

汽车零部件

署名人: 邢卫军

S0960513070005

0755-82026562

xingweijun@china-invs.cn

中原内配

002448

推荐

产销增长稳定，未来还看新领域扩张

公司公告 13 年 3 季报: 3 季度收入 2.62 亿 (+12.3%)，净利润 0.42 亿元 (+13.0%)，EPS 为 0.18 元; 1-3 季度累计收入 8.22 亿 (+5.3%)，净利 1.26 亿 (+8.3%)。随着商用车逐步回暖，通用第五代发动机批量供货，公司预计 13 年全年净利同比增长 5-30%。

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，营收有望保持稳定增长，未来关注公司横向拓展业务后带来的增长，目前股价对于 13 年 PE 约 19 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。** 13 年国内经济企稳并步入复苏轨道，商用车市场随之改善，特别是 3 季度以来，重卡销售增长迅速，未来随经济向好有望保持快速恢复，公司是发动机气缸套龙头，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。** 13 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 (36%)。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 13-15 年实现收入 11.81、13.94 和 16.78 亿元，归属于母公司净利润 1.64、1.95 和 2.39 亿元，EPS 为 0.70、0.83 和 1.02 元。公司产品竞争力强，未来业绩增长确定性高，横向拓展新产品、新业务后将带来新的增长点，目标价 15.0 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: 15.00 元

当前股价: 13.33 元

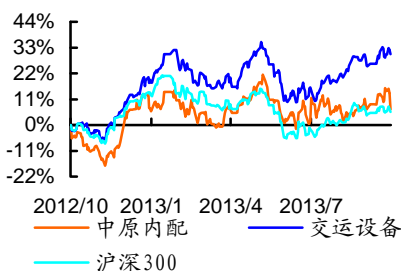
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2183.11
总股本(百万)	235
流通股本(百万)	167
流通市值(亿)	22
EPS	0.36
每股净资产(元)	7.29
资产负债率	20.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中原内配	-1.84%	6.13%	-0.12%
交运设备	0.14%	12.64%	10.13%
沪深 300	-2.18%	6.74%	-1.26%



相关报告

- 《中原内配-12 年落定，13 年目标净利增长 10%-30%——12 年年报点评》2013-4-23
- 《中原内配-关注新产品进展与商用车复苏》2013-3-18
- 《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

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1023	1181	1394	1678
收入同比(%)	5%	15%	18%	20%
归属母公司净利润	143	164	195	239
净利润同比(%)	14%	14%	19%	23%
毛利率(%)	31.2%	29.6%	29.6%	30.2%
ROE(%)	8.8%	9.3%	10.0%	10.9%
每股收益(元)	0.61	0.70	0.83	1.02
P/E	21.82	19.05	16.03	13.05
P/B	1.91	1.77	1.60	1.42
EV/EBITDA	11	10	8	7

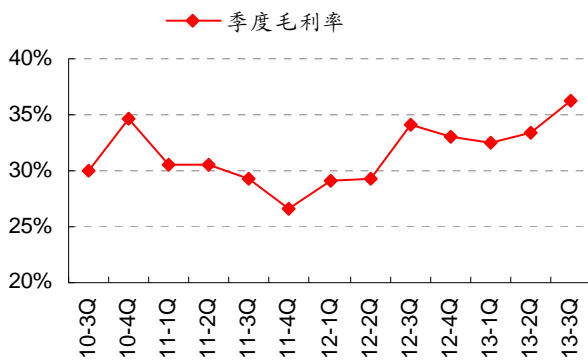
资料来源: 中投证券研究所

表 1 中原内配季度盈利性数据 (11Q4-13Q3)

