

中原内配 (002448)

股东大会通过 Incodel 收购议案 海外布局将加速

事件:

公司1月17日召开临时股东大会通过议案,同意全资子公司 ZYNP Group (U.S.A) Inc 以现金 1.012 亿美元收购 Incodel Holding LLC 的 100% 股权以及 0.176 亿美元收购 的经营性土地和厂方以及相关无形资产。

点评:

本次收购将为公司海外业务减少中间环节,并有望以之为跳板开拓更多海外客户,加快国际化战略布局。Incodel 是中原内配在北美地区的主要合作伙伴,主要为公司在北美市场销售提供市场开发、技术研发与沟通、仓储物流、产品分拣、二次检验、供应链管理等行业垂直整合服务,从而满足客户对一级供应商“全服务供应商资格”的要求。2015年,Incodel 营收 5.17 亿元,净利润 4,915 万元;2016 年前三季度,Incodel 营收 4.00 亿元,净利润 5,313 万元。1H16 公司 46% 的营收来自于海外,而北美的通用、福特是最核心的客户。本次收购将减少公司在北美市场的中间环节,一方面提升毛利率,另一方面则有利于公司未来以之为跳板开拓更多的海外客户。未来欧洲市场也有望获得新的突破。

作为具有国际竞争实力的气缸套龙头,公司积极开拓主业边疆,业绩稳步增长。一方面,公司在国内商用车市场业务稳定,玉柴、一汽、一拖等知名企业皆为稳定客户,产品也在逐步从单品(缸套)向以“气缸套、活塞、活塞环、活塞销、轴瓦”为核心的内燃机摩擦副零部件模块化供货模式演变。另一方面,公司积极开拓乘用车市场业务,子公司已进入上汽大众、比亚迪、吉利、长安等多家车企的配套体系,2017 年底产能有望翻倍。

此外,公司还在汽车电子、智能制造等领域积极开拓新的业务类型和利润增长点。12月5日,公司公告称拟以自有资金 3,140 万元与上海华元恒道及三名自然人共同投资设立“中原内配(上海)电子科技有限公司”,进行汽车电子零配件、汽车电控系统以及其他车用机电产品的研发、生产和销售,其中公司持股 62.80%。此前还参股灵动飞扬布局 ADAS 领域,与郑州大河智信共同投资设立中原智信,开展智能制造方案提供服务,参与深圳协和聚坤股权投资管理企业挖掘新的投资机会。

投资建议:

公司作为发动机气缸套龙头企业,传统商用车和海外客户优质稳定,国内乘用车客户不断开拓上量迅速,产品亦有价值量和毛利率上升空间。此外,公司稳步推进国际化战略布局,并向汽车电子、智能制造等新领域拓展业务。不考虑本次收购,预计 16/17 年 EPS 分别为 0.37/0.41 元,对应 PE 分别为 27X/25X,首次覆盖给予“买入评级”,目标价 12.5 元。

风险提示: 海外市场拓展较慢、国内乘用车业务进展低于预期、商用车下游需求放缓等。

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入(首次评级)
当前价格	10.21 元
目标价格	12.5 元
上次目标价	元

基本数据

总股本(百万股)	588.10
流通股本(百万股)	458.52
总市值(百万元)	6,004.52
流通 A 股市值(百万元)	4,681.47
每股净资产(元)	3.62
资产负债率(%)	19.20
一年内最高/最低(元)	16.29/7.87

作者

崔琰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100005	
cuiyan@tfzq.com	
张程航	联系人
zhangchenghang@tfzq.com	
周沐	联系人
zhoumu@tfzq.com	
鲁家瑞	联系人
lujiarui@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,083.98	1,104.47	1,178.47	1,313.99	1,457.22
增长率(%)	(2.30)	1.89	6.70	11.50	10.90
EBITDA(百万元)	289.73	312.74	295.43	326.14	374.45
净利润(百万元)	181.20	193.02	219.54	249.61	292.76
增长率(%)	11.57	6.52	13.74	13.70	17.29
EPS(元/股)	0.31	0.33	0.37	0.41	0.49
市盈率(P/E)	33.11	31.08	27.32	24.63	21.00
市净率(P/B)	3.17	2.96	2.75	2.58	2.38
市销率(P/S)	5.53	5.43	5.09	4.68	4.22
EV/EBITDA	13.32	26.57	19.41	17.42	14.74

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	327.48	229.25	235.45	414.75	580.62
应收账款	128.33	156.16	203.93	131.87	240.53
预付账款	41.76	1.23	101.74	50.32	45.57
存货	312.30	283.61	346.22	355.44	402.51
其他	219.13	468.46	353.06	389.07	382.85
流动资产合计	1,029.00	1,138.71	1,240.39	1,341.44	1,652.08
长期股权投资	209.23	231.38	231.38	231.38	231.38
固定资产	1,048.49	1,000.54	974.76	967.32	957.89
在建工程	29.21	10.13	42.08	73.25	73.95
无形资产	72.80	82.44	80.30	78.16	76.03
其他	103.63	132.23	144.25	139.37	138.62
非流动资产合计	1,463.35	1,456.73	1,472.77	1,489.49	1,477.86
资产总计	2,492.35	2,595.43	2,713.17	2,830.93	3,129.95
短期借款	155.50	10.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	239.72	178.39	246.19	243.85	279.91
其他	101.72	70.44	181.53	104.31	159.56
流动负债合计	496.95	258.83	427.72	348.16	439.46
长期借款	1.53	201.27	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	74.65	78.69	71.00	74.78	74.82
非流动负债合计	76.17	279.96	71.00	74.78	74.82
负债合计	573.12	538.79	498.72	422.94	514.29
少数股东权益	27.13	29.33	29.44	29.39	29.43
股本	235.24	588.10	588.10	602.73	602.73
资本公积	897.63	534.13	534.13	534.13	534.13
留存收益	1,657.39	1,439.86	1,596.90	1,775.87	1,983.50
其他	(898.16)	(534.78)	(534.13)	(534.13)	(534.13)
股东权益合计	1,919.23	2,056.64	2,214.44	2,407.99	2,615.66
负债和股东权益总	2,492.35	2,595.43	2,713.17	2,830.93	3,129.95

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	180.98	193.03	219.54	249.61	292.76
折旧摊销	86.79	112.12	55.97	58.41	60.87
财务费用	8.18	9.60	1.85	(5.11)	(7.82)
投资损失	(40.26)	(37.77)	(45.00)	(41.39)	(43.19)
营运资金变动	103.36	(363.08)	46.41	28.54	(61.03)
其它	(169.82)	214.13	6.82	(4.52)	0.78
经营活动现金流	169.24	128.03	285.59	285.54	242.37
资本支出	377.42	72.85	67.69	76.22	49.96
长期投资	6.47	22.16	0.00	0.00	0.00
其他	(479.83)	(345.61)	(122.10)	(98.23)	(54.70)
投资活动现金流	(95.95)	(250.61)	(54.41)	(22.00)	(4.74)
债权融资	157.28	211.53	50.25	16.92	22.48
股权融资	(2.90)	(1.76)	(1.20)	19.74	7.82
其他	(196.99)	(181.90)	(274.03)	(120.89)	(102.05)
筹资活动现金流	(42.61)	27.87	(224.97)	(84.23)	(71.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	30.68	(94.71)	6.20	179.30	165.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,083.98	1,104.47	1,178.47	1,313.99	1,457.22
营业成本	695.89	700.17	734.19	805.21	880.74
营业税金及附加	9.12	11.39	13.79	14.19	16.47
营业费用	104.94	98.35	103.71	113.00	123.86
管理费用	104.83	121.06	129.63	141.91	157.38
财务费用	2.30	(9.00)	1.85	(5.11)	(7.82)
资产减值损失	6.52	10.64	9.40	8.86	9.13
公允价值变动收益	0.00	0.00	6.71	(4.47)	0.75
投资净收益	40.26	37.77	45.00	41.39	43.19
其他	(80.53)	(75.55)	(103.41)	(73.83)	(87.88)
营业利润	200.64	209.61	237.61	272.84	321.40
营业外收入	9.73	11.27	13.00	12.14	12.57
营业外支出	1.31	0.70	1.01	0.85	0.93
利润总额	209.06	220.19	249.61	284.13	333.04
所得税	28.08	27.16	29.95	34.57	40.24
净利润	180.98	193.03	219.65	249.56	292.80
少数股东损益	(0.22)	0.02	0.11	(0.05)	0.04
归属于母公司净利润	181.20	193.02	219.54	249.61	292.76
每股收益(元)	0.31	0.33	0.37	0.41	0.49

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	-2.30%	1.89%	6.70%	11.50%	10.90%
营业利润	6.02%	4.47%	13.36%	14.83%	17.80%
归属于母公司净利润	11.57%	6.52%	13.74%	13.70%	17.29%
获利能力					
毛利率	35.80%	36.61%	37.70%	38.72%	39.56%
净利率	16.72%	17.48%	18.63%	19.00%	20.09%
ROE	9.58%	9.52%	10.05%	10.49%	11.32%
ROIC	11.32%	10.42%	10.81%	12.24%	14.42%
偿债能力					
资产负债率	23.00%	20.76%	18.38%	14.94%	16.43%
净负债率	4.86%	4.30%	4.43%	8.85%	-0.33%
流动比率	2.07	4.40	2.90	3.85	3.76
速动比率	1.44	3.30	2.09	2.83	2.84
营运能力					
应收账款周转率	9.98	7.76	6.55	7.83	7.83
存货周转率	3.44	3.71	3.74	3.75	3.85
总资产周转率	0.45	0.43	0.44	0.47	0.49
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.33	0.37	0.41	0.49
每股经营现金流	0.29	0.22	0.49	0.49	0.41
每股净资产	3.22	3.45	3.72	3.95	4.29
估值比率					
市盈率	33.11	31.08	27.32	24.63	21.00
市净率	3.17	2.96	2.75	2.58	2.38
EV/EBITDA	13.32	26.57	19.41	17.42	14.74
EV/EBIT	19.01	41.42	23.95	21.22	17.60

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com