

中原内配 (002448.SZ) 汽车零配件行业

评级：买入 上调评级

公司点评

吴文钊

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

同 GKN 战略合作有助加快推进产业链延伸；

事件

公司今日发布公告称与吉凯恩工业有限公司（GKN Industries Limited）于 2015 年 2 月 11 日签署了《战略合作意向书》，双方拟就共同关注的领域，选取合适的项目，开展战略合作。如果双方发现在某领域均有合作的可能及兴趣且双方同意合作，将进一步推动新的合作项目。

评论

与 GKN 战略合作首先是中原内配卓越的经营管理能力的体现。GKN 是世界 500 强企业，还是英国第二大工程技术型生产商，在全球范围内享有盛誉。据了解本次战略合作是 GKN 主动提出的，由此可以看出 GKN 对中原内配经营管理能力的高度认可。事实上，早在 2005 年双方已合资成立了中原吉凯恩气缸套有限责任公司，主营大口径气缸套。该公司经营效益一直较好，尤其 2014 年业绩增速高达 60% 以上。双方既有的良好的合作经验也是促成两者战略合作的重要原因。

GKN 在传动系统、陆地系统、新能源汽车领域均有超强实力，双方有可能在此类领域展开更多合作。 GKN 下设四个事业部：吉凯恩传动系统、吉凯恩粉末冶金、吉凯恩航宇和吉凯恩陆地系统，主要服务于汽车、航空航天和陆地系统市场。其中，吉凯恩传动系统主要提供全轮四驱驱动系统解决方案，同时在新能源汽车领域也有领先的技术优势，GKN 生产了世界上第一台应用于混动和纯电动汽车的双速驱动系统 (two-speed eAxe)，且已进入宝马 i8 的配套体系。吉凯恩陆地系统事业部主要生产联轴器、离合器、变速箱、传动轴、刹车、控制系统等零部件，用于农业机械、工程机械等领域。由于 GKN 在传动领域已经同华域汽车有合作，粉末合金和航宇系统则与中原内配现有业务跨度太大，我们预计双方在陆地系统展开合作的可能性较大，另外双方均有志于开拓极具前景的新能源汽车市场，双方在此领域展开合作的可能性也较大。

公司产业链延伸战略有望加快推进。 中原内配已经成为全球气缸套龙头企业，目前公司正积极推进产业链延伸战略。公司一方面将积极推进产品模块化发展，谋求逐渐进入活塞和活塞销领域，打造涵盖“气缸套、轴瓦、活塞环、活塞、活塞销”等产品的完整的发动机摩擦副主导产业；另一方面，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”。本次同 GKN 战略合作非常契合公司的发展战略，也有望促进公司产业链延伸战略的加快推进。

对公司短期业绩无影响，但有助于提升公司估值。 公司本次同 GKN 战略合作暂时仍属合作意向，具体的合作项目尚未确定，由此对公司短期业绩并无影响。尽管如此，同涉足广泛且竞争力突出的 GKN 战略合作已为公司打开了广阔的拓展空间，公司不仅有可能进入更多的传统汽车零部件领域，在新能源汽车等新兴领域也可能有所作为，这无疑有利于公司估值的提升。

投资建议

此前我们已经撰写了题为《产业链延伸有望打开显著的成长空间》的公司深度报告，我们认为产业链延伸是公司未来最大的看点。我们维持公司 14-15 年 EPS 分别为 0.79、0.94 元的盈利预测，当前公司股价对应 15 年约 23 倍 PE。由于公司本次同 GKN 战略合作可视是其产业链延伸战略加快推进的积极信号，加上此前公司已公布了 10 转 15 的高送转方案，我们上调公司投资评级至“买入”，第一目标价 28 元，对应 15 年 30 倍 PE。

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
主营业务收入	976	1,023	1,110	1,164	1,266	1,401						
增长率		4.8%	8.5%	4.89%	8.80%	10.63%						
主营业务成本	-690	-703	-733	-764	-826	-914						
% 销售收入	70.7%	68.8%	66.1%	65.7%	65.2%	65.3%						
毛利	286	320	376	400	441	487						
% 销售收入	29.3%	31.2%	33.9%	34.3%	34.8%	34.7%						
营业税金及附加	-4	-6	-8	-8	-9	-10						
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%						
营业费用	-75	-90	-108	-109	-114	-123						
% 销售收入	7.6%	8.8%	9.7%	9.4%	9.0%	8.8%						
管理费用	-56	-70	-91	-106	-108	-115						
% 销售收入	5.8%	6.8%	8.2%	9.1%	8.5%	8.2%						
息税前利润（EBIT）	150	154	170	176	210	239						
% 销售收入	15.4%	15.1%	15.3%	15.1%	16.6%	17.0%						
财务费用	-9	-2	0	0	-1	5						
% 销售收入	0.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.3%						
资产减值损失	-7	0	0	-1	0	0						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0						
投资收益	9	7	20	39	44	48						
% 税前利润	6.3%	4.2%	10.0%	17.7%	16.8%	15.9%						
营业利润	144	159	189	214	253	291						
营业利润率	14.8%	15.6%	17.1%	18.4%	20.0%	20.8%						
营业外收支	5	11	7	8	9	10						
税前利润	149	170	196	222	262	301						
利润率	15.3%	16.7%	17.7%	19.1%	20.7%	21.5%						
所得税	-23	-27	-33	-36	-42	-48						
所得税率	15.7%	16.1%	17.0%	16.0%	16.0%	16.0%						
净利润	126	143	163	187	220	253						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0						
归属于母公司的净利润	126	143	162	187	220	253						
净利率	12.9%	14.0%	14.6%	16.0%	17.4%	18.0%						
现金流量表（人民币百万元）							比率分析					
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	126	143	163	187	220	253	每股指标					
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.361	0.690	0.793	0.935	1.074
非现金支出	44	58	64	82	99	104	每股净资产	10.769	7.476	8.268	9.203	10.276
非经营收益	-4	-10	-13	-43	-47	-57	每股经营现金流	0.730	1.060	0.960	0.986	1.075
营运资金变动	-98	11	35	1	-40	-47	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	68	202	249	226	232	253	回报率					
资本开支	-268	-112	-247	-402	-101	-100	净资产收益率	12.64%	9.24%	9.59%	10.16%	10.45%
投资	-1	0	-471	0	0	0	总资产收益率	8.82%	6.97%	7.47%	8.21%	8.66%
其他	1	-328	341	39	44	48	投入资本收益率	10.92%	7.29%	7.05%	7.86%	8.23%
投资活动现金净流	-268	-440	-377	-363	-57	-52	增长率					
股权募资	0	526	0	0	0	0	主营业务收入增长率	18.68%	8.48%	4.89%	8.80%	10.63%
债权募资	39	-80	79	-9	-68	-52	EBIT增长率	17.46%	10.45%	3.53%	19.42%	13.58%
其他	-26	46	-47	-5	-7	-2	净利润增长率	20.99%	13.49%	14.86%	17.87%	14.85%
筹资活动现金净流	13	492	32	-14	-75	-54	总资产增长率	15%	17.36%	7.23%	7.15%	8.89%
现金净流量	-188	254	-96	-151	100	147	资产管理能力					
							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
							偿债能力					
							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%

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-12-29	增持	17.90	23.00~28.00

来源：国金证券研究所



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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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：021-61620767
传真：021-61038200
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：010-66216979
传真：010-66216793
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：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD