

2012-05-04

酌情消费品/汽车及零部件

证券研究报告

公司研究 / 深度研究

## 中原内配 (002448)

增持/首次评级

股价: RMB26.89

### 分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:s1000510120005

(0755)8249 2723

yaohg@mail.htlhsc.com.cn

### 联系人

冯冲

(010)68085588-729

fengchong@mail.htlhsc.com.cn

## 内需稳步增长, 国际转移方兴未艾

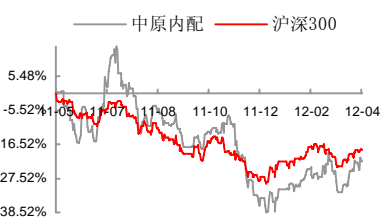
- 中原内配是一家以专业制造内燃机气缸套的民营企业, 坐落于河南省孟州市, 公司主营产品为商用车柴油机气缸套、农用车气缸套、工程机械气缸套以及乘用车铝发动机气缸套; 经过 50 多年的发展, 中原内配从一个以生产农机具配件的小企业起家, 现已成长为中国内燃机零部件行业的最优质公司之一, 是国际一流气缸套专业制造商, 2011 年公司产销达 2800 万只, 从产量上看已经是全球最大的气缸套生产企业
- 我国本土汽车零部件制造商在原材料密集型、劳动密集型的产品上具备竞争优势, 从国内产量较大以及出口量较大的部件分析, 都是以此类部件为主; 气缸套原材料成本占比超过 70%, 属于原材料密集型部件, 我国在气缸套的生产制造上亦具备较强的竞争优势
- 公司海外气缸套销量中, 北美与欧洲地区占比 90% 以上, 其中乘用车配套量 1000 万只左右, 未来欧美乘用车缸套需求量仍将有 1.5 倍的新增量, 随着定增募投项目的达产, 预计 2014 年公司海外乘用车配套量将接近 2500 万只; 从当前海外市场状况来看, 北美和欧洲正处在 09 年低谷以来的复苏期, 整体市场亦呈上升趋势, 海外市场将成为拉动公司增长的主要动力
- 我们预计 2012-2014 年中原内配配气缸套配套量分别为 3500、3750、4550 万只, 销售收入分别为 11.55、12.85、15.62 亿元, 3 年 CAGR 为 17.0%, 归属母公司的净利润分别为 1.56、1.79、2.16 亿元, 3 年 CAGR 为 19.7%
- 考虑公司今年将进行定向增发, 增发股本 2500 万, 我们以增发后总股本进行计算, 2012-2014 年摊薄的 EPS 为 1.33、1.52、1.84 元, 以 4 月 27 日 26.89 股价进行计算, PE 分别为 20.2、17.7、14.6 倍, 与可比公司的平均估值水平相当, 由于公司质地优良, 增长明确, 我们给予公司“增持”评级
- 风险提示: 国内商用车继续调整的风险、国外市场开拓不达预期

### 相关研究

### 基础数据

总股本 (百万股)	93
流通 A 股 (百万股)	56
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	1,510

### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	975.8	1155.0	1288.0	1562.0
(+/-)%	18.7	18.4	11.5	21.3
归属母公司净利润(百万元)	125.9	156.0	179.0	216.0
(+/-)%	21.0	23.9	14.7	20.7
EPS(元)	1.36	1.33	1.52	1.84
P/E(倍)	19.8	20.2	17.7	14.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目录

<b>报告要点</b> .....	<b>4</b>
<b>公司概况</b> .....	<b>5</b>
发展历程 .....	5
股权结构及参控股公司 .....	6
主营业务及毛利率 .....	6
<b>气缸套是发动机的关键部件之一</b> .....	<b>8</b>
气缸套的质量和性能决定内燃机的性能和寿命 .....	8
配套厂对气缸套的质量要求非常严格 .....	9
气缸套的下游应用广泛 .....	10
<b>我国在气缸套生产领域具备全球竞争优势</b> .....	<b>11</b>
整车行业的快速发展带动我国汽车零部件行业快速发展，部分部件初步具备规模优势 .....	11
我国零部件企业在原材料和劳动密集的铸造件和机械加工件上具备竞争优势 .....	12
气缸套属于原材料密集型产品，我国具备竞争优势 .....	15
<b>公司竞争优势</b> .....	<b>15</b>
公司已经成为全球最大的气缸套公司，规模优势和配套能力突出 .....	15
气缸套行业具备较高的配套壁垒，中原内配已形成先发优势 .....	17
<b>公司增长前景</b> .....	<b>18</b>
国际转移方兴未艾 .....	19
国内商用车配套增速放缓，乘用车配套蓄势待发 .....	20
<b>业绩预测及估值</b> .....	<b>23</b>
收入及盈利预测 .....	23
估值建议：增持 .....	24
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 中原内配股权结构及参控股公司 (2011.11.22)	6
图 2: 中原内配气缸套产品图片	6
图 3: 中原内配营业收入及同比增速	7
图 4: 中原内配分产品营业收入	7
图 5: 中原内配毛利率变化	8
图 6: 气缸套在发动机中的位置	9
图 7: 湿式气缸套横切面示意图	10
图 8: 内燃机缸套的下游应用非常广泛	11
图 9: 整车行业的快速发展带动汽车零部件行业快速成长	11
图 10: 汽车零部件行业利润额快速增长	12
图 11: 中国汽车零部件系统销售收入及累计占比	13
图 12: 中国汽车零部件系统利润总额及累计占比	13
图 13: 发动机系统各部件产值及占总产值的比	13
图 14: 发动机系统中各子模块部件产值构成	13
图 15: 2007 年我国汽车零部件分产品类出口金额	14
图 16: 2007 中资企业出口各类零部件金额	14
图 17: 2007 有外资背景企业出口各类零部件金额	14
图 18: 公司原材料成本占比超过 7 成	15
图 19: 金融危机之后公司产销量 (万套) 快速增长	15
图 20: 中原内配公司缸套收入及国内、国外收入占比	19
图 21: 北美汽车产量正在逐步复苏	19
图 22: 欧洲汽车产量年度走势	20
图 23: 中原内配缸套出口量预测	20
图 24: 国内商用车用柴油机需求量 (万套) 及增速预测	21
图 25: 农用车用柴油机需求量 (万套) 及增速预测	21
图 26: 工程机械用柴油机需求量 (万套) 及增速预测	22
图 27: 中原内配柴油发动机气缸套配套量及占国内份额	22
图 28: 中原内配气缸套国内配套量预测	23
表格 1: 不同车型气缸套平均价	7
表格 2: 气缸套外圆表面铸造缺陷的规定	10
表格 3: 内燃机气缸机体结构的三种形式	10
表格 4: 汽车零部件分类	12
表格 5: 中原内配国内配套客户	18
表格 6: 中原内配国外配套客户	18
表格 7: 中原内配产能 (万只) 规划	23
表格 8: 中原内配销量及收入预测	24
表格 9: 同类公司估值对比 (2012 年 4 月 27 日收盘价)	24

## 报告要点

中原内配是一家以专业制造内燃机气缸套的民营企业，坐落于河南省孟州市，公司主营产品为商用车柴油机气缸套、农用车气缸套、工程机械气缸套以及乘用车铝发动机气缸套。经过 50 多年的发展，中原内配从一个以生产农机具配件的小企业起家，现已成长为中国内燃机零部件行业的最优质公司之一，是国际一流气缸套专业制造商，从产量上看已经是全球最大的气缸套生产企业。

气缸套对发动机的功率和使用性能起着决定性作用，在内燃机内承受交变的机械负荷和热负荷，是发动机中工作条件最恶劣、最关键的零件之一，气缸套的质量和性能直接影响着内燃机的整体性能，是内燃机的核心零部件之一。汽车厂对气缸套的质量要求亦非常严格，产品几乎不能出任何质量问题，若因发动机缸套质量而引起汽车产品大量召回，对汽车厂的品牌影响、维修成本影响都非常大，因此气缸套的配套壁垒较高。

我国本土汽车零部件制造商在原材料密集型、劳动密集型的 product 上具备竞争优势，从国内产量较大以及出口量较大的部件分析，都是以此类部件为主。气缸套原材料成本占比超过 70%，属于原材料密集型部件，因此我国在气缸套的生产制造上亦具备较强的竞争优势。

中原内配已是亚洲最大的气缸套生产企业，2011 年公司气缸套配套量超过 2800 万只，国内市场占有率约三分之一，其中商用车配套份额 40-50% 之间，全球市场占有率 9-10%，公司气缸套产品连续二十四年居中国市场产销量第一，连续二十二年居亚洲市场产销量第一。与竞争对手相比，中原内配已是国内主流柴油发动机的主要配套商并成为北美三大制造商的主要配套商，与主流汽车企业建立了良好的配套关系，不仅具备规模优势，还具有先发配套优势。

国际转移方兴未艾，中原内配国外市场配套需求仍在快速增长。全球汽车制造公司主要分布在北美、欧洲和日韩，其中北美、欧洲配套体系相对开放容易进入，日韩配套系统较封闭难以进入。公司海外销量中，北美与欧洲配套量占比 90% 以上，主要以北美三大乘用车公司为主，配套量占北美三大厂的需求份额约在 20% 左右，北美三大厂希望将来中原内配能够配套其需求的 50% 左右，因此出口乘用车气缸套需求量仍将有 1.5 倍的新增量，这一块需求的释放需要视公司产能投放而定，当前公司产能难以达到外方的配套需求，未来 3 年随着公司产能投放，基本能够满足北美配套市场需求。欧洲市场是公司正在开拓的市场，目前正开拓奔驰、PSA、菲亚特等公司，当前配套量还比较小，预计未来 3 年亦能开拓部分市场。

从当前海外市场状况来看，北美和欧洲正处在 09 年低谷以来的复苏期，整体市场亦呈上升趋势，但由于欧美市场皆是成熟市场，预计恢复往年正常需求量后，市场重新回归平稳走势，中原内配需求增长主要还是靠市场份额的转移，扩展空间依然较大。

我们预计 2012-2014 年中原内配气缸套配套量分别为 3500、3750、4550 万只，销售收入分别为 11.55、12.88、15.62 亿元，3 年复合增长率 17.0%。归属母公司的净利润分别为 1.56、1.79、2.16 亿元，3 年复合增长率 19.7%。

考虑公司今年将进行定向增发，增发股本 2500 万，我们以增发后总股本进行计算，2012-2014 年最新摊薄的 EPS 为 1.33、1.52、1.84 元，以 4 月 27 日 26.89 股价进

行计算，PE 分别为 20.2、17.7、14.6 倍，与可比公司的平均估值水平相当，由于公司质地优良，增长明确，我们给予公司“增持”评级。

风险提示：国内商用车继续调整的风险、国外市场开拓不达预期

## 公司概况

中原内配是一家专业制造内燃机气缸套的民营企业，坐落于河南省孟州市，公司主营产品为商用车柴油机气缸套、农用车气缸套、工程机械气缸套以及乘用车铝发动机气缸套。

### 发展历程

公司前身为 1958 年设立的国营孟县机械厂，1967 年生产出第一只气缸套，是国内最早从事内燃机气缸套专业生产的企业之一。

**1990-2001 年在市场化改革的过程中，公司制度不断完善，治理结构不断优化。**

1990 年公司改制，由河南省中原内燃机配件厂出资设立河南省中原内燃机配件股份有限总厂，同时发行内部职工股。

1996 年重新规范后，确认为股份有限公司，名称变更为河南省中原内配华河股份有限公司。

2000 年公司送红股、资本公积金转增股本及进行配股，名称变更为河南省中原内配股份有限公司。

2001 年公司现董事长薛德龙先生接手公司后，将气缸套嵌入国际知名公司发动机的梦想正式启航。

**2003 年后是公司向国际化的快速发展的过程，公司陆续深化与北美地区汽车厂家合作，出口量连年提升**

**2003 年，是中原内配发展史上的一个里程碑，该年 4 月公司与美国福特公司达成 3 年供应 1000 万只气缸套的协议，正式进入福特汽车的供货体系。**

2005 年公司与英国吉凯恩工业集团公司合资组建了河南中原吉凯恩气缸套有限公司，使中原内配的产品链、市场链得到了延伸和巩固，初步完成了拓展欧美市场的战略布局。

2006 年 9 月，美国福特汽车公司、通用汽车公司、戴姆勒-克莱斯勒公司、NIMAKE 公司、韩国斗山、日本马自达、巴西康明斯等国际知名公司，先后抵达中原内配，就进一步的合作进行洽谈，并分别签订了产品合作、技术合作协议。

2009 年 11 月，中原内配成为美国国际卡车汽车公司气缸套独家供应商。

2010 年 1 月，中原内配与法国标致-雪铁龙集团签订供货协议。

历经 50 多年的发展，中原内配从一个以生产农机具配件的小企业起家，现已成长为中国内燃机零部件行业的最优质公司之一，是国际一流气缸套专业制造商，从产量上看已经是全球最大的气缸套生产企业。

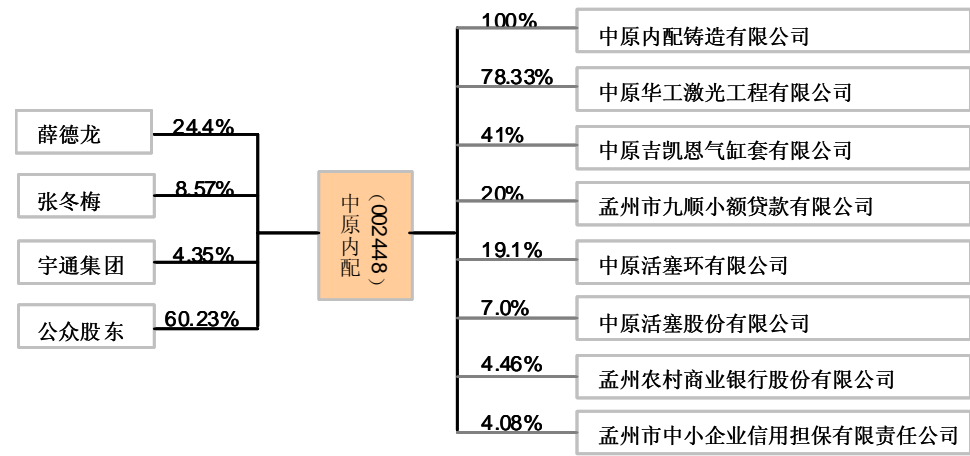
历经 50 多年的发展，中原内配从一个以生产农机具的小企业起家，现已成长为中国内燃机零部件行业的最优质公司之一，是国际一流气缸套专业制造商，从产量上看已经是全球最大的气缸套生产企业。

### 股权结构及参控股公司

公司实际控制人为董事长薛德龙先生，从股权结构看，股权较分散，公众股东持股超过 60%。

公司有 2 家子公司，其中铸造公司为公司加工缸套粗胚、模具毛胚，激光工程公司为公司进行精加工技术和设备研制、维护及保养；还有 6 家参股公司，中原吉凯恩是公司 与英国吉凯恩合作投资的大缸径气缸套公司。

图 1：中原内配股权结构及参控股公司（2011.11.22）



资料来源：Wind，公司 2011 年 3 季报，华泰联合证券研究所

### 主营业务及毛利率

公司主要从事内燃机气缸套的研制、开发、制造、销售及技术服务。气缸套是镶在发动机缸体的缸筒内，与活塞和缸盖共同组成燃烧室，通过进气、压缩、燃烧、膨胀等过程，将热能转化为机械能。

图 2：中原内配气缸套产品图片



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

气缸套口径、类型不同价格不同，总体看商用车及工程机械用缸套平均价格较高，在 50 元左右，乘用车缸套价格较低 09 年均价不到 17 元，但价格走势来看，随着原材料价格上升，公司产品也逐年提价，2012 年乘用车缸套产品平均价已经在 21 元左右，商用车及工程机械平均价 50-60 元之间。

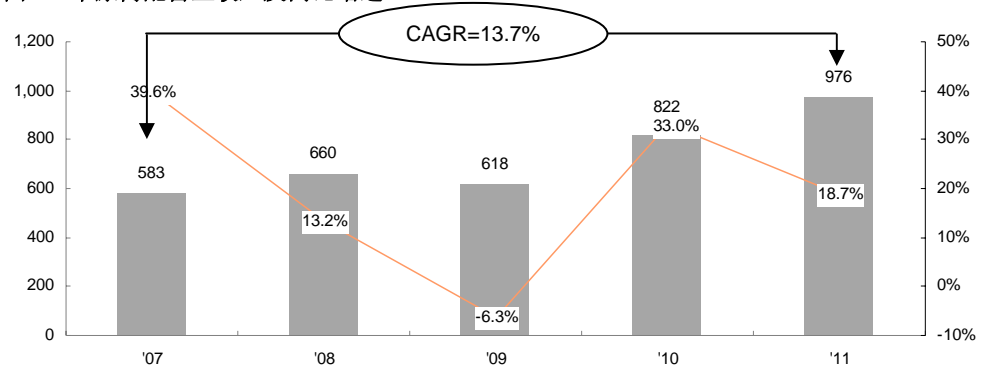
表格 1：不同车型气缸套平均价

平均单价：元	'07	'08	'09
乘用车缸套	15.41	16.77	16.81
商用车及工程机械缸套	46.71	59.31	45.95
农业机械缸套	22.68	30.19	29.60
其他	37.44	33.98	25.06
合计	27.84	34.40	33.15

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

2009 年受海外市场大幅下滑影响，短暂下滑，总体上看营收保持稳步增长态势。

图 3：中原内配营业收入及同比增速

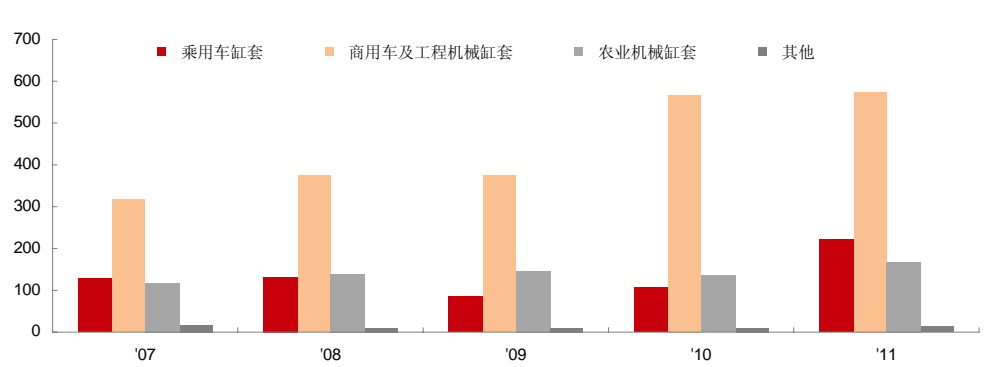


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

气缸套产品按照最终用途分为乘用车气缸套、商用车及工程机械气缸套、农业机械气缸套、摩托车气缸套、船用发动机及发电机组气缸套等。

2009 年以来国内外两个市场都快速增长，公司商用车缸套收入和乘用车缸套收入皆快速增长。

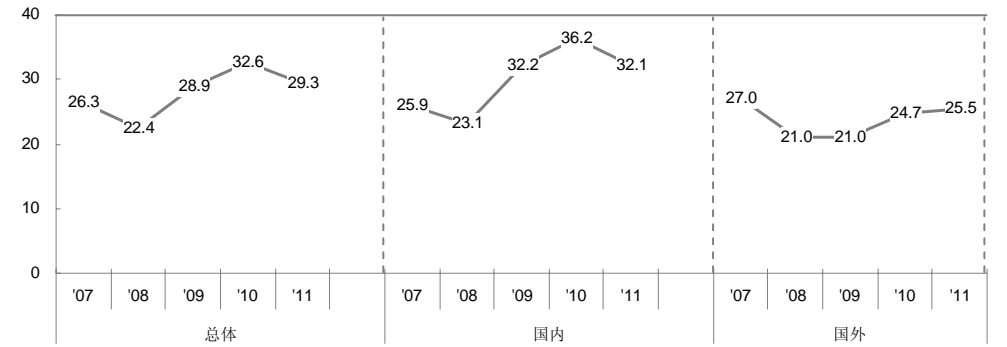
图 4：中原内配分产品营业收入



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

中原内配毛利率近几年呈稳步上升趋势，仅在 2008 年受原材料价格大幅上升影响，毛利率出现短暂下降。

图 5：中原内配毛利率变化



资料来源：公司年报，Wind，华泰联合证券研究所

2008 年毛利率出现下降后，然后上升。主要原因是，2007 年至 2008 年上半年，国内钢铁、有色金属等主要原材料价格上涨迅速，公司产品销售价格的上调相对于原材料价格上涨存在一定滞后。尽管公司采取了各种措施，但是仍无法抵消原材料持续上涨带来的产品价格调整滞后的影响，导致产品毛利率下降。

2008 年下半年开始，钢铁、有色金属等主要原材料价格开始出现不同幅度的下跌，公司产品毛利率开始逐步上升，但是受全球金融危机的影响，公司产品销售受到较大影响，导致 2008 年全年产品毛利率较 2007 年下降 3.89 个百分点。

2009 年度，随着全球经济逐渐回暖，市场需求持续增长，同时，公司加大了对新产品、新技术的研发投入，调整了产品结构，提升了产品附加值，使公司产品毛利率提升较大。此外，原材料价格低价运行，使公司产品毛利率有了一定的增长。上述因素导致公司主营业务毛利率上升了 6.47 个百分点。

2010 年，市场订单饱满，新产品逐步量产，高附加值产品销量增加以及产量增加单只成本下降使公司产品毛利率同比增长 3.7 个百分点；

## 气缸套是发动机的关键部件之一

缸套作为发动机的关键零件，它对发动机的功率和使用性能起着决定性作用。

### 气缸套的质量和性能决定内燃机的性能和寿命

在汽车中，发动机是心脏，而缸套是发动机重要的零部件，它是活塞往复运动的导轨，是发动机将热能转变为机械能的工作室。

气缸套的作用是与气缸盖、活塞、活塞环组成燃烧室，通过进气、压缩、燃烧、膨胀等过程，将热能转化为机械能。燃气在燃烧过程中最高温度达 2000~2500℃，最高压力达 5~25MPa，气缸套内壁直接受到高温高压燃气的冲击，外壁受到冷却液的冷却。在内外壁温差及爆发压力作用下，气缸套承受的机械应力和热应力较大，要求气缸套具备足够的强度和刚度，保证工作过程中不致产生过大变形。

气缸套在内燃机内承受交变的机械负荷和热负荷，是发动机中工作条件最恶劣、最关键的零件之一，**气缸套的质量和性能直接影响着内燃机的整体性能，是内燃机的核心零部件之一。**



图 6：气缸套在发动机中的位置



资料来源：百度图片，华泰联合证券研究所

### 配套厂对气缸套的质量要求非常严格

由于气缸套直接影响发动机的质量和性能，因此发动机厂对气缸套的质量要求非常严格，产品几乎不能出任何质量问题，若因发动机缸套质量而引起汽车产品大量召回，对汽车厂的品牌影响、维修成本影响都非常大，因此配套厂对气缸套的质量要求非常严格。

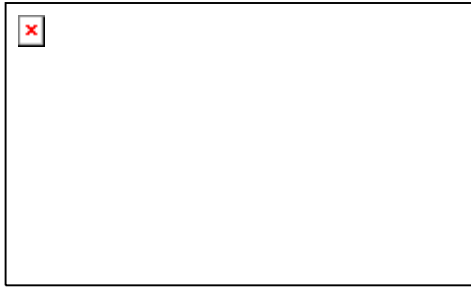
#### 气缸套的材料及性能要求

1. 气缸套的材质一般均选用铸铁。为了增加气缸套的耐磨性能，目前使用的材质有高磷铸铁、加硼铸铁、稀土镁球墨铸铁，或在优质灰铸铁中加入少量的镍、铬、钼等元素成为合金铸铁等，所用铸铁的力学性能应不低于 GB976《灰铸铁分级》中 HT200 所规定的要求；
2. 气缸套内圆表面的硬度。不经表面处理的气缸套的表面硬度 207-255HB，同一个气缸套的硬度差不得大于 30HB 单位；
3. 气缸套内圆表面的金相组织。磷铸铁气缸套应符合 JB/T2330-1993《内燃机高磷铸铁气缸套金相检验》；硼铸铁气缸套应符合 JB/T5082-1991《内燃机硼铸铁气缸套金相检验》；其他材质的气缸套应符合经主管部门批准的金相标准的规定。

#### 气缸套的外观质量要求

1. 内圆表面及外圆配合表面，不允许有碰伤、裂纹、锈蚀等缺陷，气缸套任何部位均不许有夹渣和疏松等铸造缺陷；
2. 外圆表面各部位允许的孔眼距边缘均应不小于 2mm。外圆表面 D、E 段的孔眼距允许小于表 2-5 的规定，但每平方厘米面积内不得多于 2 个。长度小于 0.1mm、深度小于 0.05mm 的孔眼可以略去不计，但当呈密集形分布时，仅允许内表面第一环下止点以下及外圆表面 E 段内存在两处，其总面积不大于 2cm<sup>2</sup>；

图 7：湿式气缸套横切面示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：气缸套外圆表面铸造缺陷的规定

允许孔眼的大小及数量	部位					孔眼深度不大于/mm	孔眼间距大于/mm
	A	B	C	D	E		
长度/mm	≤0.5	≤0.7	≤1	≤1	≤1.5	0.5	30
数量/个	≤3	≤3	≤4	≤3	≤4		

资料来源：华泰联合证券研究所

3. 支承肩上下端面、退刀槽过渡圆角处和封水圈部位不允许存在孔眼。

### 气缸套的下游应用广泛

内燃机气缸结构形式有三种：无气缸套式、干气缸套式、湿气缸套式，国内大部分轿车的普通铸铁发动机属于无气缸套式，不需要气缸套，轻微卡、农用机械大多使用干式气缸套，中重卡大多使用湿式气缸套。

表格 3：内燃机气缸机体结构的三种形式

内燃机气缸结构形式		优点	缺点	适用范围
无气缸套式	不镶嵌任何气缸套的机体，在机体上直接加工出气缸	可以缩短气缸中心距，使机体尺寸和质量减小	以高强度的铸铁铸造，质量较重	4 缸及以下汽油机
干式气缸套式	气缸套不与冷却液接触，壁厚为 2~3mm，外表面和气缸套座孔内表面均须精加工，以保证必要的位型精度和便于拆装	机体刚度大，气缸中心距小，质量轻，加工工艺简单	传热较差，温度分布不均匀，容易发生局部形变	4 缸及以下柴油机，6 缸及以上全铝发动机
湿式气缸套式	外壁与冷却液直接接触，壁厚 5~8mm，利用上下定位环带实现径向定位，轴向定位靠气缸套上部凸缘与机体顶部相应的支承面配合实现	机体上没有密封水套，容易铸造，传热好，温度分布比较均匀，修理方便，不必将发动机从汽车上拆下就可更换气缸套	缺点是机体刚度差，容易漏水	大马力柴油机

资料来源：华泰联合证券研究所整理

气缸套产品按照最终用途分为乘用车气缸套、商用车及工程机械气缸套、农业机械气缸套、摩托车气缸套、船用发动机及发电机组气缸套等；

图 8：内燃机缸套的下游应用非常广泛

乘用车	商用车		工程机械	农业机械	其他 (摩托、轮船、 发电机组等)
	货车	客车			
					

资料来源：华泰联合证券研究所

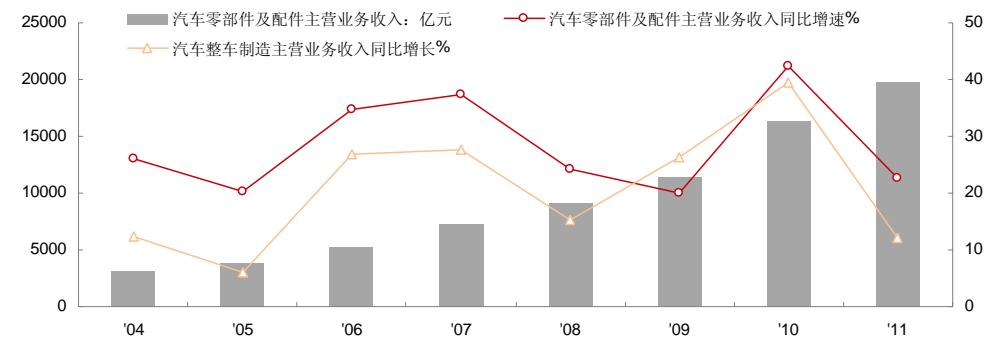
## 我国在气缸套生产领域具备全球竞争优势

我国汽车零部件在原材料密集型、劳动密集型的产品上具备竞争优势，从国内产量较大以及出口量较大的部件分析，基本也是以此类部件为主。气缸套属于原材料密集型部件，因此我国在气缸套的生产制造上也具备较强的竞争优势。

