

# 中原内配 (002448.SZ) 汽车零部件行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

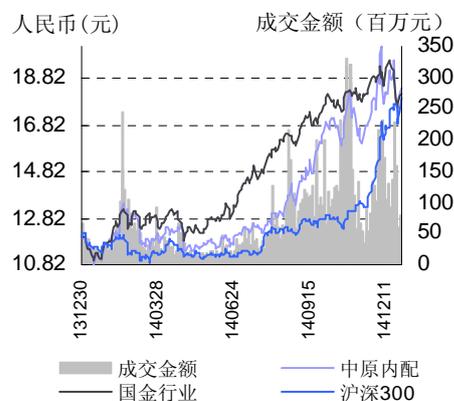
市价(人民币): 18.40元

## 产业链延伸有望打开显著的成长空间

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	179.47
总市值(百万元)	4,328.43
年内股价最高最低(元)	20.23/10.82
沪深300指数	3445.84
中小板综指	7875.11



### 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.217	0.690	0.793	0.935	1.074
每股净资产(元)	13.87	7.48	8.27	9.20	10.28
每股经营性现金流(元)	1.72	1.06	0.96	0.99	1.08
市盈率(倍)	-	22.32	23.30	19.68	17.13
行业优化市盈率(倍)	11.27	13.42	23.53	23.53	23.53
净利润增长率(%)	13.63%	13.49%	14.86%	17.87%	14.85%
净资产收益率(%)	8.77%	9.24%	9.59%	10.16%	10.45%
总股本(百万股)	117.62	235.24	235.24	235.24	235.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **全球气缸套龙头企业, 气缸套领域具备突出竞争优势。** 中原内配已成为全球规模最大的气缸套生产企业, 年产销气缸套数量接近 4000 万只。公司是全国内燃机标准化技术委员会气缸套工作组组长单位, 在气缸套材料开发、内表面珩磨技术、表面改性技术开发等方面处于国际领先地位, 公司产品已进入通用、福特、奔驰、标致雪铁龙、康明斯等全球性主流整车厂或发动机厂供应体系, 具有众多优质而且稳固的客户资源。
- **气缸套业务总体平稳增长, 国内乘用车市场将是未来最主要增长点。** 公司国内业务约 95% 为商用车配套, 目前已占据约 40% 市场份额。公司国外业务 80% 面向北美市场且主要为通用、福特配套, 预计也已至少占据约 30% 市场份额。由于公司市场份额已较高, 预计气缸套业务总体将随行业保持平稳增长。公司海外方面将加快拓展欧洲市场。除此之外, 公司收购的安徽汇中技术先进, 结合公司在气缸套领域的强大品牌影响力, 汇中将有有力帮助公司加快拓展国内乘用车市场, 有望成为公司最主要的新增长点。
- **产业链延伸逐步推进, 延伸至活塞、活塞销后产值有望显著增长。** 模块化供货是汽车行业发展大趋势之一, 延伸产业链、实现摩擦副产品的模块化供货是公司的既定战略。除主营的气缸套外, 公司产品已延伸至活塞环和轴瓦, 接下来将加快延伸至活塞和活塞销领域。由于现有主导产品在摩擦副产业链中产值占比仅约 1/3, 产业链延伸将为公司打开广阔的成长空间, 产值也有望显著增长。
- **盈利能力突出, 未来有望继续保持。** 公司盈利能力近年来稳步提升且已领先同行。得益于突出的行业地位、仍处于低位的原材料价格、领先的成本控制能力, 预计公司良好的盈利能力至少有望保持。

### 投资建议

- 公司是全球气缸套龙头企业, 未来该业务平稳增长具有可靠保障, 可提供较好的安全边际。公司当前盈利能力已非常突出, 随着其产业链延伸战略的逐步推进, 公司未来成长性也有望显著增强, 是值得中长期看好的稳健型的优质零部件企业。公司当前股价对应 2015 年约 20 倍 PE, 估值存在较好的上升空间, 我们首次覆盖并给予“增持”评级。

### 风险

- 汽车行业景气度下降、原材料价格大幅上涨、汇率波动风险、产业链延伸迟缓或经营绩效低于预期。

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)60230232  
wuwz@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司概况：全球发动机气缸套龙头，将逐步延伸产业链 .....	4
主营产品气缸套优势明显，国内外都将有新增长点 .....	5
公司气缸套产品在技术、规模等多方面具备核心优势 .....	5
国内商用车配套业务可基本保持稳定，海外业务将加快拓展欧洲市场 .....	6
收购安徽汇中后，国内乘用车配套业务将成为新增长点 .....	8
逐步延伸摩擦副产业链，未来产值有显著增长空间 .....	11
已逐步完善摩擦副产业链，未来有望延伸至活塞和活塞销领域 .....	11
轴瓦和活塞环业务发展良好，延伸至活塞、活塞销后产值有望显著增长 ...	12
盈利能力突出，未来有望保持 .....	13
盈利预测与投资建议 .....	16
风险提示 .....	16
附录：三张报表预测摘要 .....	17

## 图表目录

图表 1：近年公司国内外营业收入及增速变化（百万元） .....	4
图表 2：公司出口营收占比处于上升趋势 .....	4
图表 3：近年公司营业收入及增速变化（百万元） .....	4
图表 4：近年公司净利润及增速变化（百万元） .....	4
图表 5：气缸套应用示意图 .....	5
图表 6：公司国际市场主要配套客户 .....	6
图表 7：公司国内市场主要配套客户 .....	6
图表 8：近年国内商用车销量及增速变化（万辆） .....	7
图表 9：近年美国汽车销量及增速变化（百万辆） .....	8
图表 10：近年欧洲汽车销量及增速变化（百万辆） .....	8
图表 11：国内乘用车主流车型缸体材料使用情况统计 .....	9
图表 12：国内主要气缸套生产企业介绍 .....	10
图表 13：国内铸入式气缸套市场份额估计 .....	11
图表 14：发动机活塞连杆机构示意图 .....	12
图表 15：气缸套、活塞环、活塞、活塞销示意图 .....	12
图表 16：公司主要参控股公司介绍 .....	12
图表 17：发动机摩擦副零部件价格及价值占比情况 .....	13
图表 18：近年公司现金余额处于高位（百万元） .....	13
图表 19：近年公司资产负债率处于低位 .....	13
图表 20：近年公司毛利率和净利率变化 .....	14
图表 21：公司在同行业中盈利能力较为突出（2013） .....	14

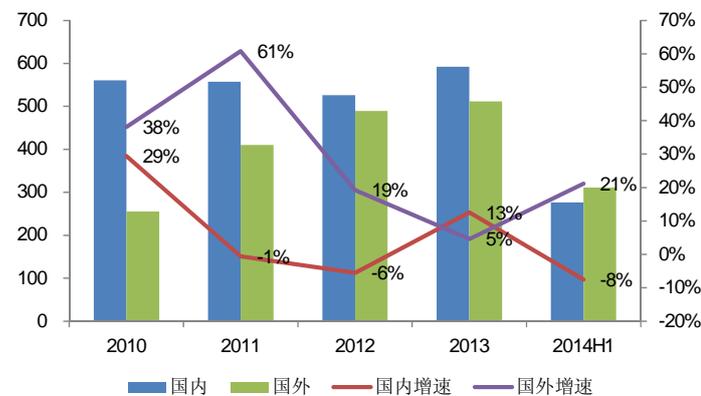
图表 22: 2013 年公司主营业务成本结构 ..... 14

图表 23: 中原内配与可比公司估值情况 (2014 年 12 月 25 日) ..... 16

### 公司概况：全球发动机气缸套龙头，将逐步延伸产业链

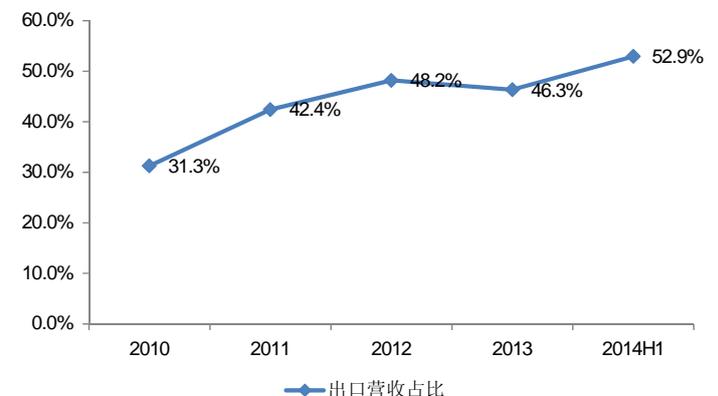
- 公司是全球规模最大的气缸套生产企业。中原内配是目前国内唯一具备大批量生产欧IV、欧V标准气缸套能力的企业，是行业内极少数几家具备自主创新能力，能够与主机厂进行同步设计、开发的企业之一。公司目前气缸套产销量已超过全球知名的德国马勒集团和美国辉门公司，成为全球规模最大的气缸套生产企业。公司为首批被商务部、发改委认定的“国家汽车及零部件出口基地企业”，“河阳牌”商标也是国内气缸套行业中唯一被国家工商行政管理总局商标局认定的“中国驰名商标”。
- 气缸套贡献公司业绩的绝大部分，出口营收占比逐年提升。公司目前产品主要为气缸套，2014年上半年气缸套营业收入占比达99%。公司轴瓦业务2013年开始贡献收入，2014年上半年营收占比约1%。公司产品出口国外的营收占比逐年提升，已由2010年的31%上升至2014年上半年的53%。

图表1：近年公司国内外营业收入及增速变化（百万元）



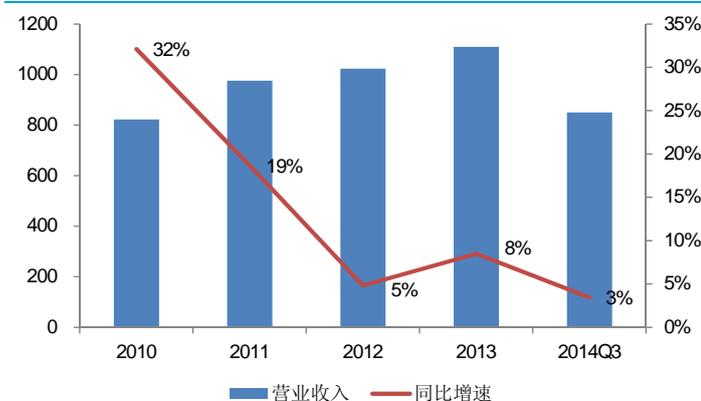
来源：公司公告、国金证券研究所

图表2：公司出口营收占比处于上升趋势



- 近年净利润增速均高于收入增速，精益生产是主因。2010年公司收入和净利润增长较快，2011年之后增速有所降低。2014年前三季度收入增速为3%，净利润增速为15%。近三年净利润增速均高于收入增速较多，主要原因是随着2012年10月以来精益生产的推进，公司生产成本明显降低，同时公司产销量不大增长，规模效应也日益显现。

图表3：近年公司营业收入及增速变化（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表4：近年公司净利润及增速变化（百万元）



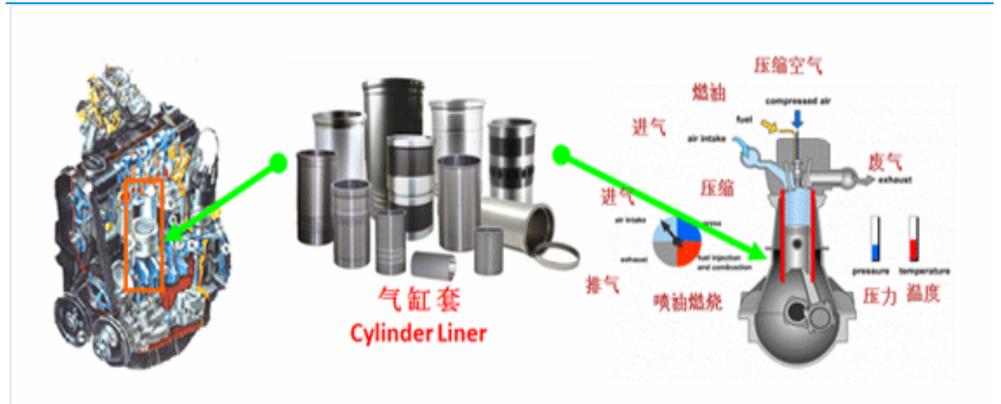
- 公司将逐步延伸发动机摩擦副产业链，未来也有望进入其它新兴行业。据公司网站和公司公告介绍，公司未来将加强与国际知名公司的合作，通过兼并、重组、合作等方式，不断延伸产品链、产业链、市场链，推进产品模块化发展。公司将以“气缸套、轴瓦、活塞环、活塞、活塞销”等产品构成的发动机摩擦副关键零部件为主导产业，目前业务范围已覆盖气缸套、轴瓦和活塞环领域，未来则有望逐渐延伸至活塞和活塞销领域。另外，公司也明确表示“在关注传统内燃机行业的同时，亦重视新能源、新材料等新兴行业，适时推动产业链转型升级”。

## 主营产品气缸套优势明显，国内外都将有新增长点

### 公司气缸套产品在技术、规模等多方面具备核心优势

- 气缸套是发动机核心零部件之一，技术含量较高。气缸套是发动机的核心零部件，气缸套-活塞环-活塞是发动机中最重要的运动件摩擦副，其摩擦功损失占到了发动机摩擦功总损失的 50~65%。气缸套的结构、材料、加工精度、内表面润滑特性、与活塞环-活塞配副性能直接影响发动机的动力性、经济性、环保性、可靠性。气缸套行业有很强的技术密集特征，气缸套企业需要解决材料科学、铸造技术、金属加工、产品检测等技术问题，具有较高的技术含量。气缸套广泛应用于乘用车、商用车、工程机械、农业机械、军工、铁道内燃机车、船舶动力等动力领域。在汽车行业，气缸套应用于几乎所有类型的商用车发动机，乘用车领域则应用于全铝发动机，传统的铸铁发动机不需要气缸套。

图表5：气缸套应用示意图



来源：公司网站、国金证券研究所

- 公司气缸套产品在技术、规模、客户资源等方面竞争优势明显。在技术方面，公司产品制造设计经验丰富，技术开发实力国际领先；在规模方面，公司已成为全球最大的气缸套生产企业；在客户方面，公司已进入国内外诸多主流主机厂供应体系。
  - 在技术方面，公司具有丰富的制造经验和领先的技术实力。首先，公司具备丰富的气缸套设计、制造、测试经验，拥有气缸套材质、加工技术、测试技术等方面的专利共 91 项，目前也是全国内燃机标准化技术委员会气缸套工作组组长单位。其次，公司在气缸套材料开发、内表面珩磨技术以及表面改性技术开发方面处于国际领先地位，公司珩磨网纹设计制造经验可使产品有效降低发动机油耗，先进的表面改性技术也可显著提高气缸套局部表面的耐磨和耐腐蚀性能。
  - 在规模方面，公司已成为全球最大的气缸套生产企业。公司是全球气缸套配套企业龙头，目前产销量已位居全球第一，主要的国际竞争对手为德国马勒集团和美国辉门公司，公司产品价格与马勒、辉门差别

不大，但具备一定的成本优势，且技术服务、质量稳定性做的更好。在国内气缸套行业，排名第二的安庆帝伯格茨产能只有公司的 60%左右。根据全球市场需求量及公司产品产销量统计，公司目前国内市场占有率约 40%，国际市场占有率超过 10%。

- 在客户资源方面，公司已进入诸多国内外主流客户供应体系。公司已进入国外主要主机厂的零部件全球采购体系，客户涵盖通用、福特、奔驰、标致雪铁龙、康明斯等，产品满足欧 V、欧 VI 排放要求，并覆盖所有机型全系列产品。在高性能低碳发动机领域，公司已成为美国通用、福特、康明斯、标致雪铁龙等欧 V 新机型摩擦副领域的首席技术伙伴。公司在国内也为一汽、东风、上汽、重汽、玉柴、潍柴、云内动力等众多主流整车企业及高端发动机公司提供主机配套服务。

图表6: 公司国际市场主要配套客户



来源：公司网站、国金证券研究所

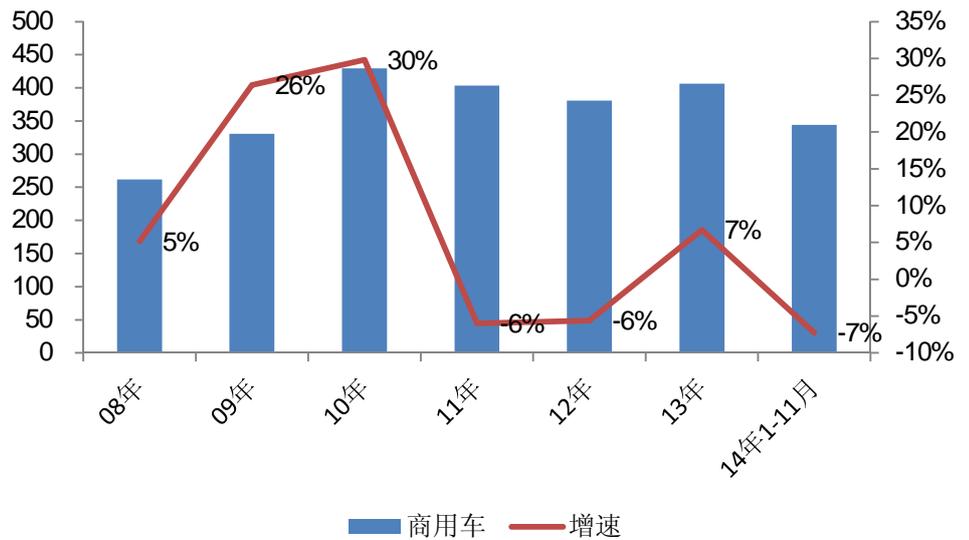
图表7: 公司国内市场主要配套客户



国内商用车配套业务可基本保持稳定，海外业务将加快拓展欧洲市场

- 国内商用车配套业务将大体保持稳定，明年可能会有小幅下滑。公司国内业务 95%是为商用车（包含工程机械、农机）发动机配套，并在国内占据约 40%的市场份额，在重汽、玉柴、朝柴、锡柴等多家主机厂市场份额更超过 60%。目前公司为国内乘用车配套量还很少，未来将通过今年收购的安徽汇中大力拓展。由于国内宏观经济增长呈减速趋势，加上国四升级带来的用户购车成本的上升，今年以来国内商用车销量增速已出现同比下滑，今年 1-11 月份增速为-7%。目前来看，我国宏观经济增速可能暂难有明显回升，且公司气缸套目前已在国内商用车市场已占据较高份额，由此我们预计公司国内商用车配套业务明年有可能随行业出现一定下滑，但从长远来看，该项业务仍有较好的成长空间。

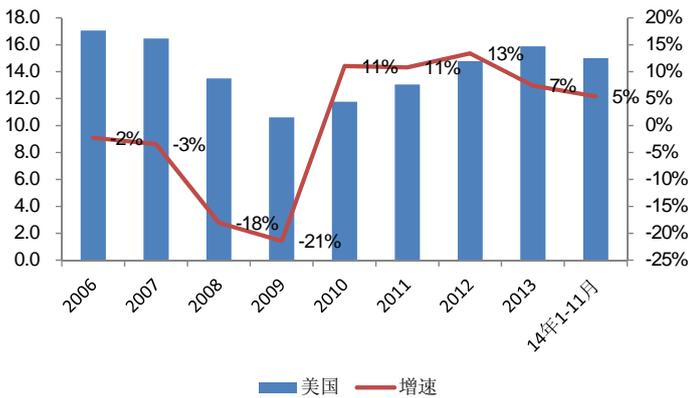
图表8: 近年国内商用车销量及增速变化(万辆)



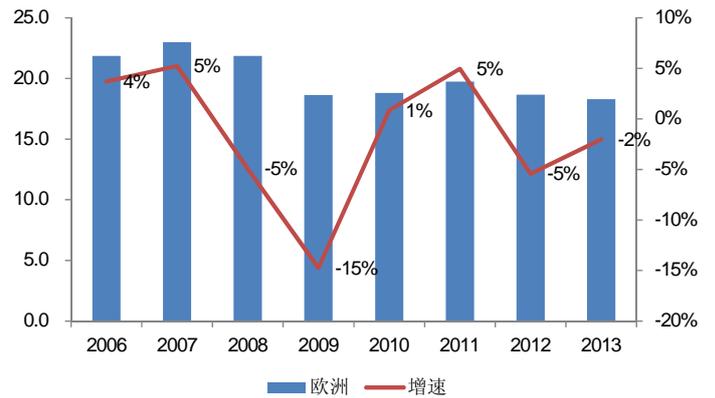
来源: CAAM、国金证券研究所

- **海外业务北美市场保持稳定, 欧洲市场将加快拓展。**公司海外业务主要为乘用车配套, 对应的主要客户为美国通用、福特, 另外也为商用车配套, 主要客户为康明斯、戴姆勒等。据了解, 公司海外业务将坚持“稳定北美市场, 加快开发欧洲市场”的导向加快拓展。
  - **北美市场有望平稳增长。**北美市场方面, 公司业务已得到较大拓展, 目前北美业务份额约占海外市场的 80%, 预计未来公司的北美业务将进入平稳发展期。公司北美市场目前主要客户为通用和福特, 对应的 13 年收入约 3.5 亿元, 占公司海外业务的 68%, 目前公司占通用、福特的全球配套比例也较高, 我们初略测算已达 30% 以上。2010 年以来, 美国汽车销量增速较为平稳, 平均约 9-10%, 2014 年 1-11 月增速为 5.4%, 我们预计未来公司北美业务也有望随着美国汽车销量增长而保持平稳增长。
  - **欧洲市场将加快拓展。**欧洲市场方面, 公司 13 年初成立了欧洲子公司, 着力开拓欧洲市场, 预计 15 年开始欧洲业务可进入收获期。目前, 公司产品已进入沃尔沃、PSA、菲亚特等公司配套体系, 今年配套量尚不足 1 亿元。今年 6 月, 公司公告称已在俄罗斯设立全资子公司, 这将有利于加强公司与独联体主机厂及售后市场客户的业务联系。欧洲市场是公司海外业务拓展的重点, 长远规划是欧洲等其他市场与北美市场的业务份额各占 50%。

图表9: 近年美国汽车销量及增速变化 (百万辆)



图表10: 近年欧洲汽车销量及增速变化 (百万辆)



来源: OICA、国金证券研究所

收购安徽汇中后，国内乘用车配套业务将成为新增长点

- 乘用车发动机全铝化为铸入式气缸套提供了新的市场空间。随着汽车排放标准和燃油经济性要求的提升，目前国外主要乘用车生产企业已经广泛使用轻型化全铝发动机，国内乘用车铸铁发动机亦逐步被铸铝发动机取代。在同等排量的发动机中，使用铝缸体发动机，能减轻 20 公斤左右的重量。原先的铸铁发动机不需要气缸套，而铸铝发动机需使用铸入式气缸套。铸入式气缸套在铸造发动机缸体时随同缸体一起铸造，分为外圆加工型（螺旋纹气缸套）和铸态外圆突起型（外径均布毛刺气缸套）两类，前者只用于输出功率较小的发动机，后者广泛应用在铝质发动机上。乘用车发动机全铝化趋势为铸入式气缸套，特别是外径均布毛刺气缸套行业的发展提供了新的市场空间。
- 乘用车气缸套国内市场空间达约 4000 万只/年，未来还有望快速增长。初步统计我国目前乘用车主流车型的缸体材料使用情况得出，南北大众车型发动机的铝化率约达 50%，东风日产、一汽丰田、北京现代、长安福特车型发动机的铝化率则已接近 100%，自主品牌中长城、比亚迪、奇瑞等车型发动机的铝化率也至少在 90%以上，由此保守估计目前我国乘用车发动机综合铝化率也已达 50%左右。2013 年，我国车用柴油机产量为 1679 万台，预计今年可达约 1850 万台，明年则有望超过 2000 万台。国内乘用车发动机绝大部分为四缸，就按每台发动机 4 个缸套计算，明年我国乘用车发动机缸套需求也将达约 4000 万只（产值约 10 亿元），随着乘用车产销量的继续增长以及铝制发动机渗透率的进一步提高，乘用车发动机缸套市场显然已有较大的市场容量并且未来仍有望快速增长。

图表11: 国内乘用车主流车型缸体材料使用情况统计

企业	车型	新车指导价	10月销量	缸体材料
上海大众	朗逸	11.29-16.59万	31713	铝
	桑塔纳	8.49-13.68万	15102	铝
	帕萨特	18.38-32.28万	19925	铁
	途观	19.98-31.58万	20119	铁
一汽大众	捷达	8.27-13.48万	24279	铝
	高尔夫	12.19-23.58万	17800	铝
	速腾	13.18-22.58万	25004	铁
	宝来	10.78-14.98万	16013	铁
上海通用	雪佛兰科鲁兹	9.99-16.99万	18946	铝
	别克凯越	9.69-11.59万	23415	铁
	别克英朗	12.99-18.73万	17514	铁
	雪佛兰赛欧	5.68-7.58万	19878	铁
北京现代	朗动	10.58-14.98万	22821	铝
	瑞纳	7.39-10.69万	18657	铝
	名图	12.98-18.98万	12733	铝
	ix35	16.98-24.28万	11517	铝
东风日产	轩逸	9.98-16.90万	30680	铝
	奇骏	18.18-26.78万	11645	铝
长安福特	福克斯	9.98-16.99万	32883	铝
	致胜	17.98-19.48万	10631	铝
	翼虎	19.38-27.58万	11346	铝
神龙汽车	爱丽舍	8.38-12.56万	9854	铁
	标致308	10.59-13.49万	9045	铁
东风悦达	K3	10.28-14.98万	13781	铝
	K2	7.29-10.99万	12805	铝
一汽丰田	卡罗拉	10.78-15.98万	21480	铝
	威驰	6.98-11.28万	10657	铝
广汽本田	雅阁	17.98-29.88万	12580	铝
	凌派	11.48-14.98万	11336	铝
上汽通用五菱	五菱宏光	4.38-7.93万	60500	铁
	宝骏730	6.98-8.28万	25506	铁
长安	逸动	7.49-11.79万	15756	铝
	CS35	7.89-9.69万	10733	铝
	欧诺	3.98-6.69万	12909	铁
	长安之星2	3.19-4.68万	8608	铁
长城	H6	9.98-16.28万	30372	铝
	H2	9.88-12.08万	11678	铝
比亚迪	F3	4.29-7.68万	9513	铝
	S6	7.99-12.99万	9988	铝
吉利	帝豪EC7	6.98-10.08万	19008	铝
奇瑞	瑞虎5	9.39-15.09万	9420	铝
	瑞虎3	7.39-9.89万	12554	铁
一汽	奔腾B系列	6.98-20.18万	10531	铁
上汽	荣威350	8.57-14.07万	7044	铁

来源: 汽车之家、CAAM、国金证券研究所

- 收购安徽汇中意在突破铸入式气缸套产能瓶颈, 加快拓展国内乘用车配套市场。公司现有铸入式气缸套 93%以上出口北美市场, 国内各大主机厂只有少量配套, 且以螺旋纹气缸套为主, 据测算, 2013 年公司国内铸入式气缸套销量约 80 万只, 仅约占公司总产量的 2%。随着国内外乘用车发动机全铝化的快速推进, 公司铸入式气缸套, 特别是外径均布毛刺气缸套市场

需求量不断增加，现有产能已无法满足市场需求。今年 10 月，公司受让安徽汇中 70% 的股权，目的就是为迅速拓展国内乘用车配套业务，进一步巩固公司行业龙头地位。

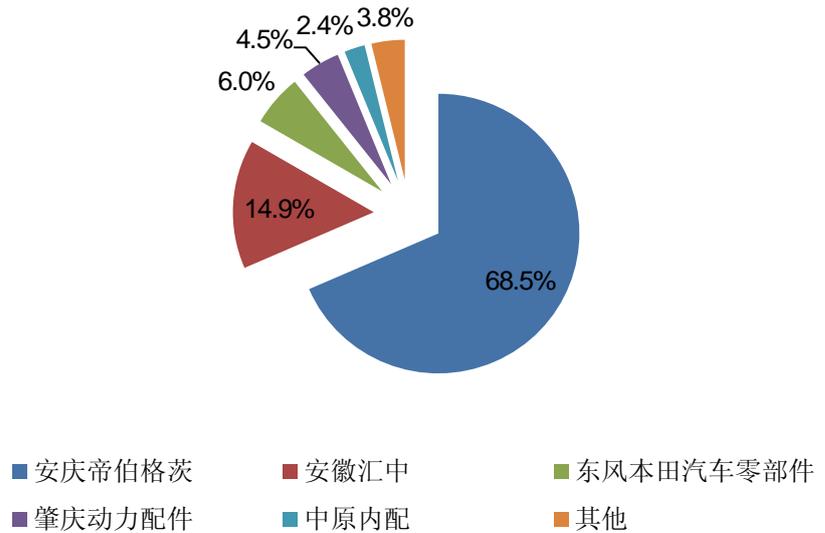
- **铸入式缸套市场竞争格局较好，安徽汇中具备较强竞争潜力。**目前国内气缸套企业中，为商用车配套的数量较多，而能为乘用车配套的非常少，且绝大多数产能较小。铸入式气缸套领域中，安徽安庆帝伯格茨目前占据主导地位，其市场份额预计已在 60% 以上，这也是公司在乘用车气缸套领域的最主要竞争对手。安徽汇中成立于 2012 年 4 月，原为福建汇华集团东南汽车缸套全资子公司，原规划产能为年产 4000 万只高品质乘用车铸入式毛刺气缸套。汇中从铸造到数控加工技术均实现了业内领先的智能化生产方式，生产的毛刺缸套具有密封性良好、传热性能良好、薄壁化、外径精度高突出特点，具备较强的竞争潜力。汇中目前产能约 500 万只/年，未来的规划是 3 年内年销量做到 1500-2000 万只。

图表 12：国内主要气缸套生产企业介绍

企业	简介	配套客户	产能
中原内配股份有限公司	全球规模最大的气缸套生产企业，国内唯一一家具备大批量生产欧 IV、欧 V 标准气缸套能力的企业，“河阳牌”商标是国内气缸套行业中唯一的“中国驰名商标”。	通用、福特、奔驰、克莱斯勒、标致雪铁龙、康明斯以及一汽、东风、上汽、重汽、玉柴、潍柴、云内动力等	4500 万只/年（柴油缸套+汽油缸套），13 年销量约 3800 万只，国内汽油缸套销量约 80 万只
安庆帝伯格茨缸套有限公司	成立于 2004 年，由中国安庆环新集团、日本帝国活塞环株式会社、中日美合资安庆帝伯格茨活塞环有限公司三方联合组建。公司全套引进日本和美国的全自动铝包容缸套生产线以及各类柴油机缸套生产线，是目前中国最大的汽油缸套生产基地。	一汽大众、上海大众、一汽丰田、天津丰田、上海通用、东风本田、长安铃木、潍柴、康明斯等	2800 万只/年（柴油缸套+汽油缸套），2013 年铝包容缸套销量约 2300 万只
扬州五亭桥缸套有限公司	成立于 1970 年，前身是原国家机械部定点骨干企业扬州缸套厂，商用车发动机缸套已批量出口，船舶中速机缸套也已为众多船舶主机产配套。	通用、康明斯、卡特彼勒、奔驰、标致、三菱及潍柴、上柴、一汽锡柴、一汽大柴、玉柴、东风、上汽等	1200 万只/年（柴油缸套）
洛阳百城内燃机配件有限公司	成立于 2000 年，是一家气缸套专业生产厂家，拥有八条农机缸套生产线和两条汽车缸套生产线。产品主要为缸径 60-130mm 之间各种机型的农用车发动机缸套，农机缸套产销量国内第一。	常柴、时风、玉柴、常州亚美柯、常工等	800 万只/年（柴油缸套）
安徽华祥实业有限公司	成立于 1969 年，主要从事内燃机曲轴、缸套、活塞等关键配件的生产与销售。目前缸套主要由旗下白兔湖动力有限公司生产。	玉柴、江动、全柴、云内、常柴、常工、亚美柯、朝柴等	约 700 万只/年（柴油缸套）
湖北省缸套厂	生产经营适用于国内外 60-135mm 缸径的各型汽车、内燃机、工程机械、船舶机械的气缸套及其组件的集团型企业。	玉柴、时风、江动、常工、常发等	约 700 万只/年（柴油缸套）
江苏爱吉斯海珠机械有限公司	始建于 1969 年，中外合资，国内生产制造船舶缸套的龙头，气缸套产品覆盖船舶、车柴、工程机械、农用车等领域。	曼、瓦锡兰、卡特比勒、三菱重工、大发、现代以及一汽锡柴、济柴、东风康明斯、玉柴等	600 万只/年（柴油缸套及一汽锡柴、济柴、东风套）
广东肇庆动力配件有限公司	成立于 1951 年，华南地区最大的气缸套生产基地。主要产品为气缸套、活塞、气缸盖。	玉柴、一汽大柴、北汽福田、长安、长安铃木、上汽通用、五菱等	600 万只/年（柴油缸套+汽油缸套）
东风本田汽车零部件有限公司	成立于 1994 年，具有本田公司独特的制造工艺技术，产品竞争力较强。主营产品为气缸体、气缸盖、气缸套、凸轮轴、正时齿轮、曲轴、减震器及其配件、车轮及其配件等。	东风本田、广汽本田，出口日本、英国等	约 600 万只/年（汽油缸套），2013 年供应东风本田和广汽本田汽油缸套约 200 万只
安徽汇中内燃机配件有限公司	成立于 2012 年，原为福建汇华集团东南汽车缸套全资子公司，主要生产高品质乘用车发动机铸入毛刺式缸套，自动化程度高。	上汽通用五菱、吉利、众泰等，尚处于客户开发阶段	500 万只/年（汽油缸套）

来源：各公司网站、国金证券研究所

图表13: 国内铸入式气缸套市场份额估计



来源: 各公司网站、国金证券研究所

- 汇中的技术与公司的品牌优势互补，公司在乘用车缸套领域市场份额有望明显提升。安徽汇中 2013 年 10 月开始正式生产，尚缺乏品牌影响力，市场局面暂未打开，目前主要客户为上汽通用五菱、吉利、众泰等，今年全年安徽汇中仍预计有一定亏损。由于公司在缸套市场已具有强大的品牌影响力，乘用车缸套产品也已大规模为通用、福特等国际巨头配套，公司收购汇中后将有助于后者尽快打开市场局面，双方完全可以实现协同发展。我们预计 2015 年汇中即有望实现盈利。另外，由于汇中主要配套乘用车市场，且汇中产品技术先进、生产自动化程度高，而中原内配的成本控制能力更是行业领先，我们预计汇中未来的整体盈利能力不会弱于中原目前的水平。

