新股研究报告

汽车

汽车零部件

中原内配 （002448）

合理价值区间： 21.4~27.5 元

2010 年 6 月 29 日

新股分析

出口、内需共推 2010 年增长

分析师：李君
SAC 执业证书编号：S0980210030036
电话： 021-60933156
E-mail: lijun2@guosen.com.cn
联系人：左涛
电话： 021-60933164
E-mail: zuotao@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

●国内气缸套行业仍处于快速增长期

跟随国内商用车、工程机械行业内燃机需求的增长：近年国内汽车处于快速上升期，2005 年至 2009 年销售复合增长率达到了 24%，气缸套行业受益于商用车行业发展而高速增长。大量内燃机应用于工程机械，国内近年保持较高的投资增速，工程机械行业需求同样旺盛。

汽车发动机轻量化给气缸套行业带来新的发展空间：乘用车全铝发动机替代铸铁发动机是节能背景下的行业发展趋势，这一变化将带来对气缸套的巨大增量需求（传统铸铁发动机不需配置气缸套）。

受益国际产业转移，出口比例日益增大：气缸套行业是全球汽车零部件配套产业向中国转移的显著受益者，近年行业整体出口增速日益提升，出口收入在主流公司中的占比也不断上升。预计气缸套行业整体出口增速未来几年仍将超越内需增长。

●由国内最大份额者走向全球最大份额者

公司目前是国内气缸套行业市场份额最大的公司。其产量相当于其后四家主要竞争者的总和，领先优势非常明显。随着其海外市场的开拓，这一优势将进一步巩固。

正在逐步赶超国外同行：相比较国际主要竞争对手，公司的劣势可能在于模块化供货能力、在全球主机厂配套的广泛性等。但近年来这一差距在不断缩小，仅从产销量而言，公司已经或即将超过国外最大的竞争对手，而从产业发展趋势看，其国外竞争对手业务逐步萎缩或市场份额向中国转移是大势所趋。

●2009 年公司毛利率显著改善，未来有望维持

脱离短期因素，中长期，公司毛利率处于稳步上升趋势，原因有四：【1】商用车及工程机械气缸套占比提升，产品结构优化；【2】出口业务占比提升，改善毛利率水平；【3】OEM 市场占比逐步上升；【4】产品升级，国内唯一的欧 IV 以上缸套配套能力将随市场打开而显著改善利润率（毛利率 35%以上）。

●预计 2010 年公司盈利将大幅上升

出口大幅复苏。2009 年下半年以来，公司出口业务快速复苏，这部分得益于原有配套订单的恢复（主要来自为美国三大车厂的配套），部分来自近两年新开拓的客户开始进入供货期，预计 2010 年出口收入占比将再次达 35%以上，出口收入同比增幅将超 60%，同时将改善公司的利润率水平。

内需处于高景气期。2010 年以来，国内商用车、工程机械需求异常旺盛，重、中、轻卡销量均达到近年来的高峰，我们认为这一景气的局面还能维持一段时间。公司处于满负荷生产、产能不足的局面，因而不得不放弃部分利润率偏低的定单。

中原吉凯恩跨越盈亏平衡点，盈利增长可期。中原吉凯恩为中原内配与英国吉凯恩的合资公司，主要生产高附加值的大缸径气缸套，产能 300 万套，公

司股比 41%。目前，公司刚刚度过盈利临界点，2009 年营业收入 1.25 亿元，但净利仅 163 万元。我们预计，随着公司销量、收入进一步上升，边际利润贡献将值得乐观。

新产能投放将成为满足内、外旺盛需求的重要支撑。预计 2010 年公司销量将达 2300 万只，同比增长 25%以上，从而导致收入同比增长 28%达 7.97 亿元。而产品结构的改善，将改善公司的利润率水平，预计净利增幅将超过收入增幅，达 0.99 亿元，同比增长 49%。而随着募投项目的投产、公司对新开拓客户订单逐步供货，预计未来两年新产能投放将带动公司继续成长，收入、净利复合增速达 20%。

●风险提示

人民币升值风险；原材料价格波动风险；下游行业周期波动风险；外需市场波动风险。

●合理价值在 21.4~27.5 元/股之间

预计公司 2010-2012 年分别实现净利 0.99 亿元、1.21 亿元、1.44 亿元，按发行后股本计算（假定发行 2350 万股，总股本达到 9251 万股），对应 EPS 分别为 1.07 元、1.31 元、1.55 元。根据绝对估值法和相对估值法的计算，我们预计公司的合理价值区间在 21.4 元至 27.5 元之间。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	675	622	797	956	1,128
(+/-%)	*15.0%*	*-7.9%*	*28.0%*	*20.0%*	*18.0%*
净利润(百万元)	40	66	99	121	144
(+/-%)	*-37.8%*	*65.9%*	*48.9%*	*22.5%*	*18.7%*
总股本（百万股）	69	69	93	93	93
每股收益（元）	0.58	0.96	1.07	1.31	1.55
EBIT Margin	10.7%	15.4%	15.0%	14.7%	14.7%
净资产收益率（ROE）	15.8%	22.2%	10.8%	12.0%	12.9%

内容目录

估值与投资建议 5
绝对估值法：22.7~27.5 元/股 5
相对估值法：21.4~26.8 元/股 5
气缸套：内燃机关键零部件 6
公司概况：气缸套行业龙头 8
商用车及工程机械气缸套是公司最大收入来源 8
公司的实际控制人为董事长薛德龙先生 9
出口复苏、内需增长共推公司再进成长期 10
公司正成长为国内、甚至全球最大的气缸套生产企业 10
2009 年公司毛利率显著改善，未来有望维持 12
原材料价格的超预期波动会影响短期毛利率水平 13
公司产业地位的成因：率先通过认证体系，其后迅速上规模 14
出口复苏、内需增长将共同推动公司 2010 年盈利上升 14
募集资金项目分析 16
风险提示 17
盈利预测 18

图表目录

图 1: 国内汽车年销量（2001-2009） 6
图 2: 国内商用车年销量（2001-2009） 6
图 3: 中原内配主要气缸套产品 6
图 4: 国内重卡年销量及同比增速（2001-2009） 7
图 5: 国内中卡年销量及同比增速（2001-2009） 7
图 6: 国内轻卡年销量及同比增速（2001-2009） 8
图 7: 国内大中客年销量及同比增速（2001-2009） 8
图 8: 轿车年销量及同比增速（2001-2009） 8
图 9: 轿车月销量及同比增速（2005.1-2010.4） 8
图 10: 2009 年公司销售收入结构 9
图 11: 2009 年公司销售收入 AM、OEM 占比 9
图 12: 中原内配发行前、后股权结构 9
图 13: 公司气缸套销量（2007-2009） 10
图 14: 中原内配产品国内市场占有率（2006-2008） 10
图 15: 中原内配国内外主要客户分布 10
图 16: 公司产能变动（2007-2009） 11
图 17: 公司产品结构（2007-2009） 13
图 18: 公司内销分产品毛利率（2007-2009） 13
图 19: 公司出口分产品毛利率（2007-2009） 13
图 20: OEM 占比不断提升（2007-2009） 13
图 21: 公司 2009 年原材料成本结构 14
图 22: 公司分产品平均售价情况（2007-2009） 14
图 23: 公司出口量变动（2009.1-2009.12） 15
图 24: 重卡销量的季节性波动（2005.1-2010.4） 15
图 25: 轻卡销量的季节性波动（2005.1-2010.4） 15
图 26: 公司产能变动（2007-2012E） 17