财务指标(百万)	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	环比	同比
营业总收入	239.6	274.2	272.8	233.7	242.2	275.2	284.6	262.4	-7.8%	12.3%
营业成本	176.0	194.2	192.9	154.2	162.0	185.6	189.6	167.5	-11.7%	8.7%
营业费用	16.6	22.0	22.0	17.1	28.6	22.5	19.2	21.6	12.4%	26.1%
管理费用	15.9	15.4	11.1	19.1	24.0	20.1	23.7	22.8	-3.8%	19.6%
财务费用	1.3	0.2	(0.0)	(0.7)	2.8	1.6	1.8	1.9	6.6%	-384%
营业利润	28.5	45.9	46.7	41.9	24.7	47.3	47.6	50.1	5.3%	19.5%
利润总额	30.4	46.7	47.6	43.3	32.8	48.8	49.4	51.6	4.4%	19.0%
所得税	5.4	6.0	8.7	6.3	6.4	7.0	6.5	9.6	46.9%	52.3%
净利润	25.0	40.8	38.9	37.0	26.4	41.8	42.8	41.8	-2.2%	13.0%
EPS	0.27	0.44	0.42	0.40	0.22	0.36	0.36	0.18	-50.0%	-55.0%
毛利率	26.5%	29.2%	29.3%	34.0%	33.1%	32.5%	33.4%	36.2%	8.4%	6.3%
营业费用率	6.9%	8.0%	8.1%	7.3%	11.8%	8.2%	6.7%	8.2%	21.9%	12.3%
管理费用率	6.6%	5.6%	4.1%	8.2%	9.9%	7.3%	8.3%	8.7%	4.4%	6.5%
营业利润率	11.9%	16.7%	17.1%	17.9%	10.2%	17.2%	16.7%	19.1%	14.2%	6.4%
实际所得税率	17.6%	12.8%	18.2%	14.6%	19.5%	14.3%	13.2%	18.6%	40.7%	27.9%

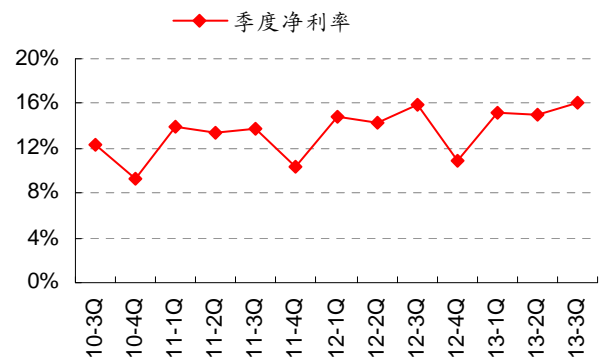
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 公司季度毛利率



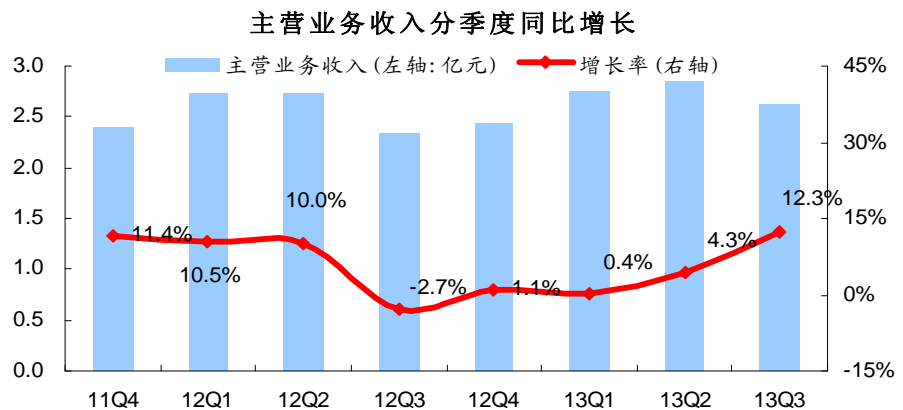
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 2 公司季度净利率



