻璃和覆盖件等，外资控制力较弱，竞争较为充分；二、精加工和机电一体化产品，包括精密铸件类、精加工类、机电类，处于明显的进口替代和全球分工阶段，相关公司成长的爆发性明确；三、以精密控制和电控单元为主的高科技产品，包括安全气囊、自动变速器、电控单元等，国内企业要实现批量生产的暂时可能性小，大规模进口替代仍需等待。

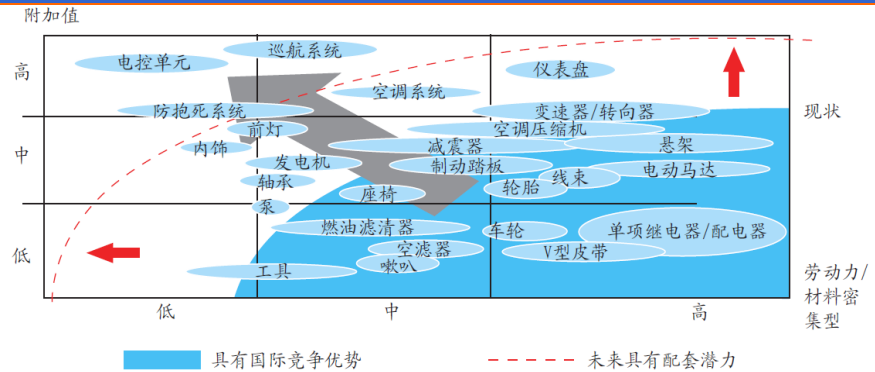
表 2 我国汽车零部件竞争力分析

分类	特点	细分领域
竞争力高	劳动密集型 重资产型 运输便利性低	电池、轮胎、泵、线束、玻璃、覆盖件
竞争力中	模块化、系统类 核心技术	曲轴、前灯、气缸套、减震器、变速器、发电机、电机、空调、制动系统（ABS）、一体化驾驶室（内饰/仪表板/中控）、模具
竞争力极弱	技术密集、精密控制	安全气囊；自动变速器；电子控制单元（ECU）

资料来源：中投证券研究所

根据竞争力格局现状，我们认为中长期的零部件企业成长机遇正来临，跟踪陆续实现进口替代和全球出口的龙头公司。关注零部件技术现状，跟踪竞争格局，挖掘产业升级趋势明显的细分行业；新增配套业务创造较大成长空间和较高的业绩增速，同时理应得到较高估值。我们依次看好曲轴、车灯、气缸套、传动轴、非轮胎橡胶、变速器、制动器、空调系统等产业升级创造的投资机遇。

图 10 我国汽车零部件竞争潜力分析



资料来源：罗兰贝格、中投证券研究所

2.2 出口扩张+铝发动机升级，迎来气缸套行业发展机遇

气缸套主要用于柴油发动机和铝发动机，全球需求超过 3 亿只。柴油机主要用于商用车、工程机械和农业机械，平均每台柴油机需气缸套 4-5 个，除配套需求外每 4-5 年还会有更换需求，由此测算国内年需求超过 8000 万只。铝发动机顺应汽车轻量化潮流，在国外乘用车中已得到大量应用，欧美日乘用车市场中占比超过 50%，年气缸套需求约国内铸铝技术过关后，有望获得快速发展，由此带来气缸套需求的快速增长。目前，全球的气缸套年需求预计超过 3 亿只。

表 3 国内、北美、欧洲气缸套需求预测

	终端用途	年销量 (万辆)	单机缸套 数量	保有量 (万辆)	配套市场 (万只)	售后市场 (万只)	缸套需求 (万只)	合计 (万只)
国内	商用车	350-400	4-5 只	约 3000	1400	3000	4400	11300
	工程机械	120	4-5 只	约 450	500	500	1000	
	农用机械	330	4-5 只	>2000	1300	2000	3300	
	乘用车 (铝发动机占 50%)	1300	4 只	-	2600	-	2600	
北美	商用车	500	4-5 只	>5000	2000	5000	7000	8000
	乘用车 (铝发动机占 50%)	550	4 只	-	1000	-	1000	
欧洲	商用车	约 200	4-5 只	>2000	800	2000	2800	5400
	乘用车 (铝发动机占 50%)	>1300	4 只	-	2600	-	2600	

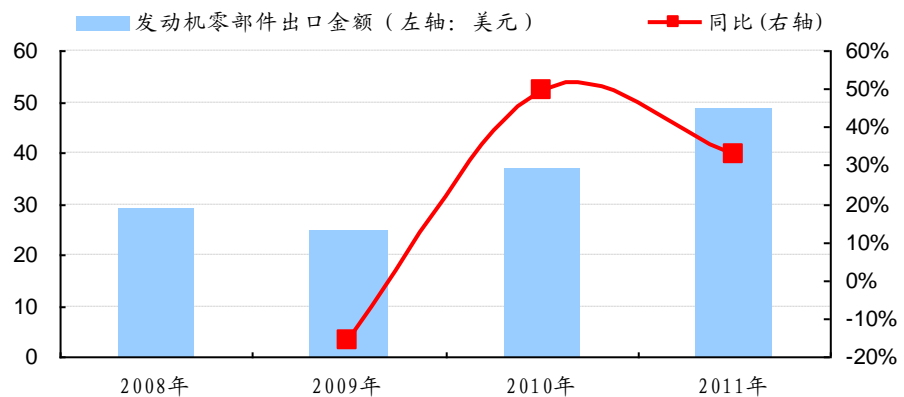
资料来源：公司资料，CEIC，中投证券研究所

注：国内商用车、工程机械、农用机械销量用 09-11 年平均数计算，乘用车用缸套按铝发动机渗透率达到 50% 预测。

国外主要为车用发动机气缸套需求

气缸套属于精加工产品，国内加工优势渐显，顺应全球出口方向。气缸套内表面直接接触高温高压的燃气，并始终与活塞环及活塞裙部发生高速摩擦，同时外表面接触冷却介质，承受严重的热应力。因此，气缸套应具有足够的强度、刚度及耐热、耐磨性能，并具有良好的润滑和冷却性能，对气缸套的材质和加工工艺提出很高的要求。随着国内加工水平的不断提高，国外主机厂为降低成本，不断加大从国内采购的品种和数量，使国内成为全球气缸套制造中心。

图 11 我国发动机零部件出口金额



资料来源：CAAM、中投证券研究所

2.3 气缸套行业竞争格局：国内一家独大，全球三足鼎立

公司是国内气缸套行业龙头，市场占有率遥遥领先。公司气缸套连续 23 年蝉联国内市场第一，近年市场占有率持续提高，2010 年市场份额接近 40%，远超国内其他厂商。公司国内客户包括中国重汽、一汽大柴、一汽锡柴、东风康明斯等近 30 家主机厂，并且是这些客户的主要气缸套供应商。

表 4 国内主要气缸套生产企业（2010 年底）

公司名称	主要配套厂家	产能(万只)
中原内配	中国重汽、一汽大柴、一汽锡柴等近 30 家主机厂 国外配套通用、福特、克莱斯勒、康明斯等	2000
扬州五亭桥	一汽锡柴、一汽大柴、潍柴动力、上柴股份等	1200
江苏爱吉斯	一汽锡柴、南汽集团、江淮动力、时风集团等， 部分出口到东南亚地区	450
广东肇庆动力	广西玉柴、一汽大柴	540
安庆帝伯格茨	主要面向日系厂商配套	700

资料来源：公司资料，中汽协，中投证券研究所

气缸套行业进入全球配套体系，国内企业参与全球竞争。世界知名气缸套供应商主要有德国马勒公司和美国辉门公司，马勒在欧洲气缸套市场份额较大，占有率约 50%；辉门在北美气缸套市场较强，占有率约 20%。中原内配近些年快速发展，北美市场占有率接近 20%，再加上庞大的国内市场，是全球气缸套行业的又一重要供应商，与马勒、辉门三足鼎立。若单从气缸套产能来说，中原内配募投项目投产后产能达到 3000 万只，已超过马勒和辉门，成为世界第一大气缸套供应商。

表 5 国外竞争对手情况

公司名称	基本情况	气缸套产能 (万只)
德国马勒	世界最大的活塞开发、制造厂家，生产基地主要分布在欧洲、巴西、日本等地区，欧洲缸套市场占有率 50%	1700
美国辉门	世界十大汽车零部件企业之一，气缸套生产基地主要分布在欧洲和北美地区，北美市场占有率约 20%	接近 2000

资料来源：公司资料，中投证券研究所

三、公司优势：技术领先、规模已成、客户稳定

3.1 技术实力雄厚

公司长期专注于气缸套的研发和生产，材料储备多样。气缸套工作环境恶劣，对材料的强度、刚度、耐热、耐磨等性能要求较高，需要通过添加多种合金才能满足使用要求，因此材料配方成为气缸套厂家的核心机密之一。公司自70年代开始，专业从事气缸套的研发和生产，不断改进所用材料，并自主研发出几十种性能优异的新材料，持续提高产品综合性能。

公司加工经验丰富，工艺水平先进。气缸套内表面与高温高压燃气直接接触，并与活塞裙部发生高速摩擦，极易产生损坏。公司引进先进的表面处理和表面改性技术，以及精良的加工设备，在使用中积累了丰富的经验，不断提高产品加工精度和表面性能，满足客户的各项要求，并提高产品的技术附加值。

表 6 公司先进的生产、检测设备



资料来源：公司网站，中投证券研究所

表 7 公司获得的技术荣誉

“十五”期间，进行重大技术改革 27 项，技术攻关 326 项，新产品改进 267 项。主持完成 5 项国家标准的制定和修订工作，还有 2 项国家标准进入评审阶段。

取得国家专利 30 余项，另有 30 余项进入受理阶段。

“平顶网纹气缸套”等多项产品被评为“国家级重点新产品”。

“康明斯 C 系列气缸套”达到国际先进水平。

资料来源：公司资料，中投证券研究所

3.2 规模优势明显

公司产能世界第一，规模优势明显。气缸套属于发动机关键零部件之一，主机厂要求配套厂商具有较高的同步开发与供货能力，以满足自身新产品研发和核心产品生产的需求。公司自 83 年开始一直参与主机厂发动机的设计与开发，积累了丰富的设计经验，是少数几家具备与主机厂同步开发能力的气缸套厂家。公司目前产能达到 3000 万只/年，可满足大批量供货任务，保证主机厂生产的顺利进行。

表 8 公司获得的荣誉

首批被商务部、发改委认定为“国家汽车及零部件出口基地企业”。
 “河阳牌”商标是同行业唯一被国家工商行政管理总局认定的“中国驰名商标”。
 国内唯一为通用、福特、康明斯、奔驰等国际主机厂进行配套的气缸套企业。
 中国汽车零部件综合竞争力百强企业，中国百家最佳汽车零部件供应商等称号。
 连续多年荣获康明斯发动机公司“优秀供应商”称号。
 多次获得国内知名发动机公司“优秀供应商”称号

资料来源：公司资料，中投证券研究所

质量管理体系完善，严控产品出厂质量。公司多年来逐步建立了完善的质量管理体系，同时获得多个质量体系认证。同时，公司坚持推行精益生产管理，先后通过国内外主要主机厂的二方审核认证。完善的质量管理体系使公司产品质量达到国际同类产品的先进水平，并多次获得主机厂的“质量优胜奖”。

表 9 公司产品质量荣誉







2008 年获得美国康明斯“优秀质量奖”。
 2007/2008 年获得一汽锡柴“年度质量优秀奖”。
 2009 年获得云内动力“质量保证优胜供方”。
 2009 年获得“河南省质量管理卓越百强企业”称号。

资料来源：公司资料，中投证券研究所

3.3 合作客户稳定

公司与主要客户建立长期合作关系，共同发展。公司是专业化的发动机零部件供应商，下游客户主要为主机厂商。公司通过高质量的产品、稳定的供货、优秀的同步开发能力，加强客户对公司的依赖程度。同时，公司业绩增长也取决于下游客户的持续发展，因此优质的客户群为公司长期发展提供了强大的保障。

表 10 公司主要客户

	康明斯 (Cummins) 全球领先的动力设备制造商，全球三大独立柴油机公司之一。
	国际卡车 (Navistar) 北美最大的卡车与发动机制造商，北美最大的柴油发动机制造商，世界领先的全系列商用车柴油机制造商
	尼玛克 (Nemak) 全铝发动机零部件专业生产、销售公司，主要为通用、福特等配套。
	东风康明斯 现代化柴油发动机制造公司，主要生产康明斯 B/C/L 系列机械式，ISBe\ISDe\ISLe 系列全电控柴油机，B/L 系列天然气发动机。
	中国重汽 国内三大重型汽车生产厂商之一，90%气缸套采购自中原内配。
	一汽锡柴 一汽集团下属柴油机厂之一，产品广泛用于机械动力领域

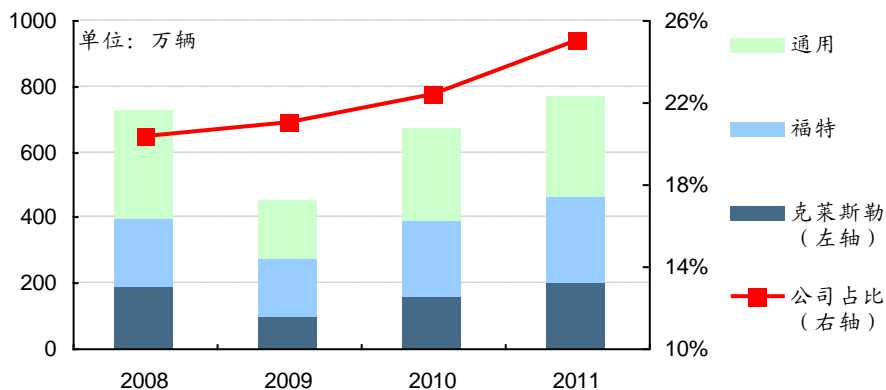
资料来源：公司资料，中投证券研究所

四、公司增长点：近看出口扩张，远看产品升级

4.1 出口扩张：稳固美国市场，拓展欧洲市场

挖掘美国主机厂商需求，提高供货份额。公司在北美市场份额约为 20%，主要为通用、福特、克莱斯勒等三大汽车商提供乘用车气缸套，为康明斯、国际卡车等主机厂提供商用车气缸套。公司产品质量过硬，同步开发能力优秀，与马勒、辉门等对手同台竞争，并具有相同的品牌价值。国内生产成本低的优势使公司在竞争中容易胜出，市场份额持续增加，公司目标是未来北美市场占有率达到 50%。

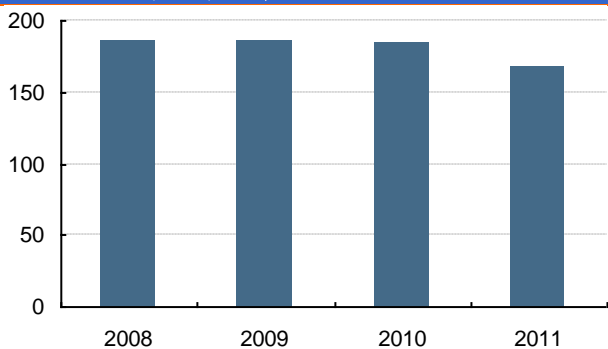
图 12 美国三大厂商销量及公司所占份额



资料来源：CAAM、中投证券研究所

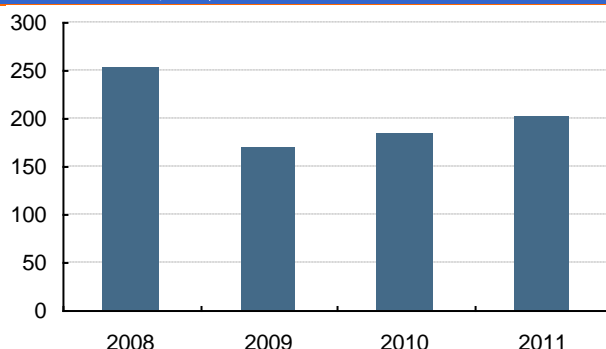
拓展欧洲市场，静待配套机型放量。公司在欧洲市场的份额较小，处于市场开拓期。公司已与奔驰、菲亚特、标致雪铁龙等欧洲主机厂建立了商务合作关系，并成为奔驰重型发动机的气缸套首选供应商，通过了菲亚特动力科技公司的二方审核，与标致雪铁龙合作开发欧 V 排放的铝发动机。随着公司参与开发的发动机逐步批量生产，公司供货量也将快速增长。

图 13 PSA 集团乘用车销量 (万辆)



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 14 欧洲商用车销量 (万辆)



资料来源：CAAM、中投证券研究所

根据北美与欧洲汽车行业发展，以及公司产能规划，我们预计公司未来 3 年气缸套出口将稳步增长，到 14 年出口量超过 2000 万只。

表 11 公司产品出口预测 (单位：万只)

	2011E	2012E	2013E	2014E
乘用车气缸套	1000	1100	1300	1400
商用车气缸套 (含工程机械)	350	500	600	850
合计	1350	1600	1900	2250

资料来源：中投证券研究所

4.2 产品升级：乘用车发动机铝制化+商用车排放升级

公司铝发动机缸套技术成熟，有望在国内铝压铸技术成熟后快速抢占市场份额。公司自2002年开始进入美国三大汽车商配套体系，为其配套铝发动机气缸套，在该领域已积累了大量的研发和生产经验，在行业具有先发优势。国内由于铝压铸技术不成熟，目前铝发动机配套比例还比较低，未来随着技术成熟后有望快速推广使用，同时大幅带动铝发动机气缸套的需求量。公司凭借多年积累的先发优势，快速抢占乘用车缸套市场份额成功，将是大概率事件。

图 15 我国自主品牌车企铝发动机



奇瑞

长城

吉利

资料来源：互联网、中投证券研究所

公司与国内主机厂合作开发，提前锁定未来配套订单。公司依靠自身技术和经验优势，积极与国内主机厂合作开发铝发动机，提前锁定其量产后订单。如公司06年与奇瑞汽车合作研发全铝发动机，并在07年成为奇瑞汽车相关产品的独家配套商。目前公司为奇瑞、一轿、富康、南汽等全铝发动机提供配套，未来产能扩大后，凭借先发与合作优势，将在该领域占据领先地位。

国四排放标准实施临近，相关缸套同步升级利好公司。车用压燃式发动机与汽车将于2013年7月1日起实施国四排放标准，新标准的实施将同步提升气缸套的技术要求。公司是国内唯一一家能够批量化生产欧IV、欧V标准发动机气缸套的企业，国四标准的实施将凸显公司的技术优势，有望使公司扩大相关产品的市场份额，同时升级产品一般具有较高的毛利率，将提升公司的综合利润水平。

表 12 我国重型车国四标准实施时间

车型	燃料种类	国四全面实施时间					
		全国		地方（提前实施）			
		调整前	环保部调整后	北京	上海	珠三角	南京
重型车 (GVW) 3.5t)	柴油	2011年 1月1日	2013年 7月1日	2008年7月1日(公 交、环卫、邮政)其 他同全国	2009年11月1日(公 交、环卫、邮政、市政) 其他同全国	自全面供应 国四柴油之 日起实施	计划2011年 6月30日(实 际未实施)
	气体 燃料	2011年 1月1日	2011年 1月1日	2008年7月1日(公 交、环卫、邮政)	2009年11月1日(公 交、环卫、邮政、市政)	2010年 9月1日	2011年 1月1日
	汽油	2013年 7月1日	2013年 7月1日	同全国	同全国	同全国	同全国

资料来源：中投证券研究所

根据我国汽车行业发展，我们预计公司未来3年产品销量将稳步增长，特别是乘用车气缸套将逐步放量，使公司在国内市场销量超过2000万只。

表 13 公司产品国内销量预测 (单位: 万只)

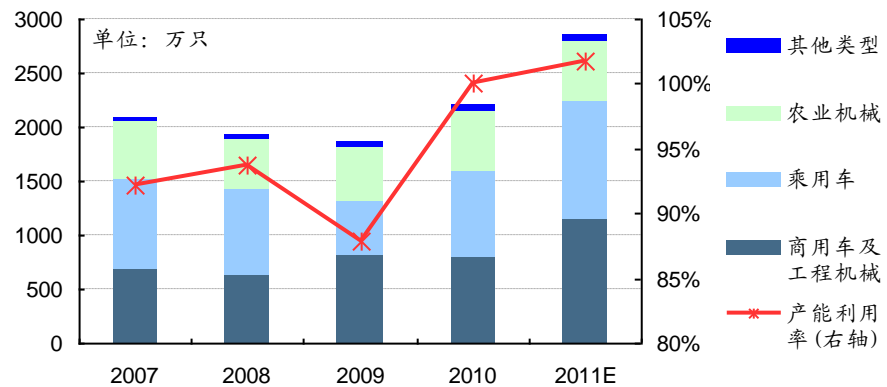
	2011E	2012E	2013E	2014E
乘用车气缸套	100	300	500	750
商用车气缸套 (含工程机械)	800	850	950	1000
农用机械	550	550	550	550
其他	50	50	50	50
合计	1500	1750	2050	2350

资料来源: 中投证券研究所

4.3 产能释放: 募投项目解决公司产能瓶颈

公司产品品质优秀, 近年连续供不应求。公司严控产品质量, 坚持“质量第一, 顾客至上”的方针, 获得了客户的广泛认可和好评, 连续多年荣获康明斯全球“质量优胜奖”, 以及多家主机厂的“优秀供应商”称号。这两年国内汽车大发展以及美国汽车消费复苏, 使公司产品供不应求, 生产线长期满负荷运行, 产能利用率超过 100%, 并由于产能限制推掉了部分订单。

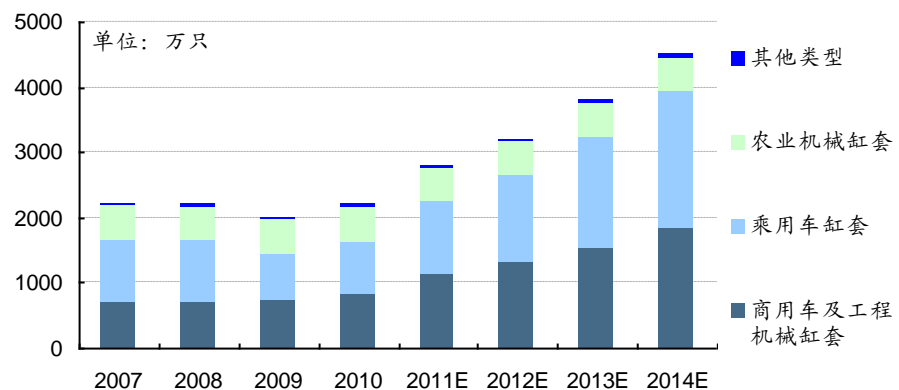
图 16 公司产品近年销量及产能利用率



资料来源: 公司公告、中投证券研究所估算

募投产能逐步释放, 保证公司持续增长。全球发动机零部件产业链向国内迁移, 为公司提供了很好的扩张机会。美国经济复苏, 汽车消费稳步增长; 欧洲新拓展用户配套产品逐步放量; 国内铝发动机技术成熟后将快速推广, 都对公司供货能力提出了新的要求。因此, 公司这两年快速扩充产能, 11 年投产了年产 1000 万只缸套的生产线, 并规划在 13 年再投产年产 1300 万只缸套的生产线, 使公司设计产能达到 4500 万只, 实际产能有望突破 5000 万只, 大幅提高公司供货能力。

图 17 公司产能规划



资料来源: 公司公告、中投证券研究所估算

五、投资建议：强烈推荐

基于出口扩张和产品升级的判断，我们认为气缸套行业将快速增长，中原内配作为技术领先的行业龙头，将充分分享行业发展带来的增长机遇，并有望依靠长期积累的先发优势，进一步增大自身的市场占有率。

表 14 公司产品销量预测（单位：万只）

	2011E	2012E	2013E	2014E
乘用车气缸套	1100	1400	1800	2150
商用车气缸套 (含工程机械)	1150	1350	1550	1850
农用机械	550	550	550	550
其他	50	50	50	50
合计	2850	3350	3950	4600

资料来源：中投证券研究所

我们预计公司 2011-2013 年实现收入 9.75 亿元 12.05 亿元和 14.8 亿元，归属于母公司净利润为 1.27 亿元、1.61 亿元和 2.00 亿元，每股 EPS 为 1.37 元、1.74 元和 2.16 元，对应 11-13 年 PE 为 19.0、15.0 和 12.0 倍。我们看好气缸套行业出口扩张，产品升级带来的成长机遇，公司作为行业龙头，先发优势明显，市场份额有望持续扩张，我们给予公司 12 年 18 倍估值，目标价 31.0 元，给予“强烈推荐”评级。

公司计划今年定向增发不超过 2500 万股，筹资约 5.44 亿用来扩建产能。若定向增发成功，则 12-13 年摊薄后 EPS 为 1.46 元和 1.76 元，对应 12-13 年 PE 为 17.8 和 14.8 倍。

表 15 公司增发前后总股本与 EPS 变化

	2012E	2013E
增发前总股本(万股)	9251.05	
增发后总股本(万股)	11751.05	
增发前 EPS (元)	1.74	2.16
增发后 EPS (元)	1.37	1.70

资料来源：中投证券研究所

表 16 中原内配未来三年盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	822	975	1205	1480
营业成本	554	683	836	1016
营业税金及附加	6	7	9	11
营业费用	71	76	94	119
管理费用	63	67	88	104
财务费用	12	0	2	4
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	10	15	15
营业利润	120	150	190	238
营业外收入	8	5	6	5

营业外支出	1	0	0	0
利润总额	126	154	195	243
所得税	22	27	35	43
净利润	104	127	161	200
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	104	127	161	200
EBITDA	167	186	251	327
EPS (元)	1.13	1.37	1.74	2.16

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	816	799	822	911
现金	364	302	194	148
应收账款	94	113	141	172
其他应收款	1	1	1	1
预付账款	81	76	103	121
存货	232	261	326	397
其他流动资产	44	45	58	71
非流动资产	423	583	768	918
长期投资	66	58	60	60
固定资产	221	424	576	761
无形资产	59	58	57	56
其他非流动资产	78	42	75	41
资产总计	1239	1381	1590	1829
流动负债	218	265	313	352
短期借款	20	20	20	27
应付账款	95	125	151	184
其他流动负债	104	120	141	141
非流动负债	131	118	118	118
长期借款	103	103	103	103
其他非流动负债	27	14	14	14
负债合计	349	383	430	470
少数股东权益	1	1	1	1
股本	93	93	93	93
资本公积	521	521	521	521
留存收益	276	384	545	746
归属母公司股东权益	889	998	1159	1359
负债和股东权益	1239	1381	1590	1829

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	26	122	125	196
净利润	104	127	161	200
折旧摊销	36	37	60	85
财务费用	12	0	2	4
投资损失	-6	-10	-15	-15
营运资金变动	-118	-27	-92	-97
其他经营现金流	-1	-4	9	20
投资活动现金流	-92	-192	-237	-235
资本支出	89	210	250	250
长期投资	-5	-8	2	0
其他投资现金流	-9	10	15	15
筹资活动现金流	330	8	4	-7
短期借款	-101	0	0	7
长期借款	29	0	0	0
普通股增加	23	0	0	0
资本公积增加	463	0	0	0
其他筹资现金流	-85	8	4	-14
现金净增加额	264	-62	-108	-46

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	822	975	1205	1480
营业成本	554	683	836	1016
营业税金及附加	6	7	9	11
营业费用	71	76	94	119
管理费用	63	67	88	104
财务费用	12	0	2	4
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	10	15	15
营业利润	120	150	190	238
营业外收入	8	5	6	5
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	126	154	195	243
所得税	22	27	35	43
净利润	104	127	161	200
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	104	127	161	200
EBITDA	167	186	251	327
EPS (元)	1.13	1.37	1.74	2.16

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	32.1%	18.6%	23.6%	22.8%
营业利润	54.5%	25.5%	26.4%	25.6%
归属于母公司净利润	57.0%	22.2%	26.5%	24.5%
获利能力				
毛利率	32.6%	30.0%	30.6%	31.4%
净利率	12.7%	13.0%	13.4%	13.5%
ROE	11.7%	12.7%	13.9%	14.7%
ROIC	18.3%	15.9%	15.1%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	28.2%	27.7%	27.1%	25.7%
净负债比率	35.53	39.30%	36.19	32.40%
流动比率	3.73	3.01	2.63	2.59
速动比率	2.67	2.02	1.58	1.45
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.74	0.81	0.87
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	6.11	6.22	6.06	6.05
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.13	1.37	1.74	2.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	1.32	1.35	2.12
每股净资产(最新摊薄)	9.61	10.78	12.52	14.69
估值比率				
P/E	23.14	18.94	14.97	12.03
P/B	2.71	2.41	2.08	1.77
EV/EBITDA	13	11	8	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

附录：中投证券汽车行业近 1 年来发布的报告

亚夏汽车 - 快速扩张的汽车经销区域龙头	2011-12-20
汽车行业 2012 年度投资策略 - 景气终将回归, 透析发展主线, 把握结构性投资机遇	2011-12-13
骆驼股份 - 汽配第一股——穿越周期成长的铅酸电池寡头	2011-12-07
宇通客车 - 出口订单打开新兴市场, 广阔空间支撑稳定增长	2011-11-09
中国重汽 - 去库存化渐进尾声, 需求恢复还需等待——十月产销点评	2011-11-09
上海汽车 - 增速如期回调, 坚定价值判断——10 月产销点评	2011-11-08
悦达投资 - 坚实基础已奠定, 成长步伐仍很快	2011-11-04
中鼎股份 - 短期业绩有压力, 长期成长有潜力——三季报点评	2011-10-30
亚太股份 - 需求低迷致使业绩下滑, 未来增长还看多元扩张——三季报点评	2011-10-28
上海汽车 - 竞争优势推升销量, 业绩稳定凸显价值——三季报点评	2011-10-27
松芝股份 - 车载空调“空”增长, 轨道交通与冷链运输市场仍需培育——三季报点评	2011-10-27
宇通客车 - 公交持续发力、单价提升明显、经营管控得力——三季报点评	2011-10-26
星宇股份 - 三季度恢复明显, 车灯替代值得期待——三季报点评	2011-10-25
骆驼股份 - 三季度搬迁影响, 四季度确定性爆发——三季报点评	2011-10-25
上海汽车 - 预计三季度 EPS 为 0.46 元, 股价低估严重, 投资价值显现	2011-10-13
中国重汽 - 重卡环比持续向上, 反弹机会渐行渐近	2011-09-22
潍柴动力 - 产业升级和排放要求将支撑公司的长期垄断地位	2011-08-30
上海汽车 - 低估值反映盈利担忧, 再出发等待需求信心	2011-08-29
风帆股份 - 业绩符合预期, 三季报检验整合预期	2011-08-27
中鼎股份 - 成本压力趋于尾声, 成长潜力持续挖掘	2011-08-26
松芝股份 - 车用空调受制成本, 轨道交通明年放量	2011-08-25
亚太股份 - 上下游压力挤压业绩, 等待最坏时刻过去	2011-08-21
骆驼股份 - 坚实业绩打底, 等待预期兑现	2011-08-19
星宇股份 - 2 季度多种利空冲击, 车灯替代趋势仍然向好	2011-08-19
天润曲轴 - 确定的高增长, 少见的低估值	2011-08-17
上海汽车 - 把握业绩确定性, 等待估值提升点	2011-08-03
上海汽车 - 把握业绩确定性, 等待估值提升点	2011-08-03
宇通客车 - 公交订单夯实业绩, 成长速度保持稳健	2011-08-02
天润曲轴 - “产品+市场”多元化抵御重卡波动性, 高成长将延续	2011-08-01
风帆股份 - 环保风暴冲击生产, 涨价幅度决定业绩	2011-07-29
汽车零部件 II - 铅酸电池拐点明确, 行业景气持续爆发	2011-07-27
宇通客车 - 大公交体系重构, 大中客景气延续	2011-07-26
中鼎股份 - 收购外企实现技术引进, 进入油封市场巩固成长	2011-07-25
骆驼股份 - 行业整合趋势下, 有望快速成长为铅酸电池寡头	2011-07-22
星宇股份 - 激励挖掘潜力, 剑指车灯龙头	2011-07-11
中鼎股份 - 技术突破拓延空间, 竞争环境走出低谷	2011-07-05
银轮股份 - 调整增发底价至 16.31 元: 领航冷却系统, 进军尾气处理	2011-06-27
天润曲轴 - 定增扩张已确定, 估值压力近尾声	2011-06-14
星宇股份 - 启动世界车灯“中国造”——把握车灯的技术突破机遇	2011-06-12
一汽夏利 - 经营业绩探底中, 整体上市进行时	2011-06-03
风帆股份 - 行业整合预期强烈, 业绩或将低位起飞	2011-05-19
亚太股份 - 合作聚拢资源, 打造总成龙头	2011-05-06

汽车零部件 II-坚定看好技术突破和行业整合的投资机遇	2011-05-06
上海汽车-结构分化加速洗牌, 品牌优势扩大盈利	2011-04-28
风帆股份-行业整合机遇扩大竞争优势, 新产品仍处孕育期	2011-04-26
天润曲轴-高增长在延续, 长线投资机遇渐行渐近	2011-04-26
潍柴动力-上半年压力呈现, 下半年静待扭转	2011-04-25
亚太股份-一季度受制多种因素, 机遇还看多元化扩张	2011-04-19
中鼎股份-订单旺盛且上移明显, 关注今年产品升级带来的投资价值	2011-04-15
上海汽车-通过对上海大众和上海通用经营数据的独到分析, 坚定看好上海汽车的投资价值	2011-04-08
潍柴动力-业绩超预期, 持续创新巩固优势地位	2011-04-06
上海汽车-投资中国乘用车的最佳选择	2011-04-01
松芝股份-迈向轨道交通与冷链物流的制冷龙头	2011-03-28
亚太股份-主营业务稳定, 深度挖掘“技术外溢+ABS 潜力”	2011-03-25
交运设备-日本地震对汽车工业的短中期影响	2011-03-15
亚太股份-技术外溢与 ABS 潜力终将带来质变!	2011-03-01
宇通客车-大中客景气持续推升业绩	2011-02-25
天润曲轴-接单北京奔驰, 放量加快来临	2011-02-22
中鼎股份-核心小部件, 升级大故事	2011-02-13
天润曲轴-年报靓丽, 第四季度暴增, 来源于重轴产销两旺	2011-01-30
天润曲轴-马疾飞千里, 风鸣震宇内	2011-01-24
亚太股份-增发并购暂时中止, 不改公司长期方略	2011-01-24
宇通客车-配股投资新市场, 拓展成长新空间	2011-01-12
潍柴动力-垄断已形成, 多元在路上	2011-01-05
亚太股份-远交近攻, 运筹帷幄	2011-01-05
银轮股份-法规明朗, 11 年助跑, 12 年腾飞	2010-12-29
天润曲轴-彰显鲲鹏之志, 可待凤舞九天	2010-12-23
亚太股份-ABS 处于敏感期, 爆发在即	2010-12-04
天润曲轴-步伐在加快, 预期在加强	2010-11-26
天润曲轴-迈向世界级的发动机零部件供应商	2010-11-10
上海汽车-三季度高增长, 全年超预期成定局	2010-10-28
宇通客车-行业景气, 盈利稳定增长, 深掘成长性和低估值	2010-10-26
上海汽车-优势积聚明显, 开启全球霸业	2010-10-22
宇通客车-盈利频超预期, 估值低亮点多-深度报告	2010-10-14

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学, 清华大学汽车工程系硕士、学士, 参与多项汽车产业部委研究课题, 2010 年加盟中投证券研究所

邢卫军, 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434