

日期: 2010年7月15日

行业: 内燃机配件行业



魏成钢

021-53519888-1974

wchg2000@sohu.com

执业证书编号: S0870209100160

上市合理定价 RMB 22.50 ~ 27.00 元

基本数据(IPO)

发行数量(万股)	2,350
发行后总股本(万股)	9,251.05
发行数量占发行后总股本	25.40%
发行方式	网下询价配售 470 网上定价发行 1,880
保荐机构	国信证券

IPO 前后的指标对比

09年每股收益/发行后摊薄(元)	0.96/0.72
09年每股净资产/发行后每股净资产(元)	3.99/8.33

主要股东(IPO 前)

薛德龙	32.71%
张冬梅	11.49%
宇通集团	10.87%
其他 37 名自然人股东	44.93%

收入结构(2009)

商用车及工程机械缸套	55.11%
乘用车缸套	20.47%
农业机械缸套	17.15%
其他	7.26%

报告编号: WCHG10-NSP10

首次报告日期: 2010年7月15日

“小”产品蕴育“大”企业**■ 投资要点:****● 下游行业提供足够的发展空间**

国际通行的内燃机与气缸套的配比比例通常为 1:5, 汽车行业、工程机械行业、农业机械行业是内燃机主要应用领域。因此, 上述行业的需求变化直接反映气缸套行业的市场需求状况。中国经济的蓬勃发展和基建投资的持续增长推动这些行业的需求持续快速增长, 为气缸套产品提供了广阔的市场空间。

● 公司是当之无愧的行业领军企业

国内气缸套行业的市场集中度较高, 2006~2008 年行业前 5 名企业的产量占行业全部产量的 72.3%、76%和 80.2%。公司为亚洲最大的气缸套生产企业, 2008 年气缸套产量超过 2,000 万只, 国内市场占有率达到 36.50%, 全球市场占有率超过 10%。至 2008 年年底, 公司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。

● 业绩将保持持续增长

发行前, 公司的募投项目即已开始启动。根据建设计划, 2010 年起项目的部分产能就将开始投产, 给公司业绩带来新的推动力。初步估计, 2010~2013 年公司归属于母公司净利润的增速变化预计为 39.87%、17.51%、12.06%和 3.02%, 相应的摊薄后每股收益分别为 1.00、1.18、1.32 和 1.36 元。

● 定价结论

综合考虑可比公司以及最近上市的创业板公司的估值情况, 我们认为给予公司 2010 年 22.50~27.00 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 22.50~27.00 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	622.37	753.02	899.89	1,071.47	1,140.07
年增长率(%)	-7.84%	20.99%	19.50%	19.07%	6.40%
归属于母公司的净利润	66.29	92.72	108.96	122.10	125.79
年增长率(%)	65.91%	39.87%	17.51%	12.06%	3.02%
摊薄每股收益(元)	0.72	1.00	1.18	1.32	1.36

数据来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

一、行业背景

■ 公司概况

公司属于内燃机配件行业，主营业务为内燃机气缸套的生产和销售，主要产品分为干式、湿式、铸入式、空调压缩机四大类气缸套。气缸套是内燃机中工作条件最恶劣、最关键的零件之一，广泛应用于乘用车、商用车、农业机械、工程机械、船舶、园林机械、铁道内燃机车等动力领域。

■ 下游行业提供足够的发展空间

根据行业统计，国际通行的内燃机与气缸套的配比比例通常为1:5，即气缸套产品需求量为内燃机市场需求量的5倍。汽车行业、工程机械行业、农业机械行业是内燃机主要应用领域，因此，上述行业的需求变化直接反映气缸套行业的市场需求状况。按照气缸套配套发动机的终端产品分类，气缸套目标市场主要分为商用车发动机市场、乘用车发动机市场、农业机械柴油机市场和工程机械柴油机市场。