### 整车行业的快速发展带动我国汽车零部件行业快速发展，部分部件初步具备规模优势

随着汽车进入家庭，整车行业快速发展，汽车零部件行业也跟随快速发展，04 年以来我国汽车零部件及配件行业收入快速增长，2011 年实现收入近 2 万亿元，年均增幅 30.2%，同期整车行业年均增幅 23.0%，零部件及配件行业增速快于整车行业。

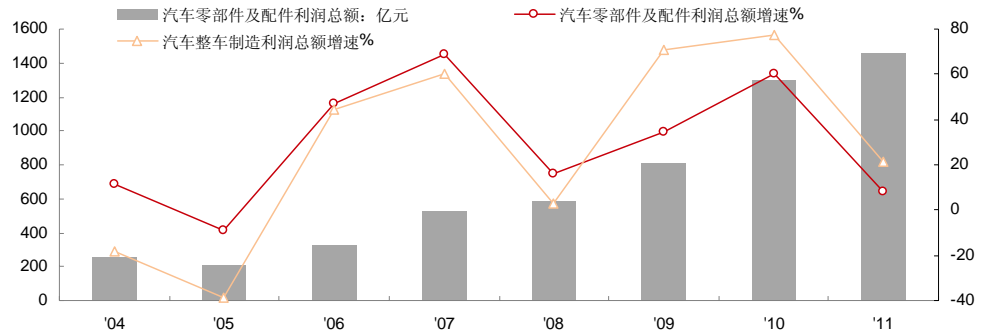
图 9：整车行业的快速发展带动汽车零部件行业快速成长



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

2011 年汽车零部件及配件行业利润总额 1459 亿，04 年以来年均增幅 28.3%，整车行业年均增幅 29.7%，零部件利润增幅基本与整车行业同步成长。

图 10：汽车零部件行业利润额快速增长



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

### 我国零部件企业在原材料和劳动密集的铸造件和机械加工件上具备竞争优势

总体来看，我国汽车零部件技术目前仍然是属于低技术水平，一些高新和核心技术仍然掌握在国外厂商手中，例如减震器、动力转向、安全气囊、全球定位系统和自动变速器等产品的生产处于初步发展阶段，甚至有一些是属于起步阶段。

表格 4：汽车零部件分类

技术特征	产品特征	市场竞争情况	举例产品
劳动或原材料密集型	原材料或产成品运输不便	基本实现完全的本土采购 市场竞争较激烈	蓄电池、车轮、轮胎、汽车玻璃、保险杠、线束、座椅、发动机缸盖、缸体、气缸套、活塞、散热器、水箱、消声器、车桥
	劳动力成本占比较高		
	原材料成本占比较高		
	技术含量较低		
	进入门槛低		
含复杂技术的模块和系统	进入门槛中等	国内类似的厂商在相互竞争的同时也要面对 外资厂商本土化的竞争和进口零部件的竞争	减震器、刹车系统、仪表盘、动力转向
	重要的模块或系统		
	需要先进的制造工艺与技术 本土化程度相对较低		
技术密集型	进入门槛高	国内厂商竞争不充分，本土化外资厂商也不多，国外厂商在品牌和技术上占优势，国内厂商主要拥有价格优势和与本土化需求较高的整车厂商结盟来逐渐扩大市场占有率	自动变速箱、高端技术发动机、ABS、ECU、安全气囊、全球定位系统
	研发投入高		
	高附加值		
	需要非常高的技术和制作工艺		
	本土化程度低		

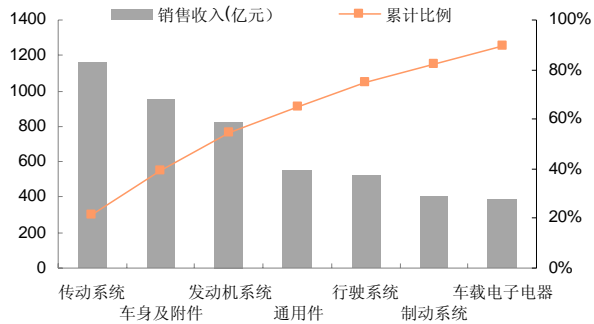
资料来源：李纪珍、贾永轩著《汽车零部件整合》，华泰联合证券研究所

我国汽车零部件产业产业价值构成表现出以下两大特征：

#### 1. 传动系统、发动机系统和车身及附件三大系统部件构成我国汽车零部件产业价值主体

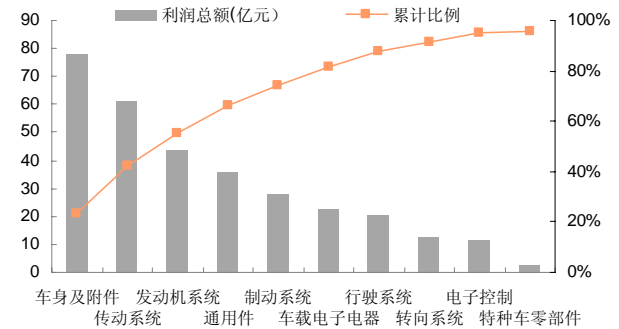
根据 SIC 的调查数据显示，三大系统销售收入占零部件总收入的比例为 54.8%，利润总额占比 55.3%。

图 11：中国汽车零部件系统销售收入及累计占比



资料来源：SIC，华泰联合证券研究所

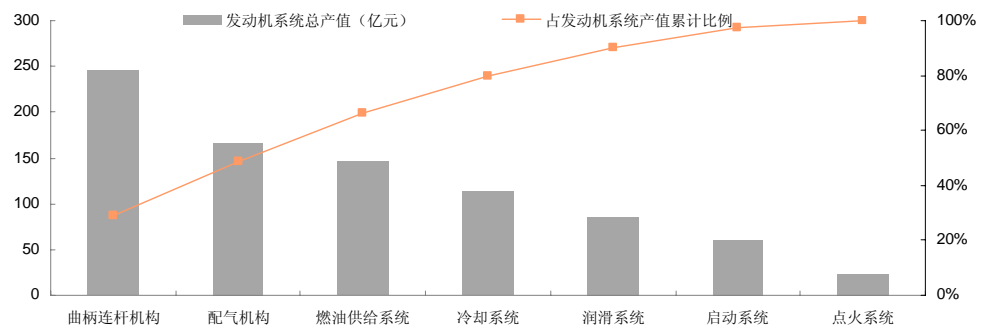
图 12：中国汽车零部件系统利润总额及累计占比



2. 各系统内价值结构有所差异，但大都主要以铸造、机械加工件为主要价值构成

发动机系统中曲柄连杆机构产值最大，占比接近 30%，配气系统占比近 20%，两大机构在发动机系统工业总产值中份额占比接近 50%。

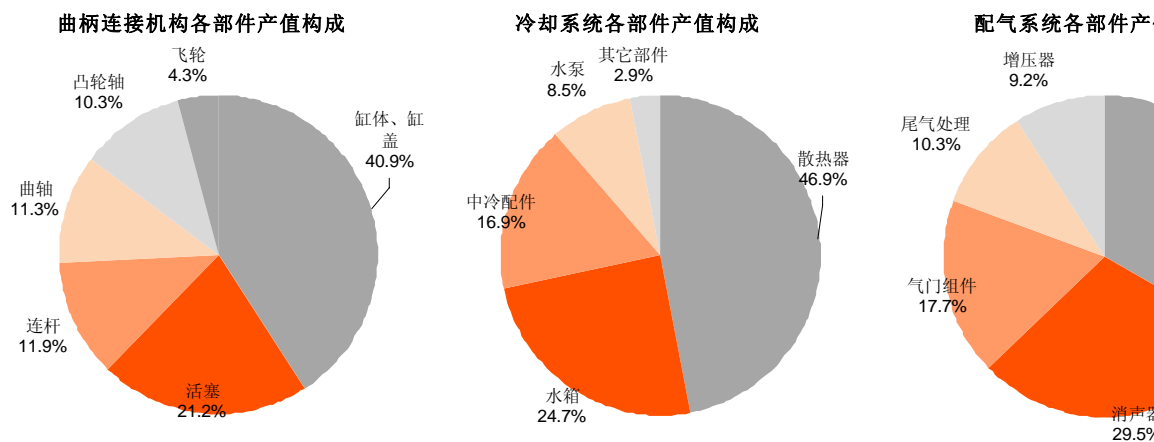
图 13：发动机系统各部件产值及占总产值的比



资料来源：SIC，华泰联合证券研究所

进一步分析发现，各子模块中以铸造件和机械加工件价值构成为主。

图 14：发动机系统中各子模块部件产值构成



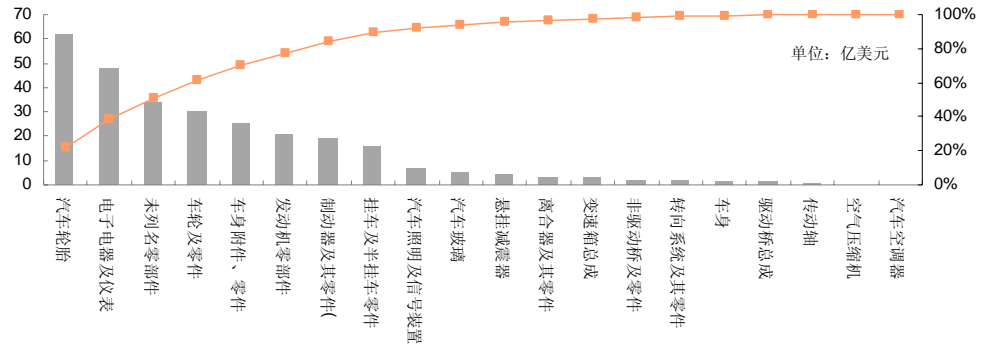
资料来源：SIC，华泰联合证券研究所

从我国零部件出口特征分析，本土的汽车零部件企业亦是以资源型、单部件加工件出

口为主。

我国汽车零部件中汽车轮胎、电子电器及仪表、车轮、车身附件及配件、发动机零部件出口额度较大，

图 15：2007 年我国汽车零部件分产品类出口金额



资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

外资背景的零部件公司出口额最高的车用电子电器及仪表、汽车轮胎等，中资背景的零部件公司出口额最高的为汽车轮胎、发动机零部件等。

图 16：2007 中资企业出口各类零部件金额

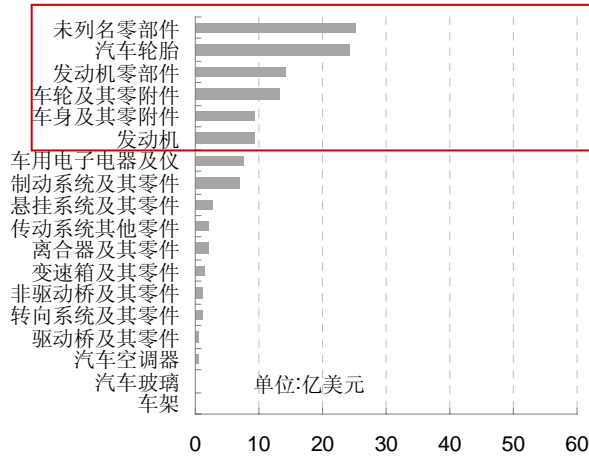
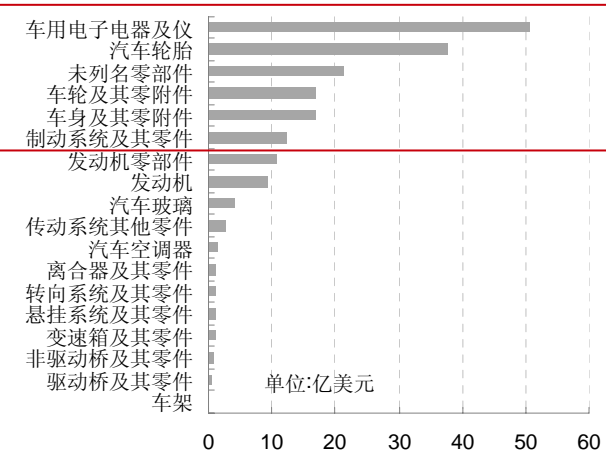


图 17：2007 有外资背景企业出口各类零部件金额



资料来源：中国海关，华泰联合证券研究所

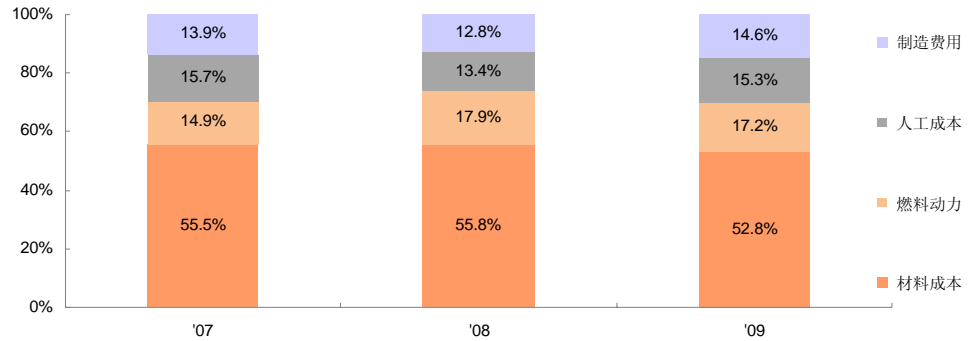
跨国公司在经营规模、技术实力和跨国经营经验都处于世界领先水平，具有参与整车同步开发新车型、系统开发和模块供货的能力和丰富经验，几乎都是世界跨国集团的系统、模块级配套一级或二级供货商。业务主要集中在车身、发动机、变速器、车桥、车架、转向、制动、电子与电器、饰件、空调、乘员保护系统、音响、排放等领域。他们以其雄厚的资本、技术实力和丰富的运作经验，很快在我国占据了市场竞争的制高点。

我国本土汽车零部件企业主要从事劳动密集型和来料加工型产品的生产，产品主要涉及到座椅、蓄电池、车轮、保险杠、万向节、传动轴和车窗玻璃等，这些产品技术含量要求较低。在技术含量较高的汽车关键零部件商，很多中国汽车零部件供应商在技术、资金及销售渠道等方面都依赖世界大型零部件供应商的支持，中国汽车零部件供应商对外资的依赖程度较高，而且大部分还知识停留模仿阶段。

## 气缸套属于原材料密集型产品，我国具备竞争优势

公司原材料成本占比超过 70%，人力成本占比 15%左右，在汽车零部件制造中属原材料密集型铸造加工件

图 18：公司原材料成本占比超过 7 成



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

## 公司竞争优势

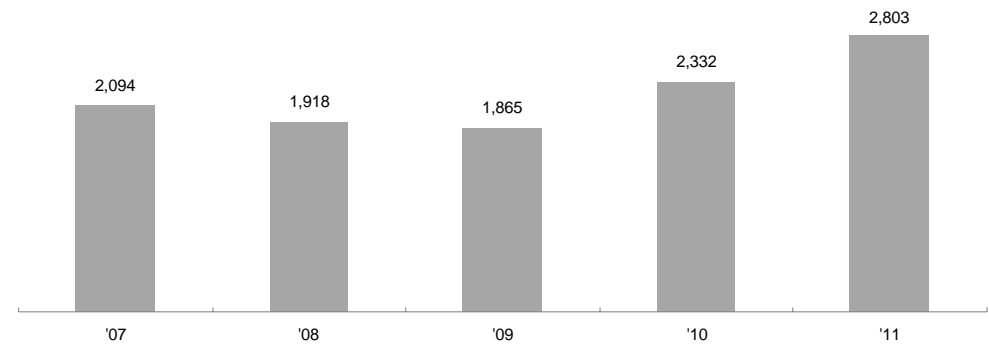
中原内配已是亚洲最大的气缸套生产企业，2011 年公司气缸套配套量超过 2800 万只，国内市场占有率约三分之一，全球市场占有率 9-10%，公司气缸套产品连续二十四年居中国市场产销量第一，连续二十二年居亚洲市场产销量第一。

与竞争对手相比，中原内配已是国内主流柴油发动机的主要配套商，配套份额已达 40-50%之间，并成为北美三大制造商的主要供应商，与主流企业建立良好的配套关系，具备先发配套优势。

## 公司已经成为全球最大的气缸套公司，规模优势和配套能力突出

中原内配已是亚洲最大的气缸套生产企业，2011 年公司气缸套配套量超过 2800 万只，国内市场占有率约三分之一，全球市场占有率 9-10%，公司气缸套产品连续二十四年居中国市场产销量第一，连续二十二年居亚洲市场产销量第一。

图 19：金融危机之后公司产销量（万只）快速增长



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

公司是国内唯一进入美国三大主机厂的零部件 OEM 配套商。气缸套属于单个价值量

较低的部件，因此主机厂很少自己单独建生产线生产，大多都进行外部采购，因此会形成少数几个气缸套公司给全部主机厂供货的局面，行业内集中度会比较高。全球其他国家和国内都是这种情况，而且随着汽车整车厂执行全球采购策略，会在全球范围内，市场份额向几家优势公司集中。

## 1. 国内的主要竞争对手

### 扬州五亭桥缸套有限公司

企业总资产 3.5 亿元，固定资产 1.2 亿元，员工 2000 人左右，拥有设备 1000 多套，其中生产设备 700 多台，铸造和机加工生产线近 100 条，预计目前年产各类气缸套近 1200-1500 万只，主要客户为一汽锡柴、一汽大柴、潍柴动力、上柴股份、扬柴动力等。

公司主要客户有潍柴动力、扬柴、一汽锡柴、一汽大柴、上柴股份、东风汽车、玉柴、江苏四达动力机械集团、北汽福田、天津珀金斯、南汽依维柯、上汽股份有限公司等。公司海外也有少量配套。

### 江苏爱吉斯海珠机械有限公司

该公司为中国和捷克的合资公司，主要产品为发动机气缸套，年生产能力为 450 万只。2008 年气缸套产量为 452 万只，主要客户一汽锡柴、南汽集团、江淮动力、扬柴动力、时风集团等，部分产品出口到东南亚等国家和地区。

### 广东肇庆动力配件有限公司

该公司主要产品为发动机气缸套，年生产能力为 540 万只。2008 年气缸套产量为 460 万只，主要客户为广西玉柴、一汽大柴等。

### 安庆帝伯格茨缸套有限公司

安庆帝伯格茨缸套有限公司是由中国安庆环新集团、日本帝国、美国辉门公司，三方强强联合组建而成，具有年产 1200 万只缸套的生产能力，主要配套日系汽车公司。

## 2. 国际竞争对手

公司作为在国内领先的气缸套企业，已进入全球市场的内燃机零部件采购体系，主要的国际竞争对手情况如下：

### Mahle (马勒)

德国马勒集团是目前世界上规模最大的活塞开发、制造厂家，是 30 个全球最大的汽车零部件供应商之一，作为内燃机及其外围元件和系统的领先制造商，马勒集团是在前三名系统活塞系统，气缸零件，气门驱动系统，空气管理系统以及液体管理系统的全球供应商，其中气缸套产品产能 1700 万。

马勒的详细的产品线：

- 活塞系统：汽油和柴油发动机，商用车发动机的铰接式钢活塞，活塞组件和完整的电源单元模块的铝活塞。
- 缸套组件：活塞环，活塞销，连杆，缸套，轴承，内燃机和其他汽车应用，活塞插入套管。



- 气门驱动系统：缸盖，发动机缸体以及完整的发动机装配，精密烧结部件和涡轮增压器零件加工和装配。完成气门系统及其部件。
- 空气管理系统，完整的空气进气系统，空气滤芯，曲轴箱强制通风系统，气缸盖和发动机罩，座舱空气过滤器，执行器，窜气加热，再循环模块和机电一体化组件。
- 液体管理系统：机油滤清器模块，机油和燃料自旋过滤器，燃油滤清器模块，燃油压力调节器，直列燃油滤清器，活性炭罐模块，发动机和变速器，液压油过滤器，空气干燥器的热交换器

目前，马勒集团在南京、重庆、广州、天津、上海等国内各地成立 8 家工厂，主要生产活塞、轴瓦、燃油滤清器等产品，并未在国内生产气缸套。

### **Federal-Mogul ( 辉门 )**

美国辉门公司是全球十大汽车零配件企业之一，服务于全球的主机厂和售后市场。目前辉门在全球 24 个国家拥有超过 130 家工厂，产品包括活塞、轴瓦、活塞环、气缸套、点火系统等。其中，活塞环产量位列全球第一，主机配套客户包括奔驰、大众、通用、福特、丰田等世界主要整车厂商；气缸套生产基地主要分布在德国、意大利、法国、波兰、土耳其、美国等地区。

辉门公司已在上海、广州、青岛、安庆、武汉、南昌等地设立 8 家合资公司，其中有一家合资公司生产气缸套产品，即安庆帝伯格次缸套有限公司（辉门与日本帝国、安庆环新公司合资组建），主要为国内日系乘用车公司配套。

### **气缸套行业具备较高的配套壁垒，中原内配已形成先发优势**

气缸套虽然仅是发动机上的一个小部件，但其质量的好坏对发动机整体性能有较大影响，因此发动机厂一般会有挑选 2、3 家规模较大的配套厂，签订长期的供货协议，一旦进入配套体系会维持比较稳定的配套关系，新进入者比较难，竞争主要体现在现有配套商之间的产品质量、供货能力、同步研发能力上。

**国内配套客户：**中原内配在国内除潍柴之外，其他所有主流柴油发动机厂家皆是其配套客户，而且配套份额大多在 50% 左右，也有几家是独家配套，像康明斯，我们测算在国内商用车柴油机领域中原内配整体配套份额在 40-50% 之间，近几年配套份额比较稳定。中原内配已经是柴油发动机厂商最重要的上游配套商。

**表格 5：中原内配国内配套客户**

柴油发动机		汽油发动机
中国重汽	中国一拖	一汽轿车
杭发公司	雷沃动力	奇瑞汽车
一汽大柴	扬柴	神龙富康
一汽锡柴	新柴	南汽名爵
广西玉柴	莱动	华泰汽车
东风康明斯	东安动力	
安徽全柴	江淮动力	
云内动力	江铃汽车	
东风朝柴	常柴股份	
上柴	江苏四达	
洋马发动机	常发动力	
无锡开普		

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

**国际配套客户：**公司已进入国外主要主机厂的零部件全球采购体系，与美国福特、通用、克莱斯勒、康明斯全球、国际卡车、墨西哥尼玛克、俄罗斯科斯特罗马、巴西 MWM、韩国斗山大宇等建立战略合作关系，并与德国戴姆勒·奔驰、意大利菲亚特、法国雷诺、标致雪铁龙等客户建立商务合作关系。公司是美国康明斯发动机公司全球采购系统 C 系列气缸套独家供应商。在美国三大汽车公司的 OEM 配套系统内，占全铝发动机缸套配套份额 20% 左右。

**表格 6：中原内配国外配套客户**

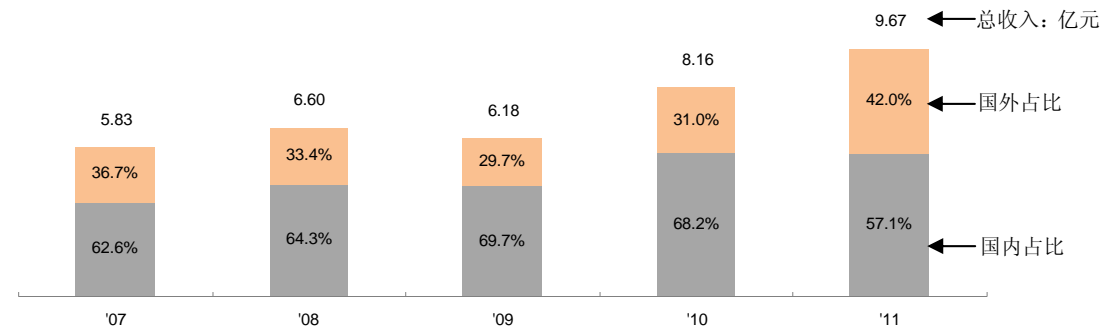
已经建立规模配套关系	少量配套和正在开拓的客户
尼玛克	德国奔驰
通用	意大利菲亚特
福特	法国雷诺
克莱斯勒	法国 PSA
康明斯	韩国斗山
国际卡车	
俄罗斯科斯特罗马	
巴西 MWM	

资料来源：公司调研，华泰联合证券研究所

## 公司增长前景

气缸套在柴油发动机和汽油铝发动机上使用，中原内配在国内主要配套商用车、工程机械和农用车。国内全铝发动机较少，而且以日韩系车为主，而日韩系配套体系较封闭，因此中原内配在国内配套乘用车较少，在北美市场主要配套乘用车铝发动机缸套。

图 20：中原内配公司缸套收入及国内、国外收入占比



资料来源：Wind，公司年报，华泰联合证券研究所

### 国际转移方兴未艾

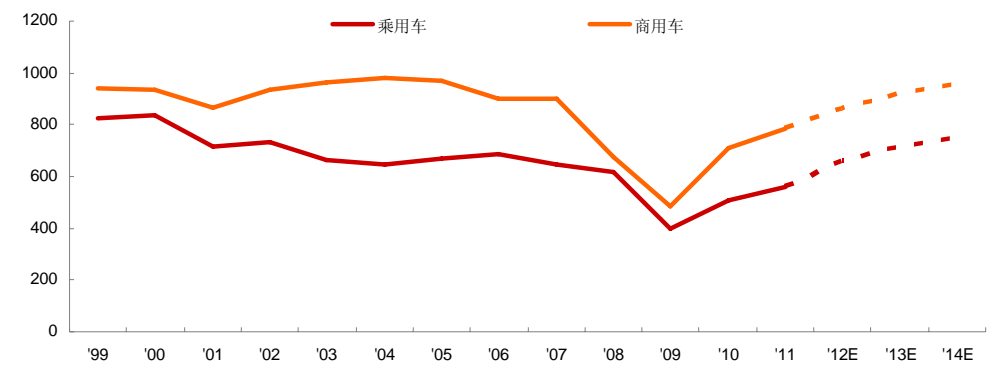
全球汽车制造公司主要分布在北美、欧洲和日韩，其中北美、欧洲配套体系相对开放容易进入，日韩配套系统较封闭难以进入。公司海外市场中，北美与欧洲市场占海外销量的 90% 以上，我们主要分析研究未来这两个地区的需求状况。北美和欧洲是成熟汽车市场，产销稳定，中原内配在该类地区销量提升主要来自份额转移。

公司目前国外配套乘用车厂主要以北美三大乘用车公司为主，当前配套量占北美三大厂的需求份额约在 20% 左右，北美三大厂希望将来中原内配能够配套其需求的 50% 左右，因此出口乘用车缸套需求量仍将有 1.5 倍的新增量，这一块需求的释放需要视公司产能投放而定，当前公司产能难以达到外方的配套需求，未来 3 年随着公司产能投放，基本能够满足北美配套市场需求。

欧洲市场是公司正在开拓的市场，目前正开拓奔驰、PSA、菲亚特等公司，当前配套量还比较小，预计未来 2 年能够开拓少部分市场。

从当前海外市场状况来看，北美和欧洲正处在 09 年低谷以来的复苏期，整体市场呈上升趋势，但由于欧美市场皆是成熟市场，预计恢复往年需求量后，市场重新回归平稳走势。

图 21：北美汽车产量正在逐步复苏

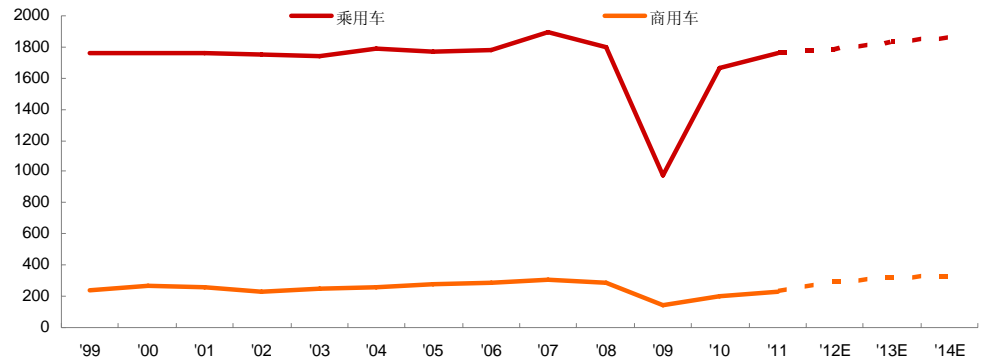


资料来源：OICA，华泰联合证券研究所

注：美国皮卡需求量非常大，而皮卡是被统计到商用车中，所以北美的商用车绝对需求量绝对量偏高

中原内配正在开拓的欧洲市场也正处在复苏向上的走势中。

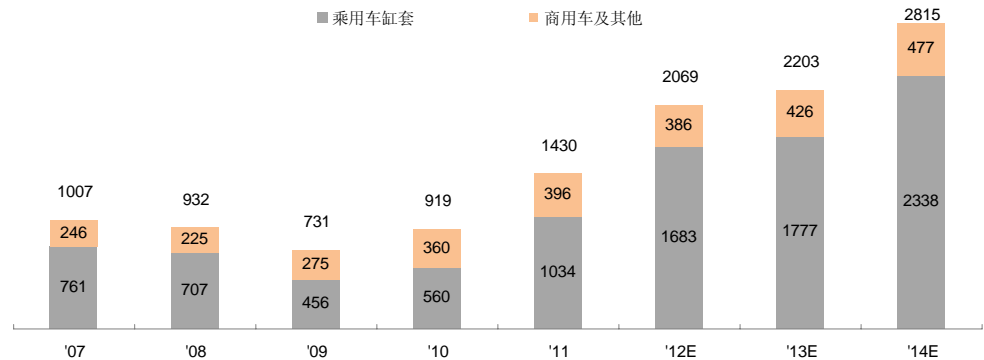
图 22：欧洲汽车产量年度走势



资料来源：OICA，华泰联合证券研究所

根据公司的产能的规划，以及国外市场配套需求状况，我们判断公司海外市场在未来三年快速增长的部分主要在乘用车缸套，预计 2012 年-2014 年乘用车缸套出口量将分别达到 1620 万、1710 万、2330 万只，2014 年总缸套出口量预计将达到 2800 万只。

