

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@china-invs.cn

中原内配

002448

推荐

关注新产品进展与商用车复苏

中原内配是世界级发动机气缸套供应商, 产品竞争力突出。长期供不应求。未来增长来源: 1、国内重卡复苏, 产品结构改善; 2、欧洲市场放量; 3、进入活塞、轴瓦等新领域。公司技术、规模优势明显, 下游客户稳定, 盈利能力居于行业前列。

我们认为: 公司是汽车零部件领域增长较为确定的标的, 随定增产能逐步投放, 营收有望保持快速增长, 预计未来两年净利复合增速 20%以上, 目前股价对于 13 年 PE 约 18 倍, 给予“推荐”评级。

投资要点:

- **商用车复苏为公司提供向上动力。**12 年国内商用车持续低迷, 使公司国内收入、利润下滑; 依靠海外市场放量, 带动公司总收入实现增长。13 年国内经济企稳并步入复苏轨道, 商用车市场有望随之改善, 公司是发动机气缸套龙头, 将直接受益下游复苏。
- **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。公司目前月订单超过 350 万只, 预计全年产销超 4000 万只, 增长 20%。
- **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。
- **原材料降价和产品结构优化提升盈利水平。**12 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。
- **投资建议:**我们预计公司 12-14 年实现收入 10.30、12.81 和 16.12 亿元, 归属于母公司净利润 1.44、1.75 和 2.24 亿元, EPS 为 1.23、1.49 和 1.90 元。公司产品竞争力强, 未来业绩增长确定性高, 给予公司 13 年 20 倍估值, 目标价 30.0 元, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:**人民币升值、商用车复苏缓慢、原材料价格上升

6-12 个月目标价: 30.00 元

当前股价: 26.50 元

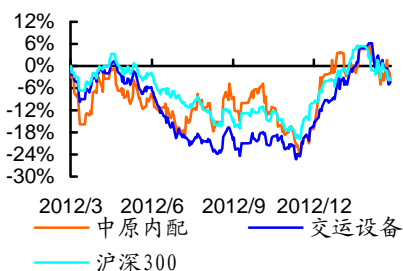
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2278.40
总股本(百万)	118
流通股本(百万)	57
流通市值(亿)	15
EPS	0.99
每股净资产(元)	13.65
资产负债率	20.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中原内配	-7.99%	17.10%	1.11%
交运设备	-8.79%	15.18%	14.74%
沪深 300	-8.36%	7.81%	9.69%



相关报告

《中原内配 - 原材料降价与产品结构优化提升公司盈利能力——12 年三季报点评》

2012-10-25

《中原内配 - 通用大单显实力, 奠定未来高速增长》2012-9-6

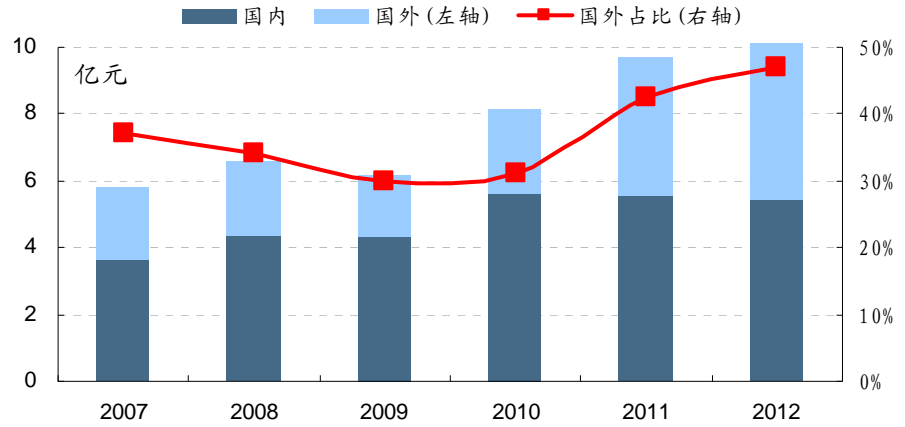
《中原内配 - 海外放量+费用控制, 助推业绩快速增长——12 年中报点评》2012-8-23

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	976	1030	1281	1612
收入同比(%)	19%	6%	24%	26%
归属母公司净利润	126	144	175	224
净利润同比(%)	21%	14%	21%	28%
毛利率(%)	29.3%	30.5%	30.6%	30.4%
ROE(%)	12.6%	12.7%	13.3%	14.6%
每股收益(元)	1.07	1.23	1.49	1.90
P/E	23.80	20.78	17.13	13.38
P/B	3.01	2.63	2.28	1.95
EV/EBITDA	15	12	9	8

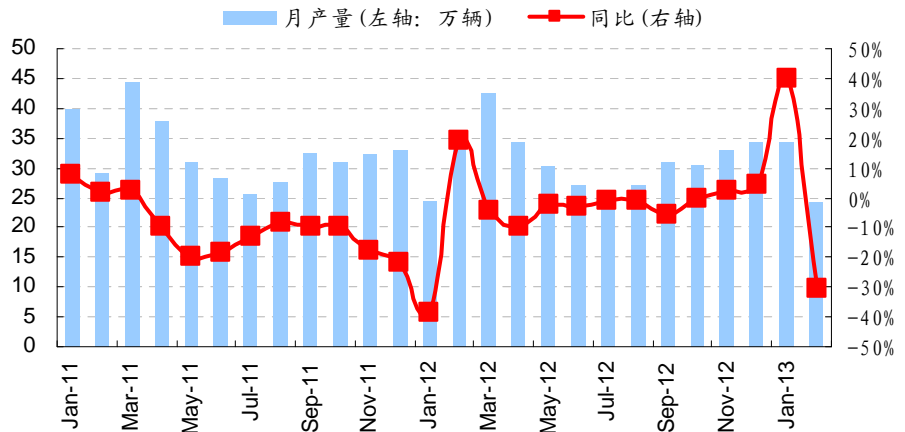
资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司主营业务收入分地区构成



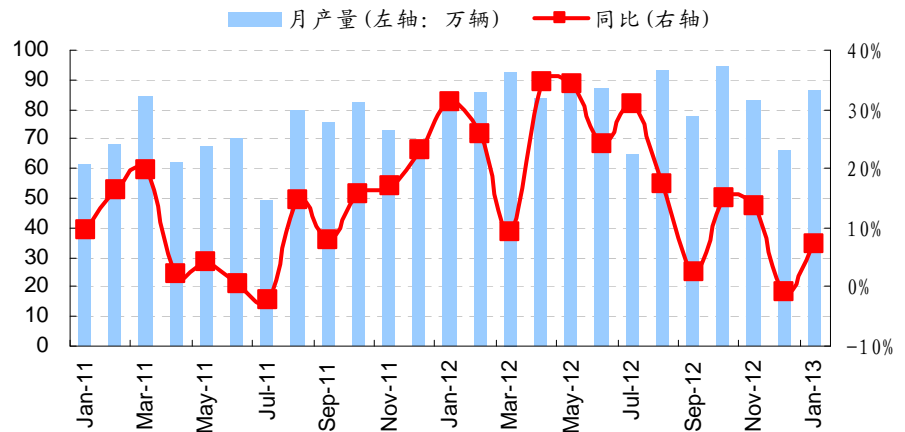
资料来源：公司公告、中投证券研究所估算

图 2 国内商用车月度产量及增速



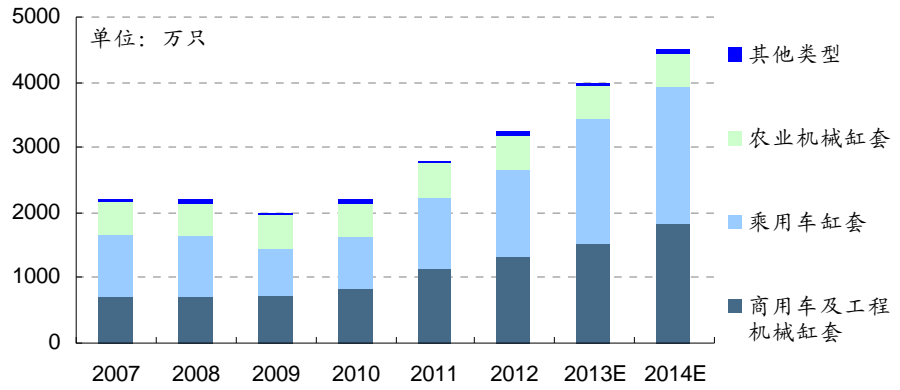
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 3 美国轻型车月度产量及增速



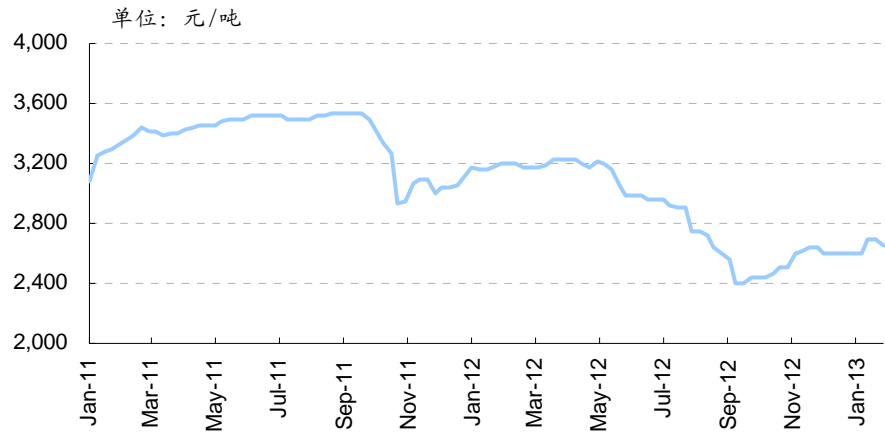
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 4 公司产能投放规划



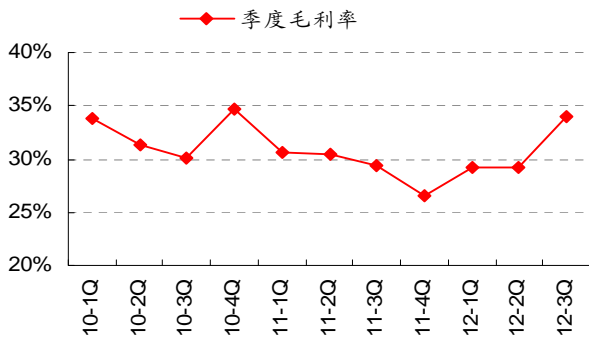
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 5 废钢价格变化 (主要原材料)



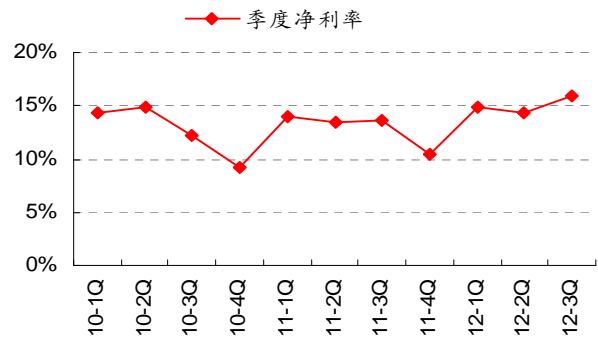
资料来源: Wind、中投证券研究所

图 6 公司季度毛利率



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 7 公司季度净利率



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	705	650	808	1081	营业收入	976	1030	1281	1612
现金	182	103	128	222	营业成本	690	716	889	1122
应收账款	113	120	148	187	营业税金及附加	4	5	6	8
其它应收款	1	1	1	2	营业费用	75	80	103	126
预付账款	68	82	97	124	管理费用	56	60	74	93
存货	260	276	344	432	财务费用	9	7	11	9
其他	81	68	89	114	资产减值损失	7	5	6	5
非流动资产	722	889	1032	929	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	74	68	70	70	投资净收益	9	9	10	12
固定资产	508	669	855	775	营业利润	144	166	203	261
无形资产	59	57	55	53	营业外收入	6	5	5	5
其他	81	94	52	30	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1427	1539	1840	2009	利润总额	149	171	207	266
流动负债	400	385	511	456	所得税	23	27	33	42
短期借款	60	100	189	60	净利润	126	144	175	224
应付账款	182	160	204	262	少数股东损益	0	-0	-0	-0
其他	158	125	118	135	归属母公司净利润	126	144	175	224
非流动负债	31	16	16	16	EBITDA	191	240	307	378
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	1.36	1.23	1.49	1.90
其他	29	14	14	14					
负债合计	431	401	527	473	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	-0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	93	118	118	118	成长能力				
资本公积	521	521	521	521	营业收入	18.7%	5.6%	24.4%	25.8%
留存收益	383	500	675	899	营业利润	20.5%	15.6%	21.7%	28.8%
归属母公司股东权益	996	1138	1313	1537	归属于母公司净利润	21.0%	14.5%	21.3%	28.1%
负债和股东权益	1427	1539	1840	2009	获利能力				
					毛利率	29.3%	30.5%	30.6%	30.4%
					净利率	12.9%	14.0%	13.7%	13.9%
					ROE	12.6%	12.7%	13.3%	14.6%
					ROIC	14.3%	13.4%	13.8%	17.2%
					偿债能力				
					资产负债率	30.2%	26.1%	28.6%	23.5%
					净负债比率	37.73	37.24%	43.77	23.17%
					流动比率	1.76	1.69	1.58	2.37
					速动比率	1.11	0.97	0.90	1.42
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.69	0.76	0.84
					应收账款周转率	9	8	9	9
					应付账款周转率	4.98	4.19	4.89	4.82
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.07	1.23	1.49	1.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	1.52	1.67	1.80
					每股净资产(最新摊薄)	8.47	9.67	11.16	13.07
					估值比率				
					P/E	23.80	20.78	17.13	13.38
					P/B	3.01	2.63	2.28	1.95
					EV/EBITDA	15	12	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-10-25	《中原内配 - 原材料降价与产品结构优化提升公司盈利能力——12年三季报点评》
2012-9-6	《中原内配 - 通用大单显实力，奠定未来高增长》
2012-8-23	《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》
2012-8-12	《中原内配 - 产品多元化拓宽发展空间》
2012-7-27	《中原内配 - 中期快报增 17%，海外订单助公司快速增长》

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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434