

中原内配（002448）深度研究

# 传统业务稳基础，电控执行器、制动系统、氢能业务多轮驱动发展

2024年07月15日

## 【投资要点】

- ◆ **以内燃机零部件为基础，拓展多元业务领域。**中原内配于1958年成立，主营业务为气缸套（2023年占公司营收的62%），历经六十多年积淀成为行业龙头。公司不断优化产业格局，积极布局汽车电子领域、汽车制动系统领域、氢能及燃料电池系统相关领域。2022年受商用车尤其是重卡市场低迷影响，公司核心业务营收增速下降，2023年商用车行业企稳回升促进盈利恢复，实现营业收入28.64亿元，同比+24.45%；归母净利润3.11亿元，同比+85.85%。
- ◆ **传统业务贡献稳定盈利。**公司气缸套产销量位居行业前列，客户遍布全球。一方面，全球汽车气缸套市场广阔，Mordor Intelligence预测2024-2029年市场规模CAGR为6.87%。由于具有燃料适应性好、热效率最高、成本最低等优势，短期内燃机仍然会商用车、工程机械、农业机械等大型动力装置的主要动力，乘用车领域混合动力也是目前新能源汽车的主要形式之一。另一方面，由于更高排放标准的实施，钢质活塞在柴油机中的渗透率仍有进一步提升空间。随着国六标准的实施重型柴油车将迎来更高的排放标准。运用钢质活塞的柴油机具有高压比、燃烧效率高、尾气排放少、寿命长等明显优点，在柴油机中的渗透率仍有进一步提升空间。
- ◆ **汽车电子：电控执行器产品拥有体积小、重量轻、成本低等优势，国产替代空间广阔。**2016年成立上海子公司专注汽车电控执行器及其控制器业务2023年公司销售电控执行器259万只，同比+110%，产品实现进口替代，市场占有率位居国内前列；上海子公司营收同比+108%，且扭亏为盈。产品优势显著，柴油机智能型电控执行器打破外资垄断，进入放量阶段。同时依托在电控策略和电机设计等方面的技术积累，公司有望开拓新的电控应用场景，创造汽车电子的第二增长点。
- ◆ **汽车制动系统：双金属制动鼓应用市场广阔，产品性能优异有望替代传统制动鼓份额。**2023年10月，公司战略收购河南恒久制动系统有限公司，进入汽车制动系统。国内和北美商用车鼓式制动器市场广阔。且公司双金属复合制动鼓稳定性、耐磨性、散热性更好，顺应轻量化、高可靠、低排放量的行业趋势，有望对传统的制动鼓形成全面替代。
- ◆ **氢燃料电池系统：完成产业布局，进入商业化阶段。**公司位于我国燃料电池示范城市集群之一，区位优势显著，有望充分受益国家和地方政策；公司在氢燃料电池系统领域已经完成了对氢燃料电池系统及部分关键核心零部件的产业化布局，具备年产2000台燃料电池发动机的能力。2023年公司完成了首批50台产品的生产和交付，配套焦作市首批燃料电池汽车并投入运营。随着首批交付的示范作用不断扩大，公司有望不断开拓其他龙头客户，氢燃料电池业务有望成为公司的第二增长曲线。

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（上调）

东方财富证券研究所

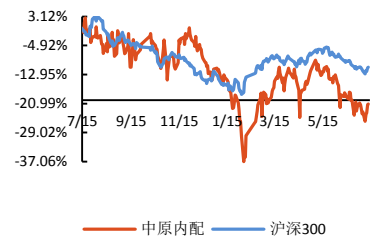
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：付丹蕾

电话：021-23586313

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	3383.36
流通市值（百万元）	2799.54
52周最高/最低（元）	7.82/4.41
52周最高/最低（PE）	22.09/9.72
52周最高/最低（PB）	1.47/0.83
52周涨幅（%）	-21.66
52周换手率（%）	704.95

相关研究

《业绩增长稳健，传统主业和新产业多轮驱动发展》

2024.05.28

## 【投资建议】

公司是全球气缸套龙头企业，供货模式以气缸套为核心，以“活塞、活塞环、轴瓦”为战略支撑，传统内燃机 PCU 零部件业务仍然具备长期稳定的发展空间。同时，公司不断完善和延伸汽车零部件产业链条，先后进入汽车电子领域、汽车制动系统领域，并且积极布局氢能及燃料电池系统相关领域，构建“氢燃料电池发动机、双极板、空压机、加湿器、氢气循环泵”等五大氢能产业新格局。公司正处于从内燃机零部件业务一支独秀到向电机控制器、制动鼓、氢燃料电池业务多点开花的阶段，有望实现跨越式发展。

我们调整之前的盈利预测，预计 2024-2026 年公司营收分别为 34.19/38.45/41.94 亿元，同比增长分别为 19.37%/12.47%/9.08%；归母净利润分别为 3.73/4.24/4.66 亿元，同比增长分别为 20.14%/13.58%/9.81%；EPS 分别为 0.63/0.72/0.79 元，对应 PE 为 9/8/7 倍。我们认为 2024 年公司合理市值水平为 53 亿元，对应 6 个月股价为 8.94 元，上调公司评级为“买入”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	28.64	34.19	38.45	41.94
增长率(%)	24.45%	19.37%	12.47%	9.08%
EBITDA（亿元）	5.45	6.23	7.33	8.41
归母净利润（亿元）	3.11	3.73	4.24	4.66
增长率(%)	85.75%	20.14%	13.58%	9.81%
EPS（元/股）	0.53	0.63	0.72	0.79
市盈率（P/E）	12.53	9.13	8.04	7.32
市净率（P/B）	1.17	0.94	0.87	0.81
EV/EBITDA	8.39	7.16	6.74	6.61

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 商用车市场增长不及预期；
- ◆ 客户拓展不及预期；
- ◆ 海外市场开拓进度不及预期；
- ◆ 氢燃料电池系统商业化进度不及预期。

## 【关键假设】

根据公司年报，我们将公司业务分为气缸套、活塞、瓦轴、活塞环、电控执行器、制动鼓、氢燃料电池系统和其他。

### ➤ 传统内燃机 PCU 零部件（气缸套、活塞、活塞环）：

一方面，全球汽车气缸套市场广阔。内燃机具备燃料适应性好、热效率最高、成本最低、使用范围最广、环境友好、安全便利等优势，短期内仍是商用

车、工程机械、农业机械、船舶工业等大型动力装置的主要动力；混合动力也是目前新能源汽车的主要形式之一。

另一方面，钢质活塞在柴油机中的渗透率仍有进一步提升空间。随着国六标准的实施重型柴油车将迎来更高的排放标准。运用钢质活塞的柴油机具有高压比、燃烧效率高、尾气排放少、寿命长等明显优点。

自主研发实力强劲，技术水平国际领先，有望抢占更多市场份额。我们预计，公司气缸套业务在 2024 年至 2026 年收入增速分别为 5%、4%、3%；活塞业务在 2024 年至 2026 年收入增速分别为 7%、6%、5%；活塞环业务在 2024 年~2026 年收入增速分别为 3%、3%、2%

➤ 电控执行器：

公司电控执行器产品拥有体积小、重量轻、成本低等优势，柴油机智能型电控执行器打破外资垄断，进入放量阶段。同时依托在电控策略和电机设计等方面的技术积累，公司有望开拓新的电控应用场景，创造汽车电子的第二增长点。我们预计，公司电控执行器业务在 2024 年~2026 年收入增速分别为 31%、20%、13%。

➤ 制动鼓：

双金属制动鼓应用市场广阔且国内竞争对手较少。从应用场景来看，全球乘用车以及欧洲商用车以盘式制动器为主，中国、北美商用车大多采用鼓式制动器。国内和北美商用车市场广阔。公司双金属复合制动鼓稳定性、耐磨性、散热性更好，顺应轻量化、高可靠、低排放量的行业趋势，有望对传统的制动鼓形成全面替代。我们预计，公司制动鼓业务在 2024 年~2026 年收入增速分别为 487%、55%、29%。

➤ 氢燃料电池系统：

一方面，氢能已经成为国家的重要战略之一，而公司位于我国燃料电池示范城市群之一，区位优势显著，有望充分受益国家和地方级政策；另一方面，公司在氢燃料电池系统领域已经完成了对氢燃料电池系统及空压机、双极板、增湿器等关键核心零部件进行产业化布局。我们预计，公司氢燃料电池系统业务在 2024 年~2026 年收入增速分别为 200%、67%、40%。

图表：公司 2024-2026 年营业收入预测

营业收入 (万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
气缸套	176557	184763	192153	197918
同比	12%	5%	4%	3%
占比	62%	54%	50%	47%
活塞	16955	18096	19182	20141
同比	84%	7%	6%	5%
占比	6%	5%	5%	5%
轴瓦	4608	4787	4884	4908
同比	20%	4%	2%	0%
占比	2%	1.4%	1.3%	1.2%

活塞环	27802	28500	29355	29942
同比	-2%	3%	3%	2%
占比	10%	8%	8%	7%
电控执行器	24571	32256	38760	43799
同比	111%	31%	20%	13%
占比	9%	9%	10%	10%
制动鼓	6533	38379	59360	76320
同比		487%	55%	29%
占比	2%	11%	15%	18%
氢燃料电池系统	2018	6053	10089	14124
同比		200%	67%	40%
占比	1%	2%	3%	3%
其他	27384	29061	30764	32298
同比	37%	8%	6%	5%
占比	10%	8.5%	8.0%	7.7%
营业总收入(万元)	286428	341895	384546	419449
同比	24%	19.4%	12.5%	9.1%

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

## 【创新之处】

市场对公司传统业务发展持续性的信心不足。市场认为公司内燃机零部件业务会随着新能源汽车的发展而逐渐萎缩。公司定位全球市场，拥有世界 500 强级的战略合作伙伴。内燃机具备燃料适应性好、热效率最高、成本最低等优势，短期内仍是商用车、工程机械、农业机械、船舶工业等大型动力装置的主要动力，且混合动力也是目前新能源汽车的主要形式之一，全球汽车气缸套市场依旧广阔。因此，我们认为公司的内燃机零部件业务仍然具有发展的持续性。

市场对公司发展战略和增长潜力认知不足，当前市场普遍认为公司的主要业务是内燃机 PCU 零部件业务。公司是全球气缸套龙头企业，主营产品气缸套产销量位居行业前列。公司在保持内燃机核心零部件市场占有率的基础上，先后进入汽车电子领域、汽车制动系统领域、氢能及燃料电池系统相关领域。随着客户的拓展、产品的迭代以及氢燃料电池系统产业化布局的完成，我们认为公司的新兴业务有望形成多点开花的局面。

## 【潜在催化】

- ◆ 内燃机零部件业务营收占比不断下降；
- ◆ 双金属制动鼓二期产线正在建设；
- ◆ 氢燃料电池产业化布局已经基本完成。

## 正文目录

1. 以内燃机零部件为基础，拓展多元业务领域 .....	7
1.1. 内燃机摩擦副零部件模块化供应商，产业布局不断优化 .....	7
1.2. 内燃机气缸套技术国际领先，客户资源丰富 .....	9
1.3. 气缸套为营收支柱，制动鼓、电控、氢燃料电池系统等新业务拓展迅速 .....	9
2. 内燃机 PCU 零部件主业稳根基 .....	12
2.1. 气缸套细分行业龙头，有望抢占更多市场份额 .....	12
2.1.1. 全球汽车气缸套市场广阔 .....	12
2.1.2. 气缸套技术水平领先，有望抢占更多市场份额 .....	14
2.2. 钢制活塞受益于更高排放标准的实施，成长空间广阔 .....	16
3. 汽车电子：电控执行器优势显著，国产替代进行时 .....	18
4. 双金属复合制动鼓顺应轻量化趋势，有望逐步替代传统制动鼓 .....	20
5. 氢燃料电池业务有望成为公司第二增长曲线 .....	22
5.1. 受益于政策支持，我国氢燃料电池汽车提速发展 .....	22
5.2. 地处孟州，有望充分受益国家和地方政策 .....	24
5.3. 完成氢燃料电池系统核心零部件布局，有望第二增长曲线 .....	25
6. 盈利预测 .....	28
6.1. 关键假设 .....	28
6.2. 盈利预测 .....	29
6.3. 相对估值 .....	30
6.4. 投资建议 .....	31
7. 风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1：公司历经六十多年积淀，历史悠久 .....	7
图表 2：公司主要业务包括内燃机 PCU 零部件、汽车电子、汽车制动系统以及氢燃料电池系统及其核心零部件四大板块 .....	7
图表 3：公司主要产品及主要配套客户 .....	8
图表 4：2023 年公司营业总收入底部反弹 .....	10
图表 5：2023 年公司归母净利润底部反弹 .....	10
图表 6：公司费控成效显著，费用率平稳下降 .....	10
图表 7：2023 年公司毛利率为 26.91%，同比+1.9pct .....	10
图表 8：2023 年公司传统业务复苏，电控执行器业务营收同比大增 .....	11
图表 9：气缸套产品是公司的营收支柱（2023 年） .....	11
图表 10：气缸套横纵剖视图 .....	12
图表 11：我国商用车的新能源渗透率提升较为缓慢 .....	13
图表 12：插电式混合动力汽车是目前新能源汽车的主要形式之一 .....	13
图表 13：2024-2029 年全球汽车气缸套市场规模 CAGR 为 6.87%（单位：亿美元） .....	14
图表 14：公司气缸套的年产销量 .....	14
图表 15：气缸套国内市场主要主机配套客户 .....	15
图表 16：公司在气缸套领域技术水平国际领先，自主研发实力强劲 .....	15
图表 17：不同材料活塞的性能对比 .....	16
图表 18：2023-2028 年全球汽车气缸套市场规模 CAGR 为 5.57%（单位：亿美元） .....	16

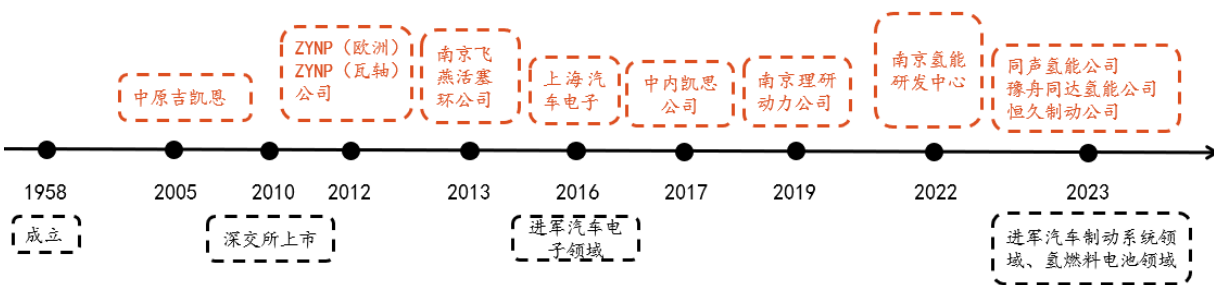
元)	17
图表 19: 公司电控执行器销量高速增长	18
图表 20: 公司电控执行器营收高速增长	18
图表 21: 2023 年电控执行器业务首次实现盈利	18
图表 22: 公司加大电控执行器的研发, 产品优势显著	19
图表 23: 2024 年 Q1 我国重卡销量同比+13%	20
图表 24: 2023 年北美重卡销量同比+5% (数据仅包括美国和加拿大)	20
图表 25: 公司汽车制动系统核心产品介绍	21
图表 26: 氢燃料电池汽车五大示范城市目标规划	22
图表 27: 目前我国氢燃料电池汽车以重卡为主	23
图表 28: 2023 年燃料电池汽车示范群推广情况来看, 河南居榜首 (销量: 辆)	24
图表 29: 河南省氢能产业规划“郑汴洛濮氢走廊”战略布局	24
图表 30: 氢燃料电池发动机系统构成及功能	25
图表 31: 公司完成了对氢燃料电池系统及空压机、双极板、增湿器等关键核心零部件的产业化布局	26
图表 32: 公司在部分氢燃料电池系统关键零部件领域获得阶段性突破	26
图表 33: 公司 2024-2026 年营业收入预测	29
图表 34: 公司 2024-2026 年盈利预测	30
图表 35: 可比公司估值情况	30

## 1. 以内燃机零部件为基础，拓展多元业务领域

### 1.1. 内燃机摩擦副零部件模块化供应商，产业布局不断优化

公司主营业务为气缸套，历经六十多年积淀成为行业龙头。中原内配于1958年成立，2010年7月在深交所上市。公司是全球先进的动力活塞组件系统供应商和端对端供应链管理服务商，主营产品气缸套产销量位居行业前列。公司是全球气缸套龙头企业，产品为全球乘用车、商用车、工程机械、农业机械、船舶工业等动力领域提供绿色、环保、节能气缸套及摩擦副的全套解决方案，致力于打造以气缸套为核心，以“活塞、活塞环、轴瓦”为战略支撑的内燃机摩擦副零部件模块化供货模式，持续引领行业发展。

图表 1：公司历经六十多年积淀，历史悠久



资料来源：公司官网，公司公告，企查查，东方财富证券研究所

公司不断优化产业格局，积极布局汽车电子领域、汽车制动系统领域、氢能及燃料电池系统相关领域。公司在保持内燃机核心零部件市场占有率的基础上，不断完善和延伸汽车零部件产业链条，先后进入汽车电子领域、汽车制动系统领域，并建立了较强的竞争优势。同时，公司积极布局氢能及燃料电池系统相关领域，倾力构建“氢燃料电池发动机、双极板、空压机、加湿器、氢气循环泵”等五大氢能产业新格局。目前公司拥有 28 家子公司，其中 11 家生产型子公司，在北美、欧洲、泰国设立 3 家海外子公司。

图表 2：公司主要业务包括内燃机 PCU 零部件、汽车电子、汽车制动系统以及氢燃料电池系统及其核心零部件四大板块



资料来源：公司官网，公司公告，东方财富证券研究所

注：仅列出对应业务板块的核心子公司

图表 3：公司主要产品及主要配套客户

业务板块	主要产品	产品示意图	应用领域	主要应用品牌
内燃机 PCU 零部件	气缸套		全球乘用车、商用车、工程机械、农业机械、船舶工业等	美国通用、福特、克莱斯勒、康明斯、约翰迪尔、卡特彼勒、德国奔驰、瑞典沃尔沃、斯堪尼亚、意大利菲亚特等及一汽、东风、上汽、潍柴、重汽、玉柴、长安、一拖、吉利、长城、比亚迪、理想汽车等
	活塞		重卡	有一汽锡柴、中国重汽、福田康明斯、潍柴、玉柴等
	活塞环		全球乘用车、商用车、工程机械、农业机械、船舶工业等	一汽解放、玉柴、潍柴、依维柯、东风、云内动力、全柴、新柴、一拖、常柴、常发等国内主机厂，MAHLE、FM、KS、KNORR、GEA BOCK 等国际客户
汽车电子	WGA 电控执行器		乘用车	Garrett (盖瑞特)、BorgWarner (博格华纳)、BMTS (博马科技)、上海菱重、长城 (蜂巢蔚领)、湖南天雁、宁波丰沃、宁波天力、西菱动力等国内外主流增压器供应商，比亚迪汽车、长城汽车、吉利汽车、长安汽车、上汽乘用车、广汽乘用车、奇瑞汽车等主机厂
	智能 BLDC 电控执行器			
	智能 BLDC 电控执行器			
汽车制动系统	鼓式制动鼓		重卡	中国重汽、东风德纳、陕汽汉德、方盛车桥、一汽解放、青岛青特、山东鹏翔等国内重卡主流车桥公司
	盘式制动器			
	轮毂			
氢燃料电池系统及核心零部件	氢燃料电池		中卡、重卡	宇通集团等
	空压机			
	气浮轴承			
	增湿器			
	双极板			

资料来源：公司官网，公司官方微信公众号，公司公告，恒久制动公司官网，东方财富证券研究所



## 1.2. 内燃机气缸套技术国际领先，客户资源丰富

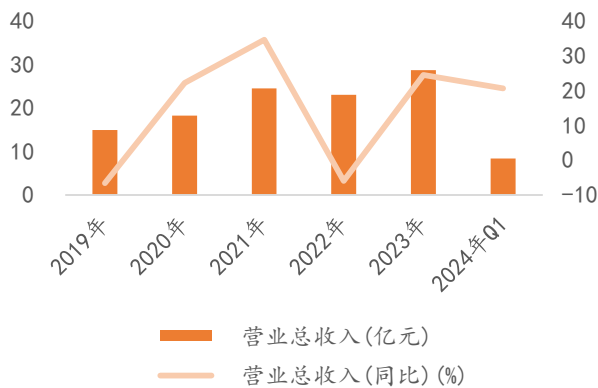
**技术国际领先，研发实力强劲。**公司先后自主研发出多种满足低碳燃料发动机使用的材料和表面处理技术，有效解决低碳燃料发动机腐蚀磨损的问题，成为国内首家甲醇燃料发动机气缸套批产供应商，并被多家 OEM 客户要求参与燃氢发动机气缸套的开发；在发动机减摩降油耗方面全面掌握诸多前沿技术，可有效提升发动机的燃油经济性及可靠性；在满足发动机高爆压的前提下，有效解决发动机缸孔变形带来的功率下降及局部磨损问题；在气缸套表面强化方面拥有多项高端表面处理技术，显著提高了气缸套的可靠性和寿命，提升了发动机的燃油经济性及换油里程。公司拥有行业最为齐全的高端科研创新平台，有效支撑企业科技创新工作。先后组建了国家级企业技术中心、CNAS 国家认可实验室、发动机气缸套工程技术研究中心、内燃机气缸套摩擦副密封技术与应用重点实验室、内燃机气缸套工业设计中心等八大科技创新平台。公司通过不断的自主创新，在内燃机气缸套基础研究、工程研究、装备研究、新型材料、机械加工等多个技术领域形成国内领先或国际领先水平技术优势。

**客户资源丰富，应用领域广泛。**在国内市场，公司产品覆盖乘用车、商用车、工程机械、农机、船机、发电机组、通机等各类内燃机，为潍柴动力、中国重汽、东风康明斯、广西康明斯、广西玉柴、一汽锡柴、中国一拖、东风商用车、福田汽车、新柴股份、全柴动力、上汽通用、吉利汽车、奇瑞汽车、东风乘用车、比亚迪、神龙汽车、东安动力等高端内燃机企业提供动力保障及技术支持，与各大知名主机客户保持长期战略合作关系。在国际市场为美国福特、通用、诺玛科、康明斯、纳威司达、奔驰、爱科、道依茨、约翰迪尔、菲亚特、沃尔沃、福伊特、博克、比泽尔等国际知名乘用车、商用车、工程机械、农用机械等公司提供主机配套服务，并建立起长期的战略合作关系。产品出口美、欧、亚、非、中东 60 多个国家和地区，成功进入美国福特、通用、康明斯、国际卡车、奔驰、约翰迪尔等国际知名公司全球采购配套体系。

## 1.3. 气缸套为营收支柱，制动鼓、电控、氢燃料电池系统等新业务拓展迅速

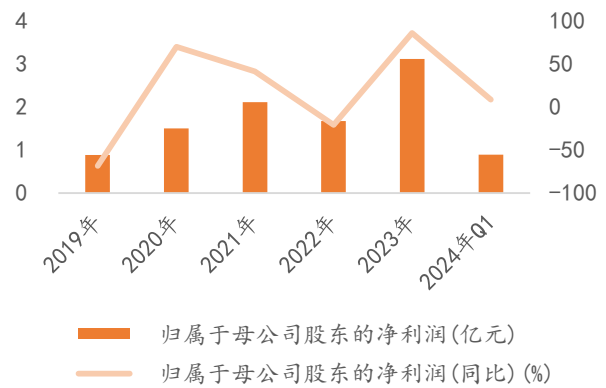
**受益于商用车行业底部复苏，2023 年公司业绩反弹。**2023 年公司实现营业收入 28.64 亿元，同比+24.45%，实现归母净利润 3.11 亿元，同比+85.85%，主要原因是受宏观经济稳中向好、消费市场需求回暖以及各项利好政策拉动等因素影响，商用车需求谷底反弹。2024 年一季度公司延续增长态势，实现营业收入 8.35 亿元，同比+20.55%，实现归母净利润 0.89 亿元，同比+8.24%。

图表 4：2023 年公司营业总收入底部反弹



资料来源：Choice股票深度资料，东方财富证券研究所

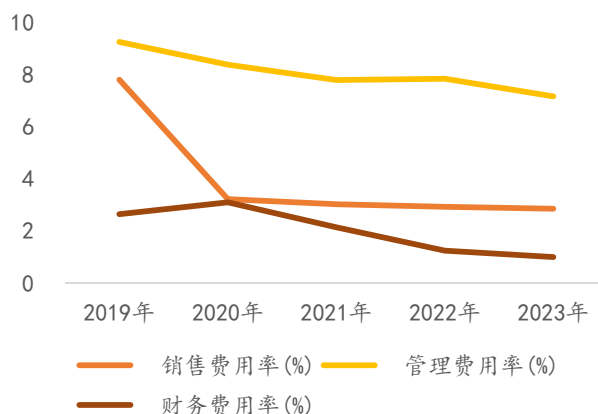
图表 5：2023 年公司归母净利润底部反弹



资料来源：Choice股票深度资料，东方财富证券研究所

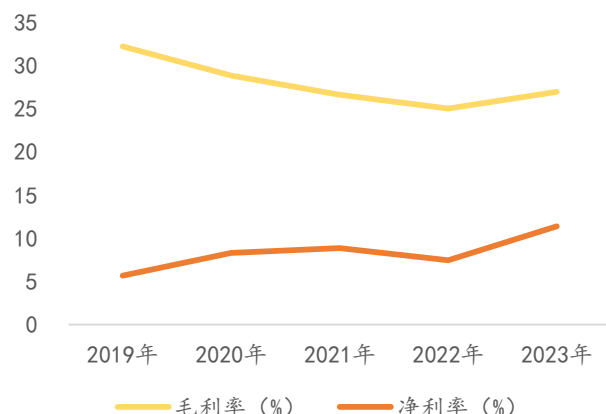
**费用管控水平增强，盈利能力提升。**2023 年公司费控成效显著，销售/管理/财务费用率分别为 2.85%/7.15%/0.99%，分别同比下降 0.07/0.67/0.25 个百分点，合计三费降低 0.99 个百分点。2023 年公司实现毛利率 26.91%，同比+1.9 个百分点，净利率 11.36%，同比+3.9 个百分点。

图表 6：公司费控成效显著，费用率平稳下降



资料来源：Choice股票深度资料，东方财富证券研究所

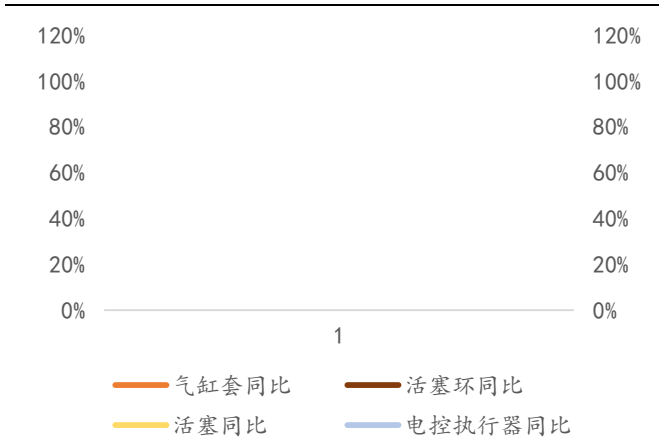
图表 7：2023 年公司毛利率为 26.91%，同比+1.9pct



资料来源：Choice股票深度资料，东方财富证券研究所

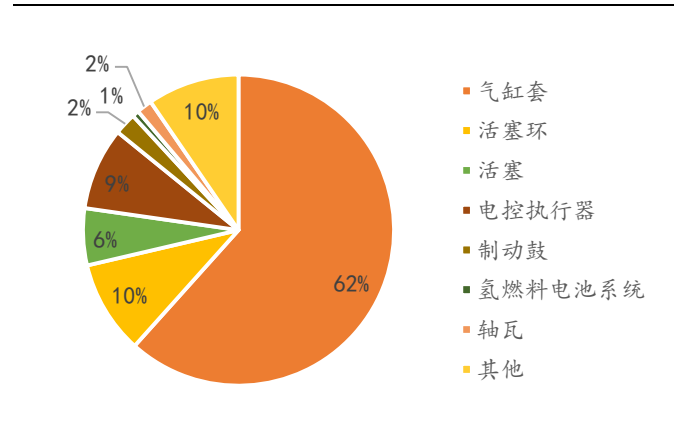
**气缸套产品贡献主要收入，制动鼓、电控、氢燃料电池系统等新业务拓展迅速。**分业务来看，2022 年受商用车尤其是重卡市场低迷影响，公司核心业务气缸套、活塞、活塞环销售收入增速下降，2023 年商用车行业企稳回升促进传统内燃机零部件业务增长，销售收入增速最快的产品是电控执行器，2023 年实现销售收入 2.46 亿元，同比+111%。同时，2023 年公司完成了氢燃料电池系统业务的布局，已经实现了初步的商业化项目落地；通过收购河南恒久制动系统有限公司，产业链突破“动力系统”，进入“制动系统”，新增双金属复合制动鼓业务，并于 2023 年 11 月将其纳入合并范围。按产品结构来看，公司的核心产品是气缸套，2023 年占公司营收的 62%。

图表 8：2023 年公司传统业务复苏，电控执行器业务营收同比大增



资料来源：Choice股票深度资料，东方财富证券研究所

图表 9：气缸套产品是公司的营收支柱（2023 年）



资料来源：Choice股票深度资料，东方财富证券研究所

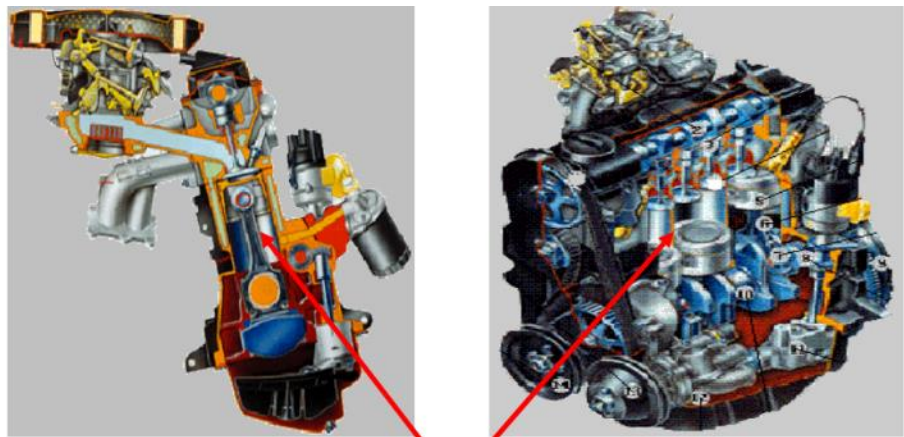
## 2. 内燃机 PCU 零部件主业稳根基

### 2.1. 气缸套细分行业龙头，有望抢占更多市场份额

#### 2.1.1. 全球汽车气缸套市场广阔

**气缸套的性能直接影响内燃机的整体性能，是内燃机的核心零部件之一。**气缸套在内燃机内承受交变的机械负荷和热负荷，将气缸中燃烧产生的压力通过曲柄连杆机构转化成机械能做功能运动，是发动机中工作条件最恶劣、最关键的零件之一。燃气在燃烧过程中最高温度达 2000~2500℃，最高压力达 5~25MPa，气缸套内壁直接受到高温高压燃气的冲击，外壁受到冷却液的冷却。在内外壁温差及爆发压力作用下，气缸套承受的机械应力和热应力较大，要求气缸套具备足够的强度和刚度，保证工作过程中不致产生过大变形；此外，活塞环在气缸套内表面高速运动使气缸套内壁受到强烈摩擦，要求气缸套有较高的耐磨性和减磨性；同时，气缸套外壁受到冷却液的冲击，要求具有较强的抗腐蚀、抗穴蚀能力。

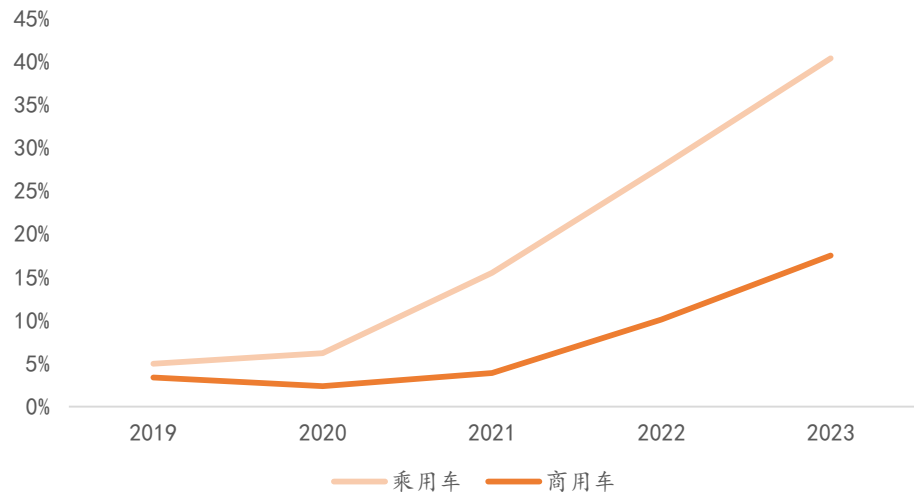
图表 10：气缸套横纵剖视图



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

一方面，短期内，内燃机仍然会商用车、工程机械、农业机械等大型动力装置的主要动力。内燃机具备燃料适应性好、热效率最高、成本最低、使用范围最广、环境友好、安全便利等优势，仍是商用车、工程机械、农业机械、船舶工业等大型动力装置的主要动力。以商用车为例，受电池重量、续航、成本高、商用车自身属性的限制，商用车新能源的渗透率较低，提升速度也远慢于乘用车。2019-2023 年，中国乘用车的新能源渗透率从 5%提升到 40%，而商用车的新能源渗透率从 3%提升到 18%。

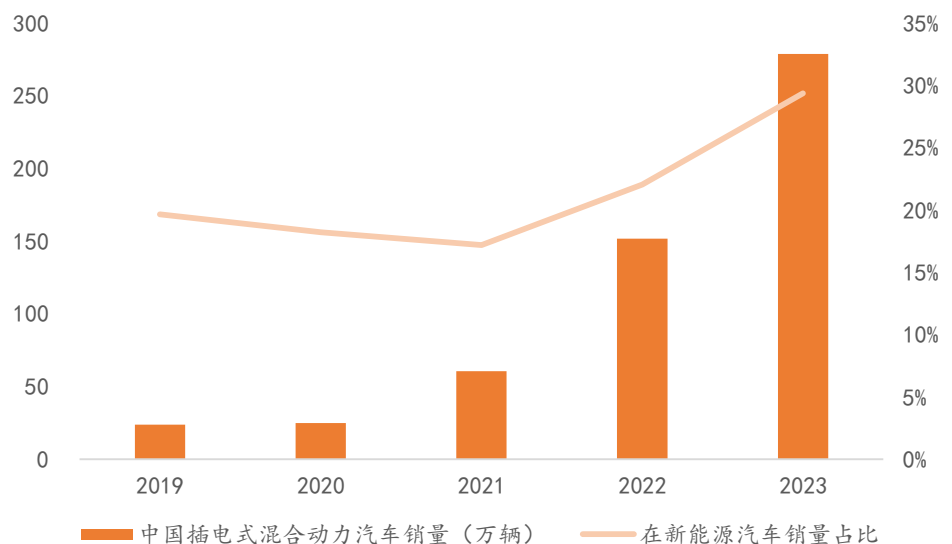
图表 11：我国商用车的新能源渗透率提升较为缓慢



资料来源：中汽协，choice 行业经济板块数据，东方财富证券研究所

另一方面，混合动力也是目前新能源汽车的主要形式之一。我国插电式混合动力汽车销量从2019年的23.7万辆增长到2023年的278.79万辆，四年CAGR为85%，占新能源汽车的比例提升到30%。相比纯电动汽车来说，插混车型的整车成本更低，并大大解决了续航焦虑；相比燃油车来说，插混车型的油耗更低，能节省使用成本，动力更强，能够同时使用发动机和电机驱动。由于当前电池技术并未十分成熟，且插电式混合动力汽车综合了纯电动汽车和燃油车的优缺点，或将成为油电过渡期最佳的解决方案。

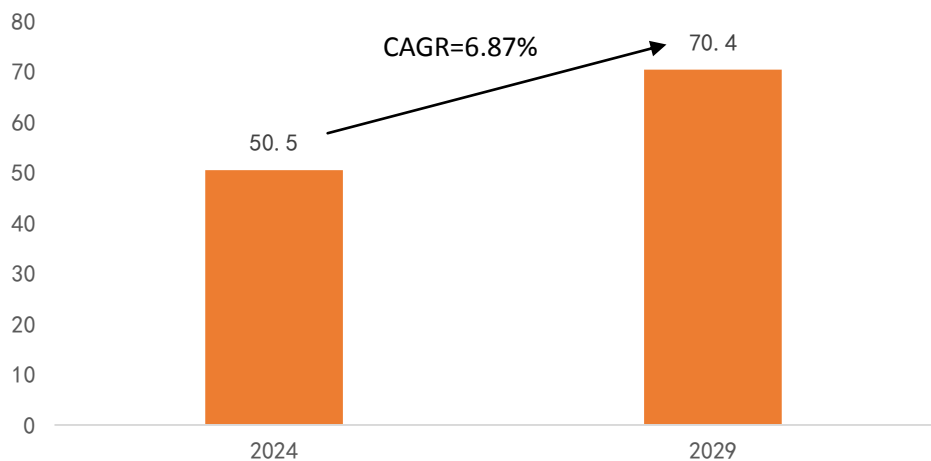
图表 12：插电式混合动力汽车是目前新能源汽车的主要形式之一



资料来源：中汽协，choice 行业经济板块数据，东方财富证券研究所

因此，全球汽车气缸套市场广阔，2024-2029年市场CAGR为6.87%。根据Mordor Intelligence预测，2029年全球汽车缸套市场估值为70.4亿美元，预计净估值将超过70.4亿美元，预测2024-2029年复合年增长率为6.87%。

图表 13: 2024-2029 年全球汽车气缸套市场规模 CAGR 为 6.87% (单位: 亿美元)

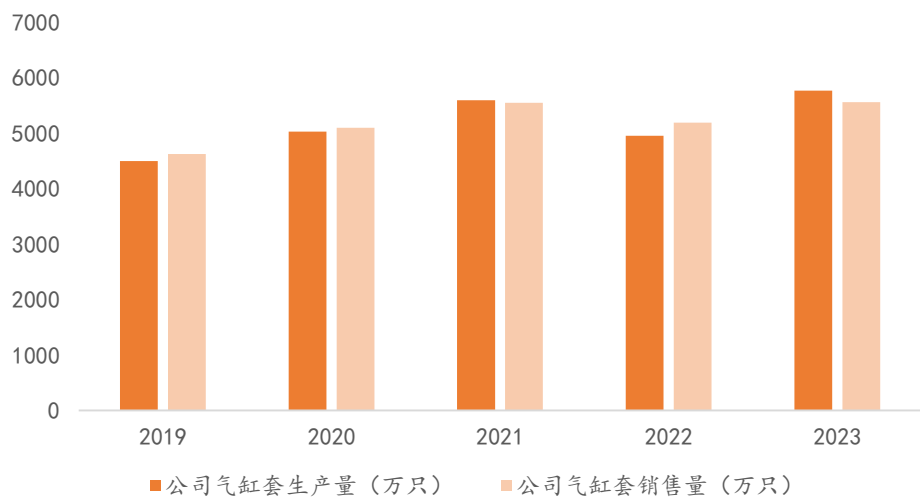


资料来源: Mordor Intelligence, 东方财富证券研究所

### 2.1.2. 气缸套技术水平领先, 有望抢占更多市场份额

从行业竞争格局来看, 公司是气缸套细分行业龙头。现在气缸套全球市场上主要参与者包括 Mahle GmbH (马勒)、Federal-Mogul (辉门)、TPR Co. Ltd.、NPR Co. Ltd.和中原内配等。根据 QYResearch, 全球发动机气缸套的前两大生产商 Mahle GmbH 和 Federal-Mogul 共占据 32% 的市场份额。

图表 14: 公司气缸套的年产销量



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

公司气缸套产销量位居行业前列, 客户资源庞大。公司气缸套业务由公司和控股子公司中原内配集团安徽有限责任公司开展, 气缸套产销量位居行业前列, 为全球乘用车、商用车、工程机械、农业机械、船舶工业等动力领域提供绿色、环保、节能气缸套及摩擦副的全套解决方案。目前公司拥有世界 500 强级的战略合作伙伴, 涵盖美国通用、福特、克莱斯勒、康明斯、约翰迪尔、卡特彼勒、德国奔驰、瑞典沃尔沃、斯堪尼亚、意大利菲亚特等及一汽、东风、上汽、潍柴、重汽、玉柴、长安、一拖、吉利、长城、比亚迪、理想汽车等国内外知名企业, 建立了以客户管理为核心的大数据、物联网管理体系。

图表 15：气缸套国内市场主要主机配套客户



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

**自主研发实力强劲，技术水平国际领先，有望抢占更多市场份额。**公司先后自主研发出多种满足低碳燃料发动机使用的材料和表面处理技术，有效解决低碳燃料发动机腐蚀磨损的问题，成为国内首家甲醇燃料发动机气缸套批产供应商，并被多家 OEM 客户要求参与燃氢发动机气缸套的开发；在发动机减摩降油耗方面全面掌握诸多前沿技术，可有效提升发动机的燃油经济性及可靠性；在满足发动机高爆压的前提下，有效解决发动机缸孔变形带来的功率下降及局部磨损问题；在气缸套表面强化方面拥有多项高端表面处理技术，显著提高了气缸套的可靠性和寿命，提升了发动机的燃油经济性及换油里程，持续引领我国内燃机行业气缸套技术的进步。同时，公司拥有行业最为齐全的高端科研创新平台，先后组建了国家级企业技术中心、CNAS 国家认可实验室、发动机气缸套工程技术研究中心、内燃机气缸套摩擦副密封技术与应用重点实验室、内燃机气缸套工业设计中心等八大科技创新平台。

图表 16：公司在气缸套领域技术水平国际领先，自主研发实力强劲

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
高硅耐磨铝合金材质及气缸套研发	研究铝质合金材质气缸套，满足轻量化市场需求	已完成	提升铝质合金气缸套强度、硬度、耐腐蚀性能和耐磨性能	提升气缸套产品性能，满足高性能、轻量化内燃机需求
新型环保铸铁气缸套研究与推广	对传统铸铁气缸套原材料配比进行研究	已完成	使传统铸铁缸套在提升耐蚀性能的同时，具有较高的加工性能，提高其制造效率	提升气缸套产品性能，满足市场需求，提高公司竞争力
高性能气缸套用过共晶铝硅合金材料制备工艺研发及产业化	研发高性能气缸套用过共晶铝硅合金材料制备工艺	小批量试产，24年内完成	研发成功新材料制备工艺并产业化应用	提升公司高效率低成本智能制造技术核心竞争力，推进行业关键技术发展
气缸套离心铸管件脱模技术研发	研发气缸套离心铸管件脱模技术	已完成	研发成功气缸套离心铸管件脱模装置、脱模剂及脱模技术	提升公司高效率低成本智能制造技术核心竞争力，推进行业关键技术发展
耐磨损毛刺气缸套研发	研发耐磨性好强度高成本低的毛刺气缸套	已完成	研发成功耐磨高强度气缸套装置、耐磨涂层气缸套制备技术	耐磨性好、强度高且低成本的气缸套制造技术，有助提升公司核心竞争力

高效节能气缸套生产技术研发	研发气缸套的高效节能生产技术	已完成	研发成功原料投入控制技术、疏通干燥机构技术	提升公司高效率低成本智能制造技术核心竞争力，推进行业关键技术发展
抗磨环气缸套生产技术研发	研发抗磨环气缸套高效率低成本生产技术	已完成	研发成功液压缸自动上料技术、高效研磨技术	提升公司高效率低成本智能制造技术核心竞争力，推进行业关键技术发展

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

## 2.2. 钢制活塞受益于更高排放标准的实施，成长空间广阔

**钢制活塞成为高性能发动机的必然选择。**按制造活塞的材料来分，可分为铸铁活塞、铝合金活塞、钢质活塞等。世界上最早的汽车发动机用的是铸铁活塞，而后铝合金材料以其质轻、良好热传导性及较低膨胀系数等特点开始了产业化制造。随着大马力汽车发动机快速发展，尤其是重型柴油发动机涡轮增压、中冷技术的应用以及大缸径高压压缩比、低排放要求的不断提高，传统铝合金材料就无法满足其使用要求，钢质模锻活塞开始得到应用。目前国外钢质模锻活塞已广泛应用于卡特彼勒、康明斯、戴姆勒、沃尔沃、奔驰、马克等公司的高性能中重型柴油机上。我国汽车活塞的发展与全球汽车活塞的发展历程类似，早期铸铁活塞广泛地应用于汽车发动机，随后不断有不同类型的铝合金活塞问世，并逐渐在活塞材料中占据统治地位。然而铝合金材料高温强度低的弱点使他始终无法满足高性能发动机的要求，钢制活塞成为高性能发动机的必然选择。

图表 17：不同材料活塞的性能对比

产品类型	生产工艺	应用领域	优点	缺点
铸铁活塞	铸造工艺	部分大负荷的内燃机	热膨胀系数小； 成本低； 较高的抗压强度和耐磨性。	密度大； 导热性差。
铝合金活塞	铸造工艺	通常应用于中、小缸径的中、高速内燃机上，尤其以汽车发动机中居多。	重量轻； 密度小； 导热性好； 成本较低； 体积稳定性好，耐磨性高。	高温强度低。
钢制活塞	锻造工艺	国六及以上排放的中重型商用车发动机	相比铝制活塞，钢制活塞热膨胀系数更低； 强度较高，密度较高； 通过表面处理还能拥有更高的耐磨性。	密度大； 加工麻烦； 成本高； 对缸套的磨损严重。

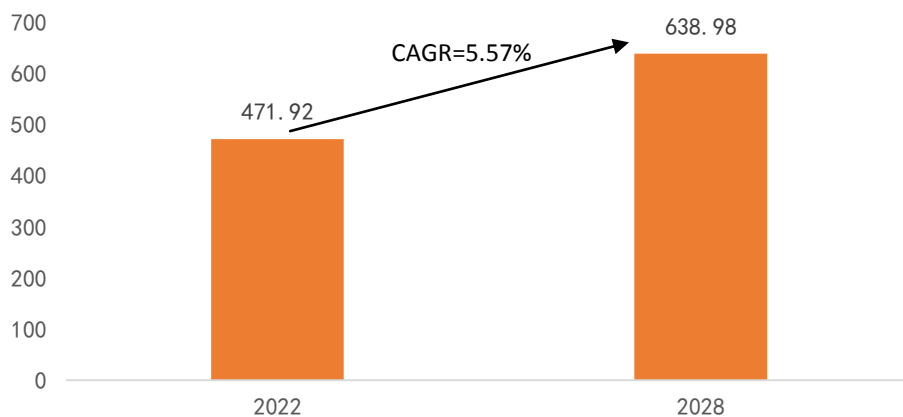
资料来源：石家庄金刚凯源微信公众号，普华永策微信公众号，东方财富证券研究所

**钢制活塞市场空间广阔，海外龙头积极抢占国内市场。**根据贝哲斯咨询，2022 年全球汽车钢活塞市场总规模达到 471.9 亿元人民币，中国汽车钢活塞市场规模达到 117.65 亿元，预计 2023-2028 年全球汽车钢活塞市场将以 5.57% 的复合年增长率稳步增长，在 2028 年全球汽车钢活塞市场总规模将会达到



638.98 亿元。从竞争格局来看，全世界三大顶级活塞需求商纷纷抢占中国市场，通过独资或合资的方式，在中国内地建活塞加工厂或技术研发中心，加快推进了钢活塞在中国的本土化进程，形成了 Mahle、Federal-Mogul、Kolbenschmidt 世界三大顶级钢质活塞零件加工商和国内渤海活塞公司为龙头企业的格局。