图 23：中原内配缸套出口量预测



资料来源：华泰联合证券研究所根据公司资料测算

注：2013 年增速放缓主要仍在于产能难以达到，2014 年预计 1300 只增发项目投产放量

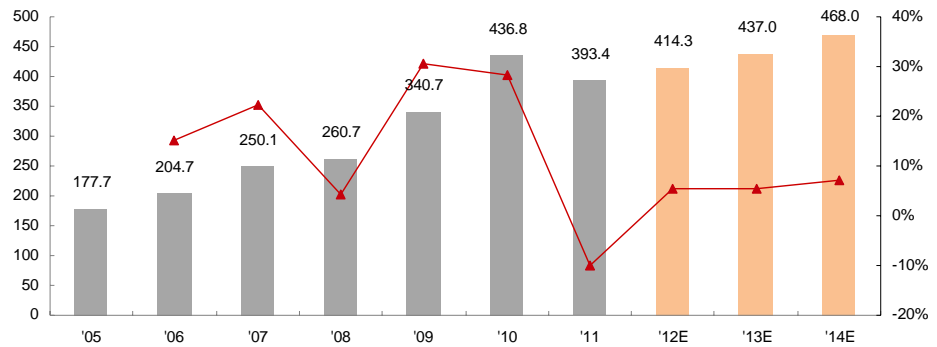
### 国内商用车配套增速放缓，乘用车配套蓄势待发

国内气缸套配套下游分为两大类，一类是为柴油机气缸套配套，一类是为乘用车铝发动机气缸套配套。

国内柴油发动机主要为商用车、低速农用车、工程机械、船舶等配套。其中商用车、农用车、工程机械三类车型需求的气缸套占总需求 95%以上。重卡、大客基本以 6 缸发动机为主，一台需要配套 6 只气缸套，中卡和中客配套 6 缸和 4 缸发动机，轻卡、轻客、微卡则以 4 缸发动机为主，一台需要配套 4 只气缸套。低速农业用车使用的柴油发动机 4 缸、3 缸、2 缸都有，平均 1 台农用车使用 3 只气缸套。

➔ 商用车市场经过 2009、2010 年快速增长之后，市场随着经济的调整而调整，我们判断我国商用车市场仍会增长，但增速将降低，预计整体商用车增幅在 5%-10%之间，气缸套配套量增速预计与商用车整体增幅相一致。

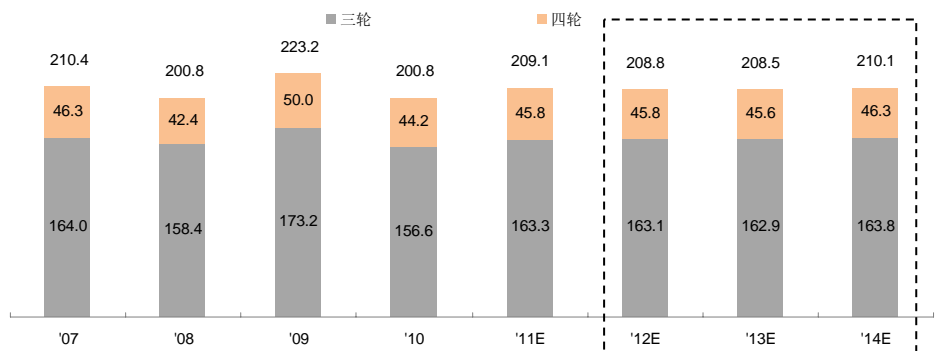
图 24: 国内商用车用柴油机需求量(万套)及增速预测



资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

→ 低速农用车分为低速四轮货车和三轮车, 国家虽然对农业补贴投入支持力度在加大, 但由于农用车逐渐向微卡和轻卡升级, 是使国内农用车需求呈现平稳走势, 我们判断未来 3 年农用车需求仍保持目前的需求量, 相应对气缸套的需求也呈稳步走势。

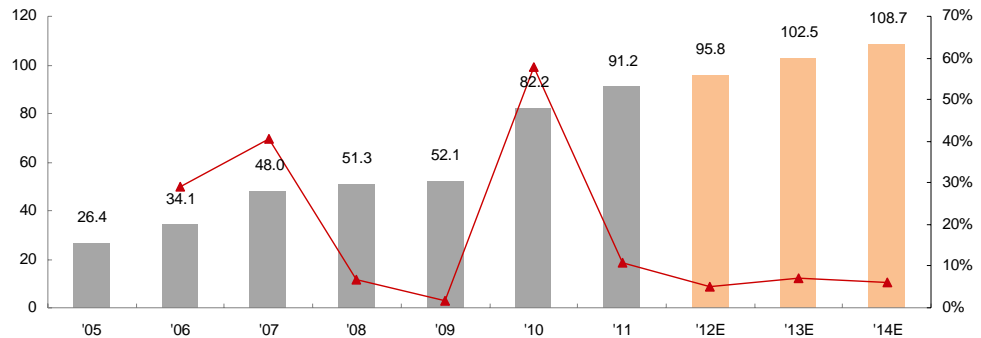
图 25: 农用车用柴油机需求量(万套)及增速预测



资料来源: 中国农机工业协会农用车分会, 华泰联合证券研究所

→ 工程机械市场与商用车市场走势类似, 在经历了连续 2 年的超高速增长之后, 市场增长放缓, 我们判断未来 3 年市场走势与商用车走势类似, 增长速度放缓到 10% 以内。

图 26：工程机械用柴油机需求量（万套）及增速预测

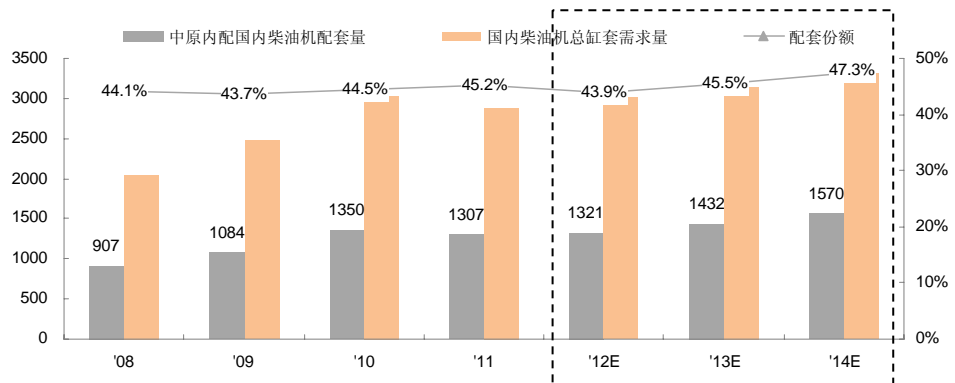


资料来源：中国机械工业联合会，华泰联合证券研究所

注：统计挖掘机、装载机、叉车、推土机、平地机、压路机、混凝土搅拌机、平地机、起重机、摊铺机等主要品种的产量，基本反映工程机械总产量走势

我们测算中原内配在国内柴油发动机配套市场的份额在 40-50% 之间，已经比较稳定，未来主要跟随行业整体增长而增长。

图 27：中原内配柴油发动机气缸套配套量及占国内份额



资料来源：华泰联合证券研究所测算

**乘用车铝发动机配套：**国内乘用车上使用铝发动机的主要为日韩系厂家和欧美系高端车，自主品牌目前也配套部分铝发动机，但绝对量依然较小。日韩系配套基本使用其体系内配套厂，使用外部配套量少，欧美系高端车的铝发动机则大多进口，因此国内中原内配的目标市场则被局限在自主品牌乘用车的铝发动机。

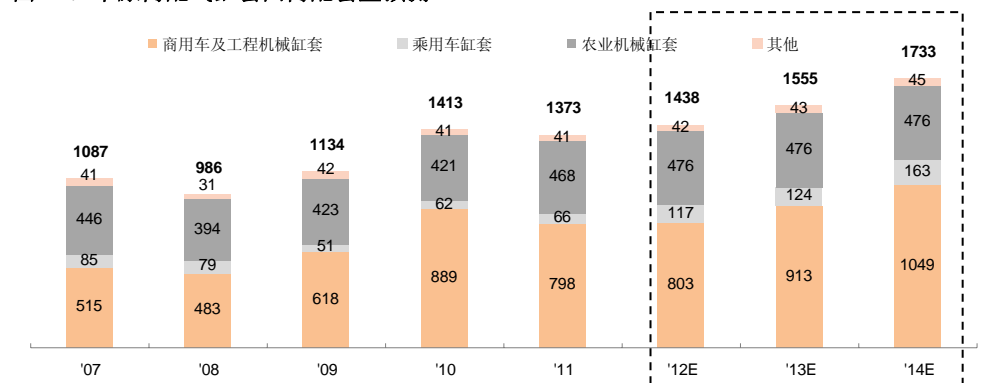
铝发动机相对于铸铁发动机优点是重量轻，散热性能好。同等排量的发动机，使用铝缸体发动机，能减轻 20Kg 左右的重量，汽车的自身重量每减少 10%，燃油的消耗可降低 6%~8%。缺点是成本高，体积大，而且抗热性能不如铸铁，需要在汽缸体内部再加一个铸铁气缸套。总体上看大排量乘用车使用铝发动机节油效果明显，而小排量车使用铝发动机的效果相对要差一些。

国内由于铝铸造技术还不是很成熟，再加上自主品牌大都集中在小排量、中低端车型上，使用铝发动机的性能和节油效果上并不是特别好，因此普及率较低。目前自主品牌厂家中吉利、比亚迪使用较多的全铝发动机，一汽轿车、奇瑞汽车、长城汽车也开始使用部分全铝发动机。

从乘用车总体看，未来3年国内全铝发动机的份额仍会提升，但我们判断主要以日韩系乘用车、欧美系高端乘用车为提升竞争力而更多使用全铝发动机，自主品牌由于向中高端市场拓展依然比较困难，大规模使用全铝发动机时机还未到，但会有部分车型使用全铝发动机。中原内配为国内自主品牌乘用车铝发动机配套量还比较少，依然处于蓄势待发状态，规模放量还需继续等待自主品牌向上的成功突破。

综合行业走势及中原内配的市场地位，我们预计中原内配国内气缸套各细分领域配套量如下，总体上随着商用车市场的稳步增长而增长。

图 28：中原内配气缸套国内配套量预测



资料来源：华泰联合证券研究所

## 业绩预测及估值

### 收入及盈利预测

根据公司披露的信息，公司近几年产能及未来产能规划如下表，公司2010年募投项目已经全部达产，公司2012年产能已经达到3300万只，定向增发项目正等待证监会审批，预计今年能够增发成功，公司已经使用自有5000万资金先行投入建设，预计2014年能够达产，届时公司产能将达到4500万只，实际能够生产气缸套5000万只以上。

表格 7：中原内配产能（万只）规划

	'07	'08	'09	'10	'11	'12E	'13E	'14E
商用车及工程机械缸套	700	700	730	900	1200	1200	1200	1500
乘用车缸套	950	950	700	700	1100	1500	1600	2400
农业机械缸套	520	500	520	520	520	520	520	520
其他类型	50	50	50	50	50	50	50	50
总产能	2220	2200	2000	2170	2870	3270	3370	4470

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我们汇总上文对中原内配国内外市场需求预测，我们预计2012-2014年中原内配气缸套配套量分别为3500、3750、4550万只，销售收入分别为11.5、12.8、15.6亿元。归属母公司的净利润分别为1.56、1.79、2.16亿元。

**表格 8：中原内配销量及收入预测**

细分领域		'09	'10	'11	'12E	'13E	'14E
商用车及工程机械缸套	销量	814	1170	1093	1100	1250	1438
	销售收入	373.9	566.9	574.5	589.7	683.5	801.8
乘用车缸套	销量	507	622	1100	1800	1900	2500
	销售收入	85.2	107.9	220.6	378.9	416.0	569.3
农业机械缸套	销量	498	495	564	560	560	560
	销售收入	147.3	136.1	166.9	167.4	169.1	170.8
其他	销量	47	45	46	47	48	50
	销售收入	11.8	11.4	13.8	14.2	14.7	15.5
合计	销量	<b>1865</b>	<b>2332</b>	<b>2803</b>	<b>3507</b>	<b>3758</b>	<b>4548</b>
	销售收入	<b>618.1</b>	<b>822.2</b>	<b>975.8</b>	<b>1150.3</b>	<b>1283.3</b>	<b>1557.3</b>
	增速	<b>-6.3%</b>	<b>33.0%</b>	<b>18.7%</b>	<b>17.9%</b>	<b>11.6%</b>	<b>21.3%</b>

资料来源：华泰联合证券研究所

### 估值建议：增持

公司今年将进行定向增发，增发股本 2500 万，我们以增发成功后总股本计算，2012-2014 年摊薄的 EPS 为 1.33、1.52、1.84 元。以 4 月 27 日 26.89 的股价计算 PE 为 20.2、17.7、14.6 倍，与可比公司估值水平基本相当，考虑公司质地优良，增长明确，我们给予增持评级。

**表格 9：同类公司估值对比（2012 年 4 月 27 日收盘价）**

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS					PE				
				2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E
002213	特尔佳	8.57	17.65	0.20	0.16	0.22	0.26	0.32	43.73	52.20	38.6	32.7	26.5
002284	亚太股份	7.2	20.67	0.41	0.28	0.36	0.48	0.61	17.44	25.90	19.8	15.1	11.7
002406	远东传动	10.16	28.50	0.66	0.70	0.86	1.03	1.13	15.39	14.45	11.8	9.8	9.0
002434	万里扬	8.4	28.56	0.44	0.33	0.42	0.56	0.70	19.01	25.65	20.0	14.9	12.1
002472	双环传动	12.55	26.84	0.61	0.74	0.85	1.04	1.26	20.52	16.99	14.8	12.1	9.9
300258	精锻科技	23.08	23.08	0.73	0.86	1.15	1.51	1.85	31.78	26.82	20.0	15.3	12.5
002126	银轮股份	14.2	22.58	0.82	0.66	0.97	1.26	1.15	17.29	21.56	14.6	11.3	12.3
002283	天润曲轴	9.06	50.68	0.40	0.36	0.50	0.65	0.56	22.87	25.00	18.2	14.0	16.1
002536	西泵股份	16.53	15.87	0.92	0.71	0.75	0.76	0.92	17.94	23.37	22.0	21.9	17.9
<b>均值</b>		<b>12.19</b>	<b>26.05</b>	<b>0.58</b>	<b>0.53</b>	<b>0.68</b>	<b>0.84</b>	<b>0.95</b>	<b>22.88</b>	<b>25.77</b>	<b>20.0</b>	<b>16.3</b>	<b>14.2</b>
<b>002448</b>	<b>中原内配</b>	<b>26.89</b>	<b>24.88</b>	<b>0.89</b>	<b>1.07</b>	<b>1.33</b>	<b>1.52</b>	<b>1.84</b>	<b>30.36</b>	<b>25.09</b>	<b>20.2</b>	<b>17.7</b>	<b>14.6</b>

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

### 风险提示

国内商用车市场继续调整

国外市场开拓不达预期



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	705	1272	1247	1577	<b>营业收入</b>	976	1155	1288	1562
现金	182	649	547	739	营业成本	690	788	877	1067
应收账款	113	134	149	181	营业税金及附加	4	8	8	10
其他应收款	1	1	1	2	营业费用	75	94	106	128
预付账款	68	102	107	128	管理费用	56	78	88	106
存货	260	302	344	410	财务费用	9	6	2	0
其他流动资产	81	84	98	117	资产减值损失	7	6	6	7
<b>非流动资产</b>	722	837	1021	946	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	74	8	9	9	投资净收益	10	10	12	13
固定资产	508	721	923	856	<b>营业利润</b>	144	186	213	256
无形资产	59	61	59	58	营业外收入	6	3	3	3
其他非流动资产	81	47	30	23	营业外支出	0	1	1	1
<b>资产总计</b>	1427	2110	2268	2523	<b>利润总额</b>	149	188	215	258
<b>流动负债</b>	400	412	446	545	所得税	23	31	36	42
短期借款	60	57	52	55	净利润	126	156	179	216
应付账款	182	166	189	245	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	158	189	205	244	归属母公司净利	126	156	179	216
<b>非流动负债</b>	31	30	7	-17	EBITDA	191	266	322	384
长期借款	2	2	-22	-45	EPS (元)	1.36	1.33	1.52	1.84
其他非流动负	29	28	28	28					
<b>负债合计</b>	431	442	452	527	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	93	118	118	118	<b>成长能力</b>				
资本公积	521	1039	1039	1039	营业收入	18.7%	18.3%	11.5%	21.3%
留存收益	383	512	660	840	营业利润	20.5%	28.9%	14.5%	20.5%
归属母公司股	996	1668	1816	1996	归属母公司净利	21.0%	24.2%	14.4%	20.7%
<b>负债和股东权</b>	1427	2110	2268	2523	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	29.3%	31.8%	31.9%	31.7%
					净利率(%)	12.9%	13.5%	13.9%	13.8%
					ROE(%)	12.6%	9.4%	9.9%	10.8%
					ROIC(%)	14.0%	13.7%	12.9%	15.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	30.2%	20.9%	19.9%	20.9%
					净负债比率(%)	37.73	24.62	17.83	14.50
					流动比率	1.76	3.09	2.80	2.90
					速动比率	1.11	2.36	2.03	2.14
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.73	0.65	0.59	0.65
					应收账款周转率	9	9	8	9
					应付账款周转率	4.98	4.53	4.95	4.92
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	1.36	1.33	1.52	1.84
					每股经营现金流	0.57	1.34	1.99	2.23
					每股净资产(最	8.48	14.19	15.45	16.99
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.09	20.20	17.66	14.62
					P/B	3.17	1.89	1.74	1.58
					EV/EBITDA	13	9	7	6

数据来源: 华泰联合证券研究所



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 10%-20%

中性股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间

减持股价弱于基准 10%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 8675582493932

传 真: 8675582492062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 862150106028

传 真: 862168498501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年华泰联合证券有限责任公司