

中原内配(002448)/中小盘

主业延续高增速，战略布局有序稳步成长
评级：买入(维持)

市场价格：10.05

目标价格：14.25

分析师：王暎

执业证书编号：S0740516060001

电话：021-20315165

Email: wangxian@r.qlzq.com.cn

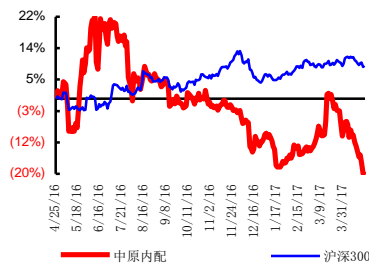
联系人：张欣

电话：021-20315165

Email: zhangxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	588
流通股本(百万股)	459
市价(元)	10.05
市值(百万元)	5,910
流通市值(百万元)	4,608

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《业绩符合预期，联合活塞巨头 KS 助力产品升级》2017-03-23

《巨头脚步不停，加码产品升级和客户渗透》2017-03-02

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,104.47	1,175.28	1,304.35	1,459.91	1,634.14
增长率 yoy%	1.89%	6.41%	10.98%	11.93%	11.93%
净利润(百万元)	193.02	214.55	254.00	295.45	338.86
增长率 yoy%	6.52%	11.16%	18.39%	16.32%	14.69%
每股收益(元)	0.33	0.36	0.43	0.50	0.58
每股现金流量	0.22	0.41	0.28	0.44	0.47
净资产收益率	9.52%	9.84%	10.69%	11.06%	11.26%
P/E	43.45	30.26	28.15	24.20	21.10
PEG	6.66	2.71	1.53	1.48	1.44
P/B	4.14	2.98	3.01	2.68	2.38

投资要点

- **事件：**公司于2017年4月25日公布2017年一季度报。

点评如下：

- **业绩继续高增速，毛利率再攀高峰。**公司发布2017年一季度报，一季度实现营业收入3.35亿元，同比增长11.66%；归母净利润0.6亿元，同比增长6.83%，扣非净利润为0.56亿，同比增长12.04%，对应EPS为0.102元，公司同时预计半年报业绩为1.11-1.38亿，增长区间5-30%，对应二季度单季净利润为0.51-0.78亿元，同比增长2%-56%，公司营业收入和业绩整体符合我们的预期，一方面去年四季度国内乘用车、商用车、工程机械的订单景气延续到2017年，公司安徽乘用车产能扩张满足市场需求，另一方面公司通过精益生产和技术创新，毛利率再创最高38.79%，环比增加1.18个百分点，但净利率下滑0.12个点主要是由于公司持有美元贬值及支付美国子公司贷款费用。

重申公司全年投资逻辑：

- ✓ **国内外客户拓展带来确定收益。**(1)安徽子公司产能逐渐爬坡到2000万套，目前公司已经入比亚迪、长城等乘用车配套体系，今年供应加大将带来较大增量市场；(2)国外方面，北美汽车零部件和供应链服务垂直整合供应商 Incod el 已经过户，公司将借助其美国海关海运资质、技术和客户优势塑造品牌影响力，加大对北美、欧洲如通用、福特、奔驰、康明斯以及其他国际知名公司乘用车客户的销售渗透。
- ✓ **联手活塞领先商 KS，加速产品高附加值升级。**公司与全球活塞领先制造商德国 KS-Kolbenschmidt 联手成立合资子公司：一方面公司将直接获得全钢活塞的技术、设备等在传统铝合金活塞被取代潮中占据技术和先发优势；二是 KS 活塞技术将加快公司摩擦副产品战略落地(总体价值为原来气缸套的4-5倍)；三是 KS 商标的主要销售市场是欧洲及北美、南美和亚洲，公司也将借助其品牌优势和客户优势进一步实现公司跨越式发展的重要一步。
- ✓ **战略转型智能驾驶和军工方向加码成长。**公司主业战略转型强烈，“围绕新能源、智能制造、高端装备制造、汽车后市场、军工等高新技术领域作战略布局：公司参股灵动飞扬、成立汽车电子子公司将分享 ADAS 低渗透率爬升的百亿空间，灵动飞扬在后装向前装切入预计2017年下半年逐步量产，2018年贡献较大业绩；公司同时具备军工三级资质，有望通过产业链整合来夯实军工和智能

制造板块业务，迎接工业 4.0 变革机会。

- **盈利预测：**我们预测公司 2017-2018 年营收分别 13.04、14.59 亿元，归母净利润分别 2.54、2.95 亿元，分别同比增长 18.39%、16.32%，对应 EPS 分别为 0.43、0.50，综合考虑公司全钢活塞产品升级的升级加快以及摩擦副活塞带来的高附加值叠加国内外乘用车客户的渗透加厚和军工和智能驾驶的战略转型推进，给予公司 33 PE，维持目标价 14.25，对应“买入”评级。
- **风险提示事件：**产品升级不达预期，下游需求放缓，海外收购整合不及预期

图表 1: 盈利预测模型

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,084	1,104	1,175	1,304	1,460	1,634
增长率	-2.30%	1.9%	6.4%	11.0%	11.9%	11.9%
营业成本	-696	-700	-733	-832	-933	-1,047
%销售收入	64.2%	63.4%	62.4%	63.8%	63.9%	64.1%
毛利	388	404	442	472	527	587
%销售收入	35.8%	36.6%	37.6%	36.2%	36.1%	35.9%
营业税金及附加	-9	-11	-21	-14	-15	-17
%销售收入	0.8%	1.0%	1.8%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-105	-98	-110	-107	-120	-134
%销售收入	9.7%	8.9%	9.3%	8.2%	8.2%	8.2%
管理费用	-105	-121	-120	-137	-149	-163
%销售收入	9.7%	11.0%	10.2%	10.5%	10.2%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	169	173	191	215	243	273
%销售收入	15.6%	15.7%	16.3%	16.5%	16.6%	16.7%
财务费用	-2	9	20	1	0	-1
%销售收入	0.2%	-0.8%	-1.7%	-0.1%	0.0%	0.1%
资产减值损失	-7	-11	-24	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	40	38	46	60	80	100
%税前利润	19.3%	17.2%	18.7%	20.9%	23.9%	26.1%
营业利润	201	210	233	276	323	372
营业利润率	18.5%	19.0%	19.8%	21.1%	22.1%	22.7%
营业外收支	8	11	11	12	12	12
税前利润	209	220	244	288	335	384
利润率	19.3%	19.9%	20.8%	22.1%	22.9%	23.5%
所得税	-28	-27	-30	-33	-38	-44
所得税率	13.4%	12.3%	12.4%	11.5%	11.5%	11.5%
净利润	181	193	214	255	296	340
少数股东损益	0	0	-1	1	1	1
归属于母公司的净利润	181	193	215	254	295	339
净利率	16.7%	17.5%	18.3%	19.5%	20.2%	20.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	181	193	214	255	296	340
少数股东损益	0	0	0	1	1	1
非现金支出	93	123	139	103	99	95
非经营收益	-34	-28	-38	-71	-88	-106
营运资金变动	-71	-160	-74	-122	-47	-51
经营活动现金净流	169	128	240	165	260	278
资本开支	262	40	52	-41	-41	-41
投资	144	-228	158	-13	-13	-13
其他	22	17	25	60	80	100
投资活动现金净流	-96	-251	131	88	108	128
股权筹资	0	6	6	0	0	0
债权筹资	-14	54	0	50	50	50
其他	-30	-24	-47	-1	-62	-6
筹资活动现金净流	-43	36	-41	49	-12	44
现金净流量	30	-87	330	302	356	450

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	327	229	562	863	1,218	1,668
应收款项	231	302	345	492	551	617
存货	312	284	262	319	345	373
其他流动资产	159	324	121	122	122	123
流动资产	1,029	1,139	1,290	1,796	2,237	2,781
%总资产	41.3%	43.9%	47.0%	57.4%	64.7%	71.5%
长期投资	253	284	341	354	367	380
固定资产	1,078	1,011	958	828	702	580
%总资产	43.2%	38.9%	34.9%	26.5%	20.3%	14.9%
无形资产	116	125	124	122	120	118
非流动资产	1,463	1,457	1,453	1,334	1,219	1,109
%总资产	58.7%	56.1%	53.0%	42.6%	35.3%	28.5%
资产总计	2,492	2,595	2,744	3,131	3,456	3,889
短期借款	156	10	210	260	310	360
应付款项	308	207	187	245	275	309
其他流动负债	33	41	49	132	83	93
流动负债	497	259	447	638	668	761
长期贷款	2	201	1	1	1	1
其他长期负债	75	79	77	77	77	77
负债	573	539	525	717	746	840
普通股股东权益	1,892	2,027	2,181	2,376	2,671	3,010
少数股东权益	27	29	37	38	39	39
负债股东权益合计	2,492	2,595	2,744	3,131	3,456	3,889

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.770	0.328	0.365	0.432	0.502	0.576
每股净资产(元)	8.043	3.447	3.708	4.040	4.543	5.119
每股经营现金净流(元)	0.719	0.218	0.408	0.280	0.442	0.472
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.58%	9.52%	9.84%	10.69%	11.06%	11.26%
总资产收益率	7.27%	7.44%	7.82%	8.11%	8.55%	8.71%
投入资本收益率	9.79%	8.67%	10.97%	13.03%	14.95%	17.69%
增长率						
营业总收入增长率	-2.30%	1.89%	6.41%	10.98%	11.93%	11.93%
EBIT增长率	-0.50%	2.53%	10.21%	12.32%	13.01%	12.32%
净利润增长率	11.57%	6.52%	11.16%	18.39%	16.32%	14.69%
总资产增长率	9.75%	4.14%	5.71%	14.10%	10.41%	12.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.4	46.0	55.4	82.0	82.0	82.0
存货周转天数	165.2	155.3	135.9	140.0	135.0	130.0
应付账款周转天数	112.0	101.5	80.7	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	282.0	338.6	301.8	244.5	184.6	135.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.87%	-0.86%	-15.80%	-24.93%	-33.47%	-42.85%
EBIT利息保障倍数	73.4	-19.3	-9.5	-239.7	2,231.0	319.4
资产负债率	23.00%	20.76%	19.15%	22.89%	21.60%	21.59%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。