表 1: 绝对估值的基本假设条件 5
表 2: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 5
表 3: 商用车零部件行业重点公司盈利预测及估值表 5
表 4: 中原内配国内主要竞争者 11
表 5: 出口业务分区域变动（2007-2009） 15

估值与投资建议

绝对估值法：22.7~27.5 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。在折现率为 9.6%~10.8%、永续增长率为 0.0%~0.5%假设范围内，得到中原内配绝对估值的合理区间在 22.7～27.5 元之间，价值中枢为 25.0 元。

表 1：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	0.3%	实际所得税率 T	18%
无风险利率	3.6%	Ke	13.68%
行业平均 Beta	1.06	风险溢价	9.00%
Kd	6.00%	WACC	10.18%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析　（元/股）

	9.6%	9.9%	10.18%	10.5%	10.8%
0.5%	27.48	26.34	25.28	24.29	23.37
0.4%	27.28	26.16	25.12	24.14	23.23
0.3%	27.09	25.99	24.96	23.99	23.09
0.2%	26.90	25.82	24.80	23.85	22.96
0.1%	26.72	25.65	24.64	23.71	22.83
0.0%	26.54	25.48	24.49	23.57	22.70

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：21.4~26.8 元/股

按发行后股本计算（假定发行 2350 万股），预计中原内配 2010、2011 年 EPS 分别为 1.07、1.31 元。目前相关商用车零部件行业重点公司 2010 年平均动态 PE 为 21.9 倍，参考当前 A 股商用车零部件行业估值水平，再考虑到公司总股本规模较小，在中小板上市，将享受一定溢价，可以给予公司 2010 年 20-25 倍 PE，则对应合理价值区间为 21.4-26.8 元。

表 3：商用车零部件行业重点公司盈利预测及估值表

公司	收盘价	EPS			PE			PB			投资评级
名称	2010-5-28	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
潍柴动力	59.82	4.09	5.21	5.22	14.6	11.5	11.5	4.2	3.4	2.8	谨慎推荐
银轮股份	19.99	0.54	0.88	0.92	37.0	22.7	21.7	3.9	3.5	3.1	谨慎推荐
云内动力	11.46	0.45	0.40	0.45	25.5	28.7	25.5	1.7	1.6	1.6	谨慎推荐
威孚高科	14.82	0.79	0.90	1.05	18.8	16.5	14.1	2.9	2.6	2.3	谨慎推荐
天润曲轴	19.03	0.47	0.73	0.90	40.4	26.1	21.1	3.0	2.8	2.6	n.a.
兴民钢圈	15.08	0.37	0.58	0.68	40.5	26.0	22.2	8.8	7.1	5.8	n.a.
行业平均					29.5	21.9	19.3	4.1	3.5	3.0	

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

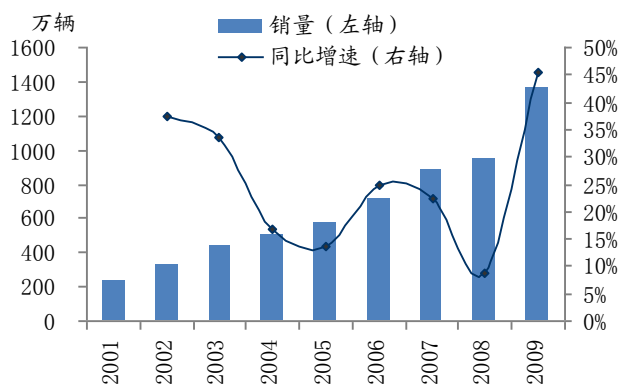
注：天润曲轴、兴民钢圈 2009 年 EPS 按最新股本摊薄计算

综合绝对估值和相对估值法，则公司的合理价值区间为 21.4-27.5 元。

气缸套：内燃机关键零部件

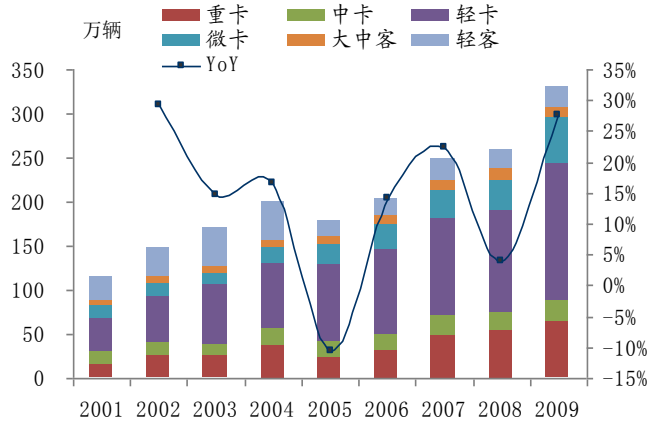
中原内配主要产品是内燃机气缸套，气缸套属于内燃机关键零部件，广泛应用于乘用车、商用车、工程机械、摩托车、船用发动机及发电机组，其中，柴油发动机一般必须配备气缸套，而随轿车发动机轻型化的发展，全铝发动机开始替代铸铁发动机，也开始配备气缸套，带来新的气缸套增量需求，远期看，乘用车发动机气缸套将是一个巨大的市场，因而就全球气缸套行业而言，预计销量增速将超过汽车行业整体。

图 1：国内汽车年销量（2001-2009）



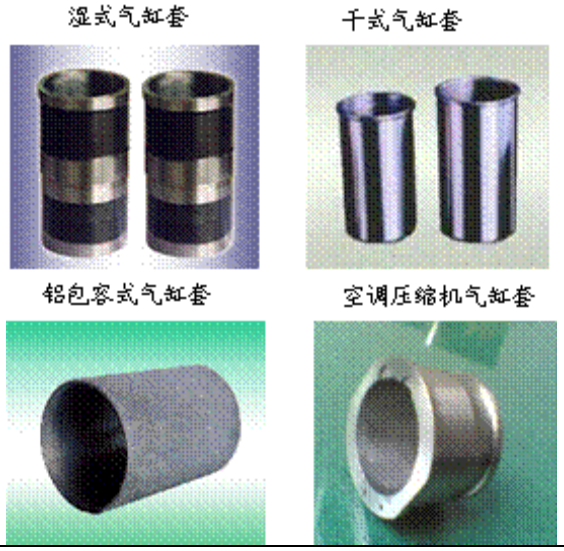
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 2：国内商用车年销量（2001-2009）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 3：中原内配主要气缸套产品



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

国内气缸套行业技术成熟，市场集中度较高：气缸套属于内燃机核心零部件，我国气缸套行业起步相对较早、技术成熟，并且有一定程度的自主创新，除了满足国内整车厂的配套需要外，还大量出口国际市场。国内主机厂特别是商用车主机厂，大部分气缸套均从国内采购，国内气缸套行业市场集中度较高，中原内配作为行业龙头企业，市场占有率在 36%左右，中原内配、扬州五亭桥、肇庆动力等行业前五名企业销量占国内总销量的 80%左右。