### 逐步延伸摩擦副产业链，未来产值有显著增长空间

#### 已逐步完善摩擦副产业链，未来有望延伸至活塞和活塞销领域

- 模块化供货是汽车产业发展的大趋势。随着行业竞争日益激烈、车型更新换代加快，整车厂越来越倾向于聚焦整车设计和大系统集成，而对层级低一些的系统集成任务则逐渐转嫁到零部件供应商头上，这便形成了零部件领域的模块化供应趋势。对主机厂而言，选择具有模块供货能力的供应商不仅能提高其研发和生产效率，同时也能优化其供应商管理；对零部件厂商而言，实现模块化供货不仅能提高产值、获得更好的经济效益，同时也更能稳固同主机厂的合作关系。当然这对零部件供应商的能力也提出了更高要求，只有具备较强研发和系统集成能力的企业才能具备模块化供货能力。
- 已在逐步完善发动机摩擦副产业链，下一步有望延伸至活塞和活塞销领域。公司长远规划是以“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，在现有业务基础上不断延伸产品链，推进产品模块化发展。为此，公司 2013 年成立了中原内配轴瓦子公司，并成功收购了南京飞燕 49.16% 的股权，分别进入轴瓦和活塞环配套领域。目前公司业务范围已覆盖气缸套、轴瓦、活塞环领域，根据公司的发展战略，未来延伸方向则是活塞和活塞销。

图表14: 发动机活塞连杆机构示意图



图表15: 气缸套、活塞环、活塞、活塞销示意图



来源: 互联网、国金证券研究所 (注: 连杆瓦即装配于连杆上的轴瓦)

**轴瓦和活塞环业务发展良好, 延伸至活塞、活塞销后产值有望显著增长**

- 公司目前轴瓦和活塞环业务发展良好。目前公司业务范围包含气缸套、轴瓦、活塞环三块, 其中轴瓦和活塞环业务分别由轴瓦子公司和南京飞燕完成, 这两家公司目前发展良好, 未来业绩有望取得进一步增长。
- 轴瓦子公司: 2013年成立, 今年7月份完成整体搬迁, 主要设备已完成安装调试, 从今年三季度开始与公司再融资项目同步陆续投产。13年营业收入约1085万元, 净利润163万元。我们预计其今年的收入和利润可在13年的基础上略有增长, 随着其产能逐渐提升, 明年起其收入和净利润有望增长较快。
- 南京飞燕: 公司于2013年收购, 目前持股49.16%, 主营活塞环, 在国内实力仅次于安庆帝伯格茨和仪征双环, 排名行业第三。目前南京飞燕活塞环年产能已超过一亿片, 主要客户有一汽、南汽、东风等。根据公告, 飞燕13年营业收入约3.34亿元, 净利润2434万元。由于该公司也面临搬迁, 短期产能无法明显扩张, 我们预计其今年业绩均可能与去年基本持平。

图表16: 公司主要参控股公司介绍

参控股公司	参控股比例	主要业务
安徽汇中内燃机配件有限公司	70%	以生产乘用车铸入式毛刺气缸套为主, 同时产品还配套发电机组及通用机械
南京飞燕活塞环股份有限公司	49%	主营活塞环、内燃机零部件、机电产品的生产销售, 活塞环市场份额国内第三
河南省中原内配轴瓦股份有限公司	73%	内燃机轴瓦、衬套生产销售
河南中原吉凯恩气缸套有限公司	41%	卡车、工程机械、船舶等大缸径气缸套生产销售
河南省中原华工激光工程有限公司	97%	激光加工技术及产品的研制、开发、销售
河南省中原内配铸造有限公司	100%	气缸套毛坯、模具毛坯、机械设备铸件及气缸套生产销售

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 延伸至活塞、活塞销后, 总产值有望继续显著增长。参考阿里巴巴机械汽配市场的价格数据, 我们对发动机摩擦副五种零部件的价值占比进行了

大致估计，公司主导产品气缸套预计在摩擦副中的价格占比约为 33%，其他产品中活塞和轴瓦价值占比较大，分别约为 33%、18%。由此可见公司现有主导产品在摩擦副产业链中产值占比仅约 1/3，若加上已经布局但规模尚小的轴瓦和活塞环则占约 60%。由此也可预计，若公司产品进一步延伸至活塞、活塞销领域，公司产值将有显著的扩张空间。

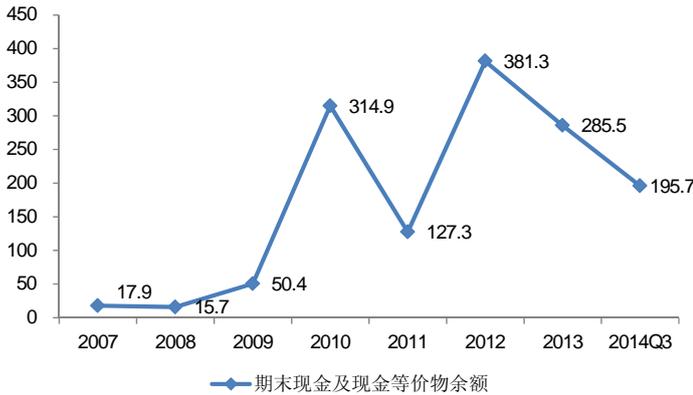
图表17: 发动机摩擦副零部件价格及价值占比情况

产品	价格（元/套）	价值占比
气缸套	约120（4个）	33%
轴瓦	约64（8对）	18%
活塞环	约42（3*4个）	12%
活塞	约120（4个）	33%
活塞销	约16（4个）	4%
总计	约362	100%

来源：阿里巴巴机械汽配市场、国金证券研究所

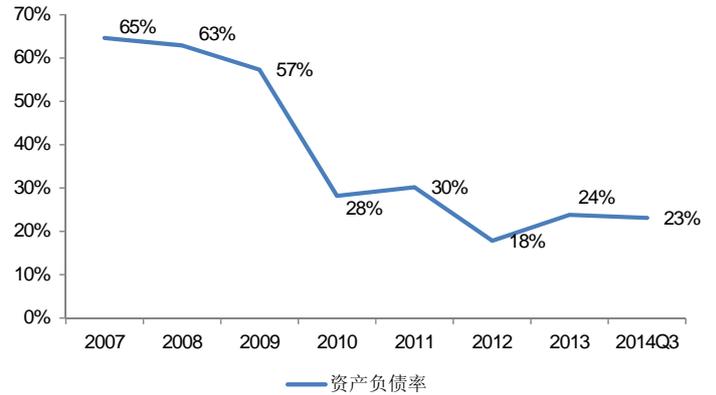
- **公司现金流稳健、资产负债率低，有助于公司产业链延伸。**2010 年之后，公司现金流和资产负债率情况均非常良好，平均账面现金及现金等价物余额接近 3 亿元，处于相对高位，平均资产负债率仅为 25%左右，远小于汽车零部件上市企业 50%的平均负债率。同时，公司尚有较多银行授信尚未动用。总体而言，未来无论是选择自建投入还是外延式扩张，公司延伸产业链都有良好的资金实力和融资能力。