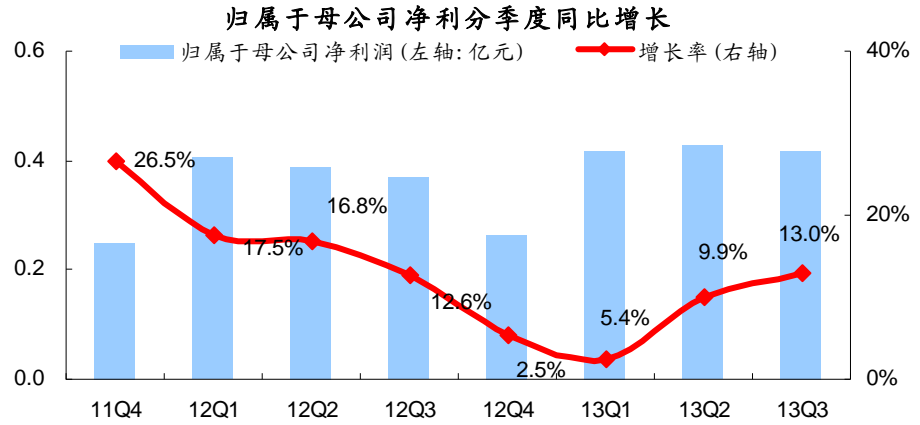
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3 公司主营收入分季度数据



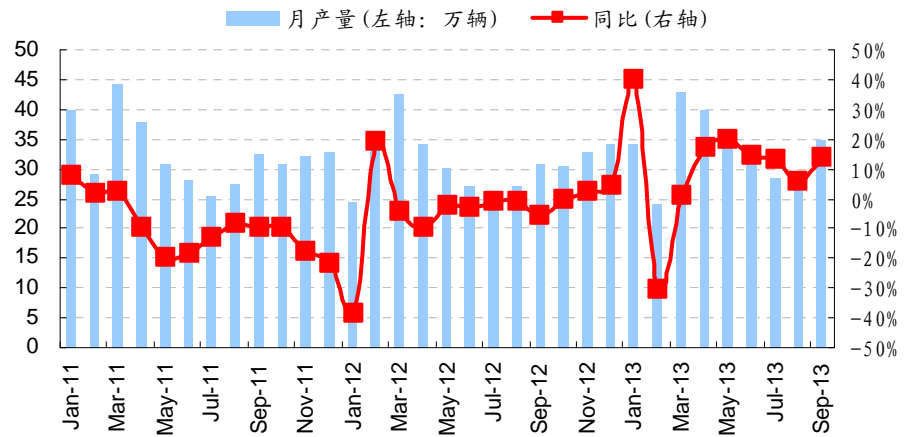
资料来源：公司公告，中投证券研究所估算

图 4 公司净利润分季度数据



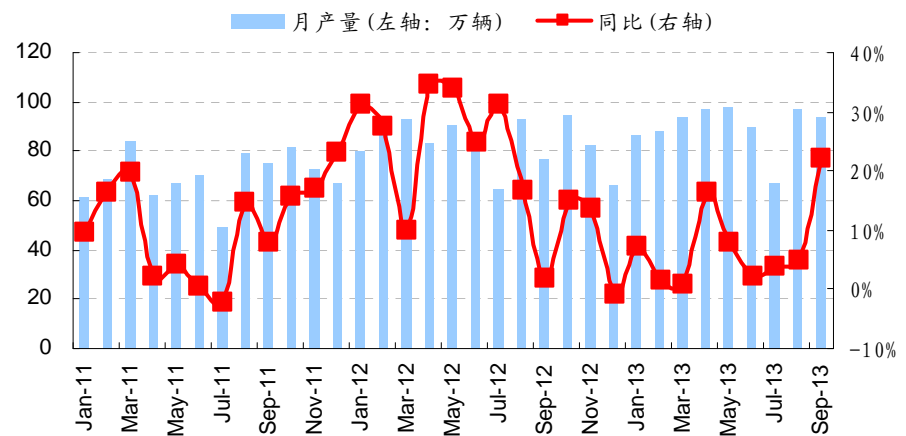
资料来源：公司公告、中投证券研究所估算

图 5 国内商用车月度产量及增速



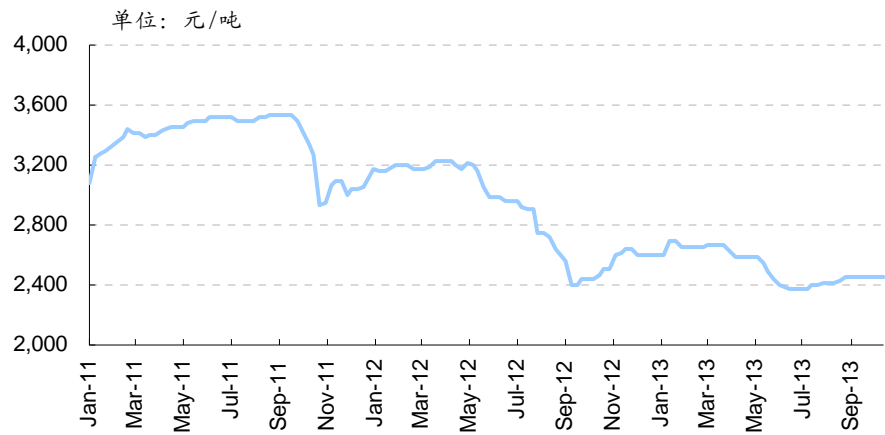
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 6 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 7 废钢价格变化（主要原材料）



资料来源：Wind、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	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1220	1174	1409	1788	营业收入	1023	1181	1394	1678
现金	711	565	693	932	营业成本	703	831	981	1171
应收账款	95	122	142	169	营业税金及附加	6	6	8	9
其它应收款	0	1	1	1	营业费用	90	99	115	142
预付账款	58	73	84	101	管理费用	70	71	84	101
存货	282	327	385	462	财务费用	2	-9	-9	-13
其他	74	86	104	123	资产减值损失	-0	3	1	2
非流动资产	766	964	969	871	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	79	75	76	76	投资净收益	7	10	10	12
固定资产	527	764	810	734	营业利润	159	191	224	279
无形资产	33	31	30	28	营业外收入	12	5	8	7
其他	127	93	53	32	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1985	2138	2377	2659	利润总额	170	195	232	285
流动负债	215	281	326	368	所得税	27	31	37	46
短期借款	0	0	0	0	净利润	143	164	195	239
应付账款	142	178	213	251	少数股东损益	0	0	0	0
其他	74	103	114	117	归属母公司净利润	143	164	195	239
非流动负债	138	96	96	96	EBITDA	220	254	311	369
长期借款	82	82	82	82	EPS (元)	1.22	0.70	0.83	1.02
其他	56	14	14	14					
负债合计	354	378	423	465	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	118	235	235	235	成长能力				
资本公积	1015	898	898	898	营业收入	4.8%	15.5%	18.0%	20.4%
留存收益	498	627	822	1061	营业利润	10.5%	19.7%	17.5%	24.4%
归属母公司股东权益	1631	1760	1955	2194	归属于母公司净利润	13.6%	14.5%	18.9%	22.8%
负债和股东权益	1985	2138	2377	2659	获利能力				
					毛利率	31.2%	29.6%	29.6%	30.2%
					净利率	14.0%	13.9%	14.0%	14.3%
					ROE	8.8%	9.3%	10.0%	10.9%
					ROIC	14.2%	12.7%	14.2%	17.5%
					偿债能力				
					资产负债率	17.8%	17.7%	17.8%	17.5%
					净负债比率	23.25	29.74%	28.00	24.88%
					流动比率	5.66	4.17	4.32	4.85
					速动比率	4.35	3.00	3.13	3.60
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.57	0.62	0.67
					应收账款周转率	9	10	10	10
					应付账款周转率	4.34	5.20	5.02	5.05
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.61	0.70	0.83	1.02
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.58	0.87	0.92
					每股净资产(最新摊薄)	6.94	7.48	8.31	9.33
					估值比率				
					P/E	21.82	19.05	16.03	13.05
					P/B	1.91	1.77	1.60	1.42
					EV/EBITDA	11	10	8	7

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
2013-4-23	《中原内配-12年落地，13年目标净利增长10%-30%——12年年报点评》
2013-3-18	《中原内配-关注新产品进展与商用车复苏》
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年三季度报点评》
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》
2012-4-15	《中原内配-一季报EPS增长17.5%，未来增速有望逐季加快》
2012-3-15	《中原内配-订单供不应求，低估值、高增长彰显投资价值》
2012-3-11	《中原内配-定增项目再进一步，奠定公司增长基础》
2012-2-26	《中原内配-近看出口扩张，远看产品升级，打造世界级气缸套供应商》

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

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	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