

外销爆发带动业绩增长

——中原内配（002607）2012年中报点评

2012年8月27日

强烈推荐/维持

中原内配

财报点评

王明德	执业证书编号：S1480511100001
苏杨	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

中原内配公布2012年中报。上半年公司实现营业收入5.47亿元、营业利润9257.25万元、归属母公司净利润7968.58万元，同比分别增长10.26%、16.45%和17.15%；实现摊薄后EPS0.86元。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11.1-6	11Q3	11Q4	11A	12Q1	12Q2	12.1-6
营业收入（百万元）	248.13	247.96	496.08	240.08	239.63	975.79	274.20	272.77	546.97
同比增长率（%）	21.32%	8.93%	14.79%	37.18%	11.42%	18.68%	10.51%	10.01%	10.26%
毛利率（%）	30.56%	30.53%	30.54%	29.33%	26.55%	29.26%	29.18%	29.28%	29.23%
期间费用率（%）	14.29%	14.92%	14.61%	14.08%	14.08%	14.35%	13.71%	12.13%	12.92%
营业利润率（%）	16.41%	15.64%	16.03%	15.03%	11.88%	14.76%	16.72%	17.13%	16.92%
净利润（百万元）	34.70	33.32	68.02	32.89	25.02	125.94	40.77	38.91	79.68
同比增长率（%）	18.86%	-0.92%	8.27%	53.62%	26.65%	21.10%	17.50%	16.78%	17.15%
每股盈利（元，季度）	0.38	0.36	0.74	0.36	0.27	1.36	0.44	0.42	0.86
资产负债率（%）	27.76%	26.12%	26.12%	31.91%	30.18%	30.18%	29.48%	27.80%	27.80%
ROE	3.76%	3.55%	7.25%	3.39%	2.51%	12.64%	3.93%	3.71%	7.60%
ROA	2.71%	2.62%	5.42%	2.31%	1.75%	9.45%	2.77%	2.68%	5.54%

评论：

积极因素：

- **上半年总体快速增长，单季度增长保持稳定。**上半年公司实现营业收入5.47亿元、营业利润9257.25万元、归属母公司净利润7968.58万元，同比分别增长10.26%、16.45%和17.15%；实现摊薄后EPS0.86元。公司单季度增速保持稳定，季度营收、营业利润、归属母公司净利润分别为2.73亿元、4672.72万元和3891.04万元，同比增速为10%、20.52%和16.78%，相比一季度增速基本保持稳定。
- **国外市场爆发增长，成为推动业绩增长的主要动力。**报告期内公司外销实现营收2.61亿元，同比增长45%；营业利润7306万元，同比增长80.82%；毛利率达到27.93%，较去年同比增长5.53个百分点。外销大幅增长的主要原因是出口以北美市场为主，而北美市场是上半年主要汽车市场中表现最为抢眼的。目前美国三大汽车公司在营收中的占比超过30%，而公司在三大汽车公司中配套比例约20%，目前配套比例仍

在持续提升。而三大汽车公司中配套量最高的通用汽车配套价格上调是毛利率增长的重要原因之一。此外公司已开始大力开拓欧洲市场，近期在欧洲设立营销中心，引入在北美市场的成功模式，未来欧洲市场大幅增长值得期待。

消极因素：

- **受累汽车行业低迷，国内销量下滑。**公司内销实现营收2.78亿元、营业利润8436万元，同比下滑10.39%和23.47%。公司内销产品绝大部分都是商用车汽缸套，且公司目前在国内的市占率已经高达40%，受行业影响很大，而上半年商用车销量持续负增长拖累内销出现明显下滑。
- **双重结构调整导致毛利率下滑。**公司上半年29.23%的毛利率，较去年同期下降1.31个百分点。公司在海外市场主要配套毛利率较低的乘用车，而国内市场主要配套毛利率较高的商用车。虽然外销毛利率提升显著，但国外产品毛利率仍然低于国内，出口的高速增长和内销的低速拉低了毛利率。而内销内部结构也发生了变化，由于国内配套市场下滑，公司主动增加了对利润水平较低的am市场的供货量，因此虽然OEM毛利率维持稳定，但国内市场的毛利率仍出现明显下滑。而去年毛利率水平较低，因此下半年公司利润增速有望进一步提升。

业务展望：

- 公司外销处于快速成长中，仍将是主要增长点，未来公司对美国三大汽车公司配套比例有望从目前的20%提升至50%左右，空间巨大的欧洲市场也值得期待，公司正在逐渐向全球化的气缸套供应商转化，全球发展值得期待。国内市场方面由于公司的市占率已接近40%，商用车市场成长空间已相对有限，但目前乘用车发动机铝制化将是长期趋势，这将带来乘用车气缸套市场的形成，公司作为国内气缸套龙头，

盈利预测和投资建议：

- 预计公司2012-14年EPS分别为1.64、2.1、2.46元，对应当前股价PE分别为15、12、10倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测及相关指标

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	822	976	1,052	1,349	1,619
主营收入增长率	32.11%	18.68%	12.78%	23.30%	15.28%
EBITDA（百万元）	167	191	212	277	323
EBITDA 增长率	27.08%	14.27%	11.25%	30.76%	16.65%
净利润（百万元）	104	126	151	194	228
净利润增长率	57.02%	20.99%	20.13%	28.32%	17.42%
EPS（元）	1.32	1.36	1.64	2.10	2.46

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券