

日期: 2014年5月9日

行业: 汽车制造业



曾小勇
021-53519888-1930
zengxiaoyong@shzq.com
执业证书编号: S0870510120014
中小市值研究组:
曾小勇 (S0870510120014)
王昊 (S0870513070002)
潘贻立 (S0870112110005)

全球气缸套龙头, 产业链延伸效果初显

■ 投资摘要

估值与投资建议

给予“未来六个月, 谨慎增持”评级。预计2014-2016年公司营业收入同比增长18.00%、15.27%和15.60%; 实现归母净利润同比增长20.77%、21.98%和37.65%; 实现每股收益分别为0.83元、1.02元和1.40元。目前股价对应2014-2016年的动态市盈率分别为13.75倍、11.19倍和8.15倍。考虑到公司内外各半的营收结构和行业地位, 未来三年增速确定性较强, 当前估值水平偏低, 公司气缸套今年仍有30%新增产能逐步投产, 向整个摩擦副产业链延伸的效果将逐步显现。

气缸套是发动机的核心, 是最核心的部件之一, 公司是专业化生产汽车发动机气缸套的企业, 多年来唯一产品是气缸套。去年气缸套产销量3800万套, 已晋身到全球最大。非公开发行募投项目的1300万套新型节能环保气缸, 在6月底将逐步投产, 进而产能达到4500万套, 产量5000万套, 从而, 国内市占率将达50%, 国际达到20%~30%, 进一步巩固全球龙头地位。

公司战略向整个摩擦副产业链包括轴瓦、活塞、活塞环、活塞销延伸, 并取得初步成效。2013轴瓦业务开始贡献收入1022.56万元, 毛利率20.55%。南京飞燕的活塞环2014年也将贡献利润。中长期, 气缸套产能稳定在4500万套, 延伸摩擦副产业链, 达到销售收入20~30亿元, 实现再造一个内配, 同时公司保持对新兴产业发展的关注, 如保持对新能源汽车、工业机器人等方面的跟踪和适当参与。

预测假设

- 1、2014-2016年, 主营增速分别18.00%、15.27%和15.60%;
- 2、2014-2016年, 营业毛利率分别为32.61%、31.55%和31.15%;
- 3、未来三年期间费用率分别为18.46%、18.71%和18.77%。

主要风险

原材料涨价或产品结构的调整、人民币汇率变动、商用车市场需求不足等风险。

■ 数据预测与估值

至12月31日(¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,109.55	1,309.25	1,509.16	1,744.61
年增长率	8.48	18.00	15.27	15.60
归属于母公司的净利润	162.40	196.13	239.24	329.32

基本数据 (Y2013)

报告日股价 (元)	11.41
12mth A 股价格区间 (元)	31.20/10.66
总股本 (亿股)	235.24
无限售 A 股/总股本	71.49%
流通市值 (亿元)	2,087.14
每股净资产 (元)	7.47
PBR (X)	1.53
DPS (Y2013H1, 元)	

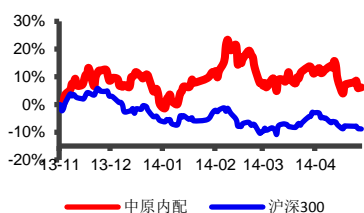
主要股东 (Y2013)

薛德龙	19.19%
张冬梅	6.74%

收入结构 (Y2013)

气缸套	98.56%
轴瓦	0.92%

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号: ZXSZ14-CR04

首次报告日期: 2014年3月14日

相关报告:

年增长率	13.49	20.77	21.98	37.65
每股收益 (元)	0.69	0.83	1.02	1.40
PER (X)	16.54	13.75	11.19	8.15

数据来源: Wind 上海证券研究所

一、全球第一的专业化气缸套生产公司

1.1 全球气缸套龙头公司

公司简介

气缸套是发动机的核心，是最核心的部件之一。公司是专业化生产汽车发动机气缸套的企业，公司主营、多年来唯一产品是发动机的气缸套。去年产能 3200 万套，产量 3800 万只，对手 3000 万套，从而由世界三强之一、亚洲最大，超过了国外 2 个竞争对手，晋身到全球最大的气缸套企业。“河阳牌”商标成为行业内唯一的“中国驰名商标”，主导产品“河阳牌”气缸套连续二十一年蝉联中国市场产销量第一，连续十九年蝉联亚洲市场产销量第一。在全国同行业率先通过了中、英、美质量环境体系认证，并先后通过美国福特、通用、克莱斯勒、康明斯、德国奔驰、意大利菲亚特、瑞典沃尔沃、日本马自达等国际知名公司的现场审核。

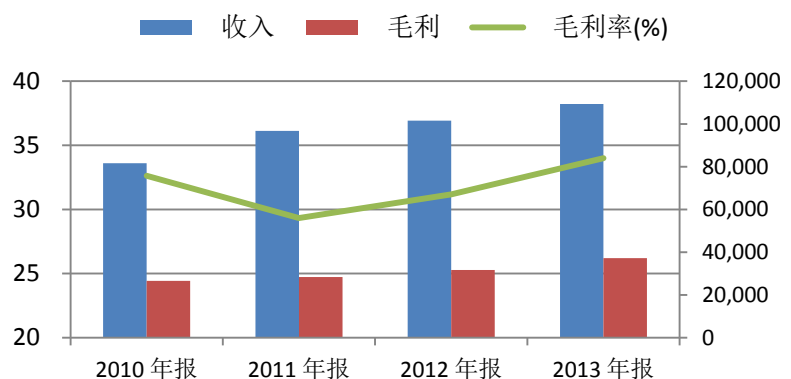
公司业务集中在气缸套，产业链延伸摩擦副开始贡献收入

公司多年来主营产品只有气缸套，主营清晰，随着气缸套全球龙头地位的确立，去年开始进行产业链延伸，逐步向摩擦副产业的轴瓦、活塞、活塞环、活塞销扩展。

考察上市以来的 2010—2013 四年，公司气缸套营收逐年增长，分别为 32%、18.57%、4.96%和 8.7%，去年总营收达到 11.10 亿元。毛利也保持超越收入的增长速度，分别为 49.20%、6.61%、11.56%和 18.11%，去年毛利 3.74 亿元。毛利率近三年也是稳定增长，分别为 29.26%、31.24%和 33.92%。

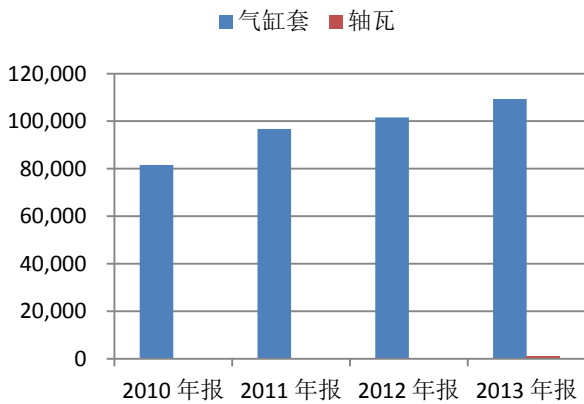
2013 年公司轴瓦业务开始贡献收入 1022.56 万元，占总营收 1%不到，毛利率 20.55%。一定意义上，南京飞燕的收购取得成功，活塞环今年也将贡献利润，这也意味着公司产业链延伸未来将逐步显现成效。

图 1 公司上市以来营收、毛利稳定增长、毛利率近三年逐步提高



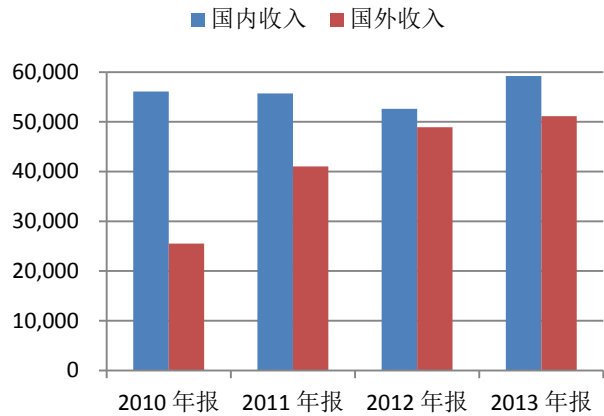
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 2 产业链延伸初显成果



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 3 内外销收入占比约各半



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

上市以来, 出口国外这一块取得较明显的增长, 目前内外销占比稳定在约 50% 左右波动, 2013 年内销占比是 53.7%, 外销占比是 46.3%。

持续保持气缸套研发投入

公司重视研发, 持续加大投入, 始终致力于高科技、高附加值产品的研发和新工艺创新, 以持续提供公司核心竞争力。2013 年, 公司完成新产品开发 120 种 166 批次, 研发投入 5,560.20 万元, 占年度营业收入比例为 5.01%。公司在对行业未来发展方向作深入研究基础上, 同时, 利用气缸套同步设计、同步研发能力的提升进行订单拓展, 利用气缸套配副能力的普遍重视, 拓展缸套与活塞、活塞环整体配副性能的研究, 进而对产业链进行延伸。

1.2 增发项目即将投产, 增长获保证

1300 万套新型环保气缸即将投产

非公开发行募投项目的 1300 万套只新型节能环保气缸, 在 6 月底将逐步投产, 进而年底时产能达到 4500 万套, 产量 5000 万套, 从而, 市占率, 将占国内市场的 50%, 占国际市场的 20%~30%, 进一步巩固全球龙头地位。

新增产能的需求能被消化, 首先是去年公司产能就显得非常紧张, 其次, 从节能环保以及国四标准实施等符合新增的 1300 万套节能环保节能气缸套, 再次, 外围市场方面, 去年在欧洲、俄罗斯等国家拓展进展良好, 这将带动今年的销量。

1.3、关于气缸套几个问题

主要用于全铝发动机, 以及商用车发动机。全铝发动机多种优

势，重量轻，噪音小，节能，成本高，国外乘用车一般用的都是全铝发动机，国内普遍的乘用车用的是铸铁发动机，从而不需用气缸套，但商用车尽管是铸铁气缸也需要缸套。

气缸套占发动机的3%的成本，按公司销量推算合300~400元/套。高端80~90元一个用4个，普通的也有20—30元一只。

对品质要求很高，对企业需要同步开发能力。全球主机厂每年推出100多种发动机，改动大，对性能及参数改动大，需要保持同步更新。气缸套的研发对结构材质网纹要求高。今年将做到4400万套，去年乘用车方面的销量超过了商用车，主要是通用美国本部复苏。

二、公司经营发展前景分析

2.1 近年发展环境比想象中好

首先，公司上游的汽车销售仍保持平稳较快增速。国内汽车产销稳中有增，分别实现了2,211.68万辆和2,198.41万辆的好成绩，同比增长达到14.76%和13.87%，而美国本部的通用也表现强劲。其次，国外出口方面，美国经济逐步复苏，持续性加强，QE逐步退出就是佐证，欧洲今年也发展势头良好，尤其是人民币汇率方面，前期出现快速贬值，这也有利于公司出口的增长和形成正面影响的汇兑损益。再次，成本方面，由于公司主要成本是生铁、废钢、有色金属和金属炉料等，其中生铁、废钢、钼铁、镍铁、电解铜等原材料的比例最大。材料成本占主营业务成本的比例在50%以上。今年以来钢铁、有色金属等价格维持弱势，有利于公司成本的降低和毛利的小幅走高。说到底，公司是一家需求不用担心，而成本却受益于宏观环境去产能、增速下滑等因素，毛利有进一步走高的趋势。

2.2、向摩擦副产业链延伸

未来公司将稳定4500万套只的气缸套产能，不再扩张，而是向整个发动机的摩擦副产业链延伸，包括活塞、活塞环、活塞销等四件套，提升模块化产品价值，因为客户模块化需求意愿大，市场推广不存在问题。去年成立控股子公司轴瓦公司之后，收购南京飞燕活塞环企业，未来还将会关注品质能达到主流市场的摩擦副产业链的标的公司进行购并，进一步丰富摩擦副产业链。未来在坚持主营业务的同时，以内燃机摩擦副行业为重心，不断延伸产品链，探索多元化经营新格局，逐步形成以“气缸套、轴瓦、活塞环、活塞、

活塞销”发动机摩擦副关键零部件为主导产业，将公司打造成全球优秀的内燃机核心零部件供应商。

2.3 中长期思路

气缸套 4500 的产能，外加摩擦副产业链扩张，销售收入将能达到 20~30 亿，实现再造一个内配。之后，中长期将在新能源汽车、新兴技术产业如工业机器人等方面进行跟踪及渗入式发展。总结下来，公司走专业化、国际化道路，从而稳定成长，长期下来每年 10—30% 增长。

三、盈利预测和投资建议

3.1 预测假设

- 1、2014—2016 年，主营增速分别 18.00%、15.27% 和 15.60%；
- 2、2014—2016 年，营业毛利率分别为 32.61%、31.55% 和 31.15%；
- 3、未来三年期间费用率分别为 18.46%、18.71% 和 18.77%。

3.2 给予“未来六个月，谨慎增持”评级

预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收入同比增长；分别实现归母净利润同比增长 20.77%、21.98% 和 37.65%；实现每股收益分别 0.83 元、1.02 元和 1.40 元。目前股价对应 2014-2016 年的动态市盈率分别为 13.75 倍、11.19 倍和 8.15 倍，考虑增速的确定性较强，当前估值水平偏低，公司气缸套今年仍有 30% 产能逐步投产，其它摩擦副产业链延伸初显效果，给予公司未来 6 个月“谨慎增持”评级。

四、风险提示

原材料涨价或产品结构的调整、人民币汇率变动、商用车市场需求不足等风险。

五、附表

表 1 中原内配利润表预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	1,109.55	1,309.25	1,509.16	1,744.61
营业成本	733.21	882.33	1,033.07	1,201.19
营业税金及附加	7.77	9.43	11.17	12.91
销售费用	108.02	124.38	144.88	167.48
管理费用	90.51	106.05	122.24	141.31
财务费用	0.39	1.57	3.62	5.23
资产减值损失	0.02	0.26	0.45	0.52
投资净收益	19.62	43.16	86.31	172.62
营业外净收益	6.92	8.20	8.20	8.20
利润总额	196.17	236.59	288.24	396.78
所得税费用	33.32	40.46	49.00	67.45
少数股东权益	0.44	-	-	-
归属于母公司受益者的净利润	162.40	196.13	239.24	329.32
每股收益 (元)	0.69	0.83	1.02	1.40

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 曾小勇 王昊 潘贻立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。