国内气缸套行业仍处于快速增长期：

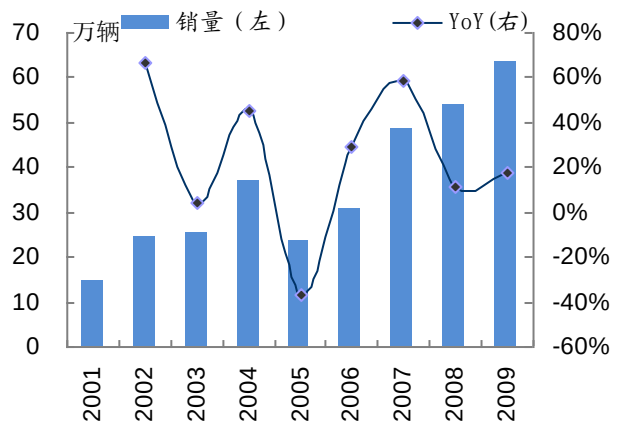
1、跟随国内商用车、工程机械行业内燃机需求的增长：近年国内汽车整体产销量保持了高速的增长，产销量由 2005 年的 576 万辆增长至 2009 年的 1362 万辆，复合增长率达到了 24%，气缸套行业受益于汽车行业特别是商用车行业的高速增长，产销量也大幅增长。大量内燃机应用于工程机械，国内近年保持较高的投资增速，工程机械行业需求同样旺盛。

2、汽车发动机轻量化给气缸套行业带来新的发展空间：乘用车用全铝发动机较铸铁发动机，具有自重轻、单位重量功率大、节油性好等优势，是乘用车发动机的发展方向，以前基本依靠进口，并配套于合资品牌中高级车。近年奇瑞汽车、一汽轿车、长城汽车等自主品牌厂商逐步具有全铝发动机的生产能力并广泛配套于自主品牌入门级乘用车，拉动了相应的铸入式气缸套需求，这一领域未来发展潜力较大。

3、受益国际产业转移，出口比例日益增大：气缸套行业是全球汽车零部件配套产业向中国转移的显著受益者，近年行业整体出口增速日益提升，出口收入在主流公司中的占比也不断上升。中原内配 2006 年之前的出口收入占比不足 15%，目前已上升至 30%，随着欧美经济的复苏，预计这一比例会继续上升。预计气缸套行业整体出口增速未来几年仍将超越内需增长。

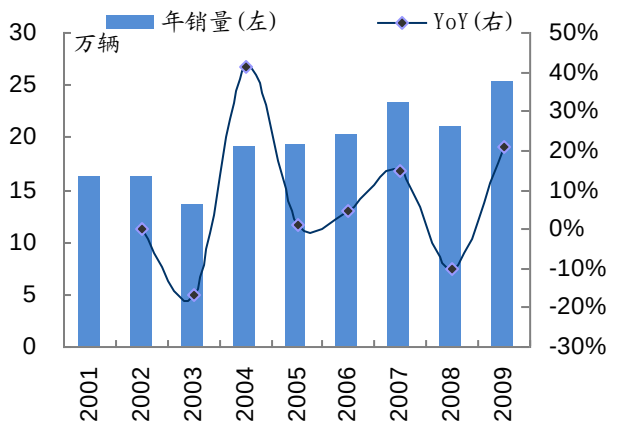
综上，我们认为，气缸套行业需求增速将显著超越国内商用车内燃机、工程机械内燃机等传统主流气缸套配套客户的销量增速。

图 4：国内重卡年销量及同比增速（2001-2009）



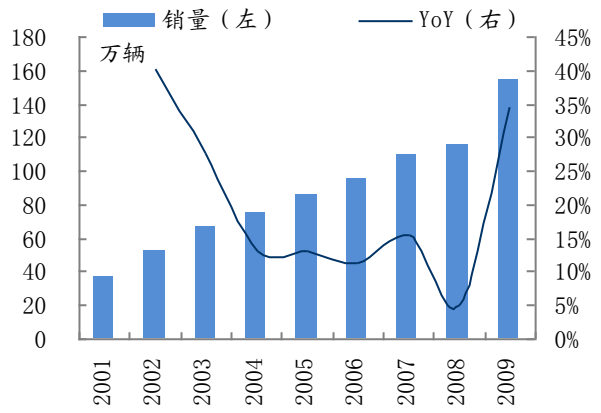
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 5：国内中卡年销量及同比增速（2001-2009）



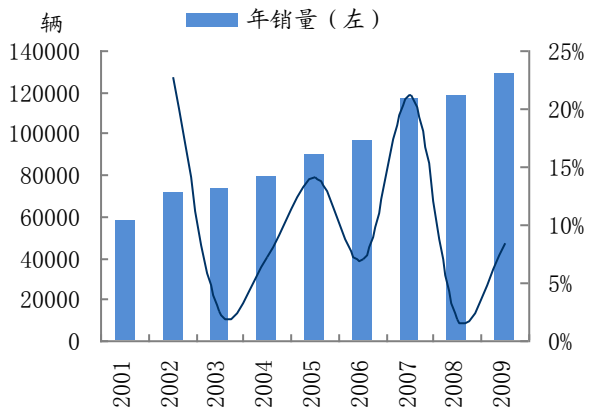
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 6：国内轻卡年销量及同比增速（2001-2009）



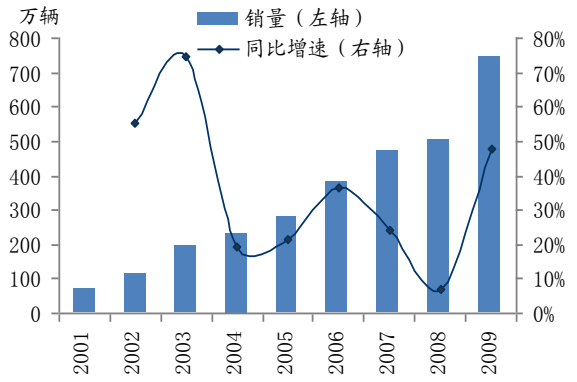
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 7：国内大中客年销量及同比增速（2001-2009）



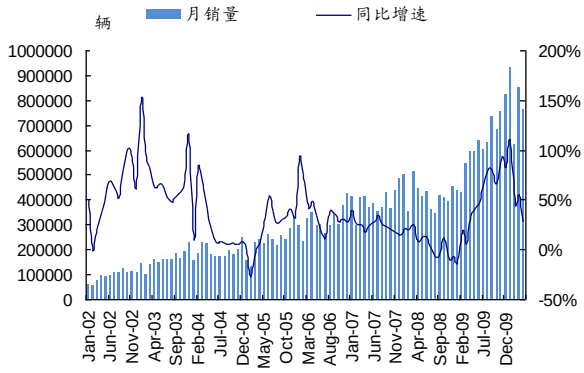
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 8：轿车年销量及同比增速（2001-2009）