图表18: 近年公司现金余额处于高位（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

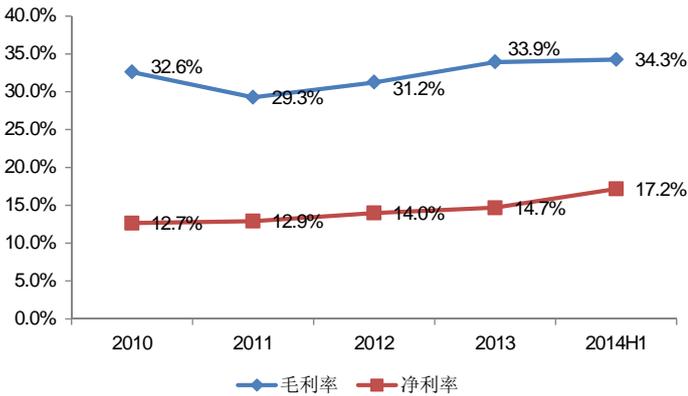
图表19: 近年公司资产负债率处于低位



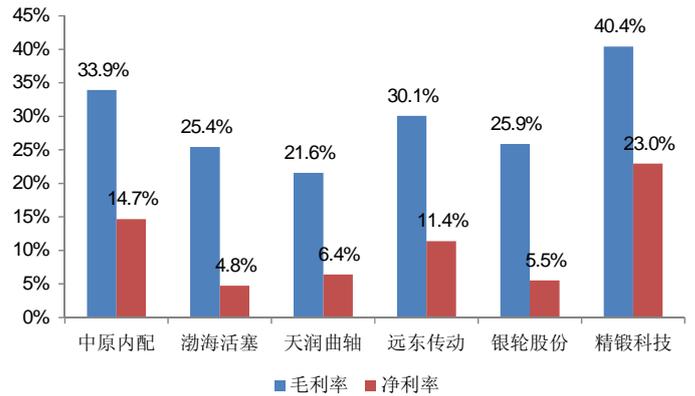
### 盈利能力突出，未来有望保持

- **公司盈利行业领先，且稳步提升。**公司毛利率和净利率自 11 年后呈现出明显的上升趋势，2014 年前三季度分别达 34%和 17%。特别需要说明的是，公司的盈利能力在汽车零部件板块中是非常突出的，大幅领先同行。以 2013 年报数据为例，公司净利率达 14.7%，与公司业务相似的渤海活塞、天润曲轴则均在 7%以下。

图表20: 近年公司毛利率和净利率变化



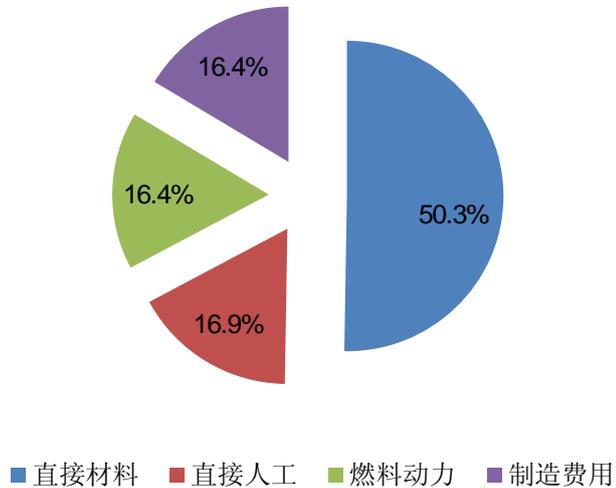
图表21: 公司在同行业中盈利能力较为突出 (2013)



来源: 各公司公告、Wind、国金证券研究所

- 公司未来有望继续保持良好的盈利能力。展望未来, 公司面临较多的有利因素, 保守预计公司目前的盈利能力水平也能基本得以保持。
- 生铁、废钢等主要原材料价格仍处于低位。公司产品气缸套主要原材料包括生铁、废钢、有色金属和金属炉料等, 公司主营业务成本中, 直接材料的占比也保持在 50% 以上, 其中生铁、废钢、钼铁、镍铁、电解铜等原材料的比例最大。目前来看, 生铁、废钢等在国内的价格仍然处于低位, 短中期看也难以出现明显的上升趋势, 这将非常有利于公司盈利能力保持。

图表22: 2013 年公司主营业务成本结构



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 精益生产持续推进, 能效管理中心国际领先。公司 2012 年 10 月开始推进精益生产, 一期项目已基本完成, 实现了作业效率提升 40%、人员减少 40%、在制品库存降低 50%。目前公司正积极推行精益生产二期, 计划扩大其实施范围。尤其值得说明的是, 公司今年新建立了具有国际领先水平的能效管理中心, 据了解该类型的能效管理中心国内仅极个别企业已建立, 该中心充分运用了物联网技术, 通过安装在每台生产设备上的传感器获取水、电、气等能源使用数据, 对各种数据

进行实时监控、分析，并进行持续改善，能实现能源的精细化管理，从而进一步帮助公司节能降耗。

- **行业龙头地位进一步巩固，议价能力不会弱化。**由于突出的行业地位，公司对下游主机厂具有一定的议价能力，公司近年来产品价格也较为稳定。今年7月，公司12年增发募投的1300万只新型节能环保气缸套项目已逐步投产，公司气缸套产能由原来的3200万只/年扩张到4500万只/年。另外，公司已在积极推进摩擦副产品的产业链延伸，未来将具有更完善的模块化供货能力，由此公司的行业龙头地位有望进一步巩固，公司议价能力也至少不至于弱化。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测，公司 14-16 年实现收入分别为 11.64、12.66、14.01 亿元，同比分别增长 4.89%、8.80%、10.63%；实现归母净利润分别为 1.87、2.20、2.53 亿元，同比分别增长 14.86%、17.87%、14.85%，对应 EPS 分别为 0.79、0.94、1.07 元。
- 核心假设如下：
  - 公司缸套业务已经较为成熟，实现快速增长概率不高，但随着收购的安徽汇中逐步打开局面，未来几年增速稳步提升。我们预计的 14-16 年缸套业务收入增速分别为 5%、8%、10%；
  - 轴瓦业务今年由于受搬迁影响，总体业绩与去年基本持平，预计明年起将有快速增长，我们预测其 14-16 年收入增速分别为 3%、100%、50%；
  - 得益于强大的产品竞争力和成本控制水平，公司盈利能力近年来稳步提升，预计未来也能基本维持这一态势。我们预测的公司 14-16 年综合毛利率分别为 34.35%、34.80%、34.75%。
  - 逐步延伸产业链是公司既定的发展战略，但鉴于此类动作的较大不确定性，暂未考虑外延式扩张对公司业绩的影响。
- 公司是全球气缸套龙头企业，气缸套产品在国内外市场均具有很强竞争力，未来该业务保持平稳增长具有可靠保障。公司未来的主要看点是产业链延伸，尤其向活塞、活塞环等摩擦副其余产品的延伸符合行业模块化供应趋势，有望为公司打开更为广阔的成长空间，公司强调“关注传统内燃机行业的同时，亦重视新能源、新材料等新兴行业，适时推动产业链转型升级”。**综合分析，我们认为公司盈利能力已非常突出，随着其产业链延伸战略的逐步推进，公司未来成长性也有望显著增强，是值得中长期看好的稳健型的优质零部件企业。公司当前股价对应 2015 年约 20 倍 PE，估值存在较好的上升空间，我们首次覆盖并给予“增持”评级。**

