

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12个月目标价: 27.00元

当前股价: 24.81元

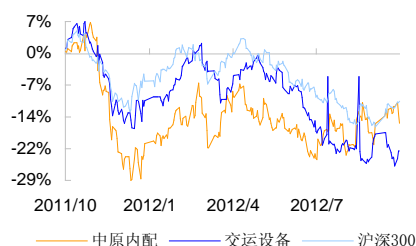
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2115.99
总股本(百万)	117
流通股本(百万)	57
流通市值(亿)	14
EPS	1.36
每股净资产(元)	10.77
资产负债率	30.18%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中原内配	2.69	8.77	-6.20
交运设备	5.84	1.38	-17.86
沪深300指数	4.94	-2.44	-11.44



相关报告

中原内配-通用大单显实力, 奠定未来高速增长 2012-09-07

中原内配-海外放量+费用控制, 助推业绩快速增长——12年中报点评 2012-08-24

中原内配-产品多元化拓宽发展空间 2012-08-13

中原内配

002448

强烈推荐

原材料降价与产品结构优化提升公司盈利能力

——12年三季度报点评

公司25日公告三季度报, 1-9月实现收入7.81亿元(同比+6.0%), 归属母公司利润1.17亿元(同比+15.7%), EPS为1.26元, 略低于我们预期。受原材料降价和产品结构优化, 毛利率上升至34%, 未来有望维持高位。

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扩张机遇, 产品升级提升盈利。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%**, 维持“强烈推荐”评级。

投资要点:

- **国内商用车低迷拖累收入增长。**1-9月公司收入7.81亿(+6.0%), 净利润1.17亿(+15.7%); 3季度实现收入2.33亿(环比-14.3%, 同比-2.7%), 净利润0.37亿(环比-4.8%, 同比12.6%), 略低于我们预期。国内商用车持续低迷, 使公司国内收入下滑; 但海外市场回暖使出口放量, 带动公司累计收入实现稳定增长。
- **原材料降价和产品结构优化提升盈利水平。**今年废钢等原材料价格下降减轻公司成本压力, 新产品不断推出优化产品结构, 综合毛利率回到历史高位(34%)。未来随商用车回暖, 通用新配套产品放量, 预计毛利率将维持在较高水平。
- **北美市场增长稳定, 欧洲市场拓展顺利。**公司长期为北美主机厂配套, 通用第五代发动机供货订单奠定未来业绩确定性; 欧洲市场即将配套戴姆勒、菲亚特等知名厂家, 产品放量后成为公司新的增长点。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%**。
- **进军相关发动机零件领域, 扩大公司发展空间。**公司在气缸套领域世界第一, 未来将向轴瓦、活塞、活塞环等相关发动机零件领域渗透, 凭借现有供货渠道和技术积累, 在类似产品领域获得成功是大概率事件。若公司进军相关领域, 将大幅扩大发展空间, 有望借此提升公司估值。
- **投资建议:**我们预计公司12-14年实现收入11.38、13.82和16.69亿元, 归属于母公司净利润1.59、2.00和2.38亿元, 增发摊薄后EPS为1.35、1.70和2.02元。公司产品竞争力强, 欧洲市场拓宽发展空间, 产品升级提升盈利能力, 未来业绩增长确定性高, 给予公司12年20倍估值, 目标价27.0元, “强烈推荐”评级。

**风险提示:** 人民币升值、海外汽车下降、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	1138	1382	1669
收入同比(%)	19%	17%	21%	21%
归属母公司净利润	126	159	200	238
净利润同比(%)	21%	26%	26%	19%
毛利率(%)	29.3%	30.1%	30.5%	30.1%
ROE(%)	12.6%	9.6%	10.8%	11.4%
每股收益(元)	1.07	1.35	1.70	2.02
P/E	23.59	18.70	14.86	12.49
P/B	2.98	1.80	1.61	1.42
EV/EBITDA	15	11	9	8

资料来源: 中投证券研究所

### 1.1 三季度数据点评：产品结构优化，原材料降价，毛利率回到高位

公司 10 月 25 日公布三季度，1-9 月实现收入 7.81 亿元，同比增长 6.0%，归属母公司利润 1.17 亿元，同比增长 15.7%，EPS 1.26 元；3 季度实现收入 2.33 亿，环比-14.3%，同比-2.7%，净利润 0.37 亿，环比-4.8%，同比 12.6%，略低于我们预期。

**毛利率恢复高位，净利率创新高。**今年以来，废钢等原材料持续降价，减轻公司产品成本压力，同时公司新产品不断推出，优化产品结构，使公司综合毛利率重回高位，未来随通用第五代发动机配套的产品份额提升，毛利率有望保持在较高水平。毛利率的大幅提高，带动净利率达到历史新高。

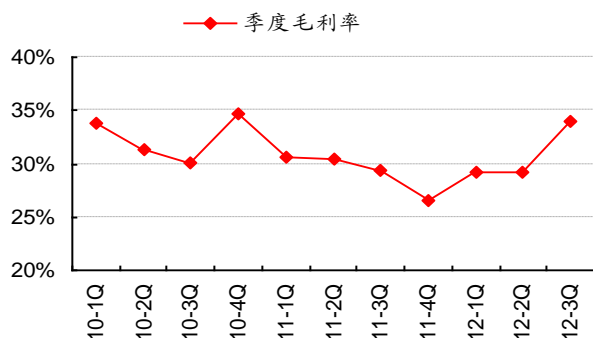
**中投观点：**12 年受国内商用车销量持续低迷的影响，公司国内收入下滑，但海外市场的回暖使公司出口业务量大增，带动公司整体实现稳定增长，凸显公司产品强大竞争力；公司月订单量超过 350 万只，产能瓶颈依然严重。公司募投项目自 11 年下半年开始逐步释放，使公司销量规模快速增长，12 年 2 季度募投项目开始进入满产状态，增发预投项目自 3 季度开始逐步释放，使公司产能环比进一步提升，为销量和收入增长奠定基础。

表 1 中原内配的季度盈利性数据（10Q3-12Q2）

财务指标(百万)	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	环比	同比
营业总收入	215.1	248.1	248.0	240.1	239.6	274.2	272.8	233.7	-14.3%	-2.7%
营业成本	140.4	172.3	172.3	169.7	176.0	194.2	192.9	154.2	-20.1%	-9.1%
营业费用	19.3	20.9	21.1	16.0	16.6	22.0	22.0	17.1	-22.4%	6.7%
管理费用	30.7	11.8	12.7	16.2	15.9	15.4	11.1	19.1	72.5%	17.7%
财务费用	2.9	2.8	3.3	1.6	1.3	0.2	(0.0)	(0.7)	6700.0%	-143.6%
营业利润	19.2	40.7	38.8	36.1	28.5	45.9	46.7	46.7	0.0%	29.5%
利润总额	21.6	41.9	39.6	37.6	30.4	46.7	47.6	43.3	-8.9%	15.4%
所得税	1.9	7.2	6.3	4.7	5.4	6.0	8.7	6.3	-27.3%	34.8%
净利润	19.8	34.7	33.3	32.9	25.0	40.8	38.9	37.0	-4.8%	12.6%
EPS	0.21	0.38	0.36	0.36	0.27	0.44	0.42	0.40	-4.8%	11.1%
毛利率	34.7%	30.6%	30.5%	29.3%	26.5%	29.2%	29.3%	34.0%	16.2%	16.0%
营业费用率	9.0%	8.4%	8.5%	6.7%	6.9%	8.0%	8.1%	7.3%	-9.4%	9.6%
管理费用率	14.3%	4.7%	5.1%	6.8%	6.6%	5.6%	4.1%	8.2%	101.4%	20.9%
营业利润率	8.9%	16.4%	15.6%	15.0%	11.9%	16.7%	17.1%	20.0%	16.7%	33.0%
实际所得税率	8.6%	17.1%	15.9%	12.5%	17.6%	12.8%	18.2%	14.6%	-20.2%	16.9%

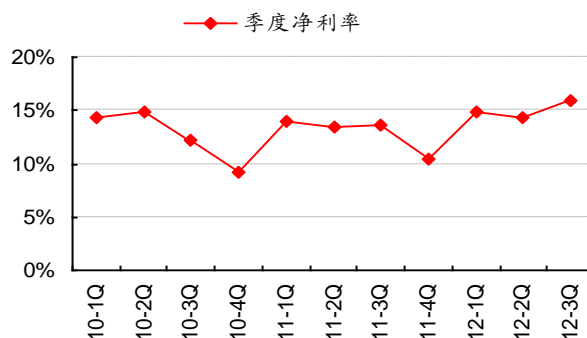
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 公司季度毛利率



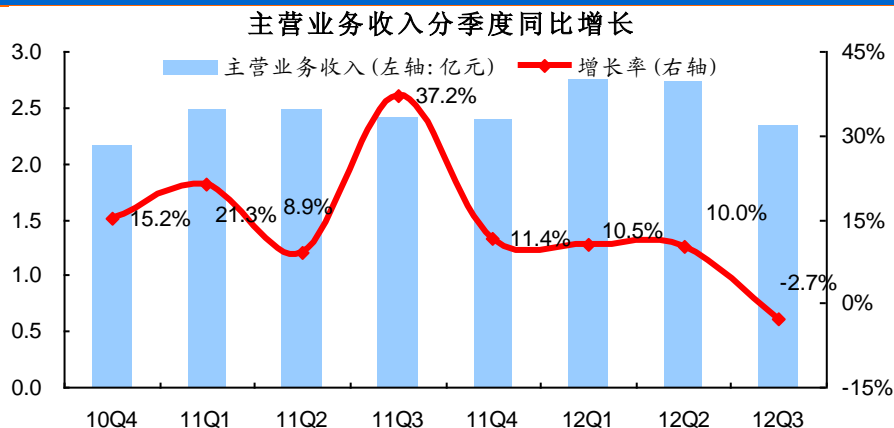
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司季度净利率



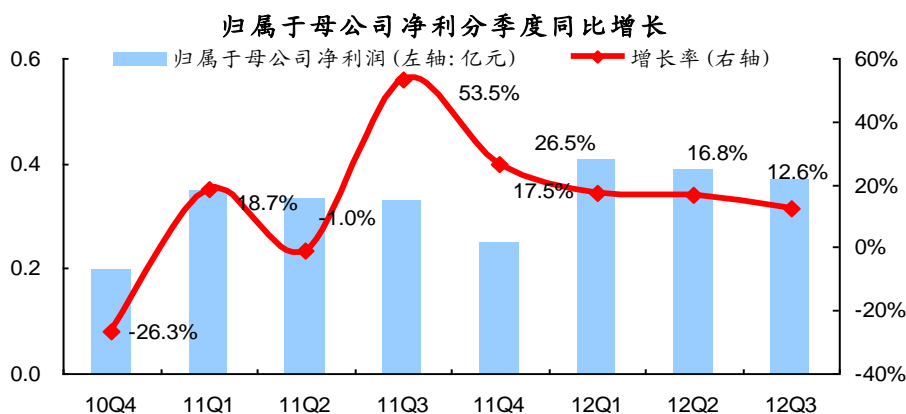
资料来源：公司公告、中投证券研究所

**图 3 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 4 中原内配净利润分季度数据**

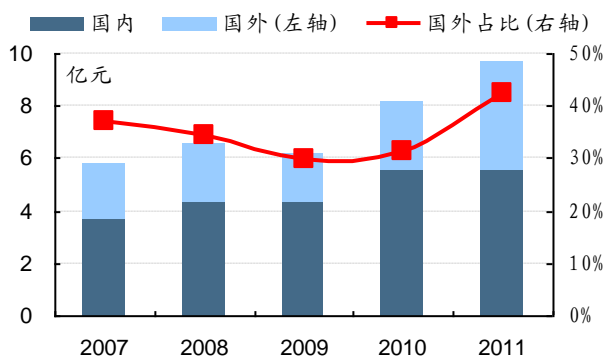


资料来源：中原内配历年报表、中投证券研究所

## 1.2 海外市场向好，公司订单旺盛

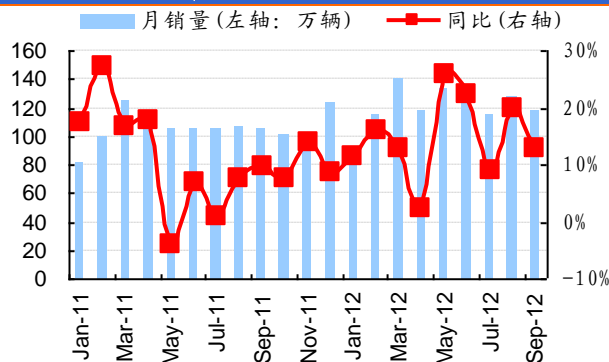
海外车市向好促进公司订单快速增长。近期美国汽车市场稳步回暖，同比增速在 15% 上下，相关零部件需求大增。公司在北美市场份额约为 20%，主要为通用、福特等三大汽车商提供乘用车气缸套，为康明斯、国际卡车等主机厂提供商用车气缸套。公司产品质量过硬，同步开发能力优秀，与马勒、辉门等对手同台竞争，并具有相同的品牌价值。国内生产成本低的优势使公司在竞争中容易胜出，市场份额持续增加，公司目标是未来北美市场占有率达到 50%。

**图 5 公司主营业务构成**



资料来源：公司资料、中投证券研究所

**图 6 美国轻型车月度销量及同比**



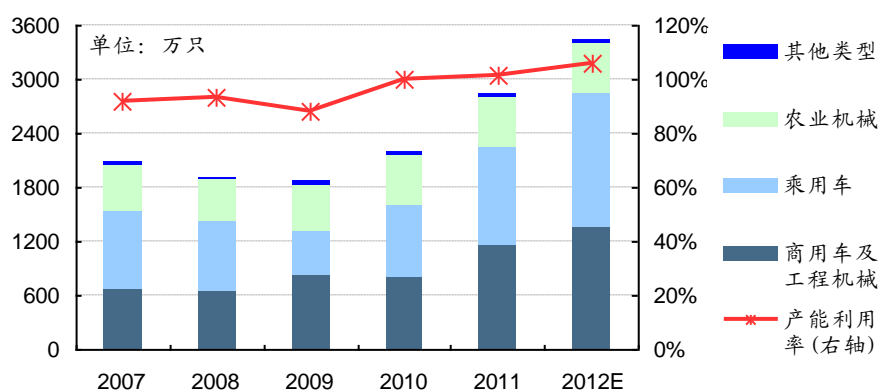
资料来源：CEIC、中投证券研究所

### 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。

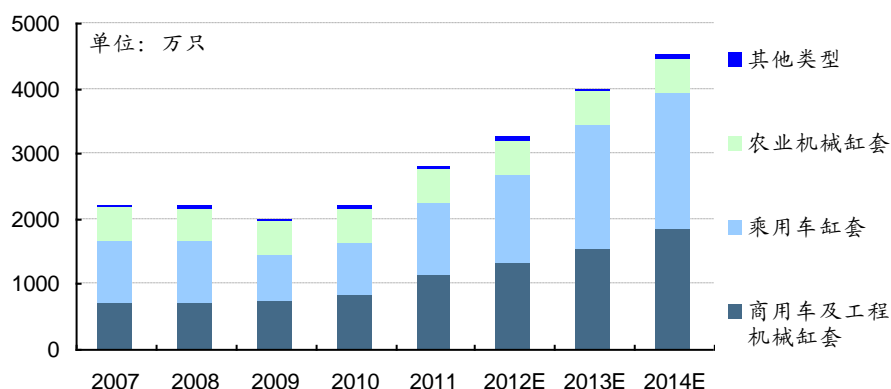
图 7 公司产品近年销量及产能利用率



资料来源：公司公告、中投证券研究所估算

预投定增项目，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 8 公司产能规划



资料来源：公司公告、中投证券研究所估算

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	705	1139	1231	1639
现金	182	532	497	748
应收账款	113	132	160	193
其他应收款	1	1	1	2
预付账款	68	91	105	129
存货	260	307	372	449
其他流动资产	81	76	96	118
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	1427	2027	2263	2568
<b>流动负债</b>	400	364	400	467
短期借款	60	60	60	60
应付账款	182	176	220	271
其他流动负债	158	128	120	136
<b>非流动负债</b>	31	16	16	16
长期借款	2	2	2	2
其他非流动负债	29	14	14	14
<b>负债合计</b>	431	380	416	483
少数股东权益	0	0	0	0
股本	93	118	118	118
资本公积	521	1015	1015	1015
留存收益	383	514	714	952
归属母公司股东权益	996	1647	1847	2085
<b>负债和股东权益</b>	1427	2027	2263	2568

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	68	147	207	223
净利润	126	159	200	238
折旧摊销	38	66	93	108
财务费用	9	1	-2	-5
投资损失	-9	-10	-15	-15
营运资金变动	-95	-70	-88	-101
其他经营现金流	0	0	19	-3
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	13	437	-5	13
短期借款	40	0	0	0
长期借款	-101	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	0	495	0	0
其他筹资现金流	75	-83	-5	13
<b>现金净增加额</b>	-188	350	-35	250

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	976	1138	1382	1669
营业成本	690	795	961	1167
营业税金及附加	4	7	7	9
营业费用	75	88	111	130
管理费用	56	68	83	100
财务费用	9	1	-2	-5
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
<b>营业利润</b>	144	184	232	277
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	149	188	237	282
所得税	23	30	37	44
<b>净利润</b>	126	159	200	238
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	126	159	200	238
EBITDA	191	251	323	381
EPS (元)	1.36	1.35	1.70	2.02

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	18.7%	16.6%	21.5%	20.8%
营业利润	20.5%	27.6%	26.4%	19.4%
归属于母公司净利润	21.0%	26.1%	25.9%	19.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.3%	30.1%	30.5%	30.1%
净利率	12.9%	14.0%	14.5%	14.3%
ROE	12.6%	9.6%	10.8%	11.4%
ROIC	14.3%	13.8%	14.5%	17.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.2%	18.8%	18.4%	18.8%
净负债比率	37.73	28.67%	24.41	22.66%
流动比率	1.76	3.13	3.08	3.51
速动比率	1.11	2.28	2.14	2.54
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.73	0.66	0.64	0.69
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	4.98	4.43	4.85	4.75
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.35	1.70	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	1.25	1.76	1.90
每股净资产(最新摊薄)	8.47	14.00	15.70	17.73
<b>估值比率</b>				
P/E	23.59	18.70	14.86	12.49
P/B	2.98	1.80	1.61	1.42
EV/EBITDA	15	11	9	8

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。

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。

## 免责声明

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 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