

公司研究

新股研究

建议询价区间：20-25 元

亚洲最大的气缸套生产企业

——中原内配(002448)新股研究

核心观点

询价结论:

根据我们的盈利预测,公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 1、1.21、1.51 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 20-25 倍 PE 为询价依据,建议网下询价区间为 20-25 元。

主要依据:

亚洲最大的气缸套生产企业。公司为亚洲最大的气缸套生产企业,产品国内市场占有率达到 36.50%,全球市场占有率超过 10%。截至 2008 年底,公司气缸套产品连续二十一年居中国市场产销量第一,连续十九年居亚洲市场产销量第一。

拥有庞大的全球主机配套客户资源。国内市场主要客户包括:中国重汽、杭发公司、一汽大柴、一汽锡柴、一汽轿车、广西玉柴、东风康明斯、东风朝柴、上柴、中国一拖、雷沃动力、扬柴、云内动力、新柴、全柴、莱动、常柴股份、江苏四达、常发动、江淮动力、东安动力、奇瑞汽车、神龙富康、南汽名爵、江铃汽车、洋马发动机、无锡开普、华泰汽车等,并成为上述客户的主要气缸套供应商。公司为国内同行业唯一与通用、福特、克莱斯勒等美国三大汽车公司发动机进行主机配套、唯一进入康明斯、国际卡车等全球采购系统的发动机零部件企业。公司为国际知名汽车主机厂商戴姆勒·奔驰、菲亚特、标致雪铁龙、现代、马自达等的缸套供应商。

自主研发能力突出。公司为目前国内唯一一家具备大批量生产欧 IV、欧 V 标准气缸套能力的企业,是行业内极少数几家具备自主创新能力,能够与主机厂进行同步设计、同步开发的企业之一。

气缸套国家标准的主导者。公司为全国内燃机标准化技术委员会气缸套工作组(SC/TC177/WG3)召集单位,负责气缸套领域国家标准的制定和修订工作。主持制定了 JB/T10406—2004《内燃机激光淬火气缸套技术条件》,修订了 GB/T 1150—93《内燃机湿式铸铁气缸套技术条件》、JB/T5082.1—2008《内燃机气缸套硼铸铁金相检验》、JB/T5082.4—2008《内燃机气缸套风冷缸套技术条件》、JB/T5082.5—2008《内燃机气缸套钢质镀铬气缸套技术条件》等多项国家标准。

风险提示:

经济周期波动的风险;产业政策与消费政策变化的风险;主要客户相对集中的风险;出口业务波动的风险。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	622	790	948	1148
同比增速(%)	-7.84%	27.00%	20.00%	21.00%
净利润(百万)	66	92	112	139
同比增速(%)	65.89%	39.55%	21.18%	24.30%
EPS(元)	0.96	1.00	1.21	1.51

基础数据

总股本(万股)	6901
流通A股(万股)	
总市值(亿元)	
总资产(亿元)	7
每股净资产(元)	4.32
建议询价区间(元)	20-25

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人: 刘芬

电话: 010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,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。

一、本次发行一般情况

表 1：公司发行基本情况

公司	河南省中原内配股份有限公司
公司简称	中原内配
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010-07-05
申购代码	002448
发行股数	2350 万股
每股发行价	通过向询价对象询价方式确定发行价格
发行方式	网下与网上
发行后总股本	9251 万股
发行前每股净资产	4.32 元

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

二、公司基本情况

1、公司概况

公司是世界三强之一、亚洲最大的气缸套专业化生产企业。“河阳牌”商标成为行业内唯一的“中国驰名商标”，主导产品“河阳牌”气缸套连续二十一年蝉联中国市场产销量第一，连续十九年蝉联亚洲市场产销量第一。拥有专利技术 20 余项，参与了 4 项国标、行标的制定，满足国内外知名发动机欧 III、欧 IV、欧 V、欧 VI 环保排放要求。成为国内首家与世界 500 强企业美国福特、通用、克莱斯勒美国康明斯、德国奔驰全球采购系统的发动机零部件企业；连续荣获“优秀供应商”、“质量优胜奖”、“技术开发奖”。在全国同行业率先通过了中、英、美质量环境体系认证，并先后通过美国福特、通用、克莱斯勒、康明斯、德国奔驰、意大利菲亚特、瑞典沃尔沃、日本马自达等国际知名公司的现场审核。

2、股权结构

表 2：发行前后公司股本结构

股东及股份类型	本次发行前		本次发行后		锁定限制及期限
	股数（万股）	比例	股数（万股）	比例	
一、有限售条件流通股	6,901.05	100.00%	6,901.05	74.60%	-
薛德龙	2,257.39	32.71%	2,257.39	24.40%	自上市之日起锁定
张冬梅	793.14	11.49%	793.14	8.57%	36 个月
宇通集团	750.00	10.87%	750.00	8.11%	自上市之日起锁定
其他 37 名自然人股东	3,100.52	44.93%	3,100.52	33.52%	12 个月
二、本次发行的股份	-	-	2,350	25.40%	网下发行部分自上市之日起锁定 3 个月
合计	6,901.05	100.00%	9,251.05	100.00%	-

资料来源：公司招股意向书

三、公司经营分析

1、公司收入构成（万元）

表 3: 公司主营业务收入构成 (万元)

产品类别	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	销售金额 (万元)	比例 (%)	销售金额 (万元)	比例 (%)	销售金额 (万元)	比例 (%)
乘用车缸套	8,517.35	13.78	13,173.43	19.96	13,030.14	22.35
商用车及工程机械缸套	37,386.53	60.48	37,672.32	57.08	31,645.46	54.28
农业机械缸套	14,728.76	23.83	13,978.63	21.18	11,910.77	20.43
其他	1,181.75	1.91	1,174.78	1.78	1,714.03	2.94
合计	61,814.39	100	65,999.16	100	58,300.41	100

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

2、公司募集资金投向

表 4: 公司募集资金投向 (万元)

序号	项目名称	总投资	项目备案情况
1	新建年产 1,000 万只气缸套项目	32,160.00	豫发改工业函[2007]306 号
2	研发中心及信息化建设项目	6,972.80	豫焦孟市工[2009]00149 号

资料来源: 上市公司招股意向书

3、未来公司成长性

亚洲最大的气缸套生产企业。公司为亚洲最大的气缸套生产企业,产品国内市场占有率达到 36.50%,全球市场占有率超过 10%。截至 2008 年底,公司气缸套产品连续二十一年居中国市场产销量第一,连续十九年居亚洲市场产销量第一。

拥有庞大的全球主机配套客户资源。国内市场主要客户包括:中国重汽、杭发公司、一汽大柴、一汽锡柴、一汽轿车、广西玉柴、东风康明斯、东风朝柴、上柴、中国一拖、雷沃动力、扬柴、云内动力、新柴、全柴、莱动、常柴股份、江苏四达、常发动力、江淮动力、东安动力、奇瑞汽车、神龙富康、南汽名爵、江铃汽车、洋马发动机、无锡开普、华泰汽车等,并成为上述客户的主要气缸套供应商。公司为国内同行业唯一与通用、福特、克莱斯勒等美国三大汽车公司发动机进行主机配套、唯一进入康明斯、国际卡车等全球采购系统的发动机零部件企业。公司为国际知名汽车主机厂商戴姆勒·奔驰、菲亚特、标致雪铁龙、现代、马自达等的气缸套供应商。

自主研发能力突出。公司是目前国内唯一一家具备大批量生产欧 IV、欧 V 标准气缸套能力的企业,是行业内极少数几家具备自主创新能力,能够与主机厂进行同步设计、同步开发的企业之一。

气缸套国家标准的主导者。公司为全国内燃机标准化技术委员会气缸套工作组(SC/TC177/WG3)召集单位,负责气缸套领域国家标准的制定和修订工作。主持制定了 JB/T10406—2004《内燃机激光淬火气缸套技术条件》,修订了 GB/T 1150—93《内燃机湿式铸铁气缸套技术条件》、JB/T5082.1—2008《内燃机气缸套硼铸铁金相检验》、JB/T5082.4—2008《内燃机气缸套风冷缸套技术条件》、JB/T5082.5—2008《内燃机气缸套钢质镀铬气缸套技术条件》等多项国家标准。

四、风险因素

经济周期波动的风险。内燃机主要用于汽车、工程机械、农业机械和船舶行业，其生产和销售受宏观经济影响，产业发展与宏观经济的相关性明显。国际和国内宏观经济的周期性波动引致消费能力和整车需求的变动，将对内燃机生产和销售带来影响。当宏观经济处于上升阶段时，市场对商用车、乘用车、工程机械、内燃机发电设备、船舶的需求量增大，内燃机产业尤其是发动机产业发展迅速；反之，当宏观经济处于下降阶段时，内燃机产业发展放缓，内燃机销售受阻。公司作为内燃机零部件供应商，也必然受到经济周期波动的影响。

产业政策与消费政策变化的风险。汽车工业是国民经济的支柱产业，在国内经济发展中具有极其重要的战略地位，政府亦通过汽车产业振兴规划刺激全球金融危机后的国内经济发展。但如果宏观经济持续增长导致汽车产业投资过度，或者汽车消费导致环境污染加剧和城市交通状况恶化，国家鼓励汽车生产和消费的政策可能改变，由此可能影响汽车零部件行业，进而给公司的生产销售造成不利影响。

主要客户相对集中的风险。公司主要客户集中于广西玉柴、一汽锡柴、一汽大柴、中国重汽、杭发、东风朝柴、东风康明斯、中国一拖、云内动力、江淮动力、常柴股份、常发动力、康明斯、国际卡车、福特、通用、克莱斯勒、巴西 MWM、科斯特罗马、尼玛克等国内外主机厂。公司 2007 年、2008 年和 2009 年度对前五名客户的销售收入占当期公司营业收入的比例分别为 43.58%、34.68%和 34.61%，客户集中度较高，但随着新客户的开发呈现下降趋势。如果上述主要客户需求下降，或转向其他气缸套供应商采购产品，将给公司的业务、营运及财务状况产生不利影响。

出口业务波动的风险。2007 年~2009 年，全球汽车市场特别是欧美市场需求旺盛，公司出口业务发展较快，出口销售收入占营业收入的比例分别为 36.72%、33.44%和 29.68%。从 2008 年第四季度开始，受全球金融危机影响，国外汽车消费市场疲软，公司国外主要客户均受到不同程度影响，全球汽车的产量和销量下滑。由于全球汽车消费市场需求减缓影响，公司出口业务出现波动，销售收入占比由 2007 年的 36.72%下降为 2009 年的 29.68%。特别是 2008 年全球金融危机的影响，公司出口业务在 2009 年上半年出现较大下滑。随着全球经济复苏，产品出口月度销量保持环比持续增长，截至 2009 年 12 月，公司产品出口月度销量为 98.02 万只，接近历史最好水平。

五、公司盈利预测

表 5: 2010-2012 年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	622	790	948	1148
营业成本	444	563	676	818
营业税金及附加	4	5	6	7
营业费用	43	57	68	82
管理费用	37	44	54	64
财务费用	15	13	12	10
资产减值损失	3	2	3	3
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
投资净收益	1	2	2	2

营业利润	77	108	132	166
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	81	113	137	170
所得税	15	20	25	31
净利润	66	92	112	139
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	66	93	112	139
EBITDA	131	158	184	216
EPS (元)	0.96	1.00	1.21	1.51

资料来源：国都证券

六、估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测，公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 1、1.21、1.51 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 20-25 倍 PE 为询价依据，建议网下询价区间为 20-25 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com