

产业链延伸风生水起 模块化配套可期

——中原内配（002448）调研简报

2014年05月21日

强烈推荐/维持

中原内配

调研快报

关注 1: 气缸套产能扩张缓解产能瓶颈。

公司 IPO 项目和再融资项目未来 2 年逐步达产。目前一方面公司产能处于饱和状态,另一方面通用等客户仍有大幅提升配套比例的需求,未来两年气缸套销量增长将取决于产能释放进度。预计今年产能将由 3800 万提升至 4400 万套、2015 年产能将提升至 5000 万套,气缸套业务将稳步增长。

关注 2: 活塞环迈出产业链延伸重要一步,今年将显著提升业绩。

公司 2013 年底收购了南京飞燕 49.16% 的股权。南京飞燕为国内销量排名第三的活塞环企业。其实际业绩在 2013 年年报中并未真正反映。预计飞燕 2014 年可在原来 2500 万基础上实现较快增长,我们认为可公司贡献 8-10% 的业绩增长。南京飞燕此前主要为国内商用车配套,收购完成后中原内配开始利用自身海外渠道优势将飞燕产品推向海外市场。目前已经开始为一些欧洲客户小批量供货。

关注 3: 活塞收购稳步推进,摩擦副模块化配套可期。

公司近年来致力于产业链延伸。力图由气缸套单一产品的零件供应商向涵盖气缸套、活塞、活塞环、活塞销四件套的摩擦副模块化供应商转化。除了已经收购的活塞环以外,目前公司也在推进活塞厂商收购。我们预计公司活塞收购在公司大力推动下实质突破可期。而活塞销的产品相对简单,若活塞收购完成,预计 1-2 年左右就可实现摩擦副模块化供货能力。

关注 4: 欧洲市场仍存巨大拓展空间。

公司在海外主要配套于北美。北美是公司市占率仅次于中国的市场。而北美和欧洲是全球最大和最高端的两大市场。目前公司在欧洲的市占率仍旧远低于北美。而从配套客户来看,公司在北美市场的康明斯、国际卡车、通用、福特分别为商用车、商用车发动机、乘用车的主流厂商。说明公司从技术、质量来说已经达到一个全面的较高标准,从这个层面来说配套欧洲主流的大众、PSA、曼、戴姆勒等厂商并无任何问题。真正需要做的努力还是集中与营销开拓层面。因此,中原内配在欧洲市场仍然存在巨大的拓展空间,而且这种扩展是真正可以够得着的。

关注 5: 人民币升值将提升公司汇兑收益。

公司对海外市场配套额占了营收的一半,且主要是以美元结算。汇

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

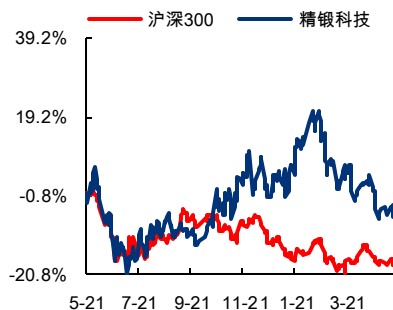
执业证书编号:

S1480512090002

交易数据

52 周股价区间(元)	11.58-27.87
总市值(亿元)	27.24
流通市值(亿元)	20.69
总股本/流通 A 股(万股)	23524/17870
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.04

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中原内配（002448）调研快报：轴瓦、缸套双轮驱动可期》2012-11-15
- 2、《中原内配（002448）事件点评：通过戴姆勒过程审核 欧美双引擎驱动之路渐清晰》2012-09-14
- 3、《中原内配（002448）2012 年中报点评：外销爆发带动业绩增长》2012-08-29
- 4、《中原内配（002448）事件点评：成立欧洲营销公司 再现“美式成功”可期》2012-08-07

率波动对公司短期业绩有很大影响。而过去几年,人民币的持续升值带来了损失。2011-2013 年度,公司汇兑损失分别为 759.60 万元、129.56 万元和 779.86 万元。而今年以来,人民币呈现明显的趋势,我们认为将为公司带来明显的汇兑收益。

结论:

产能提升将推动公司气缸套销量稳步增长。作为国内少数能够在海外 OEM 市场大规模配套的零部件企业,公司海外渠道优势明显。此外,公司在产业链延伸上步步为营,持续并购。未来公司有望借助产业链的延伸加传统渠道优势实现全球模块化供货,大幅提升成长空间。预计 2014-2016 年 EPS 为 0.89 元、1.08 元、1.37 元,当前股价对应 PE 为 13 倍、12 倍和 10 倍,维持“强烈推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	1220	1170	1302	1440	1607	营业收入	1023	1110	1299	1496	1695
货币资金	711	301	352	405	488	营业成本	703	733	860	988	1115
应收账款	95	86	110	127	144	营业税金及附加	6	8	9	10	11
其他应收款	0	3	3	4	5	营业费用	90	108	120	138	157
预付款项	58	79	79	79	79	管理费用	70	91	97	112	127
存货	282	318	358	412	465	财务费用	2	0	1	3	-1
其他流动资产	0	284	284	284	284	资产减值损失	-0.50	0.02	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	766	1160	1294	1340	1308	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	79	203	232	264	299	投资净收益	7.10	19.62	29.00	32.00	35.25
固定资产	526.92	626.22	751.31	811.58	828.17	营业利润	159	189	242	277	322
无形资产	33	32	29	26	22	营业外收入	11.75	7.89	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.52	0.97	1.00	1.00	1.00
资产总计	1985	2330	2596	2779	2915	利润总额	170	196	249	284	329
流动负债合计	215	494	604	610	539	所得税	27	33	41	47	54
短期借款	0	9	128	102	102	净利润	143	163	208	237	275
应付账款	142	208	206	236	267	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	23	58	58	58	58	归属母公司净利润	143	162	208	237	275
一年内到期的非	0	150	150	150	150	EBITDA	251	284	338	396	445
非流动负债合计	138	61	61	61	61	BPS (元)	1.45	0.69	0.88	1.01	1.17
长期借款	82	2	2	2	2	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	354	555	665	671	600	成长能力					
少数股东权益	0	17	17	17	17	营业收入增长	-7.8%	8.5%	17.11%	15.12%	13.29%
实收资本(或股	118	235	235	235	235	营业利润增长	-13.1%	385.7%	27.68%	14.60%	16.25%
资本公积	1015	898	898	898	898	归属于母公司净利润	27.8%	244.7%	27.80%	14.19%	15.85%
未分配利润	444	559	694	848	1026	获利能力					
归属母公司股东	1631	1759	1914	2092	2298	毛利率(%)	31%	34%	34%	34%	34%
负债和所有者权	1985	2330	2596	2779	2915	净利率(%)	14%	15%	16%	16%	16%
现金流量表						总资产净利润(%)	7%	7%	8%	9%	9%
						ROE(%)	9%	9%	11%	11%	12%
经营活动现金流	202	249	186	272	310	偿债能力					
净利润	143	163	208	237	275	资产负债率(%)	18%	24%	26%	24%	21%
折旧摊销	89.90	94.66	0.00	116.15	124.42	流动比率	5.66	2.37	2.16	2.36	2.98
财务费用	2	0	1	3	-1	速动比率	4.35	1.73	1.56	1.69	2.12
应付帐款的变化	0	0	-2	31	30	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.60	0.51	0.53	0.56	0.60
投资活动现金流	-440	-377	-200	-130	-57	应收账款周转率	10	12	13	13	12
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.32	6.35	6.28	6.77	6.74
长期投资	79	203	232	264	299	每股指标(元)					
投资收益	7	20	29	32	35	每股收益(最新摊薄)	1.45	0.69	0.88	1.01	1.17
筹资活动现金流	492	32	66	-89	-170	每股净现金流(最新	2.16	-0.41	0.22	0.23	0.35
短期借款	0	9	128	102	0	每股净资产(最新摊	13.87	7.48	8.14	8.89	9.77
长期借款	82	2	2	2	2	估值比率					
普通股增加	25	118	0	0	0	P/E	8.08	16.97	13.27	11.62	10.03
资本公积增加	495	-118	0	0	0	P/B	0.84	1.57	1.44	1.32	1.20
现金净增加额	254	-96	51	53	83	EV/EBITDA	2.98	9.20	7.94	6.57	5.43

资料来源: 东兴证券研究所

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。

联系人简介

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。