图表23：中原内配与可比公司估值情况（2014年12月25日）

公司	股票代码	收盘价/元	总市值/亿元	EPS 2013A	PE	BPS 2014Q3	PB
渤海活塞	600960.SH	11.37	37.29	0.28	40.61	6.13	1.85
天润曲轴	002283.SZ	8.36	46.73	0.18	46.44	5.65	1.48
远东传动	002406.SZ	10.42	29.34	0.43	24.23	7.56	1.38
精锻科技	300258.SZ	17.70	31.86	0.68	26.03	6.35	2.79
中原内配	002448.SZ	18.40	43.24	0.69	26.67	7.90	2.33

来源：Wind、国金证券研究所

注：因可比公司均缺乏一致盈利预测数据，EPS及PE仅采2013年值

## 风险提示

- 国内外汽车行业景气度大幅下降：公司产品主要供应国内外发动机或整车制造企业且市场份额及较高，受汽车行业整体景气影响较大，若行业整体销量大幅下滑，公司销量和业绩增长必将受到抑制。
- 原材料价格大幅上涨：公司产品成本结构中，直接材料成本占比在 50%以上，若未来原材料价格大幅上涨，公司整体盈利能力也可能下滑。
- 汇率波动风险：公司产品出口比例已超 50%，海外收入主要采用美元结算，汇率波动可能给公司造成较多的汇兑损益。如果人民币持续快速升值，将对公司经营业绩产生直接影响，公司产品海外市场竞争力也会受到一定削弱。

- 产业链延伸进展缓慢或经营绩效低于预期：公司未来的主要看点是产业链延伸，若进展迟缓或者延伸后经营绩效低于预期，公司估值可能难以获得提升甚至存在下行压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)					
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>976</b>	<b>1,023</b>	<b>1,110</b>	<b>1,164</b>	<b>1,266</b>	<b>1,401</b>	货币资金	182	301	150	250	397
增长率		4.8%	8.5%	4.89%	8.80%	10.63%	应收款项	194	167	178	194	214
<b>主营业务成本</b>	<b>-690</b>	<b>-703</b>	<b>-733</b>	<b>-764</b>	<b>-826</b>	<b>-914</b>	存货	260	318	304	328	363
%销售收入	70.7%	68.8%	66.1%	65.7%	65.2%	65.3%	其他流动资产	68	385	377	403	432
<b>毛利</b>	<b>286</b>	<b>320</b>	<b>376</b>	<b>400</b>	<b>441</b>	<b>487</b>	流动资产	705	1,170	1,008	1,174	1,405
%销售收入	29.3%	31.2%	33.9%	34.3%	34.8%	34.7%	%总资产	49.4%	50.2%	40.4%	43.9%	48.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	长期投资	74	252	252	252	252
%销售收入	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	579	862	982	984	981
<b>营业费用</b>	<b>-75</b>	<b>-90</b>	<b>-108</b>	<b>-109</b>	<b>-114</b>	<b>-123</b>	%总资产	40.6%	37.0%	39.3%	36.8%	33.7%
%销售收入	7.6%	8.8%	9.7%	9.4%	9.0%	8.8%	无形资产	59	32	241	251	260
<b>管理费用</b>	<b>-56</b>	<b>-70</b>	<b>-91</b>	<b>-106</b>	<b>-108</b>	<b>-115</b>	非流动资产	722	1,160	1,490	1,503	1,510
%销售收入	5.8%	6.8%	8.2%	9.1%	8.5%	8.2%	%总资产	50.6%	49.8%	59.6%	56.1%	51.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>150</b>	<b>154</b>	<b>170</b>	<b>176</b>	<b>210</b>	<b>239</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,427</b>	<b>2,330</b>	<b>2,498</b>	<b>2,677</b>	<b>2,915</b>
%销售收入	15.4%	15.1%	15.3%	15.1%	16.6%	17.0%	短期借款	161	159	136	62	0
<b>财务费用</b>	<b>-9</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	应付款项	199	286	263	285	315
%销售收入	0.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.3%	其他流动负债	41	48	61	67	74
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	400	494	460	414	389
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	2	2	2	2	2
<b>投资收益</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>20</b>	<b>39</b>	<b>44</b>	<b>48</b>	其他长期负债	29	60	75	80	90
%税前利润	6.3%	4.2%	10.0%	17.7%	16.8%	15.9%	<b>负债</b>	<b>431</b>	<b>555</b>	<b>537</b>	<b>495</b>	<b>480</b>
<b>营业利润</b>	<b>144</b>	<b>159</b>	<b>189</b>	<b>214</b>	<b>253</b>	<b>291</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>996</b>	<b>1,759</b>	<b>1,945</b>	<b>2,165</b>	<b>2,417</b>
%营业利润率	14.8%	15.6%	17.1%	18.4%	20.0%	20.8%	少数股东权益	0	17	17	17	17
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,427</b>	<b>2,330</b>	<b>2,498</b>	<b>2,677</b>	<b>2,915</b>
<b>税前利润</b>	<b>149</b>	<b>170</b>	<b>196</b>	<b>222</b>	<b>262</b>	<b>301</b>	<b>比率分析</b>					
利润率	15.3%	16.7%	17.7%	19.1%	20.7%	21.5%		2011	2013	2014E	2015E	2016E
<b>所得税</b>	<b>-23</b>	<b>-27</b>	<b>-33</b>	<b>-36</b>	<b>-42</b>	<b>-48</b>	<b>每股指标</b>					
所得税率	15.7%	16.1%	17.0%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	1.361	0.690	0.793	0.935	1.074
<b>净利润</b>	<b>126</b>	<b>143</b>	<b>163</b>	<b>187</b>	<b>220</b>	<b>253</b>	每股净资产	10.769	7.476	8.268	9.203	10.276
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.730	1.060	0.960	0.986	1.075
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>126</b>	<b>143</b>	<b>162</b>	<b>187</b>	<b>220</b>	<b>253</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	12.9%	14.0%	14.6%	16.0%	17.4%	18.0%	<b>回报率</b>					
							净资产收益率	12.64%	9.24%	9.59%	10.16%	10.45%
							总资产收益率	8.82%	6.97%	7.47%	8.21%	8.66%
							投入资本收益率	10.92%	7.29%	7.05%	7.86%	8.23%
							<b>增长率</b>					
							主营业务收入增长率	18.68%	8.48%	4.89%	8.80%	10.63%
							EBIT增长率	17.46%	10.45%	3.53%	19.42%	13.58%
							净利润增长率	20.99%	13.49%	14.86%	17.87%	14.85%
							总资产增长率	15%	17.36%	7.23%	7.15%	8.89%
							<b>资产管理能力</b>					
							应收账款周转天数	38.7	29.7	26.0	26.0	26.0
							存货周转天数	130.1	149.2	145.0	145.0	145.0
							应付账款周转天数	73.3	87.0	85.0	85.0	85.0
							固定资产周转天数	190.0	206.0	259.0	224.3	188.9
							<b>偿债能力</b>					
							净负债/股东权益	-1.98%	-8.99%	-1.68%	-9.46%	-17.05%
							EBIT利息保障倍数	16.8	430.8	858.2	260.0	-52.6
							资产负债率	30.18%	23.82%	21.48%	18.49%	16.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	3
增持	0	0	0	2	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.67</b>	<b>1.64</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61620767

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD