

# 中原内配 (002448.SZ) 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

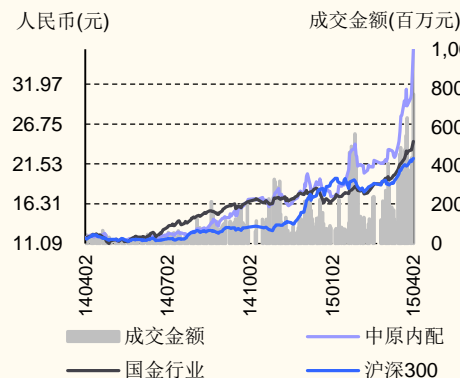
业绩点评

市场价格 (人民币): 36.55 元  
目标价格 (人民币): 40.00-43.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 36.55/11.19  
沪深 300 指数 4124.78



## 相关报告

- 《同 GKN 战略合作有助加快推进产业链延伸》, 2015.2.11
- 《产业链延伸有望打开显著的成长空间》, 2014.12.29

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

## 传统主业增长稳健, 产业链延伸有望加速

### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.690	0.770	0.954	1.137	1.288
每股净资产(元)	7.48	8.05	8.70	9.54	10.53
每股经营性现金流(元)	1.06	0.72	0.86	1.28	1.42
市盈率(倍)	-	47.47	38.29	32.15	28.37
行业优化市盈率(倍)	13.42	21.74	32.65	32.65	32.65
净利润增长率(%)	13.49%	11.57%	23.91%	19.10%	13.34%
净资产收益率(%)	9.24%	9.57%	10.97%	11.92%	12.24%
总股本(百万股)	235.24	235.24	235.24	235.24	235.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 中原内配 14 年实现营业收入 10.8 亿元, 同比下降 2.3%; 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比增长 11.6%, 实现 EPS 0.77 元, 业绩符合预期。

### 经营分析

- 公司净利率受成本管理的有效推进和投资收益的增加而有所提升。公司 14 年收入同比小幅下滑 2.3%, 主要是受国内商用车市场整体下滑影响, 公司气缸套产品销量同比下滑 5.9%。但得益于原材料价格下降以及公司精益生产的推进, 公司 14 年毛利率达 35.8%, 同比增长 1.9 个百分点。公司 14 年净利率达 16.7%, 同比增长 3.2 个百分点, 除毛利率有所提高外, 主要原因是公司 14 年投资收益增加 2064 万元, 同比增加 105%, 其中长期股权投资收益增加 1253 万元, 同比增长 189%, 主要增长来自于中原吉凯恩 (增加 584 万元) 和南京飞燕活塞环公司 (增加 636 万元)。
- 国内乘用车市场和海外市场有望成为气缸套业务主要增长点。14 年气缸套业务收入仍占公司收入的绝大部分, 约 98.2%。14 年 10 月, 公司收购安徽汇中, 新增乘用车气缸套产能 500 万只, 公司未来将全面进军乘用车气缸套市场, 这也有望成为公司传统业务的最大增长来源。此外, 公司在稳固现有主要海外合作伙伴的基础上还将继续大力开拓国际市场尤其是欧洲市场, 公司前期在俄罗斯设立了全资子公司, 独联体市场也有望成为新增长点。公司拟定的 2015 年收入及净利润增长目标为 5-30%, 依托公司突出的竞争能力, 我们认为公司实现这一目标难度不大。
- 围绕新兴产业, 公司产业链延伸战略有望加快推进。除继续推进传统摩擦副模块化供货外, 公司明确提出“围绕新能源、智能制造、高端装备制造、汽车后市场等高新技术领域和新兴行业, 择机延伸产业链, 实现战略布局”。结合公司此前公告的与 GKN 战略合作、取得军工三级保密资格等, 我们预计公司产业链延伸将加快推进且布局领域很可能为新能源汽车、智能制造等热门领域, 这不仅在短期内有利于公司估值提升, 同时从长期来看也将为公司打开全新的成长空间。
- 公司盈利能力突出, 未来有望继续保持。公司 14 年盈利能力持续提升且领先同行 (行业平均毛利率约在 26% 左右)。公司未来也将借助于 EDI 系统和能效管理中心, 持续推进精益生产, 提升公司营运能力。我们认为, 基于目前原材料价格仍然较低的有利环境, 凭借自身突出的行业地位和领先的成本

