

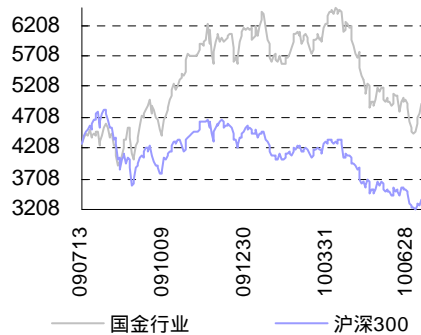
上市定价(人民币): 20.52-22.57 元

目标价格(人民币): 20.52-22.57 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	21.80
发行 A 股数量(百万股)	23.50
总股本(百万股)	92.51
国金汽车零部件指数	4925.45
沪深 300 指数	2647.10
中小板指数	5422.21



迈向世界级的内燃机部件供应商

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.579	0.961	1.026	1.275	1.495
每股净资产(元)	3.66	4.32	10.33	11.34	12.84
每股经营性现金流(元)	0.79	1.71	1.26	1.59	1.75
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	15.87	51.56	51.56	51.56	51.56
净利润增长率(%)	-25.90%	65.91%	43.18%	24.28%	17.22%
净资产收益率(%)	15.81%	22.22%	9.94%	11.24%	11.64%
总股本(百万股)	69.01	69.01	92.51	92.51	92.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **公司概况:** 中原内配股份有限公司是亚洲第 1、全球第 3 大发动机气缸套供应商, 国内市场占有率接近 40%, 全球市场占有率接近 10%, 产品涵盖商用车、乘用车、工程机械和农业机械气缸套, 年产能约为 2000 万套; 总体而言我们认为公司是一家具备良好竞争力和成长性的汽车零部件企业, 并有望发展成为世界级的内燃机部件供应商;
- **竞争优势:** 气缸套作为发动机最为核心的部件之一, 对供应商同主机厂快速同步研发设计能力、缸体材质配方、内壁加工工艺等有着较高的要求, 而以上这些方面正是公司最大的优势所在; 目前公司的技术能力处于国内领先, 并正在逐步接近国际先进水平;
- **成长性:** 公司的传统产品——商用车、工程机械和农业机械气缸套, 在国内已逐渐走向饱和, 预计未来 5 年年均增速将降至 10%-15%, 而乘用车气缸套和出口市场将成为公司主要的成长动力:
 - 传统的乘用车发动机铸铁气缸大多不需要用到气缸套, 但随着发动机轻量化成为趋势, 需要配备气缸套的铝制气缸将逐渐取代铸铁气缸; 目前我国铝制气缸普及率仅为 10%, 显著低于 50% 的国外平均水平, 我们认为未来 5 年内国内乘用车气缸套的需求量将有望由目前的不足 500 万套增加值到接近 4000 万套;
 - 汽车零部件生产向新兴国家和地区的转移已成为必然的趋势, 而国外发动机气缸套的市场容量是国内的 4-5 倍; 公司在国内气缸套行业中, 是出口市场开拓的先行者, 已进入多家国际一线汽车厂商的配套体系, 我们预计未来 5 年公司出口年均增速将达到 20% 以上;
- **募集资金项目:** 年产 1000 万套气缸套项目和技术研发中心建设项目, 募投项目将有助于巩固公司在行业内的领先地位;
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2010-2012 年分别实现销售收入 825、955 和 1,104 百万元, 实现归属母公司净利润 95、118 和 138 百万元, 对应 2010-2012 年 EPS 分别为 1.026、1.275 和 1.495 元; 我们给予公司 20-22 倍的 2010 年动态 PE, 对应上市后合理价格为 20.52-22.57 元;
- **风险提示:** 下游重卡与工程机械市场波动的风险、原材料成本波动的风险、以及来自国际同行竞争的风险;

张锦

联系人
(8621)61038231
zhangjin@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212

内容目录

公司概况：国内汽车发动机气缸套龙头供应商	5
气缸套：汽车发动机系统的核心部件之一	5
中原内配：亚洲最大的发动机气缸套供应商	6
研发+材质+工艺：技术领先奠定公司竞争优势	8
“乘用车气缸套+出口市场”将成为公司未来主要成长动力	10
公司传统产品增速或将放缓	10
乘用车气缸套：受益于发动机技术升级，增长前景广阔	15
气缸套出口市场：“中国制造”值得期待	16
募集资金项目：进一步巩固行业领先地位	19
盈利预测与公司估值	21
盈利预测	21
公司估值	22
风险提示	23
下游重卡及工程机械市场波动的风险	23
原材料、能源价格波动的风险	23
来自国际同行竞争的风险	23
附录：气缸套种类一览	24
附录：三张报表预测摘要	25

图表目录

图表 1：发动机活塞系统及气缸套位置示意图	5
图表 2：发动机气缸套市场总容量估算	5
图表 3：公司气缸套产品销量及构成变化	6
图表 4：公司销售收入及构成变化	6
图表 5：国内发动机汽缸套厂商份额分布（按照 08 年产量）	6
图表 6：国内外主要发动机气缸套厂商一览	7
图表 7：公司 OEM 占收入比在 80%以上	7
图表 8：公司出口占收入比接近 30%	7
图表 9：2008 年公司前十大客户	7
图表 10：2009 年公司前十大客户	7
图表 11：中原内配公司国内客户一览	8
图表 12：中原内配公司国外客户一览	8
图表 13：发动机气缸套制造流程	8
图表 14：公司研发投入处于行业内较高水平	9
图表 15：公司产品技术水平显著领先于国内同行	9

图表 16：公司 09 年各类产品收入分布	10
图表 17：公司 09 年各类产品均价及毛利率	10
图表 18：商用车在过去十年中呈现高速增长速度	10
图表 19：中国城市化水平在过去 20 年中显著提高	11
图表 20：部分沿海发达省份城市化水平（08 年数据）	11
图表 21：城镇固定资产投资完成额变化	11
图表 22：商品房新开工面积变化	11
图表 23：国内高速公路里程迅速增长	12
图表 24：国内公路货运量变化	12
图表 25：国内重卡月度销量变化	12
图表 26：国内中卡月度销量变化	12
图表 27：国内轻卡月度销量变化	12
图表 28：国内客车月度销量变化	12
图表 29：国内挖掘机月度销量变化	13
图表 30：国内装载机月度销量变化	13
图表 31：西方各国农业机械化均经历较长时间	13
图表 32：我国农业机械化水平仍有提升空间	13
图表 33：国内历年农业机械产量变化	14
图表 34：国内农用车市场呈萎缩趋势	14
图表 35：常柴股份历年营业收入	14
图表 36：江淮动力历年营业收入	14
图表 37：公司气缸套在国内市场占有率已接近 40%	14
图表 38：铸铁发动机中气缸套和气缸体铸造成一体	15
图表 39：国内铝制气缸应用比例远低于国外	15
图表 40：国内乘用车销量月度变化	15
图表 41：国内乘用车气缸套需求预测	15
图表 42：汽车产业国际间转移的三个阶段	16
图表 43：中国汽车零部件由净出口变为净进口	16
图表 44：汽车零部件 OEM 三级供应结构	17
图表 45：汽车行业中出口占比较高的多为二级供应商	17
图表 46：国内发动机气缸套历年产量	17
图表 47：国内发动机气缸套历年出口量	17
图表 48：汽车零部件出口市场触底反弹	18
图表 49：公司 09 年出口收入有所下滑（百万元）	18
图表 50：全球经济领先指标稳步回升	18
图表 51：欧美消费者信心指数稳步回升	18
图表 52：美国月度汽车销量变化	18
图表 53：欧洲月度汽车销量变化	18
图表 54：公司本次 IPO 募集资金项目一览	19

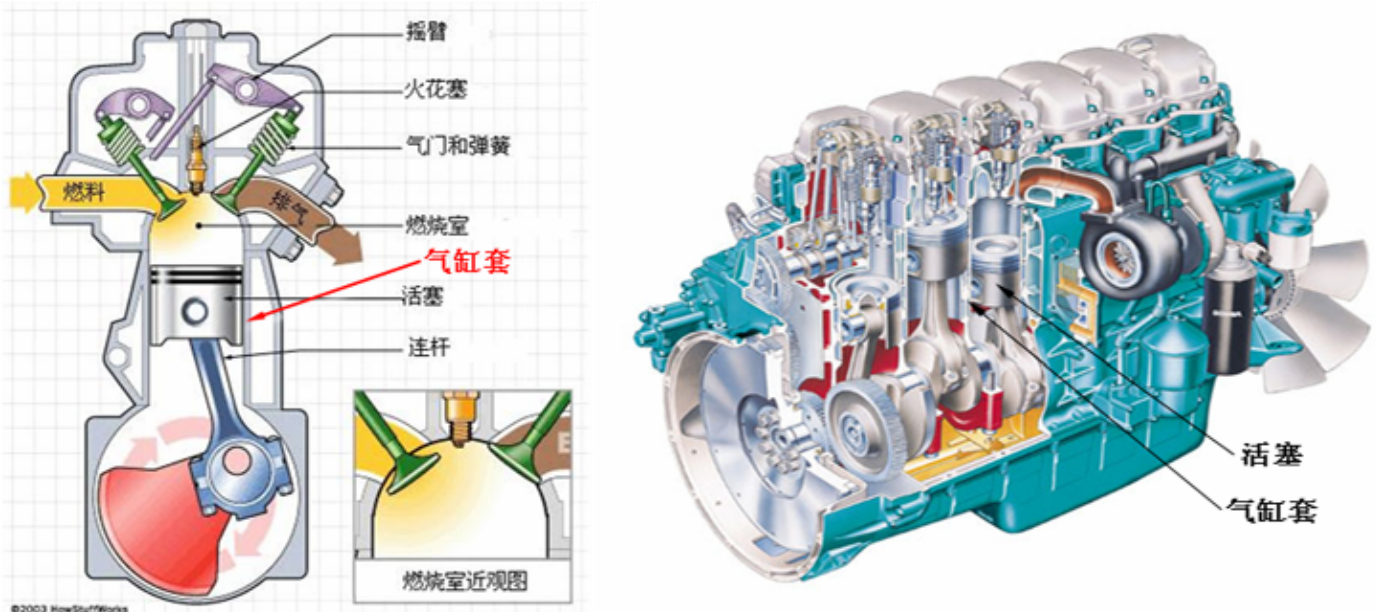
图表 55：年产 1000 万只气缸套项目具体内容	19
图表 56：2011-2012 年部分国外客户新增需求预测	19
图表 57：公司部分重点客户新增需求情况	20
图表 58：公司销售收入分拆预测	21
图表 59：汽车行业 A 股上市公司相对估值水平对比	22
图表 60：公司 09 年主营业务成本分布	23
图表 61：国内钢铁综合价格指数变化	23
图表 62：气缸套种类一览	24

公司概况：国内汽车发动机气缸套龙头供应商

气缸套：汽车发动机系统的核心部件之一

- 气缸套是汽车/工程机械发动机最为关键的零部件之一，与活塞、连杆、曲轴、燃油供给系统一起构成发动机（内燃机）系统的核心部分，其需求量直接与发动机的产销量成正比（在汽车产业较为成熟的欧美国家，这一比例一般为 5:1）；
 - 对于商用车（不包括微型车）和工程机械，绝大多数发动机都需要用到气缸套，一辆车需要 4-6 个汽缸套；
 - 对于乘用车和微型车，国外配备气缸套的比例约为 50%，国内比例偏低，目前仅为 10%，但未来有不断提高的趋势（详见公司成长性分析一节）；一辆车需要 3-4 个汽缸套；

图表1：发动机活塞系统及气缸套位置示意图



来源：国金证券研究所

图表2：发动机气缸套市场总容量估算

应用领域	每辆需求个数	2009年产量 (万辆)	气缸套需求量 (万套)	平均单价 (元)	市场容量 (万元)
国内	乘用车 (国内配套率10%)	1,038.4	363.4	20-30	9,086
	商用车	340.7	1,703.5	40-50	76,658
	工程机械	40.1	200.5	60-70	13,033
	农业机械	502.9	1,005.8	30-40	35,203
国内合计		--	3,273.2	30-40	133,979
国外	乘用车 (国外配套率50%)	3,756.9	6,574.6	20-30	164,364
	商用车	1,035.5	5,695.3	40-50	256,286
	工程机械	59.5	357.0	60-70	23,205
国外合计		--	12,626.8	60-70	443,856
合计		--	15,900.1	--	577,835

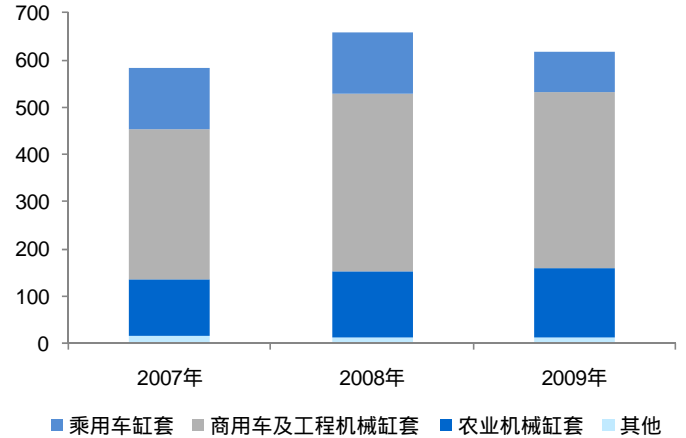
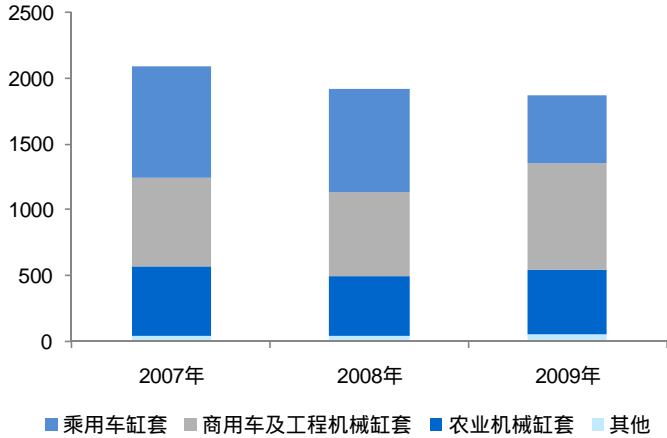
来源：中汽协，OICA，工程机械协会，国金证券研究所估算

中原内配：亚洲最大的发动机气缸套供应商

- 中原内配股份有限公司位于河南省孟州市，主营业务是内燃机气缸套的研制、开发、制造、销售及技术服务，产品涵盖乘用车、商用车、工程机械和农业机械发动机气缸套；

图表3：公司气缸套产品销量及构成变化 单位：万套

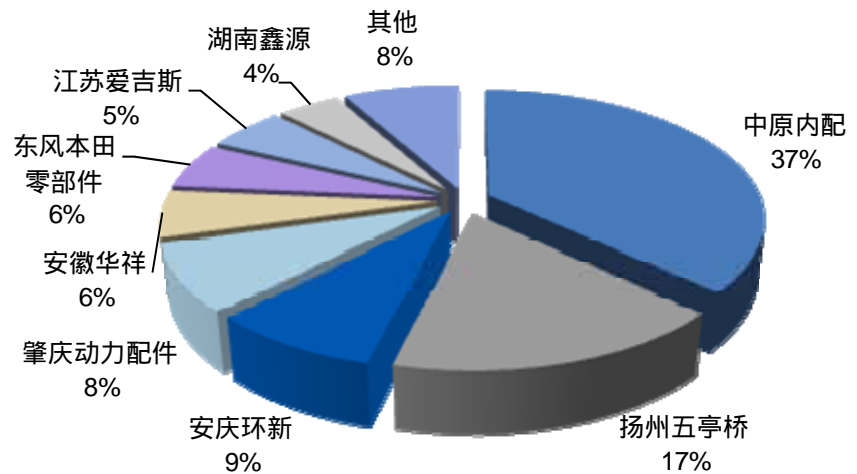
图表4：公司销售收入及构成变化 单位：百万元



来源：公司公告，国金证券研究所

- 就规模而言，公司目前气缸套的产能和年产销量超过 2000 万套，国内市场占有率接近 40%，连续 20 年蝉联亚洲最大的发动机气缸套生产商；国际市场占有率达 10%，仅次于德国马勒和美国辉门，位列全球第 3；

图表5：国内发动机汽缸套厂商份额分布（按照 08 年产量）



来源：中汽协，国金证券研究所

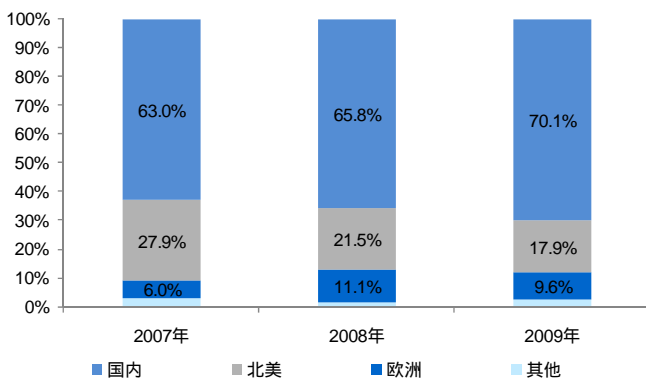
图表6：国内外主要发动机气缸套厂商一览

气缸套厂商	产品配套车型	主要配套厂商	气缸套产能
中原内配	乘用车、商用车、 工程机械、农用机械	重汽、东风、玉柴、大柴、锡柴、 江动、常柴、出口等	2000万套
扬州五亭桥	商用车、工程机械	潍柴、锡柴、大柴、东风、出口	1000万套以上
安庆环新	商用车为主	丰田、玉柴、大柴、出口	500万套
肇庆动力配件	乘用车、商用车	玉柴、广汽本田、出口	460万套
安徽华祥	商用车、农用机械	江汽、全柴、常柴、玉柴、出口等	500万套
东风本田零部件	乘用车	东风本田、广州本田	400万套
江苏爱吉斯海珠	商用车、农用机械	锡柴、南汽、江动、扬柴、出口	450万套
德国马勒	各类发动机	全球各主要汽车厂商	1700万套以上
美国辉门	各类发动机	全球各主要汽车厂商	--

来源：中汽协，各公司网站，国金证券研究所

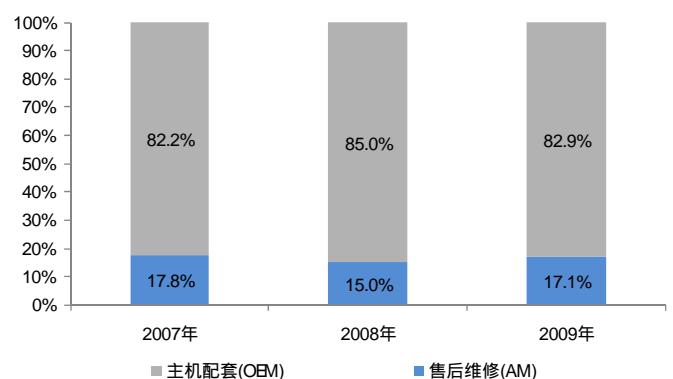
- 就下游市场而言，公司产品销售以竞争格局和价格相对稳定 OEM 配套市场为主（占销售收入 80%以上），一定程度上对公司产品订单和盈利水平提供了保障；
- 就销售地区而言，出口占公司收入比较大（接近 30%）；特别是近年来，公司成功进入了福特、通用、克莱斯勒、美国国际卡车、康明斯等主流跨国汽车厂商的配套体系（直接或间接），公司已初步具备了国际级零部件供应商的雏形；

图表7：公司 OEM 占收入比在 80% 以上

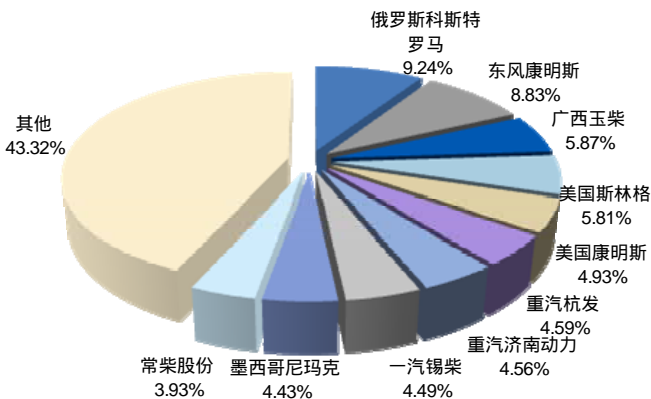


来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：公司出口占收入比接近 30%

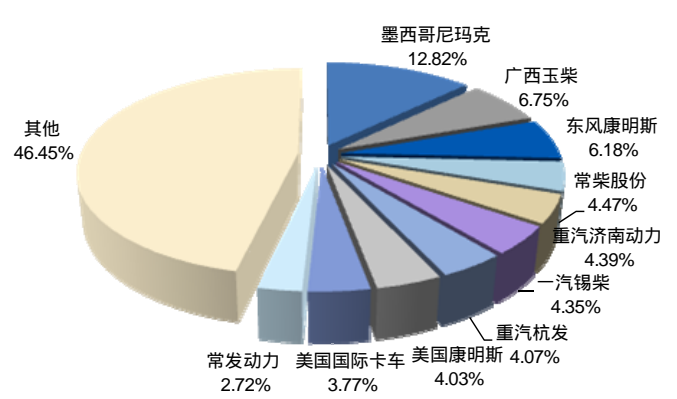


图表9：2008 年公司前十大客户



来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：2009 年公司前十大客户



图表11：中原内配公司国内客户一览



来源：公司公告，国金证券研究所

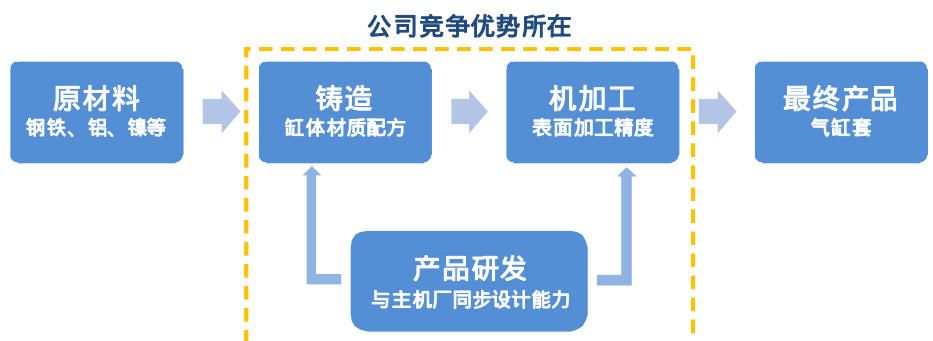
图表12：中原内配公司国外客户一览



研发+材质+工艺：技术领先奠定公司竞争优势

- 气缸作为发动机燃油燃烧和活塞往复做功的场所，在车辆运行过程中面临的工况较为复杂，对设计和制造能力要求极高：
 - 发动机运行过程中，气缸内温度常高达 2000-3000 ，对气缸套耐高温特性有较高要求；
 - 在发动机做功冲程中，气缸套内外压力差常达到 300-400kPa，对气缸套材质强度有较高要求；
 - 车辆行驶过程中，活塞平均每分钟需在气缸内部进行数千次往复运动（rpm），对气缸套内壁耐磨性、抗氧化性、加工精度有极高要求；
 - 随着汽车市场新车型推出频率提高，节能减排要求逐步提高，发动机的更新换代也呈加速趋势，要求零部件供应商具备同主机厂同步开发新产品的能力；

图表13：发动机气缸套制造流程



来源：国金证券研究所

- 而研发设计、缸体材质，加工工艺等技术方面的能力恰恰是公司相对于同行最大的竞争优势所在：
 - 公司较早地进入国内各主要主机厂和福特、康明斯等跨国厂商的配套体系，形成了稳定的合作关系，重视研发能力的投入，具备较强的同步开发、设计、检测能力；特别值得一提的是，公司是目前国内唯一

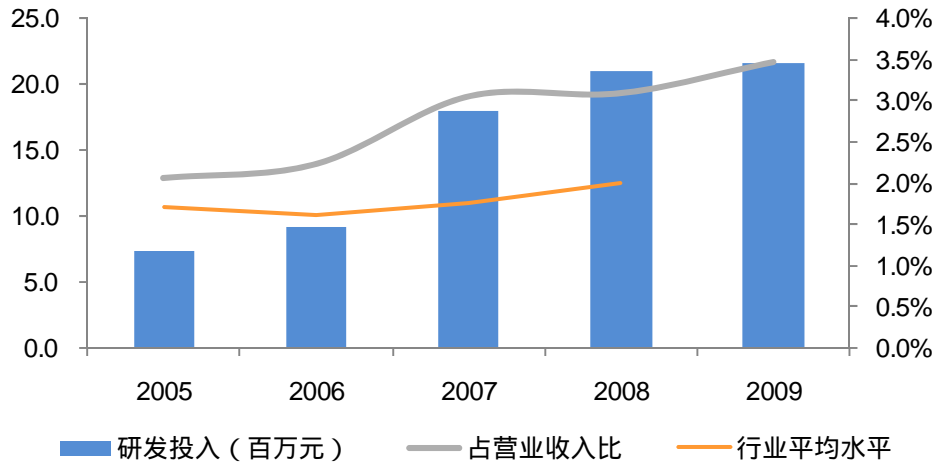
中原内配公司是气缸套国家标准的主导者：

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，主持制定了行业内多项国家标准。

具备国 4/国 5 标准气缸套批量生产能力的厂商，为公司在未来 2-3 年的竞争中占得先机；

- 公司在气缸套材料开发方面处于国际领先地位，开发了高硼铜合金铸铁、铸态贝氏体合金铸铁等材质；抗拉强度相对国内平均水平提升 100%，弹性提升 60%，抗疲劳度提升 50%-60%；
- 在精密机加工方面，公司的气缸套内表面珩磨技术和气缸套表面改性技术处于国际领先地位，产品具备业内领先的耐磨和耐高温性能，这也是公司能够打开国外市场的关键；

图表14：公司研发投入处于行业内较高水平



来源：公司公告，中汽协，国金证券研究所

图表15：公司产品技术水平显著领先于国内同行

公司产品技术指标与同行业对比

车型	项目	行业基准水平	公司技术水平
商用车	动力性	2530KW/L	35KW/L
	排放	国	国 / 欧
	最大爆发压力	180Bar	235Bar
	产品寿命	60 万公里	100 万公里
乘用车	动力性	50KW/L	55KW/L
	排放	国	欧 、 欧
	最大爆发压力	120Bar	160Bar

公司产品材质和加工技术与同行业对比

技术	主要指标	行业基准水平	公司技术水平
缸体材质技术	硬度	200-240HB	300HB
	抗拉强度	250MPa.	500MPa.
	弹性模量	120GPa.	180GPa.
	疲劳强度	120MPa.	180MPa.
表面处理技术	表面处理硬度	45HRC	55HRC
	残余应力	35MPa	15MPa

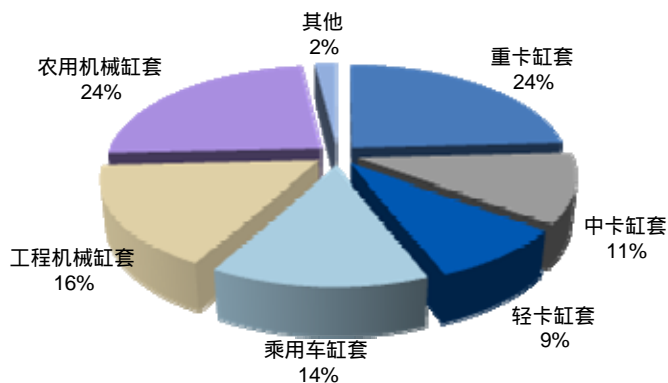
来源：公司资料，国金证券研究所

“乘用车气缸套+出口市场”将成为公司未来主要成长动力

公司传统产品增速或将放缓

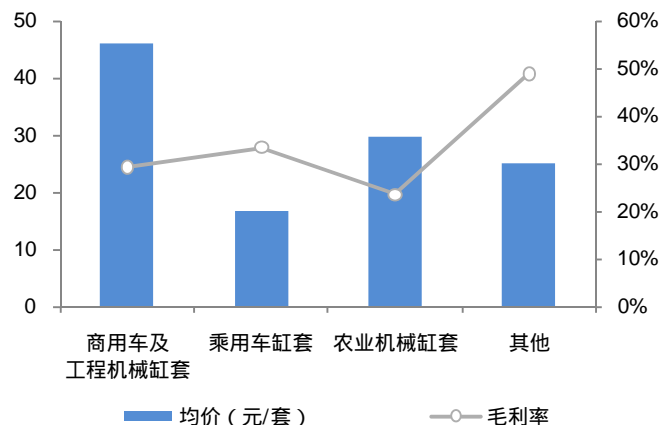
- 公司过去及当前的收入主要来自于商用车、工程机械、农业机械用气缸套，以上产品合计占公司收入 80%以上；但是从中长期来看，我们认为上述产品需求增速有放缓趋势；

图表16：公司09年各类产品收入分布



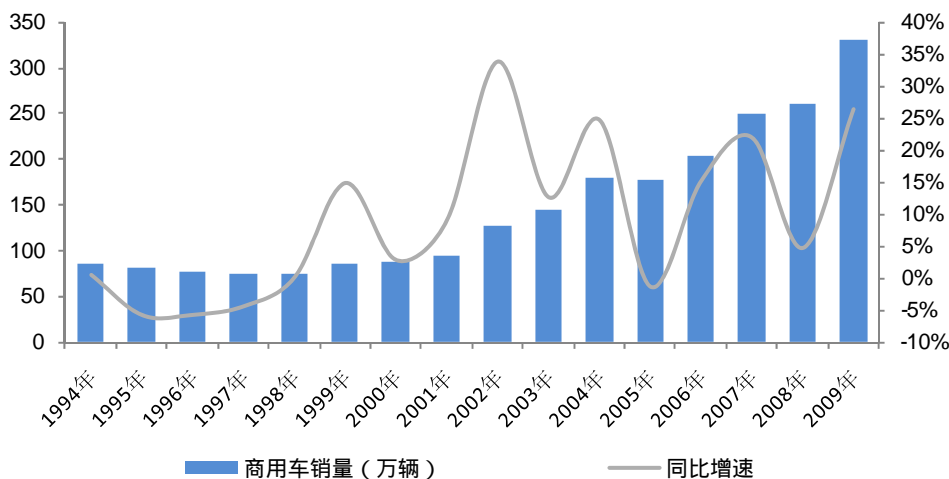
来源：公司公告，国金证券研究所

图表17：公司09年各类产品均价及毛利率



- 商用车行业（特别是重卡）在过去 10 年中产销量的高速增长主要得益于以下因素：
 - 城市化水平的提高；
 - 固定资产投资，特别是基础设施建设和房地产开发的增长；
 - 国内外贸易的发展和公路运输条件改善，催生对物流类卡车的需求；

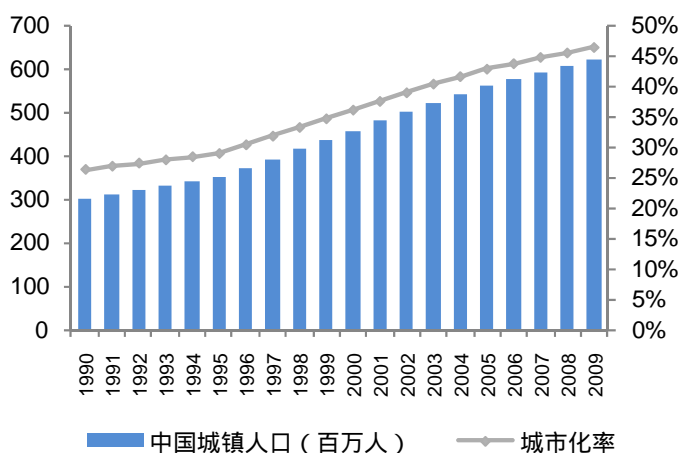
图表18：商用车在过去十年中呈现高速增长速度



来源：中汽协，国金证券研究所

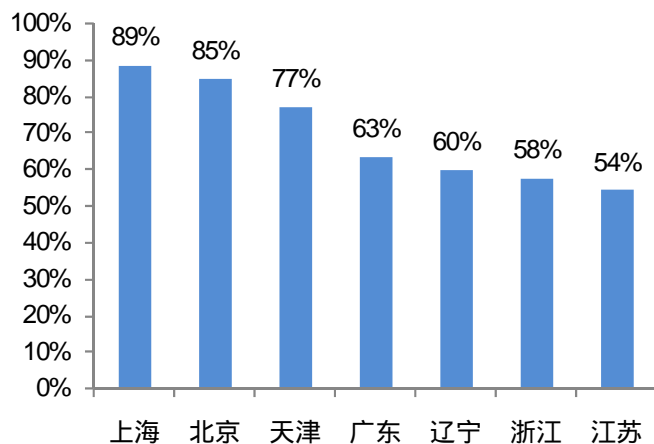
- 但是，我们认为以上因素对商用车行业增长的驱动作用正在逐渐减弱：
 - 目前我国的城市化水平已接近 50%，特别是东部沿海发达地区，城市化水平已接近甚至超过 60%，未来进一步提高的潜力正在降低；

图表19：中国城市化水平在过去20年中显著提高



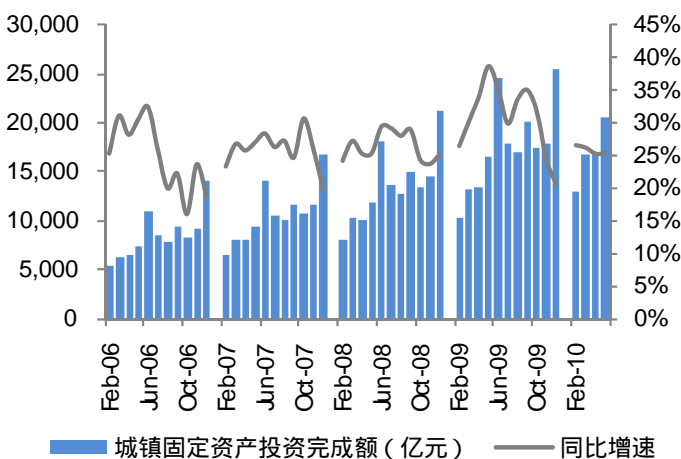
来源：Wind，国金证券研究所

图表20：部分沿海发达省份城市化水平（08年数据）



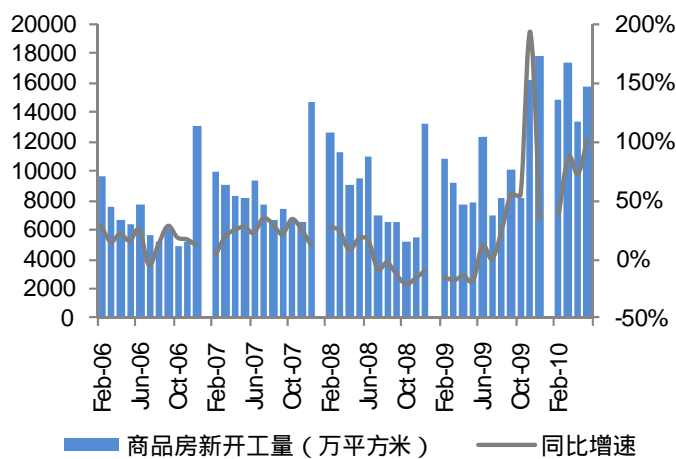
- 在固定资产投资方面：长期来看，国内经济增长方式转变的预期使固定资产投资额未来的增长面临一定不确定性；短期来看，“4万亿”投资的刺激作用正在走近尾声；而房地产调控对行业的长期影响，更是国内商用车市场上方高悬的达摩克利斯之剑；

图表21：城镇固定资产投资完成额变化



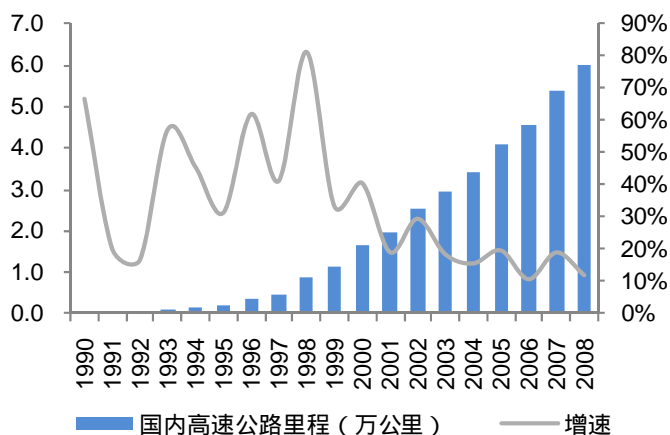
来源：Wind，国金证券研究所

图表22：商品房新开工面积变化



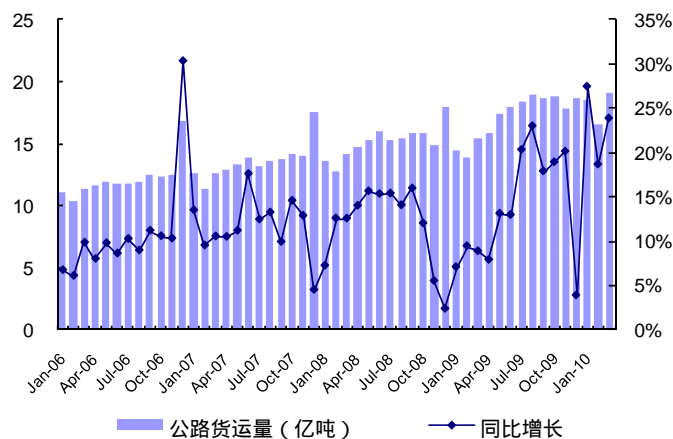
- 公路货运对商用车的需求在长期仍有较大的成长空间，但是根据国金证券交通运输行业研究员的观点，高速铁路的建设在未来3年时间内对长途货运仍将会产生一定的消极影响（对公路货运整体分流影响不超过1%，但长途公路货运将达5%左右）；物流运输类卡车（特别是重卡）销量增速将有一定下降趋势；

图表23：国内高速公路里程迅速增长



来源：Wind，国金证券研究所

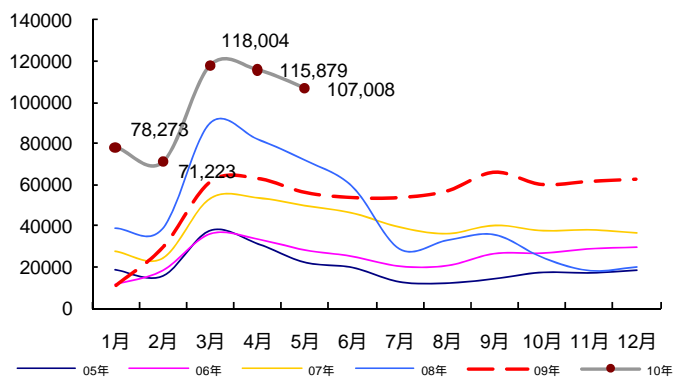
图表24：国内公路货运量变化



- 我们预测 2010 年国内商用车销量将达到 382 万辆，增速为 15.4%，未来 5 年年均符合增速预计将降低至降 10%-15%；

图表25：国内重卡月度销量变化

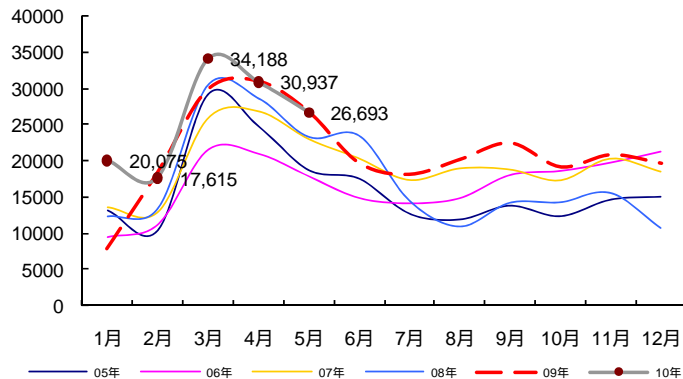
单位：辆



来源：中汽协，国金证券研究所

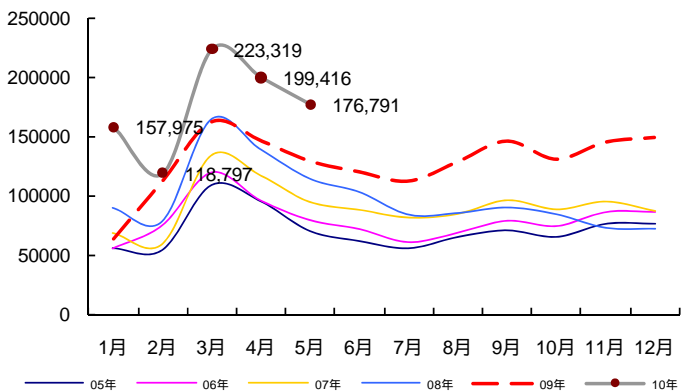
图表26：国内中卡月度销量变化

单位：辆



图表27：国内轻卡月度销量变化

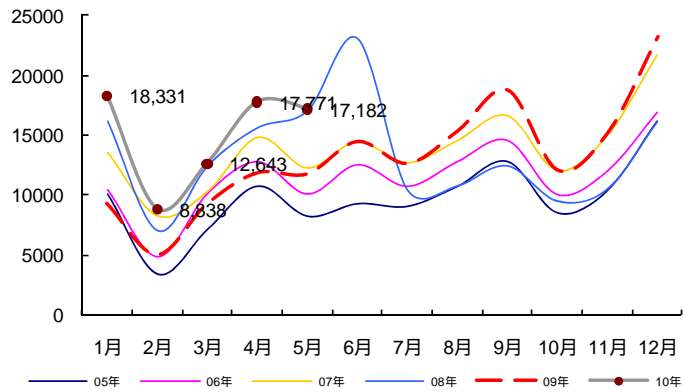
单位：辆



来源：中汽协，国金证券研究所

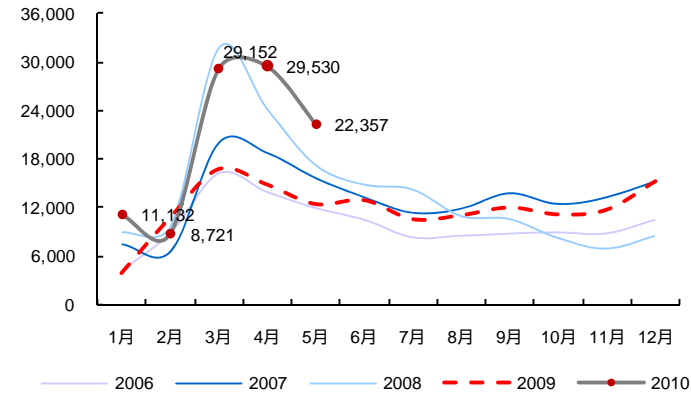
图表28：国内客车月度销量变化

单位：辆



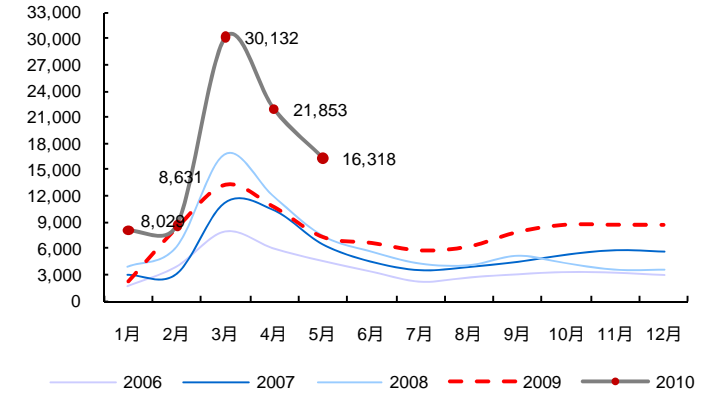
- 工程机械有着与商用车（特别是基建类重卡）较为类似的需求驱动结构，在未来同样会受到基建和房地产投资放缓风险的影响，特别是在经历的2010年初以来爆发性增长后，增速下滑几乎成为必然；我们认为2010年工程机械行业整体销量有望达到20%，未来五年年均复合增速将放缓至10%-15%；

图表29：国内挖掘机月度销量变化 单位：台



来源：工程机械协会，国金证券研究所

图表30：国内装载机月度销量变化 单位：台



来源：工程机械协会，国金证券研究所

- 在农业机械气缸套方面，由于我国仍处于农业机械化初级阶段，因而在远期仍有接近1倍的成长空间；
- 但是，就以公司现状来看，其农业机械气缸套下游配套客户仍以传统的农用低速汽车、农用单缸柴油机为主；近年来国内单缸柴油机需求受到轻型多缸机挤压较为明显（从公司农业机械气缸套2个主要客户——常柴股份、江淮动力的现状可以看出），而农用低速汽车需求也受到来自微型汽车的侵蚀；我们预计未来5年国内农业机械气缸套需求量年均增速将不会超过10%；

图表31：西方各国农业机械化均经历较长时间

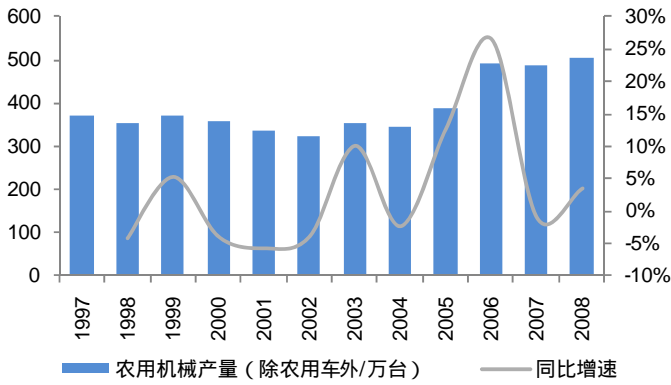
	机械化开始	机械化结束	历时年数
美国	1910	1940	30
加拿大	1920	1950	30
法国	1930	1955	25
意大利	1930	1960	30
日本	1946	1967	21

来源：农业机械协会，国金证券研究所

图表32：我国农业机械化水平仍有提升空间

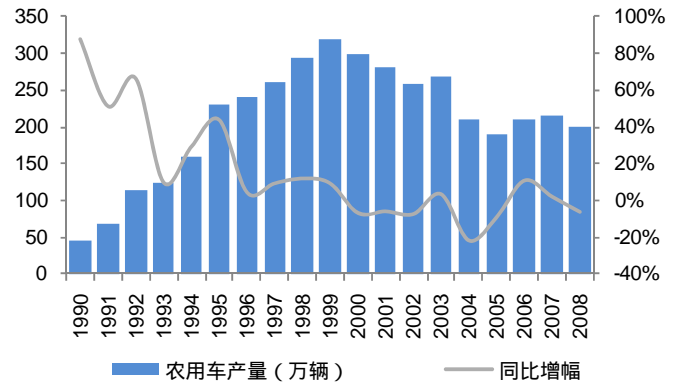
	韩国(2002)	日本(1998)	中国(2008)
机耕	99%	100%	61.8%
机插	98%	97.8%	35.3%
机收	99%	98%	32%
综合	99%	99%	45%
《促进法》颁布时间	1978年	1953年	2004年

图表33：国内历年农业机械产量变化

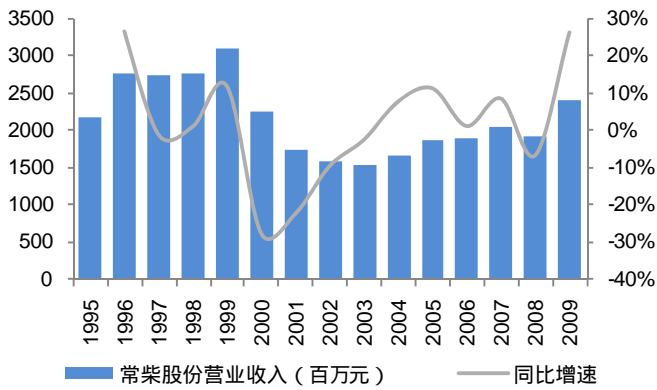


来源：中汽协，中国机械工业年鉴，国金证券研究所

图表34：国内农用车市场呈萎缩趋势

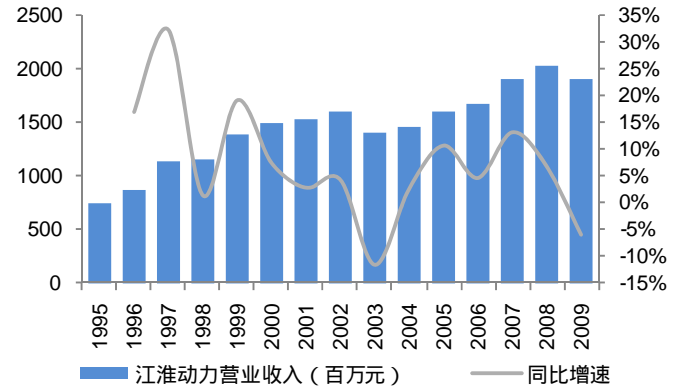


图表35：常柴股份历年营业收入



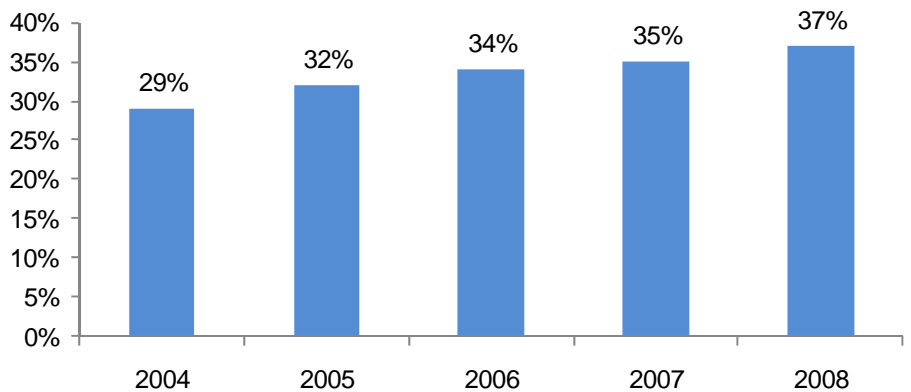
来源：Wind，国金证券研究所

图表36：江淮动力历年营业收入



- 此外，从行业格局的角度考虑，目前公司在国内气缸套市场份额已接近40%；由于主机厂处于供应链安全考虑，很少将核心部件订单全部只交予一家供应商，因此我们认为公司进一步扩大国内市场份额的空间有限；
- 综合以上因素，我们认为未来5年中，公司传统产品——商用车、工程机械、农业机械气缸套，国内需求年均增速将在10%-15%；

图表37：公司气缸套在国内市场占有率已接近40%



来源：公司资料，国金证券研究所

乘用车气缸套：受益于发动机技术升级，增长前景广阔

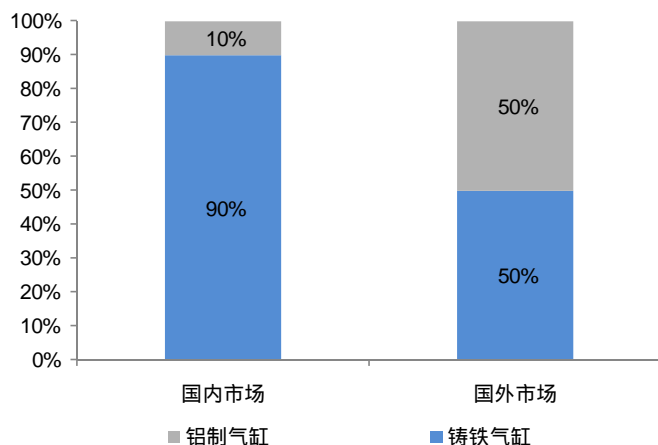
- 目前国内乘用车发动机的气缸系统分为以下两种：
 - 1、铸铁气缸，这种情况下气缸套一般和气缸体、曲轴箱等统一铸造为一个整体，因而发动机厂不需要单独采购气缸套；
 - 2、铝制气缸，这种情况下气缸体、曲轴箱用强度、耐高温性低的铝合金铸成，因而需要在气缸体内单独嵌套一个气缸套；
- 目前国内乘用车发动机使用铝制气缸的比例仅为 10%左右，远低于国外市场 50%的平均水平；随着发动机技术升级，轻量化成为趋势，未来铝制气缸在国内的应用有着巨大的增长空间；

图表38：铸铁发动机中气缸套和气缸体铸造成一体



来源：行业资料，国金证券研究所

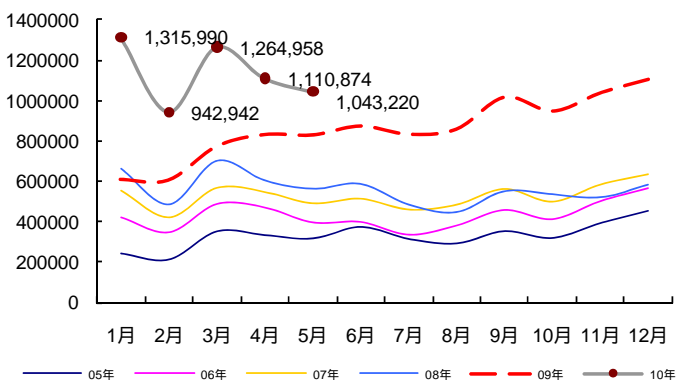
图表39：国内铝制气缸应用比例远低于国外



- 目前国内乘用车应用气缸套的车型包括以下两类：1、日系品牌，这类车型的气缸套来源一般为进口或少数日系合资零部件厂商（如东风本田）；2、其他合资品牌的少数高端车型，这类车型的气缸套一般为进口；
- 2009 年国内乘用车的产销规模已经突破了 1000 万辆，我们预计未来 5 年中将至少保持 10%-15%的年均增速，如果轻量化铝合金发动机在国内推广顺利，乘用车气缸套的市场容量有望接近 4000 万套；而自主品牌厂商在这一领域目前基本为空白，这对公司意味着很大的增长机会；

图表40：国内乘用车销量月度变化

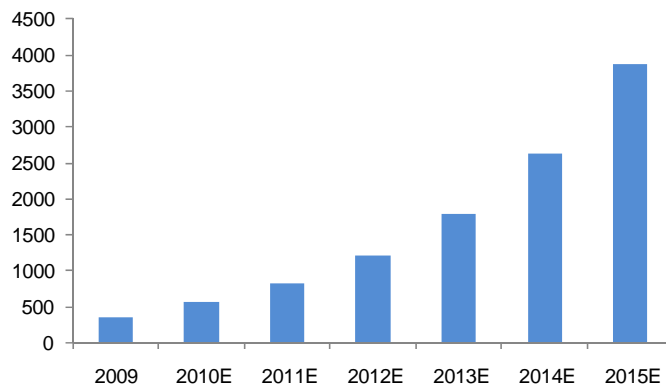
单位：辆



来源：中汽协，国金证券研究所

图表41：国内乘用车气缸套需求预测

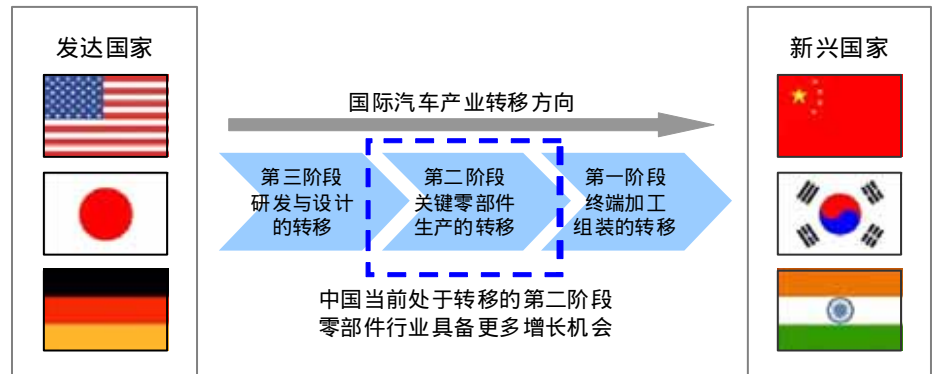
单位：万套



气缸套出口市场：“中国制造”值得期待

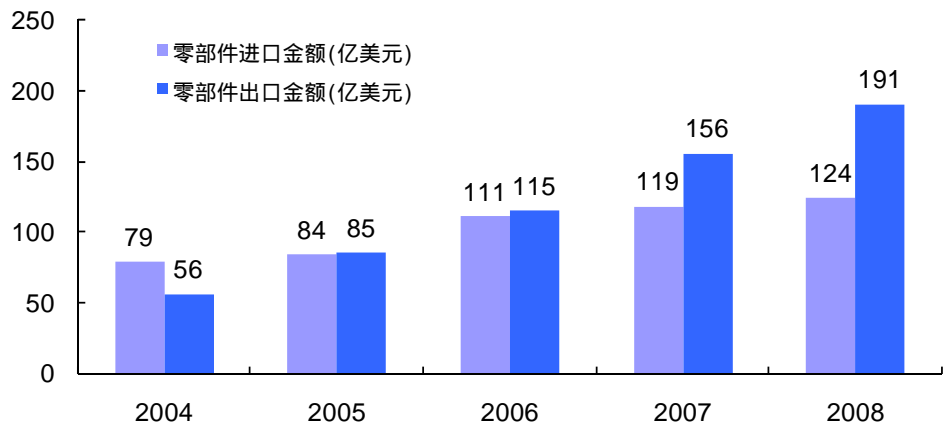
- 汽车产业向以中国、印度为代表的新兴国家地区转移已成为不可逆转的阶段；尤其是过去 5 年以来，汽车零部件制造的产业转移有加速的趋势，国内许多零部件产品由净出口变为净进口；

图表42：汽车产业国际间转移的三个阶段



来源：国金证券研究所

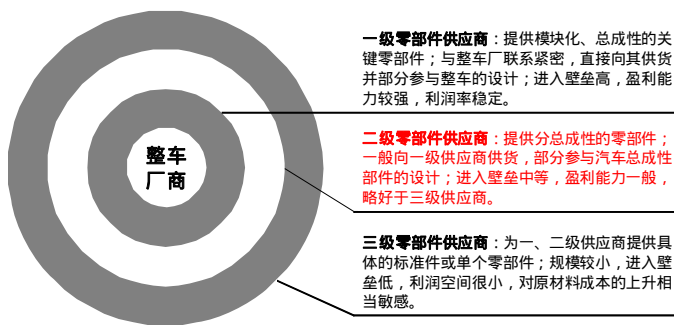
图表43：中国汽车零部件由净出口变为净进口



来源：中汽协，国金证券研究所

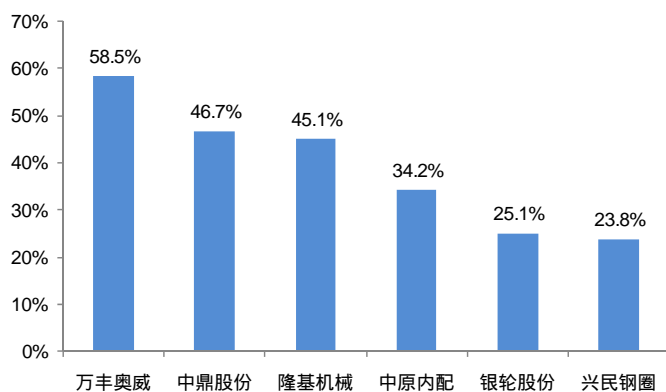
- 但我们的问题是：在现阶段，谁能够更快地从汽车零部件的产业转移中收益，扩大出口市场规模？我们认为如气缸、活塞、冷却器、轮毂等以铸/锻造、精加工为主要生产工艺的二级零部件供应商最有可能担任这一角色：
 - 1、汽车产业链中的最具附加值是发动机、变速箱、电子控制系统等关键总成（即一级零部件）；在目前仍以跨国厂商为主导国际汽车分工体系中，跨国车企不可能轻易将上述关键总成件的制造转移至中国，尤其是自主品牌厂商；而且国内企业目前的技术实力也暂不足以在关键总成件的研发制造上形成优势；
 - 2、气缸、轮毂等二级零部件制造过程中，对劳动力的需求较大，且一般会对资源和环境形成一定的破坏；而较低的人力成本、资源成本、环境成本正是目前“中国制造”的主要优势之一（虽然有其不合理性，但也是国内汽车零部件行业走向世界的必经阶段）；
 - 3、国内企业的加工能力在今年也确实取得了较大的进步，能够满足很多国际主机厂对产品性能和加工精度的要求；

图表44：汽车零部件 OEM 三级供应结构



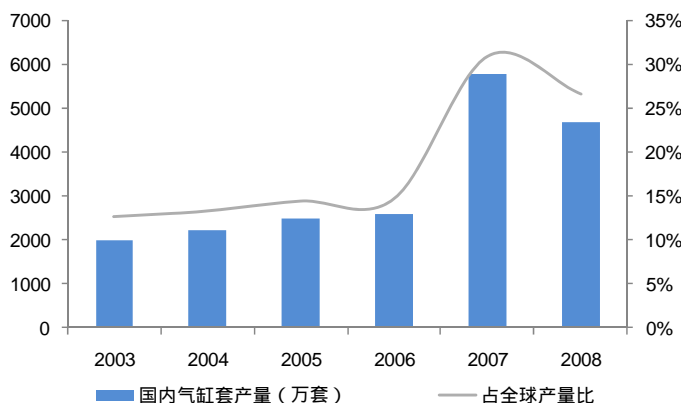
来源：中汽协，Wind，国金证券研究所

图表45：汽车行业中出口占比较高的多为二级供应商



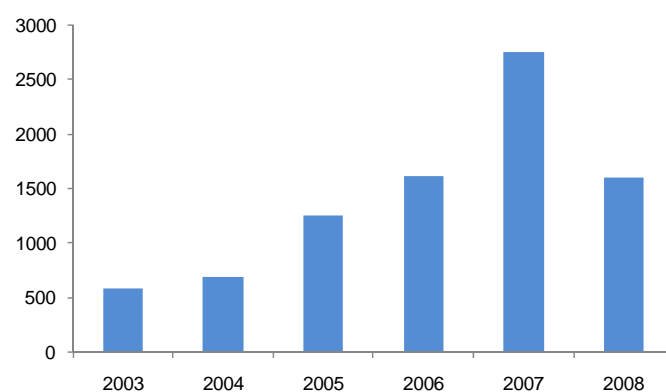
- 国内发动机气缸套企业无疑正是这一产业转移趋势的受益者：目前中国已经是全球最大发动机气缸套生产国，08年出口占全行业销量超过30%；
- 长期来看，由于国际汽车厂商面临着日益增大的成本压力，增加从中国采购零部件的比例成为必然趋势；国外零部件市场容量是国内的4-5倍，对于国内企业来说增长空间十分巨大；
- 中原内配公司作为国内发动机汽缸套的绝对领先者，在出口市场上同样占有先机：
 - 公司在同行业中首家同时获得中、英、美三国 ISO9002、美国 QS9000、德国 VDA6.1 质量体系认证以及 ISO/TS16949、ISO14001 质量环境体系等第三方认证；
 - 公司是国内发动机气缸套行业内唯一与通用、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（公司是美国康明斯发动机公司全球采购系统 C 系列气缸套独家供应商）、国际卡车等全球采购系统的企业，具备与跨国主机厂商同步研发能力；
- 我们认为，公司的出口市场空间仍将继续扩大；未来5-10年中随着公司进一步加强研发和生产能力，将有望向世界级发动机零部件供应商迈进；

图表46：国内发动机气缸套历年产量 单位：万套



来源：中汽协，OICA，国金证券研究所估算

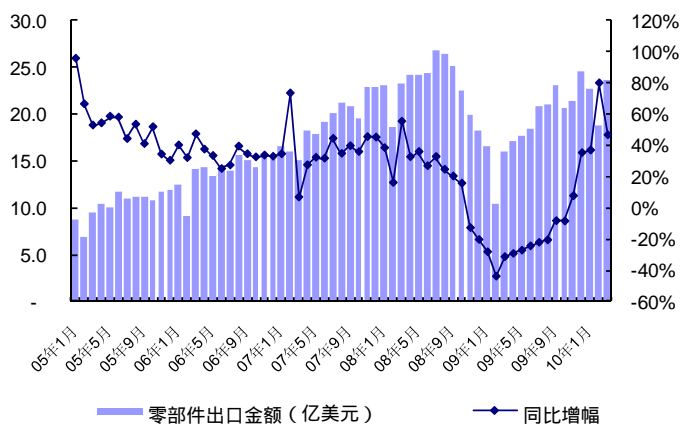
图表47：国内发动机气缸套历年出口量 单位：万套



- 2008年以来，汽车零部件出口市场受到国际金融危机的影响出现了较大的下滑，公司的出口收入也受到消极影响；但是随着全球经济和汽车市场的企稳回暖，我国汽车零部件出口将逐步反弹；

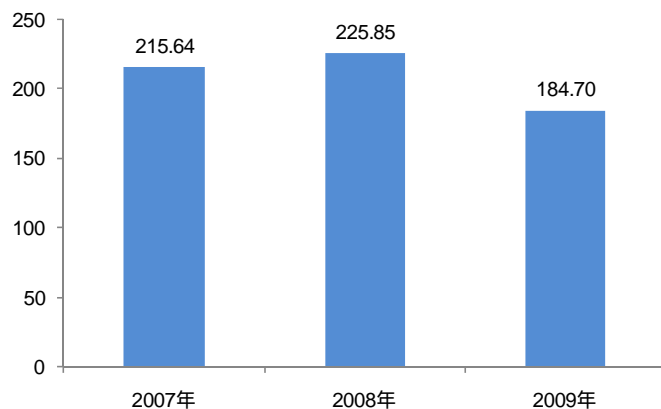
■ 我们认为未来 5 年中，公司发动机气缸套产品出口销量的年均增速有望达到 20%以上；

图表48：汽车零部件出口市场触底反弹

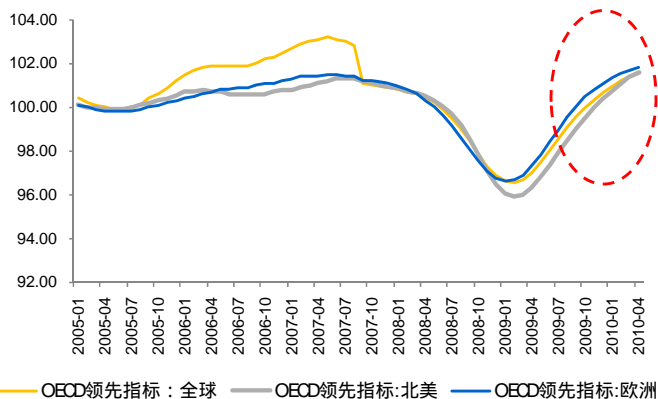


来源：中汽协，公司公告，国金证券研究所

图表49：公司09年出口收入有所下滑(百万元)

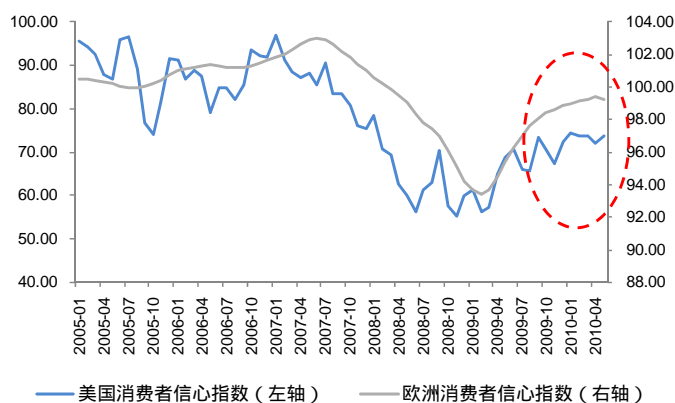


图表50：全球经济领先指标稳步回升

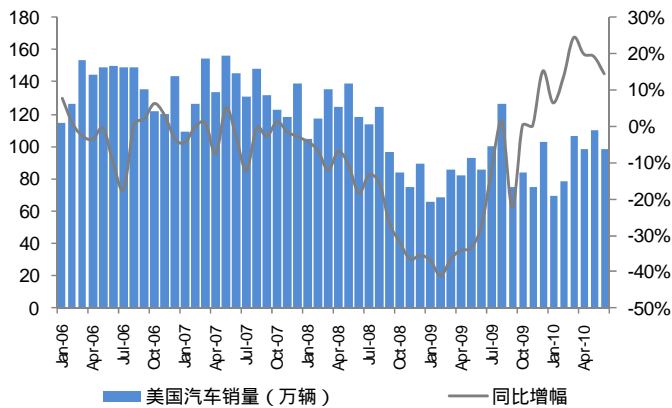


来源：Wind，国金证券研究所

图表51：欧美消费者信心指数稳步回升

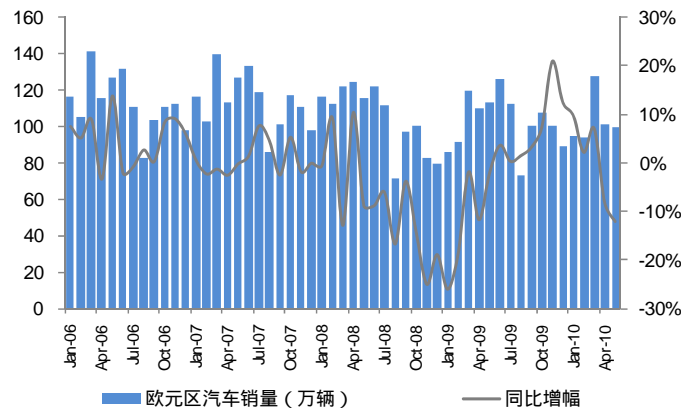


图表52：美国月度汽车销量变化



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表53：欧洲月度汽车销量变化



募集资金项目：进一步巩固行业领先地位

- 公司此次 IPO 募集资金将用于年产 1000 万只气缸套和技术研发中心及信息化建设等 2 个项目，我们认为募投项目将进一步巩固公司在发动机气缸套领域的领先地位：
 - 1、项目建成达产后公司气缸套产能将上升至 3000 万套以上，成为全球规模最大的发动机气缸套供应商；
 - 2、新增产能的产品将具备国内乃至国际先进水平，技术中心的建设则将进一步强化公司在研发能力上的领先地位；

图表54：公司本次 IPO 募集资金项目一览

建设项目	总投资额	建成期	达产期	经济效益
年产1000万只气缸套项目	32,160万元	2年	2年	年新增折旧2,774万元，完全达产后年新增销售收入48,535万元，新增净利润4,971万元。
技术研发中心及信息化建设项目	6,973万元	2年	--	新产品开发数量提高30%以上，开发周期缩短1/3，一次开发成功率提高10%以上，综合经济效益3,000万元以上。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 年产 1000 万只气缸套项目中，产品多为具备欧 IV、欧 V 技术水平的新型产品，将受益于国内外主机厂商的产品技术升级；我们认为新增产能有望在 3-4 年时间内得到充分消化；

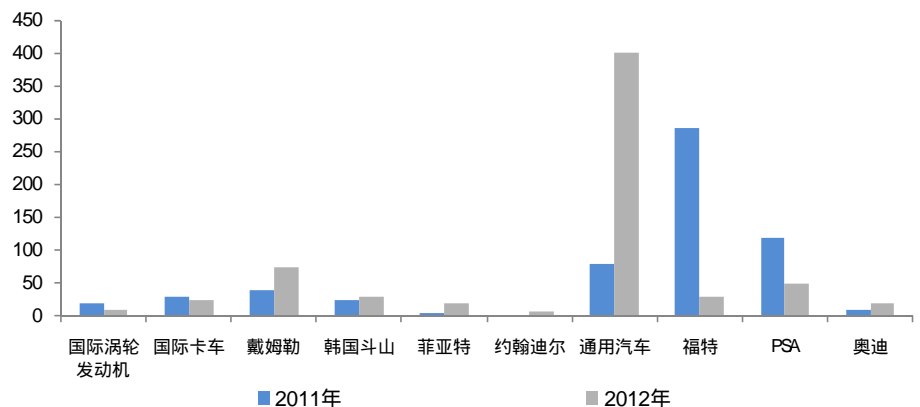
图表55：年产 1000 万只气缸套项目具体内容

面向地区	新增产能	主要配套车型	意向厂商
国内	300万套柴油车气缸套产能	商用车、农业机械、工程机械	重汽、玉柴、锡柴、东风、扬柴、雷沃、云内、常柴等
	300万套铝包容气缸套产能	乘用车	奇瑞、PSA、马自达等
国外	200万套柴油车气缸套产能	中重卡为主	戴姆勒、国际卡车等
	200万套铝包容气缸套产能	乘用车	GM、PSA等

来源：公司公告，国金证券研究所

图表56：2011-2012 年部分国外客户新增需求预测

单位：万套



来源：公司资料，国金证券研究所

图表57：公司部分重点客户新增需求情况

戴姆勒公司发动机气缸套开发项目	奔驰公司正在研发新一代重型发动机，预计未来2-3年内气缸套需求量超过110万只，全部达产后气缸套需求量高达1,000万只以上。公司采用由奔驰公司提出零件质量目标，公司自选材质、联合开发的合作方式，已成为其重型发动机项目的气缸套首选合作商。
奇瑞1.6L、2.0L铝包容气缸套项目	奇瑞与世界著名的奥地利AVL发动机公司共同开发ACTECO发动机项目，联合设计从0.8升到4.0升的18款发动机，全部达到欧排放标准。本项目铝包容气缸套产品主要用于奇瑞1.6L和2.0L两个系列的汽油发动机，为奇瑞公司的主推机型，预计在2013年，年产量可达100万台，年气缸套需求量400万只。公司于2005年就已经与奇瑞公司进行了产品同步开发，于2006年11月完成上述机型的开发，并实现批量生产。
标致雪铁龙气缸套项目	公司与标致雪铁龙集团气缸套项目的合作已进行两年，目前标致雪铁龙集团正致力于全球平台的欧V排放新型铝合金发动机开发，预计形成缸套需求量500万只/年。目前产品已通过样件测试，正在进行小批装机，预计2010年将批量生产。
巴西国际卡车（MWM）重型发动机气缸套研	该项目是为美国国际卡车和巴西国际卡车正在研发的新一代发动机配套，主要开发三种型号的中重型卡车发动机气缸套产品，由本公司自选材质、自行设计研发，产品排放水平将达到欧以上标准。公司已经开始向国际卡车和巴西MWM公司进行批量供货，并且供货数量持续增加，预计未来2-3年将分别形成70万只/年和80万只/年的气缸套需求量。

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与公司估值

盈利预测

- 我们预测公司 2010-2012 年分别销售各类气缸套 2,184、2,548 和 2,986 万套，实现销售收入 825、955 和 1,104 百万元，同比增长 32.6%、15.7%和 15.6%，实现归属母公司净利润 95、118 和 138 百万元，全面摊薄后对应 2010-2012 年 EPS 分别为 1.026、1.275 和 1.495 元；

图表58：公司销售收入分拆预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
商用车及工程机械缸套						
平均售价 (元/件)	46.71	59.31	45.95	55.15	54.65	54.16
增长率 (YOY)	n/a	26.97%	-22.52%	-0.90%	-0.90%	-0.90%
销售数量 (千件)	6,775.10	6,352.00	8,135.60	9,925.43	11,712.01	13,761.61
增长率 (YOY)	n/a	-6.24%	28.08%	22.00%	18.00%	17.50%
销售收入 (百万元)	316.45	376.72	373.87	547.34	640.05	745.29
增长率 (YOY)	n/a	19.04%	-0.76%	46.40%	16.94%	16.44%
毛利率	26.68%	26.02%	29.30%	28.75%	28.40%	28.40%
销售成本 (百万元)	232.02	278.70	264.32	389.98	458.27	533.63
增长率 (YOY)	n/a	20.12%	-5.16%	47.54%	17.51%	16.44%
毛利 (百万元)	84.44	98.02	109.55	157.36	181.77	211.66
增长率 (YOY)	n/a	16.09%	11.76%	43.65%	15.51%	16.44%
占总销售额比重	53.89%	55.79%	60.07%	66.35%	67.05%	67.53%
占主营业务利润比重	54.82%	65.47%	61.25%	67.56%	68.44%	68.77%
乘用车缸套						
平均售价 (元/件)	15.41	16.77	16.81	16.90	17.07	17.07
增长率 (YOY)	n/a	8.83%	0.28%	0.50%	1.00%	0.00%
销售数量 (千件)	8,457.60	7,856.70	5,065.80	5,926.99	7,290.19	9,112.74
增长率 (YOY)	n/a	-7.10%	-35.52%	17.00%	23.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	130.30	131.73	85.17	100.15	124.42	155.52
增长率 (YOY)	n/a	1.10%	-35.34%	17.58%	24.23%	25.00%
毛利率	24.09%	13.08%	33.45%	33.15%	32.50%	32.50%
销售成本 (百万元)	98.91	114.50	56.68	66.95	83.98	104.98
增长率 (YOY)	n/a	15.76%	-50.50%	18.12%	25.44%	25.00%
毛利 (百万元)	31.39	17.24	28.49	33.20	40.44	50.54
增长率 (YOY)	n/a	-45.09%	65.32%	16.52%	21.79%	25.00%
占总销售额比重	22.19%	19.51%	13.69%	12.14%	13.03%	14.09%
占主营业务利润比重	20.38%	11.51%	15.93%	14.25%	15.23%	16.42%
农业机械缸套						
平均售价 (元/件)	22.68	30.19	29.60	29.30	29.01	28.72
增长率 (YOY)	n/a	33.15%	-1.97%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
销售数量 (千件)	5,252.50	4,629.80	4,976.50	5,424.39	5,831.21	6,239.40
增长率 (YOY)	n/a	-11.86%	7.49%	9.00%	7.50%	7.00%
销售收入 (百万元)	119.11	139.79	147.29	158.94	169.15	179.18
增长率 (YOY)	n/a	17.36%	5.37%	7.91%	6.43%	5.93%
毛利率	22.08%	19.85%	23.54%	22.50%	21.50%	21.00%
销售成本 (百万元)	92.81	112.03	112.62	123.18	132.78	141.55
增长率 (YOY)	n/a	20.72%	0.52%	9.38%	7.80%	6.60%
毛利 (百万元)	26.30	27.75	34.67	35.76	36.37	37.63
增长率 (YOY)	n/a	5.52%	24.92%	3.15%	1.70%	3.47%
占总销售额比重	20.28%	20.70%	23.67%	19.27%	17.72%	16.24%
占主营业务利润比重	17.07%	18.54%	19.39%	15.35%	13.69%	12.23%
其他气缸套						
平均售价 (元/件)	37.44	33.98	25.06	24.56	24.32	24.07
增长率 (YOY)	n/a	-9.24%	-26.25%	-2.00%	-1.00%	-1.00%
销售数量 (千件)	457.80	345.70	471.50	565.80	650.67	748.27
增长率 (YOY)	n/a	-24.49%	36.39%	20.00%	15.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	17.14	11.75	11.82	13.90	15.82	18.01
增长率 (YOY)	n/a	-31.46%	0.59%	17.60%	13.85%	13.85%
毛利率	64.95%	40.38%	48.86%	43.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	6.01	7.00	6.04	7.92	9.49	10.81
增长率 (YOY)	n/a	16.58%	-13.72%	31.09%	19.84%	13.85%
毛利 (百万元)	11.13	4.74	5.77	5.98	6.33	7.21
增长率 (YOY)	n/a	-57.39%	21.72%	3.49%	5.91%	13.85%
占总销售额比重	2.92%	1.74%	1.90%	1.68%	1.66%	1.63%
占主营业务利润比重	7.23%	3.17%	3.23%	2.57%	2.38%	2.34%

其他业务						
销售收入 (百万元)	4.21	15.30	4.22	4.65	5.11	5.62
增长率 (YOY)	n/a	263.37%	-72.39%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	18.55%	12.86%	8.40%	13.27%	13.14%	13.00%
销售成本 (百万元)	3.43	13.33	3.87	4.03	4.44	4.89
增长率 (YOY)	n/a	288.78%	-70.97%	4.15%	10.17%	10.17%
毛利 (百万元)	0.78	1.97	0.35	0.62	0.67	0.73
增长率 (YOY)	n/a	151.81%	-81.97%	73.84%	8.90%	8.90%
占总销售额比重	0.72%	2.27%	0.68%	0.56%	0.54%	0.51%
占主营业务利润比重	0.51%	1.31%	0.20%	0.26%	0.25%	0.24%
销售总收入 (百万元)	587.21	675.29	622.37	824.97	954.55	1103.63
销售总成本 (百万元)	433.18	525.57	443.53	592.06	688.97	795.86
毛利 (百万元)	154.04	149.72	178.84	232.91	265.58	307.77
平均毛利率	26.23%	22.17%	28.74%	28.23%	27.82%	27.89%

来源：公司公告，国金证券研究所

公司估值

■ 我们采用相对估值法对公司进行估值：

- 目前 A 股汽车零部件上市公司平均 2010 年动态 PE 为 14 倍，但中小板公司 PE 普遍在 20 倍以上；
- 考虑到公司的行业领先地位，以及未来较为广阔的成长空间，我们给予公司 20-22 倍的 2010 年动态 PE，对应公司上市后的合理价格为 20.52-22.57 元；

图表59：汽车行业 A 股上市公司相对估值水平对比

股票名称	收盘价 (元)	09EPS (元)	EPS 10%/09	10EPS (元)	EPS 11%/10	11EPS (元)	EPS 12%/11	12EPS (元)	09PE	10PE	11PE	12PE	09PB	10PB
中国重汽	19.36	1.020	124.12%	2.286	18.24%	2.703	12.13%	3.031	18.98	8.47	7.16	6.39	2.84	2.30
福田汽车	17.68	1.132	61.13%	1.824	25.33%	2.286	23.10%	2.814	15.62	9.69	7.73	6.28	3.97	4.26
江铃汽车	20.26	1.223	48.16%	1.812	28.48%	2.328	17.83%	2.743	16.57	11.18	8.70	7.39	3.61	2.81
潍柴动力	65.06	4.242	53.47%	6.510	17.22%	7.631	7.46%	8.200	15.34	9.99	8.53	7.93	6.78	4.69
华域汽车	8.57	0.593	47.55%	0.875	12.69%	0.986	13.89%	1.123	14.45	9.79	8.69	7.63	1.25	1.13
中鼎股份	15.31	0.480	48.56%	0.740	20.27%	0.890	15.73%	1.030	31.90	20.69	17.20	14.86	7.77	5.65
宇通客车	16.01	1.084	19.10%	1.291	15.10%	1.486	14.60%	1.703	14.77	12.40	10.77	9.40	3.84	3.36
上海汽车	13.44	0.774	62.13%	1.255	11.65%	1.401	10.38%	1.546	17.37	10.71	9.59	8.69	2.07	1.66
一汽夏利	8.77	0.110	390.93%	0.541	10.91%	0.600	1.67%	0.610	79.58	16.21	14.62	14.38	4.06	3.25
长安汽车	9.30	0.460	101.52%	0.927	12.08%	1.039	11.55%	1.159	20.22	10.03	8.95	8.02	2.47	1.98
一汽轿车	16.01	1.001	45.45%	1.456	16.62%	1.698	15.72%	1.965	15.99	11.00	9.43	8.15	3.41	2.72
威孚高科	14.81	0.790	43.04%	1.130	18.58%	1.340	23.88%	1.660	18.75	13.11	11.05	8.92	2.93	2.41
东安动力	9.71	0.507	56.93%	0.795	15.35%	0.917	22.25%	1.121	19.17	12.21	10.59	8.66	2.09	1.82
凌云股份	12.70	0.608	28.62%	0.782	23.40%	0.965	24.15%	1.198	20.89	16.24	13.16	10.60	4.62	3.68
金龙汽车	6.84	0.276	10.87%	0.306	17.65%	0.360	11.11%	0.400	24.78	22.35	19.00	17.10	2.05	1.93
亚太股份	17.53	0.473	28.96%	0.610	18.85%	0.725	18.83%	0.862	37.06	28.74	24.18	20.35	1.92	1.71
云内动力	9.86	0.449	20.27%	0.540	37.41%	0.742	9.43%	0.812	21.96	18.26	13.29	12.14	1.45	1.35
江淮汽车	7.23	0.260	204.23%	0.791	15.17%	0.911	13.61%	1.035	27.81	9.14	7.94	6.99	2.16	1.79
成飞集成	16.82	0.321	18.38%	0.380	15.79%	0.440	18.18%	0.520	52.40	44.26	38.23	32.35	4.09	3.75
威海广泰	16.50	0.350	62.86%	0.570	31.58%	0.750	28.00%	0.960	47.14	28.95	22.00	17.19	5.65	4.73
曙光股份	13.05	0.720	-6.94%	0.670	13.43%	0.760	9.21%	0.830	18.13	19.48	17.17	15.72	2.06	1.86
万丰奥威	7.68	0.240	52.08%	0.365	12.88%	0.412	12.86%	0.465	32.00	21.04	18.64	16.52	2.61	2.51
福耀玻璃	9.44	0.560	48.21%	0.830	15.66%	0.960	26.04%	1.210	16.86	11.37	9.83	7.80	3.52	2.63
海马股份	5.10	(0.250)	-164.00%	0.160	25.00%	0.200	25.00%	0.250	(20.40)	31.88	25.50	20.40	1.88	1.70
宁波华翔	10.37	0.720	-15.28%	0.610	27.87%	0.780	0.00%	0.780	14.40	17.00	13.29	13.29	3.60	3.01
一汽富维	19.52	1.680	21.43%	2.040	11.27%	2.270	11.01%	2.520	11.62	9.57	8.60	7.75	2.50	2.17
算术平均值									23.21	16.68	13.99	12.11	3.28	2.73
加权平均值									19.64	12.04	10.35	8.52	2.74	2.26
整车									19.18	10.95	9.48	8.38	2.57	2.06
零部件									20.39	14.19	12.05	8.75	3.06	2.64

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

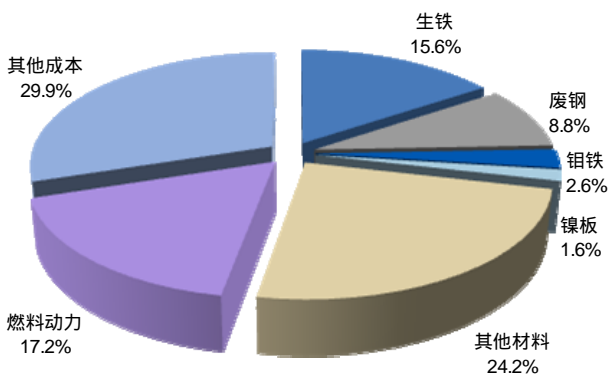
下游重卡及工程机械市场波动的风险

- 这是目前公司所面临的最大的风险：重卡及工程机械用气缸套仍是公司收入和利润的主要来源（除销量占比大之外，更重要的是重卡及工程机械用气缸套的均价和毛利率较高）；重卡及工程机械行业当前正在景气高点，在宏观经济增速下滑和房地产调控的背景下，未来 1-2 年的需求情况存在较大的不确定性；

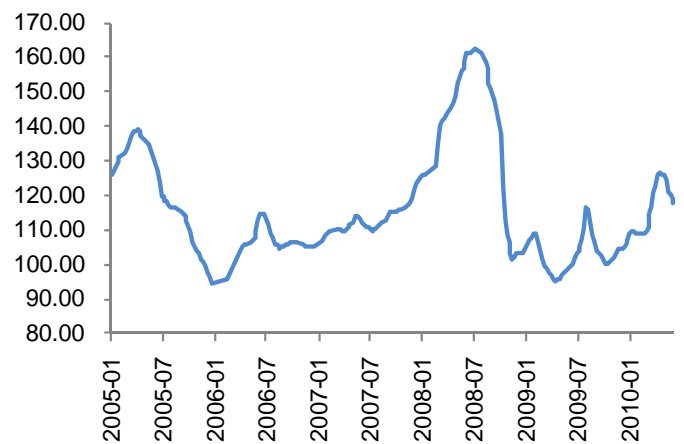
原材料、能源价格波动的风险

- 同其他大多数汽车零部件厂商一样，公司成本结构中原材料和能源成本占比较大，公司盈利水平对其敏感性较高；但我们认为在可以预见的未来，原材料和能源价格出现较大波动的概率有限；

图表60：公司 09 年主营业务成本分布



图表61：国内钢铁综合价格指数变化









来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

来自国际同行竞争的风险

- 德国马勒、美国辉门作为国际领先的发动机气缸套供应商，目前在国内的气缸套生产销售仍然较小，但在未来并不排除大规模进入国内市场的可能（其中辉门已在国内成立合资公司生产气缸套），其次，公司进入欧美市场的进程也有可能受到上述厂商的阻碍；

附录：气缸套种类一览

图表62：气缸套种类一览

产品类型	产品外观		主要用途
湿式气缸套			气缸套外壁通过水道与发动机冷却水直接接触，广泛应用于各类发动机。
干式气缸套			气缸套本身不与冷却水直接接触，冷却水道在机体内部，广泛应用于轻、中型发动机。
铸入式气缸套			气缸套通过重力或压力铸造方式与铝机体结合为一体，又称铝包容式气缸套，广泛应用于全铝轿车发动机及小型通用机械。
空调压缩机气缸套			按工作方式的不同，有往复式和旋转式，空调压缩机气缸套广泛应用于中、高档汽车。

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	587	675	622	825	955	1,104
增长率		15.0%	-7.8%	32.6%	15.7%	15.6%
主营业务成本	-433	-526	-444	-592	-689	-796
% 销售收入	73.8%	77.8%	71.3%	71.8%	72.2%	72.1%
毛利	154	150	179	233	266	308
% 销售收入	26.2%	22.2%	28.7%	28.2%	27.8%	27.9%
营业税金及附加	-4	-3	-4	-6	-6	-7
% 销售收入	0.7%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-39	-52	-43	-58	-66	-74
% 销售收入	6.6%	7.7%	7.0%	7.0%	6.9%	6.7%
管理费用	-19	-31	-37	-45	-53	-61
% 销售收入	3.2%	4.6%	6.0%	5.5%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	92	64	94	124	141	165
% 销售收入	15.7%	9.4%	15.1%	15.1%	14.8%	15.0%
财务费用	-14	-23	-15	-13	-2	-2
% 销售收入	2.5%	3.4%	2.4%	1.6%	0.2%	0.2%
资产减值损失	5	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	2	1	2	2	2
% 税前利润	n.a	5.1%	1.5%	1.3%	1.0%	0.9%
营业利润	81	42	77	112	140	165
营业利润率	13.8%	6.2%	12.4%	13.6%	14.7%	14.9%
营业外收支	3	7	3	3	3	3
税前利润	84	49	81	115	143	168
利润率	14.4%	7.2%	13.0%	14.0%	15.0%	15.2%
所得税	-30	-9	-15	-20	-25	-29
所得税率	36.1%	18.2%	18.0%	17.7%	17.5%	17.5%
净利润	54	40	66	95	118	138
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	54	40	66	95	118	138
净利率	9.2%	5.9%	10.7%	11.5%	12.4%	12.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	54	40	66	95	118	138
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	0	0	45	55	52
非经营收益	16	0	0	10	1	1
营运资金变动	-5	0	0	-33	-26	-29
经营活动现金净流	86	55	118	117	147	162
资本开支	-123	-59	-22	-195	-76	-42
投资	2	-4	-12	-6	-5	-5
其他	0	0	1	2	2	2
投资活动现金净流	-121	-63	-34	-199	-79	-46
股权募资	52	0	0	562	-24	0
债权募资	14	31	-25	-183	0	1
其他	-37	-25	-25	-10	-5	-5
筹资活动现金净流	29	6	-50	369	-29	-4
现金净流量	-5	-2	35	287	39	113

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	35	31	57	344	383	496
应收款项	94	93	101	118	137	158
存货	125	175	157	215	252	291
其他流动资产	82	26	20	29	33	38
流动资产	336	325	335	707	805	983
% 总资产	52.1%	47.4%	47.8%	57.6%	59.5%	64.3%
长期投资	35	41	54	60	64	69
固定资产	202	251	243	387	403	387
% 总资产	31.4%	36.7%	34.6%	31.6%	29.8%	25.3%
无形资产	64	62	63	70	78	87
非流动资产	309	360	366	519	548	546
% 总资产	47.9%	52.6%	52.2%	42.4%	40.5%	35.7%
资产总计	644	685	701	1,226	1,353	1,529
短期借款	234	176	171	0	0	0
应付款项	134	116	110	151	176	205
其他流动负债	40	35	35	45	52	60
流动负债	408	327	316	195	228	265
长期贷款	4	94	74	74	74	75
其他长期负债	4	10	12	0	0	0
负债	417	431	402	269	302	340
普通股股东权益	227	253	298	955	1,049	1,188
少数股东权益	1	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	644	685	701	1,226	1,353	1,529

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.781	0.579	0.961	1.026	1.275	1.495
每股净资产	3.283	3.662	4.323	10.326	11.343	12.838
每股经营现金净流	1.248	0.790	1.714	1.264	1.589	1.754
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	23.80%	15.81%	22.22%	9.94%	11.24%	11.64%
总资产收益率	8.37%	5.83%	9.46%	7.74%	8.72%	9.04%
投入资本收益率	12.61%	9.96%	14.20%	9.93%	10.33%	10.80%
增长率						
主营业务收入增长率	40.62%	15.00%	-7.84%	32.55%	15.71%	15.62%
EBIT增长率	38.60%	-30.65%	47.81%	31.89%	13.32%	17.46%
净利润增长率	75.92%	-25.90%	65.91%	43.18%	24.28%	17.22%
总资产增长率	19.12%	6.26%	2.37%	74.84%	10.38%	13.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.5	40.6	42.8	41.0	41.0	41.0
存货周转天数	92.8	104.2	136.6	132.8	133.4	133.5
应付账款周转天数	65.5	66.5	75.3	75.5	76.0	76.2
固定资产周转天数	101.9	130.3	134.0	157.9	138.7	113.1
偿债能力						
净负债/股东权益	89.04%	93.80%	62.55%	-28.28%	-29.47%	-35.43%
EBIT利息保障倍数	6.3	2.7	6.4	9.2	59.5	70.9
资产负债率	64.65%	62.92%	57.28%	21.97%	22.35%	22.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室