资料来源：国信证券经济研究所

图 9：轿车月销量及同比增速（2002.1-2010.4）



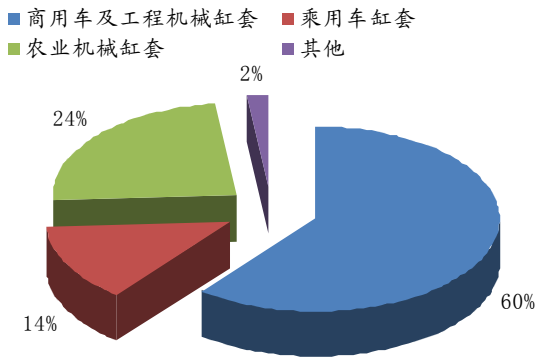
资料来源：国信证券经济研究所

公司概况：气缸套行业龙头

商用车及工程机械气缸套是公司最大收入来源

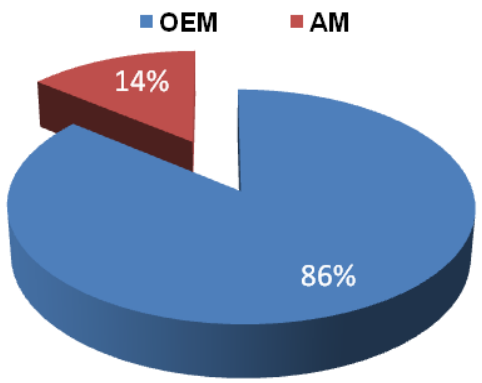
中原内配主要产品是内燃机气缸套，包括商用车缸套、工程机械缸套、农业机械缸套、乘用车缸套。按气缸大小分，中原内配主要生产中小口径（40-130mm）气缸套，其旗下中外合资公司——中原吉凯恩则以生产 130mm 以上直径气缸套为主。商用车及工程机械气缸套是公司最大收入来源，占公司销售收入的 60%，乘用车气缸套目前占比 14%，未来增长潜力较大；公司产品主要配套 OEM 市场，占销售收入 85%，小部分用于配套相关 AM 市场。

图 10：2009 年公司销售收入结构



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 11： 2009 年公司销售收入 AM、OEM 占比

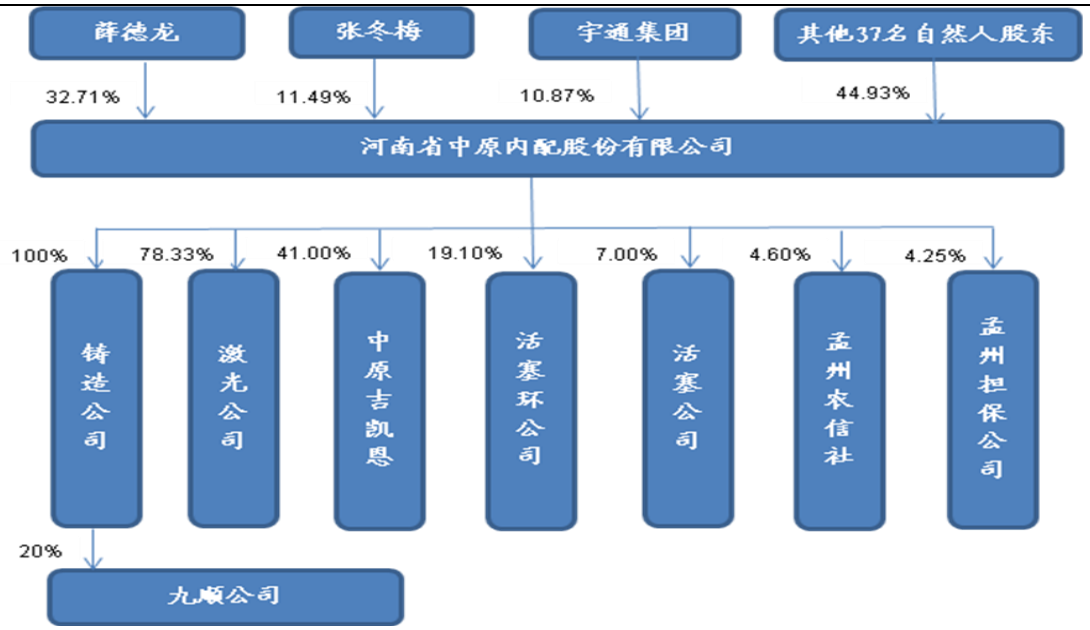


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

公司的实际控制人为董事长薛德龙先生

公司是一家自然人控股的民营企业，发行前总股本为 6901.05 万股，本次拟发行 2350 万股，占发行后总股本的 25.4%。公司的实际控制人为董事长薛德龙先生，持有公司发行前 32.71%的股权，发行后持股比例为 24.40%。需要一提的是，公司的董事会成员大多是公司的创始人，并同时担任公司的管理层。

图 12：中原内配发行前、后股权结构



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

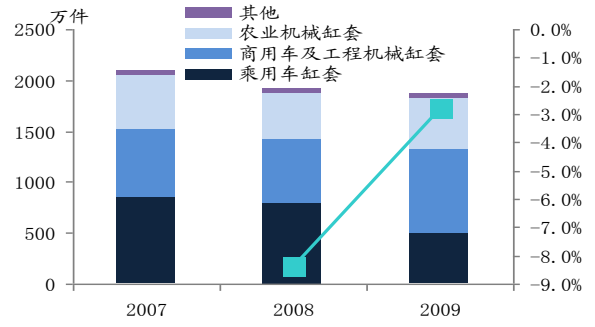
出口复苏、内需增长共推公司再进成长期

公司正成长为国内、甚至全球最大的气缸套生产企业

国内气缸套行业市场份额最大的公司：公司气缸套产销量多年蝉联国内、亚洲市场第一，2007、2008、2009 年的气缸套销量分别为 2094、1918、1865 万套，市场占有率在 35%以上，全球市场占有率约 10%。主要客户涵盖了中国重汽、一汽锡柴、广西玉柴等国内主要主机厂以及奇瑞汽车、一汽轿车、神龙富康等整车厂商。公司进入了美国三大汽车公司、康明斯、国际卡车等国外主要主机厂全球采购体系，其中康明斯 C 系列气缸套为公司独家供应。

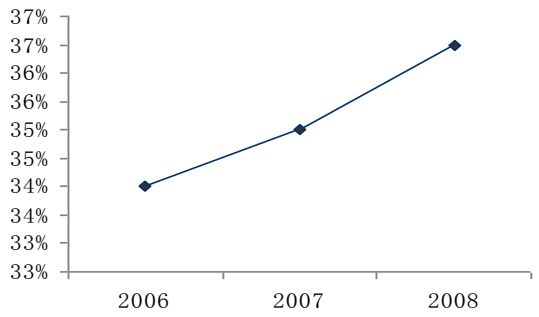
市场份额总体在逐步上升：根据已有数据，2006 年至 2008 年，中原内配的市场份额从 34%上升至 36.5%，其销量增速超出了行业销量增速，2009 年公司销量有所萎缩，估计市场份额略有下降，主要原因来自部分乘用车缸套（出口）改为商用车和工程机械缸套的生产，由于两者工艺的差异，导致了产能的短期下降。另外，公司对国外市场的开拓在业内也属领先，这意味着，随着欧美汽车行业的复苏，2008-2009 年受到较大冲击的出口业务将快速反弹，从而使得公司相对其竞争者的销量领先优势进一步上升。

图 13：公司气缸套销量（2007-2009）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 14：中原内配产品国内市场占有率（2006-2008）

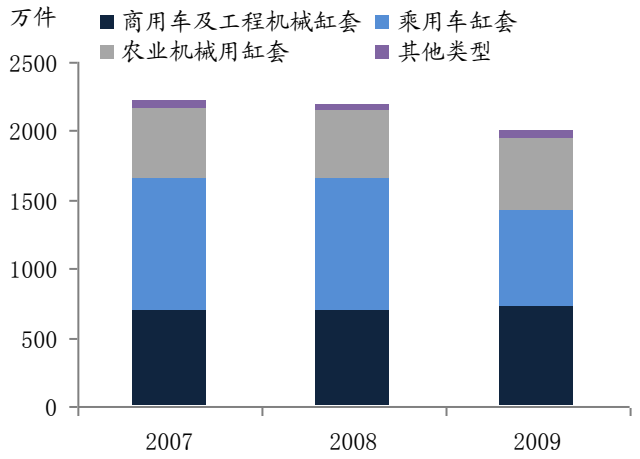


资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 15：中原内配国内外主要客户分布

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 16：公司产能变动（2007-2009）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

注：2009 年，公司将部分乘用车缸套生产线，改为商用车及工程机械缸套和农业机械缸套生产线，两者产品规格相差较大，在加工工序和加工时间上均较乘用车缸套有所增加，导致公司整体产能有所下降，调整后公司 2009 年的生产能力为 2,000 万只。但公司收入总体在上升。

相对国内竞争者优势明显：根据近几年产销量看，中原内配相当于其后四家厂商产销量的总和；从配套范围看，公司的配套厂商更为广泛，也更有利于分散化风险，减轻对单一厂商的依赖；公司对国际市场的开拓力度更强，尽管这一块业务在 2008-2009 年受到较大的冲击，但长期看，仍是取得超越同行增长的重要机遇。

表 4：中原内配国内主要竞争者

排名	企业名称	2008年产量（万只）	主要客户
1	河南省中原内配股份有限公司	2060	国际市场：美国福特、通用、克莱斯勒、康明斯、国际卡车、巴西 MWM，德国戴姆勒-奔驰、意大利菲亚特、法国标致-雪铁龙等 国内市场：一汽锡柴，大柴、东风康明斯、朝柴、上汽集团、中国重汽、广西玉柴、潍柴动力、云内动力、常柴股份、江淮动力、一拖集团、奇瑞汽车、南汽名爵、神龙富康、一汽轿车，东风乘用车，吉利汽车江铃汽车、华泰汽车
2	扬州五亭桥缸套有限公司	1177	一汽锡柴、一汽大柴、潍柴动力、上柴股份、扬柴动力等
3	广东省肇庆动力配件有限公司	460	广西玉柴、一汽大柴等
4	江苏爱吉斯海珠机械有限公司	452	一汽锡柴、南汽集团、时风集团等，部分产品出口到东南亚等国家和地区
5	成都银河动力配件股份有限公司	211	云内动力
合　计		**4360**	

数据来源：公司资料 国信证券经济研究所

正在逐步赶超国外同行: 相比较国际主要竞争对手，公司的劣势可能在于模块化供货能力、在全球主机厂配套的广泛性等。但近年来这一差距在不断缩小，仅从产销量而言，公司已经或即将超过国外最大的竞争对手，而从产业发展趋势看，其国外竞争对手业务逐步萎缩或市场份额向中国转移是大势所趋。国外同类企业有二，分别是 Mahle（马勒）和 Federal-Mogul（辉门）。前者是世界上规模最大的活塞开发、制造厂家，兼做气缸套，目前气缸套总产能约 1,700 万只；后者产品覆盖活塞、轴瓦、活塞环、气缸套、点火系统等，气缸套规模仅次于前者。

2009 年公司毛利率显著改善，未来有望维持

2007-2009 年，毛利率显著波动: 三年综合毛利率分别为 26.2%、22.4%、28.9%。其中，2008 年毛利率的下降主要原因在于金融危机下，出口市场受到极大冲击，内需市场也受到重大负面影响，毛利率水平降至最近几年的最低点。2009 年，随着内需、出口业务先后恢复，原材料价格下降，公司毛利率显著反弹。

脱离短期因素，中长期，公司毛利率处于稳步上升趋势，原因有四:

1、商用车及工程机械气缸套占比提升，产品结构优化: 公司产品中，农业机械气缸套毛利率相对较低。近年公司产品结构不断优化，毛利率较高的商用车及工程机械缸套销量占比由 2007 年的 32.4%提高至 2009 的 43.6%，长期看，预计农业机械气缸套的占比会持续下降。

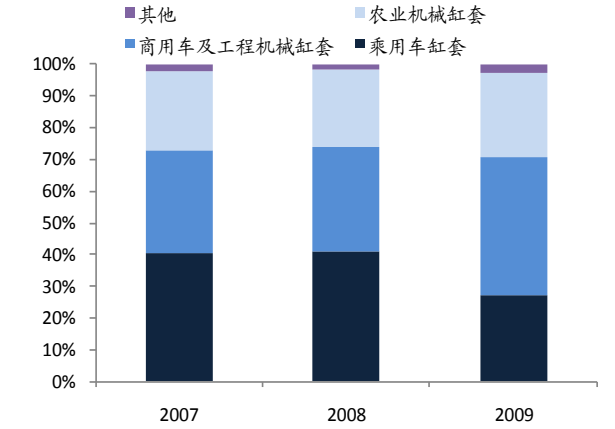
2、出口业务占比提升，改善毛利率水平: 从 2009 年各主要产品看，出口毛利率均比内销毛利率高 2 个百分点左右，出口业务占收入比例的上升，也会带来公司综合毛利率的上升。

3、OEM 市场占比逐步上升: 公司产品主要为 OEM 及 AM 市场配套，相对于 AM 市场，OEM 市场由于需要复杂的认证具有更高的进入壁垒，同类产品具有更高的利润率。公司近年 OEM 配套占比不断提高，已由 2007 年的 82.2%上升至 2009 年的 85.9%。

4、产品升级: 公司是目前国内唯一具备批量生产商用车欧 IV、欧Ⅴ以上排放标准气缸套和乘用车欧Ⅴ、欧Ⅵ排放标准气缸套能力的厂商，这使得公司进入 Mahle（马勒）和 Federal-Mogul（辉门）主导的国际市场，将通过出口为美国福特、康明斯、德国奔驰、法国标致雪铁龙等供货。这种产品升级将持续改善公司毛利率水平，预计欧 IV 以上气缸套毛利率水平将达到 35%以上。

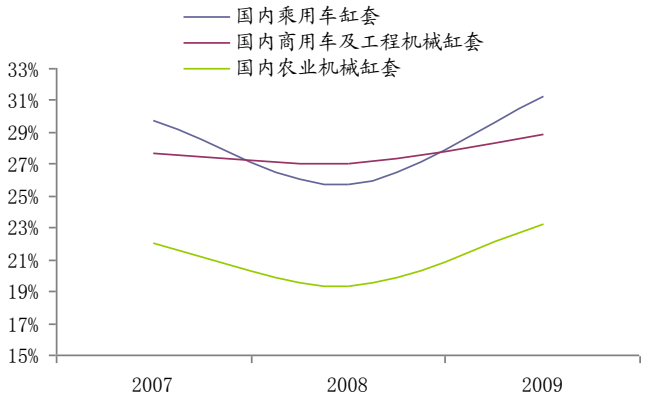
短期公司毛利率有望维持。主要在于公司出口业务的复苏非常迅速，并且公司 2008-2009 年持续开拓了国外的一些新订单，成为公司产品结构优化的重要支撑。

图 17: 公司产品结构（2007-2009）



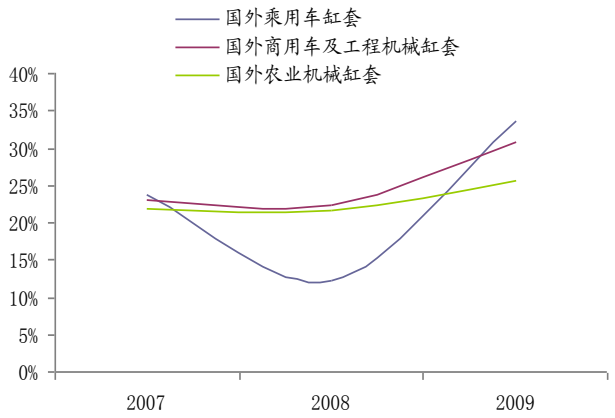
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 18: 公司内销分产品毛利率（2007-2009）



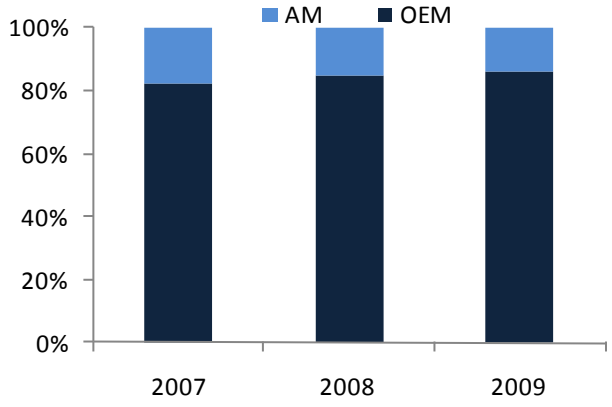
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 19: 公司出口分产品毛利率（2007-2009）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 20: OEM 占比不断提升（2007-2009）

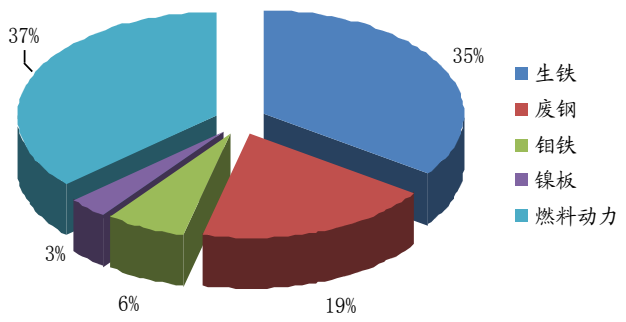


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

原材料价格的超预期波动会影响短期毛利率水平

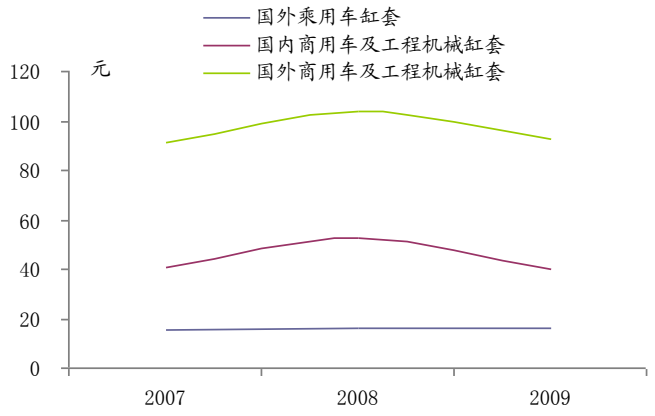
公司产品的主要原材料包括生铁、废钢、有色金属和金属炉料等，在主营业务成本中约占 55%，其中各类铁料、废钢等钢铁材料约占主营业务成本的 45%，电解铜、镍板等有色金属约占主营业务成本的 10%，因而公司利润率对钢铁、钼铁等原材料价格的波动较为敏感。但气缸套是内燃机核心零部件，公司产销规模在行业中又具有绝对优势，公司客户分布较广，而且是很多主机厂气缸套的第一大供应商，因此面对下游整车厂具有一定的议价能力，可部分抵消这一风险。实际上，原材料密集型零部件企业与下游厂商一般签订价格变动协议，由于价格的调整有一定时滞，所以会影响短期中的毛利率水平，但长期看，基本影响不大。

图 21: 公司 2009 年原材料成本结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 22: 公司分产品平均售价情况（2007-2009）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

公司产业地位的成因：率先通过认证体系，其后迅速上规模

汽车零部件企业要进入主机厂的 OEM 配套体系，需要进行严格的认证。认证程序一般周期长（两年左右）、成本高。气缸套生产企业进入主机厂后，一般会与主机厂形成较为稳定的关系。其中，成本低、质量可靠、技术先进的企业，则能够获得最大的市场份额。

中原内配在行业内率先通过国内及国外发动机认证体系，随后迅速形成产能获取规模效应。

同步研发能力：公司在自主研究开发和协同设计能力层面，显著领先于国内同行业公司，随着公司对此投入的不断加大，与国外竞争对手的差距也在不断缩短，这是公司近年能够在国际市场不断快速取得突破的重大基础。

出口复苏、内需增长将共同推动公司 2010 年盈利上升

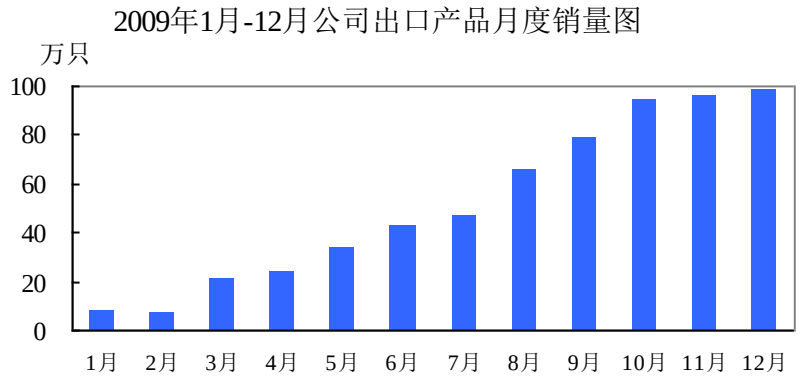
出口持续复苏。由于公司出口业务收入占比已达到了公司总收入的 30%，因而，2008 年-2009 年，出口业务受到的巨大冲击成为抑制公司毛利率和盈利增长的最重要因素。但我们注意到，2009 年下半年以来，公司出口业务快速复苏，这部分得益于原有配套订单的恢复（主要来自为美国三大车厂的配套），部分来自近两年新开拓的客户开始进入供货期。2010 年 1-5 月，出口至美国三大车厂、美国国际卡车、俄罗斯、巴西 MWM 公司、康明斯的气缸套销量已达去年全年的 70%以上。预计 2010 年，公司出口收入同比增长 60%以上，达到 3 亿元左右，占全部收入的比例也将达到 35%左右。

表 5：出口业务分区域变动（2007-2009）

区域	2007年		2008年		2009年	
	销售金额	比例	销售金额	比例	销售金额	比例
北美	16291	76%	14214	63%	11043	60%
欧洲	3476	16%	7335	32%	5907	32%
其他	1796	8%	1036	5%	1520	8%
合计	**21564**	**100%**	**22585**	**100%**	**18470**	**100%**