图表 18： 2023-2028 年全球汽车气缸套市场规模 CAGR 为 5.57%（单位：亿元）



资料来源：贝哲斯咨询，东方财富证券研究所

**引进国外先进技术和设备，技术水平领先。**公司活塞业务由公司和全资子公司中内凯思汽车新动力系统有限公司开展，中内凯思引进德国莱茵金属集团国际先进的钢质活塞制造技术和生产线，采用独特的摩擦焊接技术，生产满足国六（欧 VI）及以上排放标准的钢质活塞。活塞环业务主要控股子公司南京飞燕活塞环股份有限公司和控股孙公司南京理研动力系统零部件有限公司开展。南京飞燕引进日本、美国、德国、白俄罗斯、荷兰等国际领先的活塞环加工与检测控制装备，掌握活塞环设计、材料铸造、表面处理、机械加工等行业先进的关键技术，拥有多项核心技术专利，产品为一汽解放、玉柴、潍柴、依维柯、东风、云内动力、全柴、新柴、一拖、常柴、常发等国内主机厂配套，并与 MAHLE、FM、KS、KNORR、GEA BOCK 等国际客户长期合作。

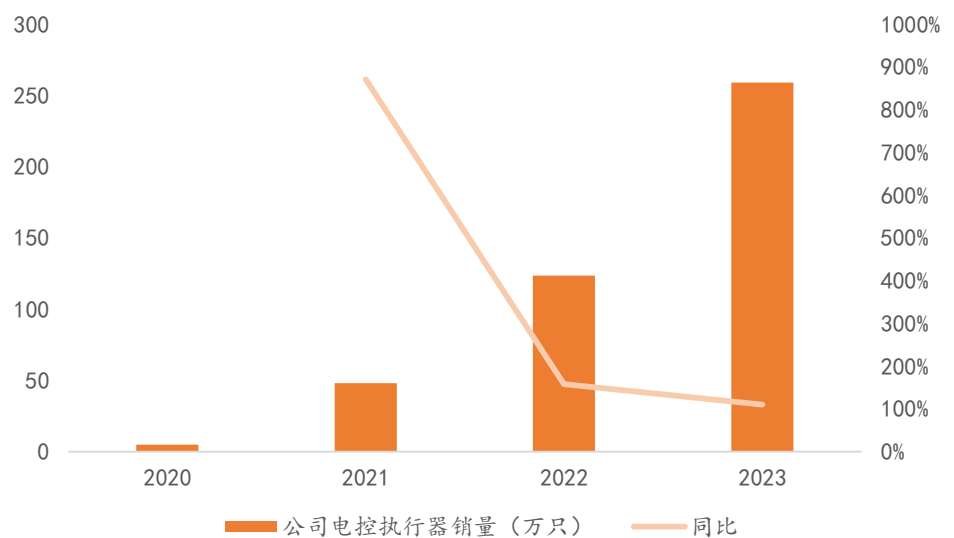
**产品填补国内高端钢制活塞市场的空白。**公司和全资子公司中内凯思生产的钢质活塞相比传统铝活塞，具有高强度、高疲劳性能和轻量化等优势特性，可协助整机有效降低燃油消耗和 CO<sub>2</sub> 排放，同时可满足多种燃料使用场景的应用，如柴油、天然气、甲醇等。产品填补了国内高端钢质活塞市场的空白，可实现与各大主机厂的同步设计、同步研发、同步批产，成为国六中重型发动机市场方向性和必然性的选择。南京理研专门设计生产满足国六及以上排放的中重型商用车发动机钢质活塞环，技术和装备水平位居全球行业领先地位。南京理研主要为一汽、玉柴、重汽等客户配套高品质活塞环，依托日本理研和中原内配的强大研发能力，可为国内外客户提供最具竞争力的钢质活塞环产品。

**国六标准实施，推动钢制活塞和活塞环的市场空间加速扩大。**随着国六标准的实施重型柴油车将迎来更高的排放标准。运用钢质活塞的柴油机具有高压缩比、燃烧效率高、尾气排放少、寿命长等明显优点。随着越来越严苛的排放标准实施，尤其是重型柴油机对钢活塞的需求将会日益上升，钢质活塞在柴油机中的渗透率仍有进一步提升空间，未来市场发展前景广阔。

### 3. 汽车电子：电控执行器优势显著，国产替代进行时

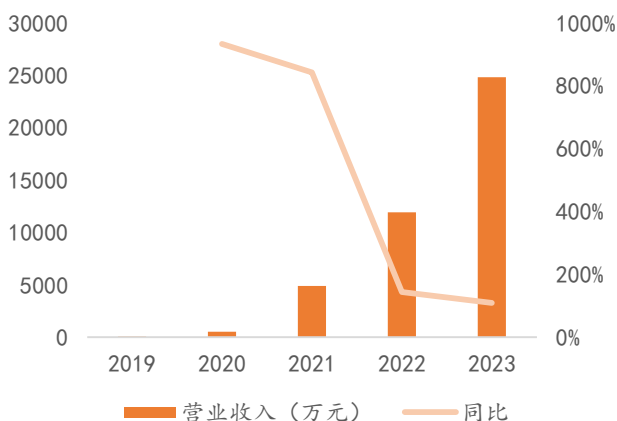
成立上海子公司，进入电控执行器业务。受益于市场和客户开拓，电控执行器销量高速增长，驱动营收增长、实现盈利。公司控股公司中原内配（上海）电子科技有限公司（2023年年底持股比例62.05%）成立于2016年，专注于汽车电控执行器及其控制器的设计、生产和销售；2020年进入盖瑞特体系，实现国产替代，之后不断开拓市场和客户，电控执行器销量高速增长，2023年销售电控执行器258.99万只，同比+110%，产品实现进口替代，市场占有率位居国内前列。受益于电控执行器的销售不断高增，2023年上海子公司实现营业收入2.48亿元，同比+108%，同时首次实现盈利。

图表 19：公司电控执行器销量高速增长



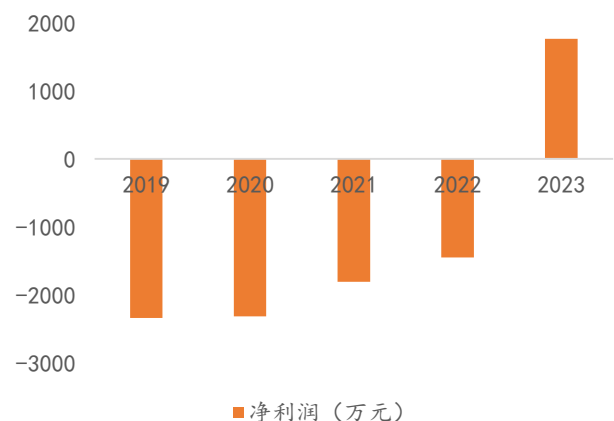
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 20：公司电控执行器营收高速增长



资料来源：choice股票深度资料，东方财富证券研究所

图表 21：2023年电控执行器业务首次实现盈利



资料来源：choice股票深度资料，东方财富证券研究所

不断开拓市场和客户，率先实现国产替代。公司是国内率先进入国际主流涡轮增压器供应商体系（并在国内主机实现批量供货）的电控执行器生产企业。公司的汽油机（增压器）尾气阀门电控执行器、汽油机（增压器）可变截面电

控执行器目前已进入 Garrett（盖瑞特）、BorgWarner（博格华纳）、BMTS（博马科技）、上海菱重、长城（蜂巢蔚领）、湖南天雁、宁波丰沃、宁波天力、西菱动力等国内外主流增压器供应商体系，在比亚迪汽车、长城汽车、吉利汽车、长安汽车、上汽乘用车、广汽乘用车、奇瑞汽车等多家国内知名汽车发动机上大批量成功搭载并稳定运行。

产品拥有体积小、重量轻、成本低等优势，柴油机智能型电控执行器打破外资垄断，进入放量阶段。公司产品包括汽油机（增压器）尾气阀门电控执行器、柴油机智能型电控执行器、汽油机（增压器）可变截面电控执行器以及控制系统等。公司的汽油机涡轮增压器电控执行器系列产品实现了产品体积小、重量轻、集成度高、成本低的优势，通过更大的关紧压力、更快的加速响应、更高的燃油经济力，减少发动机排放，提高了经济性。公司柴油机智能型电控执行器打破了外资品牌在商用车高端智能电控执行器领域的垄断地位，获得客户批量采购订单，开始进入批量生产阶段。

图表 22：公司加大电控执行器的研发，产品优势显著

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
电控执行器高温齿轮齿间隙优化设计	降低齿轮在耐久后的齿间隙，以满足客户不断提高的技术要求	已完成	新状态齿间隙 $<2^{\circ}$ ，耐久后 $<4.5^{\circ}$	在 WGA 产品领域形成技术特色，增加产品竞争力
电控执行器尼龙塑料激光焊接可靠性研究	研究激光焊接的设计/工艺，关键因子，为后续材料选型/工艺开发打下基础	已完成	通过 DOE 验证，确定材料基材/玻纤含量/吸水率/坍塌值等对焊接强度的影响	为后续新材料开发，或原材料 VAVE 降本打下基础，缩短开发周期
智能型电控执行器定子 IDC 连接技术	用 IDC 代替传统的焊接工艺，简化工序	已完成	通过 3X22h 的随机+正弦震动，以及 300X 循环温冲测试	简化定子和端子之间的连接工艺，设计降本
可变截面涡轮增压器电控执行器内外压差控制透气技术开发	解决在高温下，壳体内部气体膨胀而导致的盖板变形，提高产品使用寿命	已完成	开发合适的透气膜材质，并研究合适的焊接特征及焊接工艺	技术预研，为后续客户不断提升的技术要求打下基础
高功率永磁同步电机电磁仿真技术研究	目前国内电子水泵、油泵系统电机大都是进口品牌，成本较高，通过此课题建立电磁仿真技术研究，为后续产品开发打下基础	已完成	开发基于 Ansys 软件，对电机进行电磁场性能仿真，搭建理论模型	为后续 48V 电机开发打下基础，缩短开发周期

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

拓宽海外市场和应用场景，有望打造汽车电子第二增长点。一方面，依托国内市场成功经验，电控执行器产品有望进军国际市场；另一方面，依托在电控策略和电机设计等方面的技术积累，公司有望开拓新的电控应用场景，创造汽车电子的第二增长点。

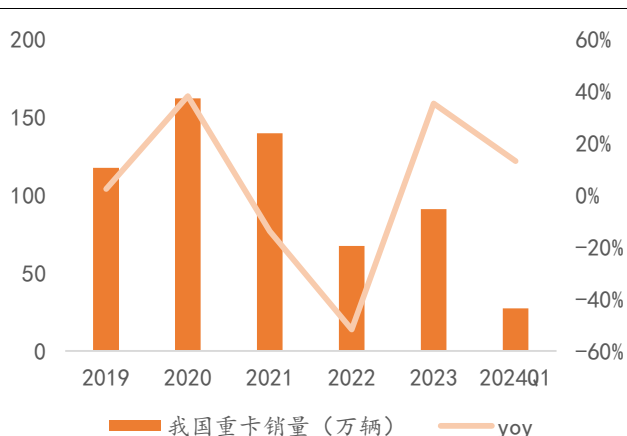
## 4. 双金属复合制动鼓顺应轻量化趋势，有望逐步替代传统制动鼓

收购河南恒久，进军“汽车制动系统”领域。2023年10月，公司战略收购河南恒久制动系统有限公司，进入“汽车制动系统”领域，丰富产业链。公司持有恒久制动62.86%股权。通过对恒久制动的组织架构调整、管理流程优化、人力资源支持以及资源平台共享，公司帮助恒久制动消除了发展障碍，推动其轻装上阵再出发。

专注商用车制动产品，实现国内重卡主流车桥公司全覆盖。恒久制动主要从事商用车复合制动鼓、复合制动盘、铝合金轮毂、商用车轻量化轮端产品以及新型耐磨材料的设计、制造、销售与服务，致力于为中国重型卡车轻量化提供专业的一体化解决方案。恒久制动的客户开发主要围绕重型车桥公司，现已实现包括中国重汽、东风德纳、陕汽汉德、方盛车桥、一汽解放、青岛青特、山东鹏翔等国内重卡主流车桥公司全覆盖。

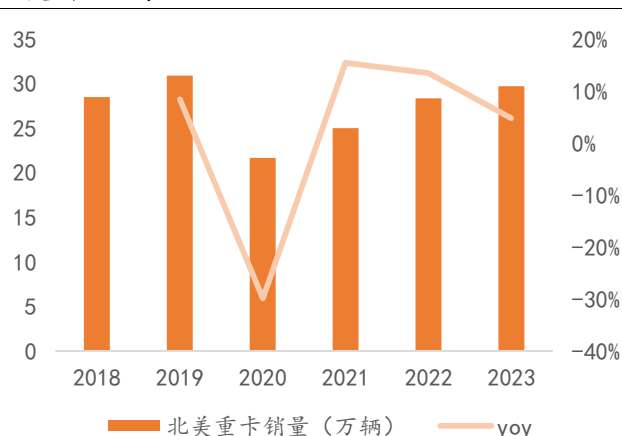
拓展国内和北美商用车市场，双金属制动鼓应用市场广阔。从应用场景来看，全球乘用车以及欧洲商用车以盘式制动器为主，中国、北美商用车大多采用鼓式制动器。2023年我国重卡行业底部恢复，销量达到91万辆，同比+35%，2024年延续增长趋势，Q1销量同比+13%。受益于宏观经济的持续向好、万亿国债增发支持基础设施建设、国四柴油中重型货车淘汰、以及出口放量等因素，汽车总站网预测2024年我国重卡销量继续维持增长，有望达到100-105万辆。2023年北美（仅统计北美和加拿大）重卡销量达到30万辆，同比+5%。除了国内商用车市场，公司计划逐步开发北美制动鼓市场。

图表 23：2024 年 Q1 我国重卡销量同比+13%



资料来源：中汽协，前瞻产业研究院，卡车网资讯，第一商用车网资讯，东方财富证券研究所

图表 24：2023 年北美重卡销量同比+5%（数据仅包括美国和加拿大）



资料来源：Marklines全球信息产业平台，东方财富证券研究所

在双金属制动鼓领域，国内竞争对手较少。主要包括山西汤荣机械制造有限公司和莱芜辉煌铸造机械有限公司。



- 山西汤荣机械制造有限公司：成立于1995年，属兵器工业集团下属企业；1998年与母厂剥离改制；2009年完成股改组建股份制公司；2017年引入国有资本（大地控股），成为混合所有制企业，是国家发改委和商务部确定的中国汽车零部件出口基地企业。2016年公司

自主研发的双金属复合一体式制动鼓下线，截止 2023 年年底最新研发的复合新材料制动鼓外层采用高强度球墨铸铁材料，内层采用高导热耐热疲劳灰铁，精加工后获得复合制动鼓，刹车性能好，制动效率高、安全性能优等特点。

- 莱芜辉煌铸造机械有限公司：隶属于嘉兴四通车轮股份有限公司。公司产品以制造加工高强度轻量化双金属复合制动鼓、铝合金锻造车轮为主。2023 年公司开启高强度智能轻量化双金属制动鼓机械加工项目，计划总投资 9.7 亿元，2023 年 6 月一期投产，实现年产汽车制动鼓 100 万支，二期三期达成之后，可实现年产能 500 万只。

公司双金属复合制动鼓稳定性、耐磨性、散热性更好，顺应轻量化、高可靠、低排放量的行业趋势，有望对传统的制动鼓形成全面替代。恒久制动的汽车制动鼓产品包括钢铁复合制动鼓、铁铁复合制动鼓和双金属制动鼓，可满足各类车辆不同的制动技术路线。从产品本身来看，公司研发的双金属复合制动鼓较传统制动鼓具有更好的稳定性、耐磨性、散热性和抗衰减性，能够满足汽车行业轻量化发展需求。恒久制动凭借在行业内的研发优势、规模优势及较强的市场竞争力，其双金属制动鼓产品在国内市场享有一定的市场地位，已经进入国内主流供应商体系中。

图表 25：公司汽车制动系统核心产品介绍

产品名称	产品示意图	技术	特性	应用领域
钢铁复合制动鼓		内层采用高性能耐磨灰铸铁，能更好的提高刹车和导热性能；外层采用高强度、高韧性热轧钢，采用一次旋压成型技术，确保产品牢不可破；采用核心技术使钢铁两种金属完美冶金结合	导热和刹车性能好	牵引、半挂、物流车等
铁铁复合制动鼓		铸铁复合制动鼓外层采用高强度球墨铸铁或高强度蠕变石墨铸铁，内层采用耐磨灰铸铁；并将两者进行冶金组合；在高温环境下，强度和刚度的衰减较小	双金属铸铁复合制动鼓比钢制复合制动鼓刚度提高约 50%，使用寿命可提高一倍以上	在恶劣路况下长时间制动的工程车辆
钢铁双金属制动盘		法兰采用高强度、高韧性材料，整体采用成型技术，可以减少 15%-25% 的重量；颈处为高强度高韧性材料整体成型，彻底杜绝重载制动盘颈处开裂的通病，大大提高行车安全；花瓣结构连接设计有利于双向冷却气流快速流通，径向和轴向的气流有利于减少过度的热量积聚；颈部和法兰之间的连接面减少，使得制动盘上的热量难以传递至轴端，从而避免高温对车轴轴承等精密部件造成损坏	重量减少 15%-25%；刹车散热性好；寿命提高 3-5 倍	乘用车及欧洲商用车

资料来源：恒久制动公司官网，东方财富证券研究所

积极扩充产能，满足市场需求。目前公司有 7 条双金属制动鼓旋压线，3 条双金属制动鼓铸造线、5 条双金属制动鼓机加工线，年产能 120 万只，为了满足市场需求，公司制动鼓二期工程正在建设，建成后制动鼓产能将得到进一步提升。

## 5. 氢燃料电池业务有望成为公司第二增长曲线

### 5.1. 受益于政策支持，我国氢燃料电池汽车提速发展

顺应双碳趋势，政策为我国氢燃料电池汽车发展保驾护航。在全球双碳背景下，氢能产业布局成为未来低碳经济转型的重点发展方向。2018年，氢能源首次写入政府工作报告。2020年9月，五部门联合印发《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知》，提出将对燃料电池汽车的购置补贴政策，调整为燃料电池汽车示范应用支持政策，示范期为4年，对符合条件的城市群开展燃料电池汽车关键核心技术产业化攻关和示范应用给予奖励，并要求申报城市打破行政区域限制，在全国范围内选择产业链上优秀企业所在城市进行联合，形成产业链条各环节环环相扣、强强联合态势，协同推进关键核心技术研发和产业化。2021年8月至年底，北京、上海、广东和河南、河北五大示范城市群依次获批，我国氢能产业发展也随之进入新时期。

图表 26：氢燃料电池汽车五大示范城市群目标规划

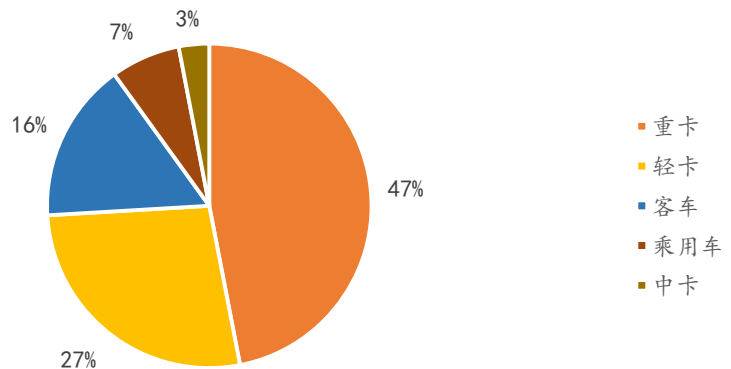
示范城市群	城市构成	示范期间推广燃料电池汽车目标	示范期间建设加氢站目标	示范期间其他目标
京津冀城市群	牵头：北京市财政局、北京市大兴区 北京市：海淀区、昌平区等6区 河北省：保定市、唐山市 山东省：滨州市、淄博市	不小于5300辆	不低于49座	8项核心零部件取得技术突破和产业化
上海城市群	牵头城市：上海市 江苏省：苏州市、南通市 浙江省：嘉兴市 山东省：淄博市 宁夏回族自治区：宁东能源化工基地 内蒙古自治区：鄂尔多斯市	10000辆	100座	产出规模达1000亿元
广东城市群	牵头：佛山市 广东省：广州市、深圳市、珠海市、东莞市、中山市、阳江市、云浮市 福建省：福州市 山东省：淄博市 内蒙古自治区：包头市 安徽省：六安市	超过10000辆	200座以上	8大关键零部件技术自主可控，达到自主只是产权配套应用，建成46万吨的供氢体系，氢气售价降至35元/公斤以下
河南城市群	牵头城市：郑州 河南省：新乡市、洛阳、开封、安阳、焦作、上海三区 河北省：张家口、保定、辛集市 山东省：烟台、淄博、潍坊 广东省：佛山 宁夏：宁东	超5000辆	80个以上	氢燃料电池产值规模突破1000亿元

河北城市群	牵头城市：河北张家口 河北省：唐山、保定、邯郸、秦皇岛、定州、 辛集市、雄安新区 内蒙古自治区：乌海市 新疆：巴州、库尔勒市 上海市：奉贤区 河南省：郑州市 山东省：聊城、淄博	10000 辆	100 座	/
-------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------	-------	---

资料来源：中国汽车工业信息网、各地政府规划资料、盖世汽车资讯网，东方财富证券研究所

受益于政策支持和各地区政府助力，2023 年氢燃料电池汽车销售+55%，且以重卡为主。根据终端上牌数据，2023 年氢燃料电池汽车累计销售 7760 辆，同比+55%。其中，燃料电池重卡累计销售 3643 辆，领跑大盘，同比+47.8%，占据燃料电池汽车整体销量的 47%。不同于美国、日本、韩国主推氢燃料电池乘用车，我国优先发展氢能商用车。一是我国燃料电池技术尚不成熟，现阶段开发的电堆和系统的功率，快速响应和耐久等性能难以满足乘用车全功率燃料电池运行要求；二是与燃油车相比氢能汽车价格偏高；三是加氢站等配套设施不完善，大多数城市没有加氢站或者即便建有加氢站但没有氢气来源。与乘用车相比，商用车运营路线较固定，只需少量的加氢站就能满足需求。

图表 27：目前我国氢燃料电池汽车以重卡为主



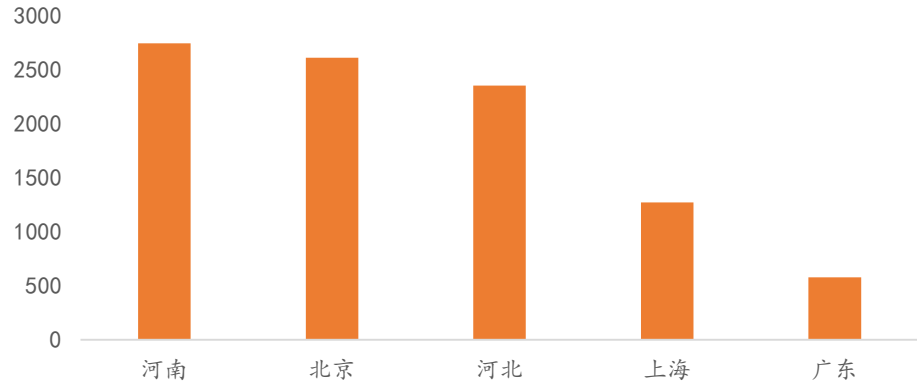
资料来源：氢智会微信公众号，东方财富证券研究所

2025 年，我国氢燃料电池车辆保有量有望达到 5 万辆左右。2022 年 3 月，国家能源局印发《氢能产业发展中长期规划（2021~2035 年）》，氢燃料电池赛道再次加速。规划提出，2025 年，我国氢能产业基本掌握核心技术和制造工艺，燃料电池车辆保有量达到 5 万辆左右，部署建设一批加氢站，可再生能源制氢量要达到 10 万~20 万吨/年，实现二氧化碳减排 100 万~200 万吨/年。到 2030 年，形成较为完备的氢能产业技术创新体系，清洁能源制氢及供应体系，有力支撑碳达峰目标的实现。到 2035 年，形成氢能多元应用生态，可再生能源制氢在终端能源消费中的比例明显提升。

## 5.2. 地处孟州，有望充分受益国家和地方政策

2023 年燃料电池汽车示范群推广情况来看，河南居榜首。在 2023 年氢燃料电池汽车推广应用的五大城市群中，河南居榜首、北京和河北分列二三，其推广数量分别为 2745 辆、2615 辆和 2345 辆；上海、广东分别居第四和第五，推广应用数量分别为 1270 辆和 576 辆。

图表 28：2023 年燃料电池汽车示范群推广情况来看，河南居榜首（销量：辆）



资料来源：氢智会微信公众号，东方财富证券研究所

河南省规划到 2024 年氢燃料电池汽车达到 5000 辆以上。《河南省氢能产业发展中长期规划（2022—2035 年）》指出，到 2025 年，氢能产业关键技术和设备制造领域取得突破，产业链基本完备，产业链相关企业达到 100 家以上，氢能产业年产值突破 1000 亿元；推广各类氢燃料电池汽车 5000 辆以上，车用氢气供应能力达到 3 万吨/年，氢气终端售价降至 30 元/公斤以下，绿色低碳比例不断提高，建成 3—5 个绿氢示范项目；郑汴洛濮氢走廊基本建成，郑州燃料电池汽车城市群示范应用取得明显成效，初步建成氢能国家级先进制造业集群。

图表 29：河南省氢能产业规划“郑汴洛濮氢走廊”战略布局



资料来源：河南省人民政府办公厅，东方财富证券研究所

公司地处孟州，区位优势显著，有望充分受益于地方政策。今年 4 月，孟州市氢燃料电池及核心零部件产业园项目开工。孟州市氢燃料电池及核心零部

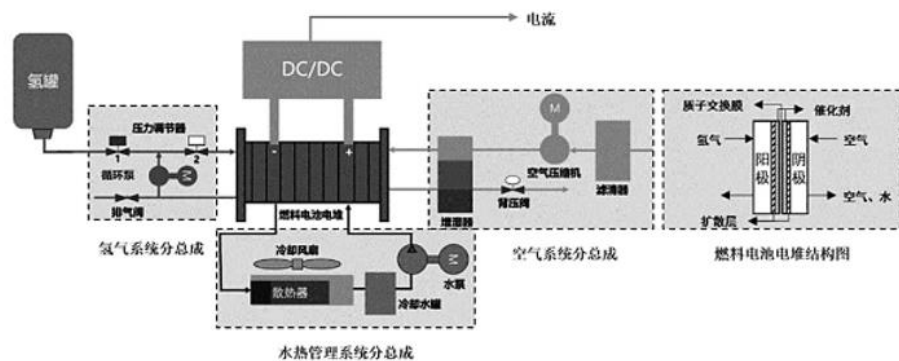


件产业园项目分三期建设，目标是到 2030 年，形成年产氢燃料电池发动机 15 万台，空压机 30 万台、增湿器 20 万台、双极板 2000 万组的规模。公司地处孟州，有望充分受益于地方政策。

### 5.3. 完成氢燃料电池系统核心零部件布局，有望第二增长曲线

氢燃料电池发动机主要组成有燃料电池堆、氢气系统、空气系统、电气电控系统、水热管理系统。公司积极在氢能及燃料电池系统零部件领域展开布局，先后与上海重塑能源科技有限公司、北京氢璞创能科技有限公司、西安交通大学、宇通集团、天朋（江苏）氢能源科技有限公司等单位围绕氢燃料电池系统及核心零部件领域建立了合作关系，倾力构建“氢燃料电池发动机、双极板、空压机、加湿器、氢气循环泵”等五大氢能产业新格局。

图表 30：氢燃料电池发动机系统构成及功能



组成	主要零部件	功能
电堆	膜电极、绝缘板、双极板、歧管和支撑结构等	通过电化学反应输出电流
氢气系统总成	循环泵/喷射器、电磁阀、比例阀、单向阀等	向电堆连续供应符合压力和纯度要求的氢气
空气系统总成	空压机、中冷器、增湿器、空气过滤器、节气门等	向电堆供应符合压力、湿度和洁净度要求的空气
水热管理系统	散热器、风扇、温度传感器、PTC 等	调节和传递电化学反应产生的热量，保障电堆的正常工作温度，外部环境温度低时加热，保障冷启动
电气和电控系统	DC/DC、高低压线束、控制器、传感器等	实现输入能量的调节和燃料电池系统的控制

资料来源：氢能源燃料电池电动汽车微信公众号、氢电邦，东方财富证券研究所

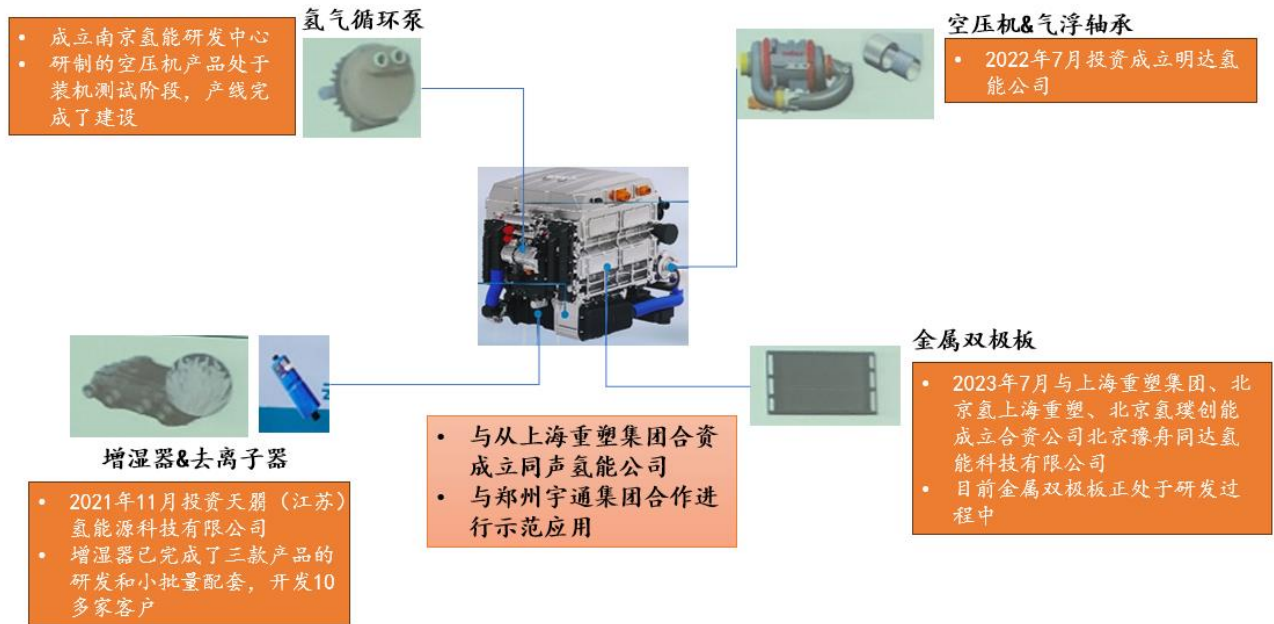
公司目前完成了对氢燃料电池系统及空压机、双极板、增湿器等关键核心零部件进行产业化布局。

- 2021 年 11 月，公司战略投资天朋（江苏）氢能源科技有限公司，主营产品是氢燃料电池核心零部件中的增湿器和去离子器，其中增湿器已完成了三款产品的研发和小批量配套，开发 10 多家客户；
- 2022 年 7 月，公司投资设立中原内配明达氢能源有限公司，主营产品

是氢燃料电池核心零部件中的空压机和氢气循环泵，并在南京成立研发中心，南京研发中心研制的空压机产品处于装机测试阶段；

- 2022年7月，公司与上海重塑合资成立焦作同声氢能科技有限公司，共同推动氢燃料电池系统相关业务；
- 2023年7月，公司与上海重塑、北京氢璞创能成立合资公司北京豫舟同达氢能科技有限公司，主营产品是氢燃料电池核心零部件中的金属双极板，目前金属双极板正处于研发过程中。

图表 31：公司完成了对氢燃料电池系统及空压机、双极板、增湿器等关键核心零部件的产业化布局



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 32：公司在部分氢燃料电池系统关键零部件领域获得阶段性突破

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
氢能源循环泵项目	开发功率 2kW、转速最高可达 2 万 5 千转、最大升压 50kPa 的氢气循环泵，覆盖 30-200kW 乘用车/商用车系统，助力氢燃料电池系统加速商业化	高压和低压氢泵样机已做好，正在做产品性能测试	完成高压氢泵各项测试，与客户对接，提交测试报告，并根据其具体外型接口，和性能不同微调设计	带动飞燕转型升级，形成新的利润增长点
氢燃料电池空压机关键技术研究和应用	通过仿真设计、控制系统、空气轴承、旋转叶轮、高速电机等部件制造技术自主设计开发高转速、长寿命以及高效率燃料电池用空压机	已完成	完成 25Pro 高性能两级压缩空压机，并完成客户匹配	氢燃料电池空压机技术和工艺快速发展，加速公司战略转型，形成技术储备，实现新的增长点
氢燃料电池系统装配技术研究和应用	通过燃料电池装配关键技术研究，提升装配效率和质量，确保最终的成品系统输出功率稳定，性能稳定，故障率低	已完成	完成氢燃料电池系统的装配和交付，系统输出功率稳定，性能稳定，故障低，无问题反馈	发动机产业新突破，推进公司战略转型，加速推进战略性新兴产业发展，实现新的增长点

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

完成首批氢燃料电池系统的交付，具备年产 2000 台燃料电池发动机的能力。2023 年，氢能事业部建成了首条氢燃料电池发动机生产线及性能测试台架，具备年产 2000 台燃料电池发动机的能力，并完成了首批 50 台产品的生产和交付，配套焦作市首批燃料电池汽车并投入运营，推动了区域氢能产业的发展。

我们认为，一方面，氢能已经成为国家的重要战略之一，而公司位于我国燃料电池示范城市群之一河南，区位优势显著，有望充分受益国家和地方级政策；另一方面，公司在氢燃料电池系统领域已经完成了对氢燃料电池系统及空压机、双极板、增湿器等关键核心零部件进行产业化布局。因此，我们看好公司氢燃料电池产业的发展，同时随着首批交付的示范作用不断扩大，公司有望不断开拓其他龙头客户，氢燃料电池业务有望成为公司的第二增长曲线。

## 6. 盈利预测

### 6.1. 关键假设

根据公司年报，我们将公司业务分为气缸套、活塞、瓦轴、活塞环、电控执行器、制动鼓、氢燃料电池系统和其他。

#### ➤ 传统内燃机 PCU 零部件（气缸套、活塞、活塞环）：

一方面，全球汽车气缸套市场广阔。内燃机具备燃料适应性好、热效率最高、成本最低、使用范围最广、环境友好、安全便利等优势，短期内仍是商用车、工程机械、农业机械、船舶工业等大型动力装置的主要动力；混合动力也是目前新能源汽车的主要形式之一。

另一方面，钢质活塞在柴油机中的渗透率仍有进一步提升空间。随着国六标准的实施重型柴油车将迎来更高的排放标准。运用钢质活塞的柴油机具有高压缩比、燃烧效率高、尾气排放少、寿命长等明显优点。

自主研发实力强劲，技术水平国际领先，有望抢占更多市场份额。我们预计，公司气缸套业务在 2024 年至 2026 年收入增速分别为 5%、4%、3%；活塞业务在 2024 年至 2026 年收入增速分别为 7%、6%、5%；活塞环业务在 2024 年~2026 年收入增速分别为 3%、3%、2%

#### ➤ 电控执行器：

公司电控执行器产品拥有体积小、重量轻、成本低等优势，柴油机智能型电控执行器打破外资垄断，进入放量阶段。同时依托在电控策略和电机设计等方面的技术积累，公司有望开拓新的电控应用场景，创造汽车电子的第二增长点。我们预计，公司电控执行器业务在 2024 年~2026 年收入增速分别为 31%、20%、13%。

#### ➤ 制动鼓：

双金属制动鼓应用市场广阔且国内竞争对手较少。从应用场景来看，全球乘用车以及欧洲商用车以盘式制动器为主，中国、北美商用车大多采用鼓式制动器。国内和北美商用车市场广阔。公司双金属复合制动鼓稳定性、耐磨性、散热性更好，顺应轻量化、高可靠、低排放量的行业趋势，有望对传统的制动鼓形成全面替代。我们预计，公司制动鼓业务在 2024 年~2026 年收入增速分别为 487%、55%、29%。

#### ➤ 氢燃料电池系统：

一方面，氢能已经成为国家的重要战略之一，而公司位于我国燃料电池示范城市群之一，区位优势显著，有望充分受益国家和地方级政策；另一方面，公司在氢燃料电池系统领域已经完成了对氢燃料电池系统及空压机、双极板、增湿器等关键核心零部件进行产业化布局。我们预计，公司氢燃料电池系统业务在 2024 年~2026 年收入增速分别为 200%、67%、40%。

图表 33：公司 2024-2026 年营业收入预测

营业收入 (万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>气缸套</b>	<b>176557</b>	<b>184763</b>	<b>192153</b>	<b>197918</b>
同比	12%	5%	4%	3%
占比	62%	54%	50%	47%
<b>活塞</b>	<b>16955</b>	<b>18096</b>	<b>19182</b>	<b>20141</b>
同比	84%	7%	6%	5%
占比	6%	5%	5%	5%
<b>轴瓦</b>	<b>4608</b>	<b>4787</b>	<b>4884</b>	<b>4908</b>
同比	20%	4%	2%	0%
占比	2%	1.4%	1.3%	1.2%
<b>活塞环</b>	<b>27802</b>	<b>28500</b>	<b>29355</b>	<b>29942</b>
同比	-2%	3%	3%	2%
占比	10%	8%	8%	7%
<b>电控执行器</b>	<b>24571</b>	<b>32256</b>	<b>38760</b>	<b>43799</b>
同比	111%	31%	20%	13%
占比	9%	9%	10%	10%
<b>制动鼓</b>	<b>6533</b>	<b>38379</b>	<b>59360</b>	<b>76320</b>
同比		487%	55%	29%
占比	2%	11%	15%	18%
<b>氢燃料电池系统</b>	<b>2018</b>	<b>6053</b>	<b>10089</b>	<b>14124</b>
同比		200%	67%	40%
占比	1%	2%	3%	3%
<b>其他</b>	<b>27384</b>	<b>29061</b>	<b>30764</b>	<b>32298</b>
同比	37%	8%	6%	5%
占比	10%	8.5%	8.0%	7.7%
<b>营业总收入 (万元)</b>	<b>286428</b>	<b>341895</b>	<b>384546</b>	<b>419449</b>
同比	24%	19.4%	12.5%	9.1%

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

## 6.2. 盈利预测

公司是全球气缸套龙头企业，供货模式以气缸套为核心，以“活塞、活塞环、轴瓦”为战略支撑，传统内燃机 PCU 零部件业务仍然具备长期稳定的发展空间。同时，公司不断完善和延伸汽车零部件产业链条，先后进入汽车电子领域、汽车制动系统领域，并且积极布局氢能及燃料电池系统相关领域，构建“氢燃料电池发动机、双极板、空压机、加湿器、氢气循环泵”等五大氢能产业新格局。公司将在完善和延伸传统汽车零部件产业链条，保持行业龙头地位的同时，坚持“汽车发动机及车身零部件”和“氢能源动力系统及零部件”双线并行的发展路线。

我们调整之前的盈利预测，预计 2024-2026 年公司营收分别为 34.19/38.45/41.94 亿元，同比增长分别为 19.37%/12.47%/9.08%；归母净利润分别为 3.73/4.24/4.66 亿元，同比增长分别为 20.14%/13.58%/9.81%；EPS 分别为 0.63/0.72/0.79 元，对应 PE 为 9/8/7 倍。

图表 34：公司 2024-2026 年盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	28.64	34.19	38.45	41.94
增长率 (%)	24.45%	19.37%	12.47%	9.08%
EBITDA (亿元)	5.45	6.23	7.33	8.41
归母净利润 (亿元)	3.11	3.73	4.24	4.66
增长率 (%)	85.75%	20.14%	13.58%	9.81%
EPS (元/股)	0.53	0.63	0.72	0.79
市盈率 (P/E)	12.53	9.13	8.04	7.32
市净率 (P/B)	1.17	0.94	0.87	0.81
EV/EBITDA	8.39	7.16	6.74	6.61

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

### 6.3. 相对估值

公司主要业务为汽车发动机零部件、制动系统、电控系统和氢能源动力系统及零部件。由于公司不同业务间差异较大，我们采用分部估值法。内燃机零部件业务及其他业务参考可比公司双环传动、天润工业，2024、2025 年平均 PE 分别为 14、11，对应 2024 年市值为 43 亿元；电机控制器和制动系统业务参考可比公司英威腾、伯特利，2024、2025 年平均 PE 分别为 17 和 13，对应 2024 年市值为 5.6 亿元。因此，我们认为 2024 年公司合理市值水平为 53 亿元，对应 6 个月股价为 8.94 元，上调公司评级为“买入”评级。

图表 35：可比公司估值情况

所属行业	代码	简称	PE (倍)			EPS (元)			市值 (亿元)	评级	
			股价(元)	2023	2024E	2025E	2023	2024E			2025E
内燃机零部件及其他	002472.SZ	双环传动	22.07	29	18	15	0.97	1.21	1.51	186.60	未评级
	002283.SZ	天润工业	4.32	19	9	8	0.35	0.46	0.54	49.22	未评级
		平均		24	14	11					
电机控制器&汽车制动系统	002334.SZ	英威腾	6.10	17	10	8	0.47	0.61	0.75	49.30	未评级
	603596.SH	伯特利	45.52	37	23	18	2.15	2.70	3.53	276.10	未评级
		平均		27	17	13					

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

(注：股价截至 2024 年 7 月 12 日；未评级公司盈利预测来自 choice 一致预期)

#### 6.4. 投资建议

公司是全球气缸套龙头企业，供货模式以气缸套为核心，以“活塞、活塞环、轴瓦”为战略支撑，传统内燃机 PCU 零部件业务仍然具备长期稳定的发展空间。同时，公司不断完善和延伸汽车零部件产业链条，先后进入汽车电子领域、汽车制动系统领域，并且积极布局氢能及燃料电池系统相关领域，构建“氢燃料电池发动机、双极板、空压机、加湿器、氢气循环泵”等五大氢能产业新格局。公司正处于从内燃机零部件业务一支独秀到向电机控制器、制动鼓、氢燃料电池业务多点开花的阶段，有望实现跨越式发展。

## 7. 风险提示

- ◆ 商用车市场增长不及预期：公司商用车产品业务占比较大，如果商用车市场增长不及预期，可能会导致公司营收的下滑。
- ◆ 客户拓展不及预期：公司不断推出新产品，如果客户拓展进度不及预期，那么产品收入贡献会有一定程度的下滑。
- ◆ 海外市场开拓进度不及预期：国内市场竞争加剧，如果海外市场开拓进度不及预期，可能会导致公司业绩增长的持续性。
- ◆ 氢燃料电池系统商业化进度不及预期：公司目前已经完成了氢燃料电池系统及空压机、双极板、增湿器等关键核心零部件的产业化布局，如果氢燃料电池系统的商业化进度不及预期，可能对公司的盈利能力有一定程度的影响。



## 资产负债表（亿元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>24.59</b>	<b>29.68</b>	<b>36.19</b>	<b>43.76</b>
货币资金	3.02	3.57	5.61	8.40
应收及预付	9.31	10.81	11.85	12.58
存货	7.24	7.88	7.96	7.71
其他流动资产	5.01	7.42	10.78	15.07
<b>非流动资产</b>	<b>32.45</b>	<b>36.10</b>	<b>40.85</b>	<b>46.69</b>
长期股权投资	3.89	3.99	4.19	4.49
固定资产	17.38	20.03	23.42	27.53
在建工程	0.66	0.47	0.32	0.20
无形资产	1.56	2.04	2.68	3.48
其他长期资产	8.97	9.57	10.24	11.00
<b>资产总计</b>	<b>57.04</b>	<b>65.78</b>	<b>77.04</b>	<b>90.45</b>
<b>流动负债</b>	<b>16.40</b>	<b>22.78</b>	<b>31.00</b>	<b>41.06</b>
短期借款	6.86	11.86	18.86	27.86
应付及预收	5.62	6.73	7.71	8.57
其他流动负债	3.92	4.19	4.43	4.63
<b>非流动负债</b>	<b>3.18</b>	<b>2.73</b>	<b>2.62</b>	<b>2.57</b>
长期借款	0.65	0.15	0.05	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.53	2.58	2.57	2.57
<b>负债合计</b>	<b>19.58</b>	<b>25.52</b>	<b>33.63</b>	<b>43.64</b>
实收资本	5.88	5.88	5.88	5.88
资本公积	5.72	5.72	5.72	5.72
留存收益	21.62	24.23	27.18	30.36
归属母公司股东权益	33.48	36.10	39.05	42.24
少数股东权益	3.98	4.16	4.36	4.58
<b>负债和股东权益</b>	<b>57.04</b>	<b>65.78</b>	<b>77.04</b>	<b>90.45</b>

## 利润表（亿元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>28.64</b>	<b>34.19</b>	<b>38.45</b>	<b>41.94</b>
营业成本	20.93	24.73	27.48	29.67
税金及附加	0.36	0.38	0.41	0.44
销售费用	0.82	0.97	1.08	1.17
管理费用	2.05	2.39	2.61	2.77
研发费用	1.37	1.64	1.85	1.97
财务费用	0.28	0.36	0.63	0.94
资产减值损失	-0.20	-0.52	-0.73	-0.94
公允价值变动收益	0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.55	0.66	0.74	0.81
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.39	0.44	0.50	0.55
<b>营业利润</b>	<b>3.52</b>	<b>4.23</b>	<b>4.80</b>	<b>5.27</b>
营业外收入	0.04	0.04	0.05	0.06
营业外支出	0.01	0.01	0.02	0.03
<b>利润总额</b>	<b>3.55</b>	<b>4.26</b>	<b>4.83</b>	<b>5.30</b>
所得税	0.29	0.35	0.39	0.42
<b>净利润</b>	<b>3.25</b>	<b>3.91</b>	<b>4.44</b>	<b>4.88</b>
少数股东损益	0.15	0.18	0.20	0.22
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3.11</b>	<b>3.73</b>	<b>4.24</b>	<b>4.66</b>
EBITDA	5.45	6.23	7.33	8.41

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 现金流量表（亿元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2.62</b>	<b>4.23</b>	<b>6.08</b>	<b>7.70</b>
净利润	3.25	3.91	4.44	4.88
折旧摊销	2.20	1.61	1.87	2.16
营运资金变动	-2.96	-1.68	-1.06	-0.73
其它	0.14	0.40	0.83	1.39
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1.85</b>	<b>-6.57</b>	<b>-8.87</b>	<b>-11.21</b>
资本支出	-0.60	-4.92	-6.12	-7.32
投资变动	-1.92	-2.30	-3.50	-4.70
其他	0.67	0.65	0.74	0.81
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2.17</b>	<b>2.88</b>	<b>4.83</b>	<b>6.31</b>
银行借款	1.92	4.50	6.90	8.95
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.14	0.00	0.00	0.00
其他	-4.23	-1.62	-2.07	-2.64
<b>现金净增加额</b>	<b>-1.34</b>	<b>0.55</b>	<b>2.03</b>	<b>2.80</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>4.09</b>	<b>2.75</b>	<b>3.30</b>	<b>5.34</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2.75</b>	<b>3.30</b>	<b>5.34</b>	<b>8.13</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	24.45%	19.37%	12.47%	9.08%
营业利润增长	81.41%	20.06%	13.55%	9.75%
归属母公司净利润增长	85.75%	20.14%	13.58%	9.81%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	26.91%	27.68%	28.53%	29.26%
净利率	11.36%	11.44%	11.55%	11.63%
ROE	9.28%	10.34%	10.86%	11.02%
ROIC	6.33%	7.81%	7.80%	7.49%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	34.32%	38.79%	43.65%	48.24%
净负债比率	17.70%	26.12%	35.41%	45.98%
流动比率	1.50	1.30	1.17	1.07
速动比率	1.03	0.93	0.89	0.87
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.56	0.54	0.50
应收账款周转率	4.51	4.15	4.13	4.16
存货周转率	3.09	3.27	3.47	3.79
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.53	0.63	0.72	0.79
每股经营现金流	0.45	0.72	1.03	1.31
每股净资产	5.69	6.14	6.64	7.18
<b>估值比率</b>				
P/E	12.53	9.13	8.04	7.32
P/B	1.17	0.94	0.87	0.81
EV/EBITDA	8.39	7.16	6.74	6.61

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。