控制能力，公司极强的盈利能力有望继续保持。

### 盈利预测与投资建议

- 不考虑公司潜在的外延式扩张，我们预计公司未来业绩仍将保持稳健增长态势，我们预测公司 15-17 年 EPS 分别为 0.95、1.14、1.29 元。公司是全球性内燃机缸套龙头，传统主业增长稳健、盈利能力突出，除传统业务积极延伸产业链外，公司还积极寻求进入新能源汽车、高端装备制造、汽车后市场等新兴领域，发展新主业，未来公司估值提升将不缺催化剂。公司当前股价对应 15 年约 38 倍 PE，基本处于合理范围但也仍有提升空间。我们维持公司“买入”评级。

**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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,023</b>	<b>1,110</b>	<b>1,084</b>	<b>1,222</b>	<b>1,355</b>	<b>1,501</b>	货币资金	711	301	327	300	500	750
增长率		8.5%	-2.3%	12.71%	10.87%	10.83%	应收款项	169	167	231	230	248	267
<b>主营业务成本</b>	<b>-703</b>	<b>-733</b>	<b>-696</b>	<b>-778</b>	<b>-857</b>	<b>-951</b>	存货	282	318	312	341	364	391
%销售收入	68.8%	66.1%	64.2%	63.7%	63.3%	63.3%	其他流动资产	58	385	159	254	280	307
<b>毛利</b>	<b>320</b>	<b>376</b>	<b>388</b>	<b>443</b>	<b>497</b>	<b>551</b>	流动资产	1,220	1,170	1,029	1,126	1,392	1,714
%销售收入	31.2%	33.9%	35.8%	36.3%	36.7%	36.7%	%总资产	61.4%	50.2%	41.3%	40.6%	46.0%	51.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	长期投资	79	252	253	253	253	253
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	640	862	1,078	1,095	1,067	1,034
<b>营业费用</b>	<b>-90</b>	<b>-108</b>	<b>-105</b>	<b>-117</b>	<b>-129</b>	<b>-141</b>	%总资产	32.3%	37.0%	43.2%	39.5%	35.3%	31.1%
%销售收入	8.8%	9.7%	9.7%	9.6%	9.5%	9.4%	无形资产	33	32	116	282	290	299
<b>管理费用</b>	<b>-70</b>	<b>-91</b>	<b>-105</b>	<b>-108</b>	<b>-115</b>	<b>-123</b>	非流动资产	766	1,160	1,463	1,648	1,631	1,608
%销售收入	6.8%	8.2%	9.7%	8.8%	8.5%	8.2%	%总资产	38.6%	49.8%	58.7%	59.4%	54.0%	48.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>154</b>	<b>170</b>	<b>169</b>	<b>209</b>	<b>243</b>	<b>274</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,985</b>	<b>2,330</b>	<b>2,492</b>	<b>2,773</b>	<b>3,022</b>	<b>3,322</b>
%销售收入	15.1%	15.3%	15.6%	17.1%	17.9%	18.3%	短期借款	0	159	156	169	172	184
<b>财务费用</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	应付款项	167	286	308	333	368	408
%销售收入	0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	48	48	33	115	120	125
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	流动负债	215	494	497	618	660	717
<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	82	2	2	2	2	2
<b>投资收益</b>	<b>7</b>	<b>20</b>	<b>40</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	其他长期负债	56	60	74	80	90	100
%税前利润	4.2%	10.0%	19.3%	18.7%	18.8%	18.9%	<b>负债</b>	<b>354</b>	<b>555</b>	<b>573</b>	<b>699</b>	<b>751</b>	<b>818</b>
<b>营业利润</b>	<b>159</b>	<b>189</b>	<b>201</b>	<b>252</b>	<b>301</b>	<b>342</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,631</b>	<b>1,759</b>	<b>1,893</b>	<b>2,047</b>	<b>2,243</b>	<b>2,476</b>
营业利润率	15.6%	17.1%	18.5%	20.7%	22.2%	22.8%	少数股东权益	0	17	27	27	28	28
<b>营业外收支</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,985</b>	<b>2,330</b>	<b>2,492</b>	<b>2,773</b>	<b>3,022</b>	<b>3,322</b>
<b>税前利润</b>	<b>170</b>	<b>196</b>	<b>209</b>	<b>261</b>	<b>311</b>	<b>353</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	16.7%	17.7%	19.3%	21.4%	23.0%	23.5%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>所得税</b>	<b>-27</b>	<b>-33</b>	<b>-28</b>	<b>-37</b>	<b>-44</b>	<b>-49</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.1%	17.0%	13.4%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	1.217	0.690	0.770	0.954	1.137	1.288
<b>净利润</b>	<b>143</b>	<b>163</b>	<b>181</b>	<b>225</b>	<b>268</b>	<b>303</b>	每股净资产	13.870	7.476	8.046	8.700	9.537	10.525
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.719	1.060	0.719	0.862	1.276	1.416
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>143</b>	<b>162</b>	<b>181</b>	<b>225</b>	<b>267</b>	<b>303</b>	每股股利	0.300	0.300	0.200	0.300	0.300	0.300
净利率	14.0%	14.6%	16.7%	18.4%	19.7%	20.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	8.77%	9.24%	9.57%	10.97%	11.92%	12.24%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.21%	6.97%	7.27%	8.10%	8.85%	9.12%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	7.54%	7.29%	7.05%	8.00%	8.54%	8.77%
<b>净利润</b>	<b>143</b>	<b>163</b>	<b>181</b>	<b>225</b>	<b>268</b>	<b>303</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	4.81%	8.48%	-2.30%	12.71%	10.87%	10.83%
<b>非现金支出</b>	<b>58</b>	<b>64</b>	<b>93</b>	<b>115</b>	<b>120</b>	<b>125</b>	EBIT 增长率	2.57%	10.45%	-0.50%	23.42%	16.25%	13.00%
非经营收益	-10	-13	-34	-49	-59	-68	净利润增长率	13.63%	13.49%	11.57%	23.91%	19.10%	13.34%
<b>营运资金变动</b>	<b>11</b>	<b>35</b>	<b>-71</b>	<b>-88</b>	<b>-28</b>	<b>-27</b>	总资产增长率	39%	17.36%	6.96%	11.27%	8.98%	9.92%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>202</b>	<b>249</b>	<b>169</b>	<b>203</b>	<b>300</b>	<b>333</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-112</b>	<b>-247</b>	<b>-262</b>	<b>-288</b>	<b>-90</b>	<b>-89</b>	应收账款周转天数	37.0	29.7	35.4	35.0	35.0	35.0
投资	0	-471	144	0	0	0	存货周转天数	140.6	149.2	165.2	160.0	155.0	150.0
其他	-328	341	22	49	59	67	应付账款周转天数	84.0	87.0	112.0	110.0	110.0	110.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-440</b>	<b>-377</b>	<b>-96</b>	<b>-239</b>	<b>-31</b>	<b>-22</b>	固定资产周转天数	188.0	206.0	353.0	294.5	247.3	205.3
股权募资	526	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-80	79	-14	20	13	22	净负债/股东权益	-38.55%	-8.99%	-8.87%	-6.24%	-14.37%	-22.55%
其他	46	-47	-30	-11	-82	-82	EBIT 利息保障倍数	66.7	430.8	73.4	48.9	-874.8	-241.6
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>492</b>	<b>32</b>	<b>-43</b>	<b>9</b>	<b>-69</b>	<b>-61</b>	资产负债率	17.83%	23.82%	22.97%	25.22%	24.86%	24.64%
<b>现金净流量</b>	<b>254</b>	<b>-96</b>	<b>30</b>	<b>-27</b>	<b>200</b>	<b>250</b>							

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	0	1
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.75

来源：朝阳永续

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	18.40	23.00~28.00
2	2015-02-11	买入	21.37	N/A

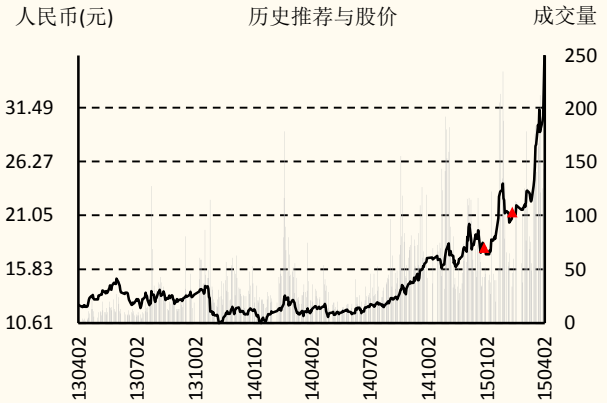
来源：国金证券研究所

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：**

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：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