数据来源：公司资料 国信证券经济研究所

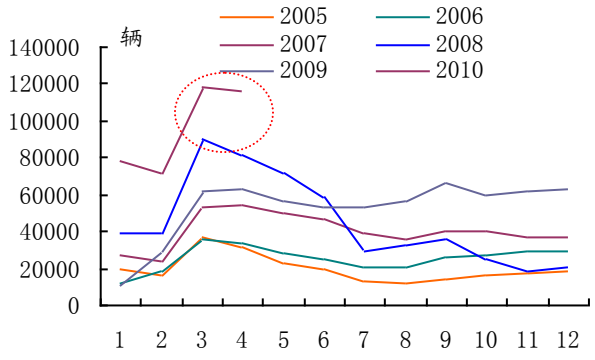
图 23：公司出口量变动（2009.1-2009.12）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

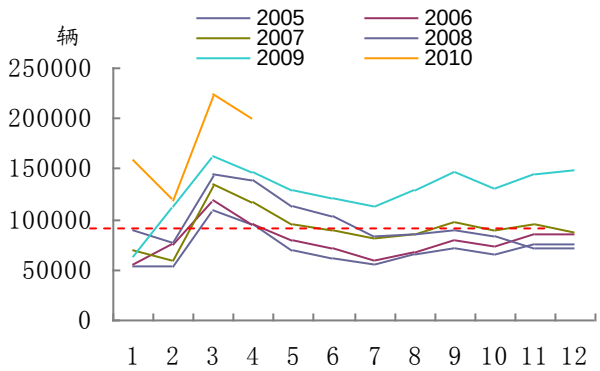
内需处于高景气期。2010 年以来，国内商用车需求异常旺盛，重、中、轻卡销量均达到近年来的高峰，我们认为这一景气的局面还能维持一段时间。内需的火热成为短期内公司盈利的重要支撑，公司始终处于满负荷生产、产能不足的局面，因而不得不放弃部分利润率偏低的定单。

图 24：重卡销量的季节性波动（2005.1-2010.4）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 25：轻卡销量的季节性波动（2005.1-2010.4）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

中原吉凯恩跨越盈亏平衡点，盈利增长可期。中原吉凯恩为中原内配与英国吉凯恩的合资公司，主要生产高附加值的大缸径气缸套，目前产能 300 万套，公司股比 41%，吉凯恩的原英国工厂已经关闭，相应产能转移到中国。2006 年成立初期由于销售规模小，有所亏损，但 2007 年 7 月份起，吉凯恩已经扭亏，目前，公司刚刚度过盈利临界点，2009 年营业收入 1.25 亿元，但净利仅 163 万元。我们预计，随着公司销量、收入进一步上升，边际利润贡献将值得乐观，其产品竞争能力强，预计其正常盈利时期，净利润范围为 1200-1500 万元，对中原内配贡献权益净利 500-700 万元。

新产能投放将成为满足内、外旺盛需求的重要支撑。预计 2010 年公司销量将达 2300 万只，同比增长 25%以上，从而导致收入同比增长 28%达 7.97 亿元。而产品结构的改善，将改善公司的利润率水平，预计净利增幅将超过收入增幅，达 0.99 亿元，同比增长 49%。而随着募投项目的投产、公司对新开拓客户订单逐步供货，预计未来两年新产能投放将带动公司继续成长，收入、净利复合增速达 20%。

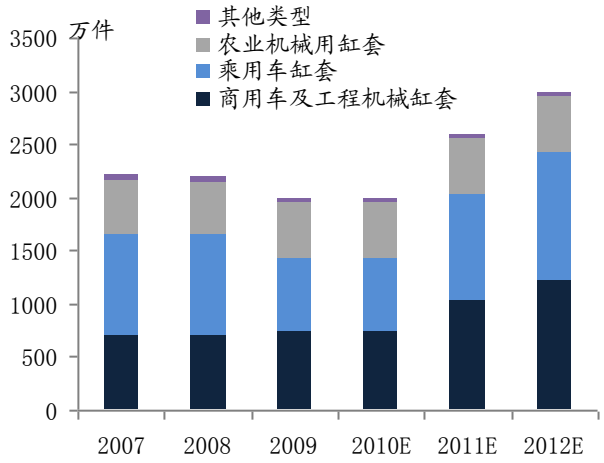
募集资金项目分析

主要募投项目：新建年产 1000 万只气缸套项目。公司本次募集资金中的 3.21 亿（占募集资金比重 82.2%）将用于年产 1000 万只气缸套项目。项目产品主要为柴油机缸套、轿车铝包容式气缸套，项目分别新增产能 500 万只，未来计划供应国内市场 60%，出口 40%，即供应国内市场 600 万只（柴油机气缸套 300 万只、轿车铝包容式气缸套 300 万只）、国际市场 400 万只（柴油机气缸套 200 万只、轿车铝包容式气缸套 200 万只），内销轿车铝包容式气缸套主要用于配套奇瑞、长城、一汽轿车、吉利汽车等自主轿车发动机，柴油机气缸套主要供应一汽集团、中国重汽、广西玉柴，云内，扬柴等主机配套。出口主要配套戴姆勒奔驰的新一代重型商用车柴油机、标致雪铁龙轿车发动机、美国国际卡车、巴西 MWM 等重型发动机。

公司募投项目产品具有一定扩张潜力：公司募投项目产品有柴油机气缸套、轿车铝包容式气缸套两类。柴油机缸套符合欧 III、欧 IV 标准，主要用于配套重卡等商用车，国内重卡目前已实施国 III 标准，预计 2012 年实施国 IV 标准，公司募投项目柴油机缸套将具有先发优势；轿车铝包容式气缸套前期将配套于奇瑞汽车等自主品牌发动机，随着奇瑞汽车、长城汽车、一汽轿车等自主品牌企业具备全铝发动机生产能力，并配套于自主品牌乘用车，全铝发动机对铸铁发动机的替代将提升铝包容式气缸套的市场需求。

募投项目 2012 年有望达产：1000 万只气缸套项目建设期两年，建设期第二年预计形成 600 万只气缸套产能，预计全部达产需要三年，届时将新增气缸套产能 1000 万台，公司总产能将达 3000 万只以上。

图 26：公司产能变动（2007-2012E）



资料来源：国信证券经济研究所

风险提示

人民币升值风险：人民币升值将会影响中原内配经营业绩，但由于中原内配与客户建立有汇率波动调整机制，影响在可受控目标内。

原材料价格波动风险：公司属于原材料密集行业，公司利润率对钢铁、钼铁、有色金属等原材料价格的波动较为敏感。但公司与下游厂商一般签订价格变动协议，由于价格的调整有一定时滞，尽管会影响短期中的毛利率水平，但长期看，基本影响不大。

下游行业周期波动风险：目前商用车、工程机械下游占公司收入比重最大。这两个行业的周期性波动会对公司订单产生影响。但一定程度上会被乘用车气缸套、出口业务的上升所冲抵。

外需市场波动风险：公司出口业务占比日益上升，实际上，2008 年全球严重的金融危机已对公司带来较大的负面影响。但最终，我们看到，公司业务的恢复相当迅速，这种波动仅是暂时性的，而非结构性的。

盈利预测

关键假设:

1、预计 2010 年公司销量同比增长 25%以上，达到 2300-2350 只气缸套，受益单价有所上升，预计收入同比增长 28%，达 7.97 亿元。2011-2012 年随着新产能投产，过去两年所签订单开始供货，将维持近 20%的销量、收入复合增速。

2、假定公司 2010 年出口销量 850-960 万套。约占全部销量的 35-40%。

3、假定公司 2010-2012 年的毛利率水平分别为 28.7%、28.2%、28.2%。我们对 2010 年公司毛利率的假定偏保守，实际上，2010 年 1-5 月，受益需求旺盛，公司毛利率水平已达 30%以上，我们的假定中，暗含了下半年利润率的下滑。2011、2012 年毛利率的假定也是在考虑了公司产品升级、结构优化带来毛利率上升，原材料价格波动、行业供需缓和等不确定因素共同作用下的保守数字。

4、募集资金到位后，假定当年财务费用下降 500 万元。

5、中原吉凯恩 2010 年贡献权益净利 500 万元。

6、所得税率：17-18%。中原内配被评为高新技术企业，享受 15%所得税率，旗下子公司铸造公司仍为 25%所得税率，综合所得税率预计将维持在 17-18%的水平。

在上述假定下，预计公司 2010-2012 年分别实现净利 0.99 亿元、1.21 亿元、1.44 亿元，按发行后股本计算（假定发行 2350 万股，总股本达到 9251 万股），对应 EPS 分别为 1.07 元、1.31 元、1.55 元。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	57	428	377	431
应收款项	101	109	131	155
存货净额	157	179	215	254
其他流动资产	20	24	29	34
流动资产合计	**335**	**740**	**751**	**874**
固定资产	243	414	500	505
无形资产及其他	60	59	58	56
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	54	54	54	54
资产总计	**701**	**1276**	**1372**	**1497**
短期借款及交易性金融负债	171	100	70	50
应付款项	97	118	142	167
其他流动负债	48	58	70	82
流动负债合计	**316**	**276**	**281**	**299**
长期借款及应付债券	74	74	74	74
其他长期负债	12	12	12	12
长期负债合计	**86**	**86**	**86**	**86**
负债合计	**402**	**362**	**367**	**386**
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益	298	913	1003	1111
负债和股东权益总计	**701**	**1276**	**1372**	**1497**

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.96	1.07	1.31	1.55
每股红利	0.52	0.27	0.33	0.39
每股净资产	4.32	9.87	10.85	12.01
ROIC	16%	16%	15%	17%
ROE	22%	11%	12%	13%
毛利率	28.7%	28.7%	28.2%	28.2%
EBIT Margin	15%	15%	15%	15%
EBITDA Margin	15%	19%	19%	19%
收入增长	-8%	28%	20%	18%
净利润增长率	66%	49%	22%	19%
资产负债率	57%	28%	27%	26%
息率	/	/	/	/
P/E	/	/	/	/
P/B	/	/	/	/
EV/EBITDA	/	/	/	/

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**622**	**797**	**956**	**1128**
营业成本	444	568	686	810
营业税金及附加	4	5	6	8
销售费用	43	55	65	77
管理费用	37	49	58	68
财务费用	15	9	3	1
投资收益	1	5	7	7
资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	77	115	144	172
营业外净收支	3	5	3	3
利润总额	**81**	**120**	**147**	**175**
所得税费用	15	22	27	31
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	**66**	**99**	**121**	**144**

现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	**66**	**99**	**121**	**144**
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	0	31	41	48
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	15	9	3	1
营运资本变动	11	(3)	(27)	(29)
其它	(0)	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	**80**	**127**	**135**	**161**
资本开支	12	(201)	(126)	(51)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	**(2)**	**(201)**	**(126)**	**(51)**
权益性融资	0	541	0	0
负债净变化	(20)	0	0	0
支付股利、利息	(36)	(25)	(30)	(36)
其它融资现金流	60	(71)	(30)	(20)
融资活动现金流	**(52)**	**445**	**(60)**	**(56)**
现金净变动	**26**	**371**	**(51)**	**55**
货币资金的期初余额	31	57	428	377
货币资金的期末余额	57	428	377	431
企业自由现金流	100	(75)	3	103
权益自由现金流	140	(153)	(29)	82

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观
周炳林 0755-82130638
林松立 010-66026312

策略
黄学军 021-60933142
崔 嵘 021-60933159
廖 喆 021-60933162

交通运输
郑 武 0755- 82130422
陈建生 0755- 82133766
岳 鑫 0755- 82133766
高 健 0755-82130678

银行
邱志承 021- 60875167
黄 飙 0755-82133476
谈 煊 010- 66025229

房地产
方 焱 0755-82130648
区瑞明 0755-82130678
黄道立 0755- 82133397

机械
余爱斌 0755-82133400
黄海培 021-60933150
陈 玲 0755-82130646
杨 森 0755-82133343
李筱筠 010-66026326

汽车及零配件
李 君 021-60933156
左 涛 021-60933164

钢铁
郑 东 010- 66026308
秦 波 010-66026317

商业贸易
孙菲菲 0755-82133400
吴美玉 010-66026319
祝 彬 0755-82131528

基础化工
张栋梁 0755-82130532
陈爱华 0755-82133397
邱 斌 0755-82130532

医药
贺平鸽 0755-82133396
丁 丹 0755- 82139908
陈 栋 021-60933147

石油与石化
李 晨 021-60875160
严蓓娜 021-60933165

电力设备与新能源
皮家银 021-60933160

传媒
陈财茂 021-60933163

有色金属
彭 波 0755-82133909
谢鸿鹤 0755-82130646

电力与公用事业
徐颖真 021-60875162
谢达成 021-60933161

非银行金融
邵子钦 0755- 82130468
田 良 0755-82130513
童成敦 0755-82130513

通信
严 平 021-60875165
程 峰 021-60933167

造纸
李世新 0755-82130565
邵 达 0755-82132098

家电
王念春 0755-82130407

计算机
段迎晟 0755- 82130761

电子元器件
段迎晟 0755- 82130761
高耀华

纺织服装
方军平 021-60933158

农业
张 如 021-60933151

旅游
廖绪发 021-60875168
刘智景 021-60933148

食品饮料
黄 茂 0755-82138922

建材
杨 昕 021-60933168

煤炭
李 然 010-66026322
陈 健 010-66022025
苏绍许 021-60933144

建筑
邱 波 0755-82133390
李遵庆 0755-82130532

固定收益
李怀定 021-60933152
高 宇 0755- 82130876
侯慧娣 021-60875161
张 旭 010-66026340
蔺晓熠 021-60933146
刘子宁 021-60933145

指数与产品设计
焦 健 0755-82133928
王军清 0755-82133297
彭甘霖 0755-82133259
阳 璀 0755-82133538
周 琦 0755-82133568
赵学昂 0755-66025232

投资基金
杨 涛 0755-82133339
彭怡萍 0755-82133528
刘舒宇 0755-82133568
康 亢 010-66026337

数量化投资
葛新元 0755-82133332
董艺婷 021-60933155
林晓明 021-60933154
赵斯尘 021-60875174
程景佳 021-60933166

交易策略
戴 军 0755-82133129
秦国文 0755-82133528
徐左乾 0755-82133090
黄志文 0755-82133928

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦　戩	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李　锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林　莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎　敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐　冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn