

轴瓦、缸套双轮驱动可期

——中原内配（002448）调研简报

2012年11月13日

推荐/下调

汽车行业

调研快报

苏杨	汽车行业分析师	执业证书编号: S1480512090002
	010-66554030	suyang@dxzq.net.cn

事件:

本人近日走访了中原内配,就目前的经营状况与公司领导进行了交流。

观点 1. 轴瓦市场空间远大于缸套,产业链延伸第一步看上去很美。

公司在传统缸套市场在国内市占率近 40%,产业链的延伸是打开发展空间的必由之路。公司 8 月 11 日时公告了与当地的中原轴瓦合资成立中原内配轴瓦股份有限公司,开始进入轴瓦领域。这是公司首次涉足缸套以外的产品。而从轴瓦行业情况和公司自身来看,公司走得这一步看上去前景很美:

- ① 国内轴瓦市场空间巨大。目前一辆车需要的轴瓦大约 32 片,单片价格在 3-5 元。单车的轴瓦价格约 90-160 元。2011 年轴瓦配套市场需求量超过 20 亿片,售后市场的需求量按照主机的 60% 计算,需求量在 10 亿件以上。总销售金额超过 130 亿元。其中车用轴瓦领域总产量约为 10 亿件,产值约为 40 亿元。市场规模在气缸套的 3 倍以上。
- ② 行业集中度极低,大有可为。目前行业产量最大的轴瓦企业广州安达年产量月 1.04 亿片,年销售额约 2.85 亿元,市占率不足 3%。
- ③ 可充分整合中原轴瓦的技术资源和中原内配的客户资源。合资公司的合作股东中原轴瓦目前年产轴瓦约 500 万片,主要配套玉柴、锡柴、一拖等。中原轴瓦有多年的轴瓦技术积淀,这正是中原内配所需要的。而中原内配在其缸套业务上覆盖了大量主流厂商,且轴瓦和缸套同属发动机部件,合资轴瓦厂达产后有望配套公司现有缸套客户。中原轴瓦与公司同处孟州,两者合作又有地缘优势,这也为双方合作创造了更好条件。

表 1: 国内轴瓦市场情况

市场分类	机型	发动机年产量	主机市场		维修市场		小计	
			需求量	金额	需求量	金额	需求量	金额
国内市场	汽油机	1200	24000	48000	14400	28800	281600	1292800
	柴油机	400	8000	40000	4800	24000		
	内燃机	7200	144000	720000	86400	432000		
小计		8800	176000	808000	105600	484800		

资料来源: 东兴证券

观点 2. 缸套市场仍具稳定增长空间。

目前全球气缸套年产量约 3 亿只,而公司今年产量约为 3300 万只,在全球市场占比为 10%。虽然国内市场空间短期受限,但是放眼全球市场仍然有不小的成长潜力。目前来看,国际市场客户需求仍在快速提升:北美市场三大车企中,公司在通用、福特市占率超过 20%,但是未来仍有希望提升到 50% 左右。克莱斯勒原

来也有配套，但在其被菲亚特收购后，中断了中原内配的配套。但目前公司已与菲亚特开始了商用车领域的合作，未来也有进一步进行乘用车领域配套的可能。此外，对戴姆勒明年也将开始批量供货。欧洲市场的巨大市场，公司只是刚刚开启冰山一角。从供给端来看，最新的定增项目将使公司的产能提升至 4500 万只，极限产能约 5000 万只。这将保证公司未来 2-3 年的稳定增长。

观点 3. 国四上马将进一步推升利润水平。

国内商用车将于明年7月采用最新的国四排放标准。减排的关键在于发动机，这也对气缸套提出了更高的要求。从国三到国四，气缸套的耐腐蚀、爆炸压力等各方面都要求更高，意味着更高的精度和更好的材质。公司目前产品一半出口欧美，已经可以达到欧五甚至欧六标准，国四对于公司来说没有任何技术难度。进入国四阶段后，产品成本也不会显著提升，但从以往排放标准升级来看，价格会更高。公司毛利率水平有望明显提升。

结论：

综合来看，传统缸套业务在需求端的欧美客户供货提升和供给端的后续增发产能双向作用下将继续维持较为稳定的增长；而产业链延伸的轴瓦业务具有巨大市场空间，且公司已经开始了较好的资源整合。未来中原内配有有望由当下的气缸套一条腿走路向海外缸套市场和轴瓦市场双轮驱动转化。

预计公司 2012-14 年 EPS 分别为 1.25、1.53、1.8 元，对应 2012 年 11 月 13 日收盘价 22.61 元的 PE 分别为 18、15、13 倍。考虑到公司目前估值水平较高，暂时下调公司投资评级至“推荐”。

表 2：中原内配盈利预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	822	976	1,042	1,274	1,473
主营收入增长率	32.11%	18.68%	6.73%	22.30%	15.63%
EBITDA（百万元）	167	191	212	724	842
EBITDA 增长率	27.08%	14.27%	11.25%	240.56%	16.42%
净利润（百万元）	104	126	148	181	212
净利润增长率	57.02%	20.99%	17.13%	22.32%	17.42%
EPS（元）	1.32	1.36	1.25	1.53	1.80

资料来源：东兴证券

分析师简介

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。