商用车发动机市场

国内经济的快速发展和基础建设的持续投资，带动商用车的产销量逐年持续增长。2009年，国内商用车产销量分别为340.72万辆和331.35万辆，同比增长33%和28%。商用车中的重卡、轻卡和客车是商用车柴油机配套的主要市场。重卡方面，2002年开始，中国基础设施建设、西部大开发等带动大量固定资产投资，国内重卡行业进入高速增长阶段。2009年，国内共销售重卡67万辆，同比增长约24%。预计未来国内固定资产投资将保持较快增长，计重收费、治理超载等因素也将提高市场对重卡的需求，国内重卡市场将成为国内商用车市场的发展重点。轻卡方面，随着国内物流业短途运输的发展，轻卡以经济性和灵活性优势保持稳定增长，受汽车下乡、以旧换新、环保节能等政策的鼓励，轻卡将逐渐取代中卡，成为产销量最大的商用车。根据中国汽车工业协会统计，2008年国内轻卡产销量分别为116.20万辆和117.55万辆，同比分别增长3.45%和6.39%；2009年上半年，轻卡产销量分别为74.90万辆和74.48万辆，同比增长8.4%和6.04%，呈稳定增长态势。客车方面，2009年，国内客车销售32.32万辆，比2001年增长4倍多。随着国内旅游市场持续发展的拉动，客运及城市公共交通系统的完善，以及对汽车环保排放标准的提高，加快了客车的升级换代，使客车的需求量未来仍将保持稳定增长。

乘用车发动机市场

2001年以来，国内GDP的快速增长、城镇居民可支配收入大幅提高、国家相关的鼓励消费政策及信贷环境的改善促使国内乘用车市

场快速发展，2009年，国内乘用车产销量分别为1,038.38万辆和1,033.13万辆，同比增长54.11%和52.93%。随着国内经济的复苏和居民消费水平的提高，乘用车市场的需求将持续旺盛，产销量保持不断增长。

农业机械市场

2003年以来，国家解决“三农”问题和农机补贴政策的实施，使农业机械化水平快速提高。然而与发达国家相比，国内农机化水平仍然较低。根据国家农业机械化规划，2020年国内农业机械化水平达到70%以上，国内农业机械市场很广阔，气缸套等配件市场潜力巨大；此外，国家高度重视“三农”问题解决，增加农民收入、新农村建设、城乡统筹及各种农业补贴等一系列措施，必将推动农业经济大发展，增加农业机械市场的需求。

工程机械市场

工程机械属于投资驱动型行业，市场需求受社会固定资产投资影响较大。国内固定资产投资快速增长和城镇化建设、房地产市场的发展将积极推动工程机械行业的发展，未来国内工程机械行业仍将具备较高的增长空间。

■ 公司是当之无愧的行业领军企业

根据国内气缸套企业不同特点和市场定位，国内气缸套行业的竞争格局呈以下特点：产品竞争由同质化转向差异化，关键制造技术被包括公司在内的少数行业领先企业垄断，技术水平基本达到国际先进水平，实现与国际内燃机工业的同步发展，成为国内外主要主机厂的核心供应商，在市场竞争中占据大部分市场份额；随着内燃机技术的更新换代，上述龙头企业将主导中、高端市场，进入全球主机厂采购体系。2008年末，国内气缸套行业年产30万只规模以上的企业共12家，其中年产2,000万只以上的企业1家(公司)，年产500~2,000万只的企业1家、年产200~500万只的企业4家。2006~2008年，国内缸套行业前5名企业的产量占行业总产量的72.3%、76%和80.2%，行业集中度较高。

公司为亚洲最大的气缸套生产企业，2008年气缸套产量超过2,000万只，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。

表 1: 国内主要气缸套企业产量情况

序号	企业名称	产量(万只)	主要客户
----	------	--------	------

2010年7月15日

1	河南省中原内配股份有限公司	2,060	国内市场的主要客户有东风康明斯、中国重汽、一汽锡柴、广西玉柴、东风朝柴等；国际市场的主要客户有美国福特、通用、克莱斯勒、康明斯全球、国际卡车、尼玛克等
2	扬州五亭桥缸套有限公司	1,177	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、江淮动力、扬柴动力、时风集团等，部分产品出口到东南亚
5	成都银河动力配件股份有限公司	211	-
	合计	4,360	-

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ 技术起家，行业标准制订者

与同行业公司相比，公司的竞争优势主要体现在：(1)行业标准的制订者：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。(2)显著的技术优势：公司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；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，在乘用车气缸套的研发和制造方面已取得领先优势；具备国际领先的生产工艺和高性能新材料的研发能力。(3)客户优势：在国内市场，公司已与国内主要主机厂建立了长期战略合作关系，占据这些公司气缸套采购量的50%~100%。在国际市场，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、马自达等的气缸套的战略合作供应商。

二、公司历史沿革及募资项目分析

■ 公司历史沿革及股权结构

公司是股份制试点企业。1990年，河南省中原内燃机配件厂作为主要发起人以经营性资产出资成立河南省中原内燃机配件股份有限总厂，发行内部职工股募集资金300万元。1996年，股份总厂根据国务院国发[1995]17号文件和1993年首次发布的《公司法》重新规范确认为股份有限公司，同时名称变更为河南省中原内配华河股份有限公司。2003年，公司国有法人股和内部职工股全部转让予以现任公司董事长薛德龙为首的38名自然人，并承债式收购配件总厂全部资产。2007年，公司以增资方式引入宇通集团和自然人杨帆两名股东，从而形成此次发行前的股权结构。

董事长薛德龙为公司控股股东及实际控制人，持有公司发行前32.71%和发行后24.40%的股份。

表 2: 公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	薛德龙	2257.39	32.71%	2257.39	24.40%
2	张冬梅	793.14	11.49%	793.14	8.57%
3	宇通集团	750.00	10.87%	750.00	8.11%
4	其他 37 名自然人股东	3100.52	44.93%	3100.52	33.52%
5	社会公众股	-	-	2,350	25.40%
	合计	6,901.05	100.00%	9,251.05	100.00%

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

■ 公司业务简况

生产模式

公司采取按订单生产的模式, 首先与客户在年初签订本年度或几个年度的销售框架协议, 按照客户的月度订单确定次月生产计划。公司在产能不足的情况下, 将超出自身生产能力的订单, 委托公司持有 41.00% 股份的参股公司中原吉凯恩生产。

销售模式

气缸套市场一般分为向主机厂提供的主机配套市场和零部件售后维修市场。由于主机配套市场企业集中度较高, 进入难度较大, 同时对售后维修市场起到带动和促进作用, 因此主机配套市场是气缸套行业的主要目标市场。目前, 主机配套市场占整个市场份额的 70% 左右。针对行业的经营模式, 公司销售模式分为主机配套直销模式和售后维修区域代理销售模式。

产品定价模式

成本加合理的利润空间。当原材料价格变化明显时, 公司制定了相应的价格调整机制: ① 出口产品: 当原材料价格、汇率波动超过 3% 时, 依据原材料价格和汇率变化的比例对产品价格进行调整, 调价的周期为一季度。② 内销产品: 按照合同约定或经过双方协商适时调整, 通常可转嫁 80% 原材料价格波动的影响。

主营构成

公司气缸套主要应用于商用车及工程机械、乘用车和农业机械市场, 其中商用车及工程机械市场是公司重点发展的市场。2007~2009 年, 商用车及工程机械用气缸套销售收入占公司营收的比例逐年提升, 分别为 54.28%、57.08% 和 60.48%。

公司生产的乘用车气缸套主要为美国三大汽车公司配套。受金融危机的冲击，公司乘用车气缸套出口受到影响，2009年乘用车气缸套销售金额同比出现下降。在乘用车气缸套市场上，随着发动机节油性，环保型，动力性要求的提高，全铝发动机已成为市场发展的方向。目前，公司的铸入式气缸套已开始为奇瑞、一汽轿车、神龙富康、北汽名爵的全铝发动机配套。全铝发动机市场前景广阔，未来将呈快速增长态势，所配套的铸入式气缸套市场空间巨大。在商用车及工程机械用气缸套市场公司一直占据主导地位，未来乘用车气缸套将成为公司另一主要增长动力。

2009年上半年，公司根据市场需求的变化以及对盈利能力的分析，利用部分乘用车缸套生产设备，组建成商用车及工程机械缸套和农业机械缸套生产线，由于生产商用车及工程机械缸套和农业机械缸套的生产线工艺与乘用车缸套的生产线工艺相差较大，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了一定的下降，调整后公司的生产能力为2,000万只。

表 3: 2007~2009 年公司营收和主营利润构成

产品类别	2007 年		2008 年		2009 年	
	主营收入占比	主营利润占比	主营收入占比	主营利润占比	主营收入占比	主营利润占比
商用车及工程机械缸套	54.28%	55.11%	57.08%	66.34%	60.48%	61.38%
乘用车缸套	22.35%	20.47%	19.96%	11.68%	13.78%	15.96%
农业机械缸套	20.43%	17.15%	21.18%	18.76%	23.83%	19.42%
其他	2.94%	7.26%	1.78%	3.21%	1.91%	3.24%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

■ 募集资金投向

公司 IPO 募集资金计划投入年产 1,000 万只气缸套和研发中心及信息化建设项目，拟投资总额为 39,132.80 万元，预计募集资金投入 39,132.80 万元。

表 4: 公司 IPO 募集资金项目概况

项目名称	预计投资额 (万元)	募集资金使用量 (万元)	建设期	新增营业收入 (万元/年)	新增净利 (万元/年)
新建年产 1,000 万只气缸套项目	32,160	32,160	2	48,535.10	4,971
研发中心及信息化建设项目	6,972.80	6,972.80	2	-	-
合计	39,132.80	39,132.80	2	48,535.10	4,971

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

新建年产 1,000 万只气缸套项目

项目产品为面向符合欧 III、IV 环保排放标准的中、重型发动机及轿车轻型化发动机用湿式、干式及成品、半成品气缸套产品，建成后将使公司新增气缸套生产能力 1,000 万只，其中柴油机缸套 500 万只，轿车发动机铝包容式缸套 500 万只。目标市场定位为：国际市场 400 万只，其中柴油机气缸套 200 万只，轿车铝包容式气缸套 200 万只；国内市场 600 万只，其中柴油机气缸套 300 万只、轿车铝包容式气缸套 300 万只。

项目建设期为两年，建设第二年开始部分生产，预计第二年达到年产 600 万只气缸套，第三年满负荷生产，达到 1,000 万只气缸套的生产水平。截至 2009 年底，公司自筹资金对该项目已投入 1,670.98 万元。

研发中心及信息化建设项目

项目实施完成后，将提高一次设计成功率 20% 以上，降低新产品开发成本 25% 左右。公司每年新产品开发数量将提高 30% 以上，新产品研发周期将缩短三分之一，新产品一次开发成功率将提高 10% 以上，研发资源占用将降低 50%。公司每年实现批产新产品数量由目前的 30 种左右增加到 50 种以上，批产新产品的销售金额占总销售金额的比例提高 40% 左右，综合经济效益达 3,000 万元以上。

项目建设期为两年，建设第二年开始部分运作。

三、公司财务状况分析及盈利预测

■ 公司财务指标分析

较高的盈利水平

近三年，公司主营业务毛利率和净利率都要领先于可比公司和行业平均水平。不过，从动态角度观察，2008 和 2009 年公司产品的盈利能力波动幅度较大。2007 年至 2008 年上半年，国内钢铁、有色金属等主要原材料价格上涨迅速，公司产品销售价格的上调相对于原材料价格上涨存在一定滞后，导致产品毛利率下降。2008 年下半年开始，钢铁、有色金属等主要原材料价格开始出现不同幅度的下跌，公司产品毛利率开始逐步上升。但是受全球金融危机的影响，公司产品销售受到较大影响，2008 年全年产品毛利率较 2007 年仍出现 3.89 个百分点的下滑。2009 年，随着全球经济逐渐回暖，市场需求持续增长。同时，公司优化了产品结构，原材料价格低价运行，使的产品毛利率提升了 6.47 个百分点。

表 5: 可比上市公司盈利能力比较

公司	指标	2006	2007	2008	2009
滨州活塞	销售毛利率	18.92%	15.85%	17.09%	22.41%
	销售净利率	1.54%	2.32%	1.96%	4.30%
银河动力	销售毛利率	15.92%	12.34%	11.05%	22.72%
	销售净利率	13.80%	4.46%	-9.35%	1.02%
汽车零部件行业平均	销售毛利率	21.61%	21.70%	18.68%	20.33%
	销售净利率	7.62%	8.93%	5.46%	8.83%
中原内配	销售毛利率	-	26.23%	22.17%	28.74%
	销售净利率	-	10.93%	5.91%	10.64%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

业绩成长性受宏观经济、下游需求影响较大

2007~2008年,国内外宏观经济形势稳步增长,汽车消费市场的持续旺盛需求带动公司营业收入稳步增长,两年间收入增速分别为40.62%和15.00%。2008年下半年起,全球金融危机对汽车市场需求的冲击开始显现,2009年公司产品销量同比出现下滑,营业收入较2008年减少7.84%。危机发生期间,受原材料价格波动的影响,公司净利润的表现与营收完全相反,2008、2009年同比变化分别为下降37.77%和增长65.91%。

应收账款、存货周转率符合行业基本水平

从应收账款和存货的周转率指标看,公司营运能力与可比公司和行业平均水平基本一致。

表 6: 可比上市公司营运能力比较(单位:次)

公司简称	2006年		2007年		2008年		2009年	
	应收账款 周转率	存货 周转率	应收账款 周转率	存货 周转率	应收账款 周转率	存货 周转率	应收账款 周转率	存货 周转率
滨州活塞	7.57	2.08	7.86	3.39	6.20	3.85	4.35	3.54
银河动力	4.23	2.60	4.78	2.68	5.72	2.97	4.80	2.26
汽车零部件行业平均	7.85	4.20	11.00	5.22	10.33	4.86	3.56	2.47
中原内配	-	-	7.85	3.93	8.99	3.50	8.53	2.67

资料来源: Wind, 上海证券研究所

■ 盈利预测

对于未来发展,公司制定了3年发展计划:到2012年,气缸套产品的产量要达到4,200万只,销售收入实现14亿元,净利润力争达到2亿元。

IPO募投项目的建设为公司达成3年发展目标在产能方面提供了

充足的准备。发行前,公司的募投项目即已开始启动。根据建设计划,2010年起项目的部分产能就将开始投产,给公司业绩带来新的推动力。

初步估计,2010~2013年公司归属于母公司净利润的增速变化预计为39.87%、17.51%、12.06%和3.02%,相应的摊薄后每股收益分别为1.00、1.18、1.32和1.36元。

表 7: 公司分项产品收入预测

类别		2007年	2008年	2009年	2010E	2011E	2012E	2013E
商用车及工程机械缸套	销量(万只)	677.51	635.2	813.56	900.00	1100.00	1300.00	1365.00
	单价(元/只)	46.71	59.31	45.95	50.00	50.91	53.85	54.36
乘用车缸套	销售收入(万元)	31,645.46	37,672.32	37,386.53	45,000.00	56,000.00	70,000.00	74,200.00
	毛利率	26.69%	26.03%	29.29%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
	销量(万只)	845.76	785.67	506.58	775.00	925.00	1075.00	1200.00
农业机械缸套	单价(元/只)	15.41	16.77	16.81	17.00	17.73	18.05	18.25
	销售收入(万元)	13,030.14	13,173.43	8,517.35	13,175.00	16,400.00	19,400.00	21,900.00
	毛利率	24.07%	13.10%	33.43%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%
其他机械缸套	销量(万只)	525.25	462.98	497.65	512.58	527.96	533.24	538.57
	单价(元/只)	22.68	30.19	29.60	30.00	30.00	30.00	30.00
	销售收入(万元)	11,910.77	13,978.63	14,728.76	15,377.39	15,838.71	15,997.09	16,157.06
其他	毛利率	22.07%	19.84%	23.52%	22.50%	23.00%	23.00%	23.00%
	销量(万只)	45.78	34.57	47.15	50.00	50.00	50.00	50.00
	单价(元/只)	37.44	33.98	25.06	25.00	25.00	25.00	25.00
其他业务	销售收入(万元)	1,714.04	1,174.78	1,181.75	1,250.00	1,250.00	1,250.00	1,250.00
	毛利率	64.96%	40.37%	48.88%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
营业收入(万元)	营业收入(万元)	421.08	1530.07	422.48	500.00	500.00	500.00	500.00
	毛利率	19.31%	12.60%	11.01%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
营业收入(万元)	营业收入(万元)	58,721.49	67,529.23	62,236.87	75,302.39	89,988.71	107,147.09	114,007.06
综合毛利率	综合毛利率	26.23%	22.17%	28.74%	28.93%	29.23%	29.40%	29.47%
收入增长	收入增长	40.62%	15.00%	-7.84%	20.99%	19.50%	19.07%	6.40%

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

表 8: 公司损益简表及预测(单位: 百万元)

指标名称	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
营业总收入	675.29	622.37	753.02	899.89	1,071.47	1,140.07
营业成本	525.57	443.53	535.14	636.85	756.47	804.10
营业税金及附加	2.72	4.19	5.27	6.30	7.50	7.98
销售费用	52.06	43.28	52.71	62.99	75.00	79.80
管理费用	31.20	37.15	41.42	49.49	64.29	68.40
财务费用	23.23	14.83	7.53	13.50	21.43	28.50
资产减值损失	0.75	3.26	2.00	2.00	2.00	2.00
投资收益	2.47	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00
营业利润	41.77	77.37	109.95	129.75	145.78	150.27

2010年7月15日

营业外收入	7.88	3.54	3.50	3.50	3.50	3.50
营业外支出	0.84	0.19	0.50	0.50	0.50	0.50
利润总额	48.81	80.72	112.95	132.75	148.78	153.27
所得税费用	8.89	14.50	20.33	23.90	26.78	27.59
净利润	39.92	66.22	92.62	108.86	122.00	125.69
少数股东损益	-0.04	-0.07	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
归属于母公司所有者的净利润	39.96	66.29	92.72	108.96	122.10	125.79
摊薄 EPS(元)	0.43	0.72	1.00	1.18	1.32	1.36

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

四、风险因素

■ 原材料价格波动的风险

公司产品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%。公司产品的定价是根据原材料市场的价格变化，对出口产品每季度依据原材料波动比例和汇率变化比例进行价格调整，对国内销售产品按照合同约定或经过双方协商适时调整。但是由于产品价格调整与原材料价格变动存在一定的滞后性，仍有可能面临毛利率波动的风险。

■ 合资公司对公司特定领域销售的制约

2005 年 1 月，公司与英国吉凯恩集团合资设立了子公司中原吉凯恩，公司持有其 41.00% 的股份。中原吉凯恩主要生产 130mm 以上大口径气缸套面向境内销售，和对原英国吉凯恩集团长期战略合作伙伴卡特彼勒、道依茨、沃尔沃、曼和 MTU 的海外销售。公司对这五家主机厂部分产品的销售和缸径 130mm 以上产品的国内销售受到合资合同的限制，上述限制领域整体市场份额约占全球气缸套市场的 5%。

与合资子公司存在同业竞争曾是 2008 年公司首次上市尝试失败的原因之一。此次发行，通过修订合资合同条款、重新确定合资公司的产品和市场定位，使该问题得以解决。不过，产品市场的划分对公司特定领域销售所造成的影响仍应关注。

■ 出口退税优惠政策变化的风险

公司出口的气缸套作为关键汽车发动机零部件享受 17% 的退税优惠政策。2007~2009 年，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%。如果未来国家减少对汽车零部件产业支持力度而调低退税率，将会对公司造成一定影响。

■ 汇率风险

公司出口销售主要采用美元作为结算货币。尽管公司在拓展国际市场业务时,与客户在合同中确定了双方共同承担汇率变化风险的条款。但是,人民币升值对公司的经营仍将产生一定不利影响。

五、估值及定价分析

■ 国内/国际同类公司比较分析

根据可比公司 2009 年每股收益和 2010 年预测每股收益,它们目前股价的平均 PE 为 2009 年 33 倍和 2010 年 24 倍。同时,最近新上市的中小板公司的定价水平在 2009 年 46 倍和 2010 年 36 倍动态市盈率左右。

表 9: 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
000338.SZ	潍柴动力	65.73	4.09	5.72	6.22	6.64	16.07	11.48	10.57	9.90
000559.SZ	万向钱潮	10.88	0.22	0.41	0.51	0.65	50.12	26.61	21.31	16.75
000887.SZ	中鼎股份	15.02	0.47	0.71	0.89	1.16	31.95	21.14	16.84	12.94
002013.SZ	中航精机	11.80	0.18	0.24	0.27	0.29	64.48	49.21	44.21	40.86
002048.SZ	宁波华翔	10.19	0.63	0.57	0.69	0.79	16.15	17.74	14.69	12.89
002126.SZ	银轮股份	22.60	0.54	0.78	0.89	0.82	41.87	28.93	25.36	27.68
002213.SZ	特尔佳	9.34	0.14	0.17	0.21	0.27	68.68	55.63	44.20	35.07
002283.SZ	天润曲轴	17.69	0.47	0.76	1.05	1.32	37.57	23.14	16.92	13.37
600480.SH	凌云股份	12.90	0.61	0.76	0.95	1.27	21.20	17.03	13.63	10.20
600660.SH	福耀玻璃	9.53	0.56	0.80	0.95	1.10	17.07	11.86	10.08	8.69
600741.SH	华域汽车	8.87	0.59	0.72	0.82	0.94	14.97	12.37	10.87	9.47
600742.SH	一汽富维	21.04	1.68	1.88	2.24	2.74	12.55	11.21	9.41	7.68
汽车零部件可比公司平均值							32.72	23.86	19.84	17.13
425.HK	敏实集团	9.52	0.65	0.77	0.91	N.A.	14.65	12.36	10.51	N.A.
MSS.IN	MOTHERSON SUMI SYSTEMS LTD	144.70	6.07	9.35	11.86	N.A.	23.84	15.48	12.20	N.A.
1319.TT	东阳实业厂	48.15	3.48	4.16	4.66	N.A.	13.84	11.58	10.34	N.A.
FSYS.US	FUEL SYSTEMS SOLUTIONS INC	29.07	2.95	2.29	1.99	N.A.	9.85	12.69	14.63	N.A.
MPAA.US	MOTORCAR PARTS OF AMERICA IN	6.76	0.80	0.93	1.05	N.A.	8.45	7.31	6.44	N.A.
国际可比公司平均值							14.13	11.88	10.82	N.A.

资料来源: Wind, BLOOMBERG, 上海证券研究所; 股价以 7 月 14 日收盘价计

表 10: 最近上市中小板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
002438.SZ	江苏神通	26.67	0.39	0.56	0.79	1.04	67.64	47.79	33.95	25.64
002439.SZ	启明星辰	32.40	0.53	0.66	0.88	1.13	61.68	48.83	36.65	28.61
002440.SZ	闰土股份	27.99	1.04	1.24	1.44	1.76	26.93	22.65	19.40	15.87
002441.SZ	众业达	45.89	1.09	1.34	1.62	1.95	42.28	34.31	28.33	23.55
002442.SZ	龙星化工	14.09	0.35	0.57	0.71	0.82	40.69	24.89	19.95	17.14
002443.SZ	金洲管道	21.13	0.76	0.96	1.26	1.54	27.66	22.00	16.71	13.76
002444.SZ	巨星科技	27.70	0.85	0.96	1.15	1.54	32.62	28.76	24.12	17.97
002445.SZ	中南重工	20.43	0.55	0.68	0.84	1.26	37.47	29.96	24.19	16.17
002446.SZ	盛路通信	22.22	0.41	0.52	0.65	0.79	54.55	42.85	33.93	27.96
002447.SZ	壹桥苗业	46.53	0.64	0.82	1.07	1.48	72.27	56.68	43.33	31.54
平均值							46.38	35.87	28.06	21.82

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 股价以7月14日收盘价计

公司合理价格区间

综合考虑可比公司以及最近上市的中小板公司的估值情况,我们认为给予公司2010年22.50~27.00倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为22.50~27.00元。

分析师承诺

分析师 魏成钢

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。