

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: 34.00元

当前股价: 25.85元

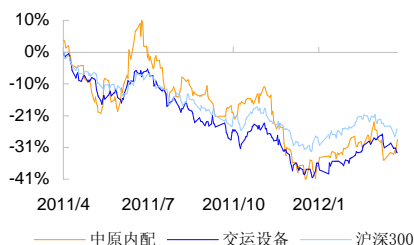
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2359.16
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	5.27	13.46	-5.68
交运设备	-6.71	6.40	-7.95
沪深300指数	-2.79	5.96	-2.43



相关报告

中原内配 - 订单供不应求, 低估值、高增长彰显投资价值 2012-03-16

中原内配 - 定增项目再进一步, 奠定公司增长基础 2012-03-12

中原内配

002448

强烈推荐

一季报 EPS 增长 17.5%, 未来增速有望逐季加快

公司4月15日公告12年一季报, 实现收入2.74亿元(同比+10.5%), 归属母公司利润0.41亿元(同比+17.5%), EPS为0.44元, 基本符合我们预期。公司募投项目1季度未达产, 预计2季度将实现销量超过900万只, 收入接近3亿, 同比增长约20%。

我们认为公司产品竞争力突出, 积极扩充产能, 把握海外车市增长带来的出口扩张机遇, 12年销量有望突破**3500万只(+25%)**, 市场份额进一步增大。预计公司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11年产销气缸套约2800万只, 占全球份额10%, 世界第一; 客户包括国内外知名主机厂商, **出口占比约45%**。公司产品性能优异, 供货能力突出, 市场竞争力强, 下游客户稳定。
- **全球分工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, **毛利率稳定在30%以上**; 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。
- **海外市场向好, 奠定公司增长25%。**公司长期为北美主机厂配套, 客户认可度高, 美国车市持续10%以上增长, 带来大量新增订单; 欧洲客户配套产品稳步放量, 带动需求快速提升。公司目前月订单达到**350万只, 全年有望超3500万只, 增长25%。产能利用率接近110%**, 盈利水平向历史高位回升。
- **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12-14年实现收入11.62、14.38和116.90亿元, 归属于母公司净利润1.59、1.95和2.37亿元, EPS为1.72、2.11和2.56元, 对应12-14年PE为15、12和10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20倍估值, 目标价34.0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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	976	1162	1438	1690
收入同比(%)	19%	19%	24%	18%
归属母公司净利润	126	159	195	237
净利润同比(%)	21%	27%	23%	21%
毛利率(%)	29.3%	30.5%	30.6%	30.7%
ROE(%)	12.6%	13.8%	14.5%	14.9%
每股收益(元)	1.36	1.72	2.11	2.56
P/E	18.99	15.00	12.24	10.10
P/B	2.40	2.07	1.77	1.51
EV/EBITDA	12	9	7	6

资料来源: 中投证券研究所

1.1 一季报数据点评：产能释放带动业绩增长

公司4月15日公布12年一季度报，实现收入2.74亿元，同比增长10.5%，归属母公司利润0.41亿元，同比增长17.5%，每股EPS为0.44元，基本符合我们预期。公司乘用车气缸套产品比例上升，使整体毛利率下降了1.4个百分点，开发费用增加使得管理费用率增加0.9个百分点，但公司财务费用率和营业费用率有所下降，同时因出口退税增加使实际所得税率降低，综合净利率增加约0.9个百分点。

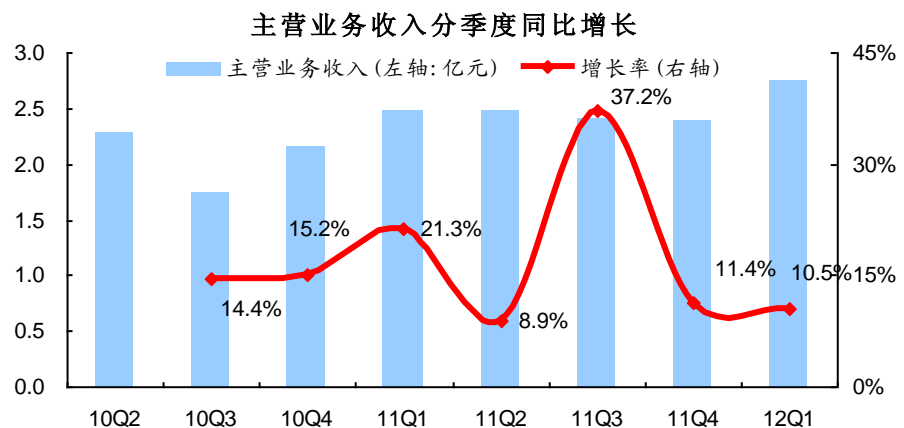
中投观点：12年1季度国内商用车销量下降10%的背景下，公司销量和收入在出口市场带动下实现快速增长，凸显公司产品强大竞争力；公司月订单量超过350万只，产能瓶颈依然严重。公司募投项目自11年下半年开始逐步释放，使公司销量规模快速增长，12年2季度募投项目开始进入满产状态，**预计2季度将实现产销量超过900万只，收入接近3亿，同比增长约20%**。增发预投项目预计自3季度开始逐步释放，使公司产能环比进一步提升，为销量和收入增长奠定基础。

表 1 中原内配的季度盈利性数据 (10Q2-12Q1)

财务指标(万)	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	环比	同比
营业总收入	227.6	175.0	215.1	248.1	248.0	240.1	239.6	274.2	14.4%	10.5%
营业成本	156.2	122.4	140.4	172.3	172.3	169.7	176.0	194.2	10.3%	12.7%
营业费用	17.2	12.6	19.3	20.9	21.1	16.0	16.6	22.0	33.0%	5.4%
管理费用	11.6	11.3	30.7	11.8	12.7	16.2	15.9	15.4	-3.2%	30.4%
财务费用	3.2	3.0	2.9	2.8	3.3	1.6	1.3	0.2	-82.7%	-91.7%
营业利润	40.1	26.3	19.2	40.7	38.8	36.1	28.5	45.9	61.0%	12.6%
利润总额	40.8	29.3	21.6	41.9	39.6	37.6	30.4	46.7	53.9%	11.7%
所得税	7.2	7.9	1.9	7.2	6.3	4.7	5.4	6.0	11.6%	-16.5%
净利润	33.6	21.4	19.8	34.7	33.3	32.9	25.0	40.8	62.9%	17.5%
EPS	0.00	0.23	0.21	0.38	0.36	0.36	0.27	0.44	63.0%	15.8%
毛利率	31.4%	30.0%	34.7%	30.6%	30.5%	29.3%	26.5%	29.2%	9.9%	-4.5%
营业费用率	7.6%	7.2%	9.0%	8.4%	8.5%	6.7%	6.9%	8.0%	16.2%	-4.7%
管理费用率	5.1%	6.4%	14.3%	4.7%	5.1%	6.8%	6.6%	5.6%	-15.4%	18.0%
营业利润率	17.6%	15.0%	8.9%	16.4%	15.6%	15.0%	11.9%	16.7%	40.7%	1.9%
实际所得税率	17.6%	27.0%	8.6%	17.1%	15.9%	12.5%	17.6%	12.8%	-27.5%	-25.2%

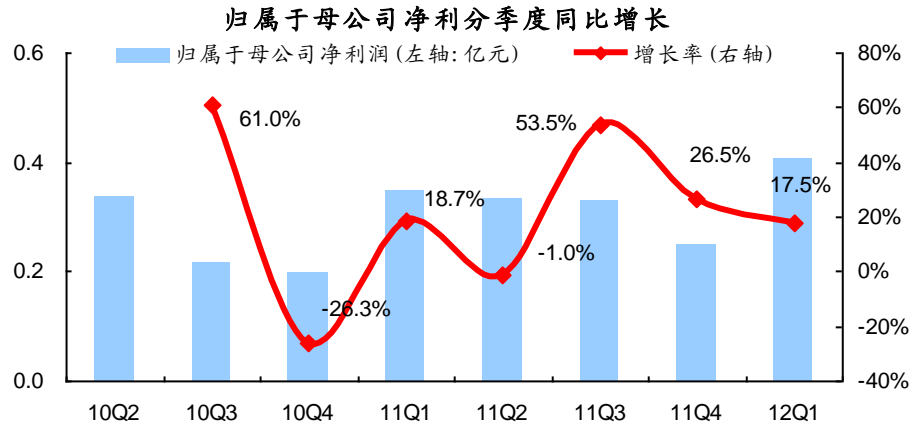
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 中原内配收入分季度数据



资料来源：中原内配历年报表、中投证券研究所

图 2 中原内配净利润分季度数据

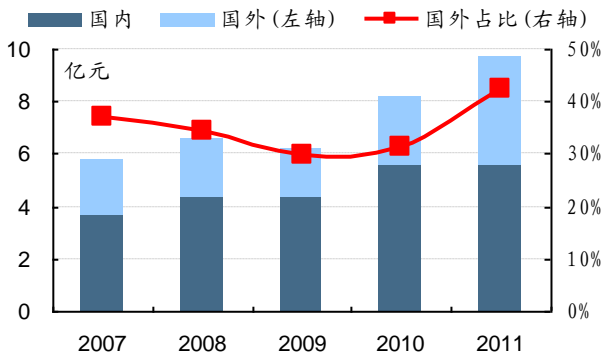


资料来源：中原内配历年报表、中投证券研究所

1.2 海外市场向好，公司订单旺盛

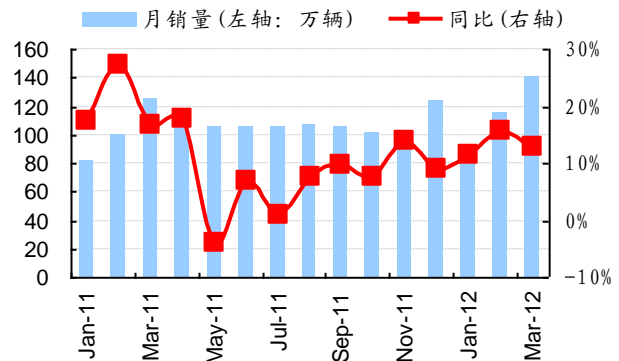
海外车市向好促进公司订单快速增长。近期美国汽车市场稳步回暖，同比增速在 15% 上下，相关零部件需求大增。公司在北美市场份额约为 20%，主要为通用、福特等三大汽车商提供乘用车气缸套，为康明斯、国际卡车等主机厂提供商用车气缸套。公司产品质量过硬，同步开发能力优秀，与马勒、辉门等对手同台竞争，并具有相同的品牌价值。国内生产成本低的优势使公司在竞争中容易胜出，市场份额持续增加，公司目标是未来北美市场占有率达到 50%。

图 3 公司主营业务构成



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 4 美国轻型车月度销量及同比



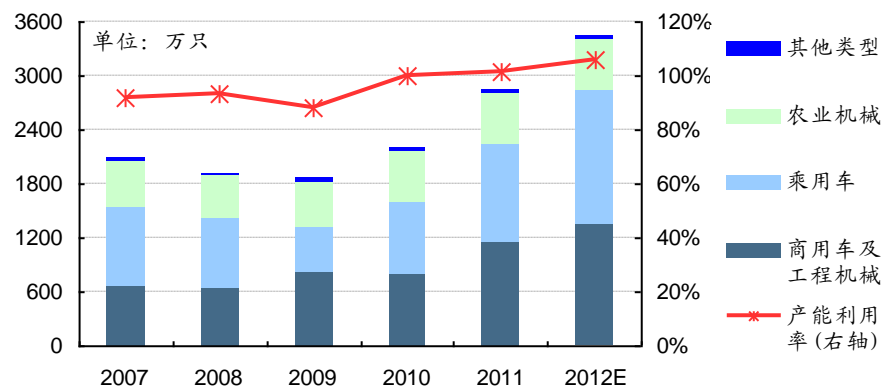
资料来源：CEIC、中投证券研究所

1.3 产能规划奠定增长基础

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。

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。

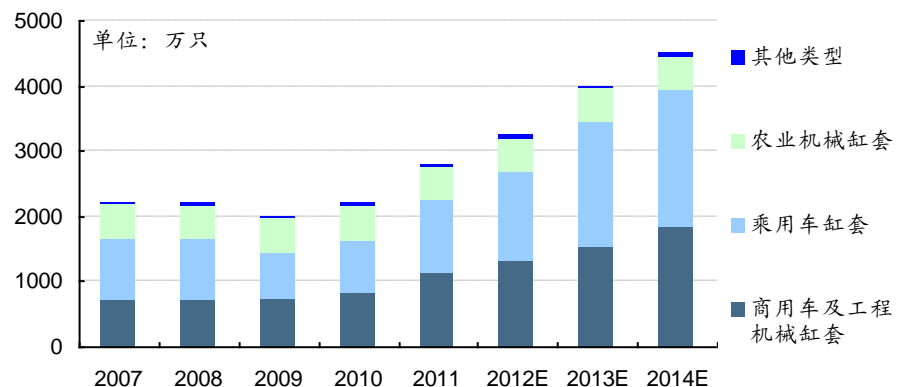
图 5 公司产品近年销量及产能利用率



资料来源：公司公告、中投证券研究所估算

预定增项目，缓解供求矛盾。公司目前月订单约 350 万只，超过当前设计产能约 30%，制约了接单与扩张步伐。公司计划以自筹资金预先投产 200 万只产能，缓解产能瓶颈，进一步提高公司市场占有率，增强持续盈利能力。

图 6 公司产能规划



资料来源：公司公告、中投证券研究所估算

1.4 投资建议

我们预计公司 2012-2014 年实现收入 11.62、14.38 和 116.90 亿元，归属于母公司净利润 1.59、1.95 和 2.37 亿元，12-14 年 EPS 为 1.72、2.11 和 2.56 元，对应 PE 为 15、12 和 10 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 20 倍估值，目标价 34.0 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 12-14 年摊薄后 EPS 为 1.35 元和 1.66 元，目标价对应 12-13 年摊薄后 PE 为 25 和 21 倍。

表 2 公司增发前后总股本与 EPS 变化

	2012E	2013E	2014E
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)	1.72	2.11	2.56
增发后 EPS (元)	1.35	1.66	2.02

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	705	734	907	1146
现金	182	116	144	248
应收账款	113	135	166	196
其他应收款	1	1	2	2
预付账款	68	92	109	130
存货	260	312	386	451
其他流动资产	81	77	100	120
非流动资产	722	889	1032	929
长期投资	74	68	70	70
固定资产	508	669	855	775
无形资产	59	57	55	53
其他非流动资产	81	94	52	30
资产总计	1427	1622	1939	2075
流动负债	400	450	572	471
短期借款	60	142	221	60
应付账款	182	180	229	274
其他流动负债	158	128	122	137
非流动负债	31	16	16	16
长期借款	2	2	2	2
其他非流动负债	29	14	14	14
负债合计	431	467	588	487
少数股东权益	0	0	0	0
股本	93	93	93	93
资本公积	521	521	521	521
留存收益	383	543	738	975
归属母公司股东权益	996	1156	1351	1588
负债和股东权益	1427	1622	1939	2075

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	68	148	205	252
净利润	126	159	195	237
折旧摊销	38	66	93	108
财务费用	9	8	13	9
投资损失	-9	-10	-15	-15
营运资金变动	-95	-77	-101	-84
其他经营现金流	0	1	20	-3
投资活动现金流	-268	-234	-237	15
资本支出	268	250	250	0
长期投资	-1	-6	2	0
其他投资现金流	-1	10	15	15
筹资活动现金流	13	20	59	-163
短期借款	40	82	79	-161
长期借款	-101	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	75	-62	-20	-1
现金净增加额	-188	-66	28	104

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	976	1162	1438	1690
营业成本	690	808	999	1172
营业税金及附加	4	7	7	9
营业费用	75	90	115	132
管理费用	56	70	86	101
财务费用	9	8	13	9
资产减值损失	7	5	6	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	10	15	15
营业利润	144	184	227	276
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	149	189	232	281
所得税	23	30	36	44
净利润	126	159	195	237
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	126	159	195	237
EBITDA	191	259	333	394
EPS (元)	1.36	1.72	2.11	2.56

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	18.7%	19.1%	23.8%	17.5%
营业利润	20.5%	28.1%	23.0%	21.6%
归属于母公司净利润	21.0%	26.6%	22.6%	21.2%
获利能力				
毛利率	29.3%	30.5%	30.6%	30.7%
净利率	12.9%	13.7%	13.6%	14.0%
ROE	12.6%	13.8%	14.5%	14.9%
ROIC	14.3%	14.3%	14.9%	17.9%
偿债能力				
资产负债率	30.2%	28.8%	30.3%	23.5%
净负债比率	37.73	40.95%	44.74	22.49%
流动比率	1.76	1.63	1.59	2.43
速动比率	1.11	0.93	0.91	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.76	0.81	0.84
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	4.98	4.46	4.88	4.66
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.72	2.11	2.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.59	2.22	2.73
每股净资产(最新摊薄)	10.77	12.49	14.60	17.16
估值比率				
P/E	18.99	15.00	12.24	10.10
P/B	2.40	2.07	1.77	1.51
EV/EBITDA	12	9	7	6

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 - 竞争优势推动销量，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