

2010-06-30

中原内配 002448.SZ

期待在全铝发动机气缸套市场实现突破

◇ 报告起因: 公司 IPO

◆ 内燃机气缸套领军企业, 市场占有率全国第一

公司主营产品为内燃机核心零部件之一的气缸套。公司配套的内燃机主要应用于商用车、乘用车、工程机械、农业机械等领域。2006 年-2008 年公司国内市场占有率分别为 34%、35% 和 36.5%，位居行业第一名。

◆ 受益于汽车销量快速增长, 2010 年上半年业绩有望快速释放

2009 年公司销售收入中商用车、乘用车、工程机械、农业机械气缸套分别占比 44%、15%、19% 和 20%。从结构上看, 与汽车行业相关的收入占比达 59%。2010 年 1-5 月国内汽车销量累计同比增长 53%, 其中乘用车增长 55%, 商用车增长 48%。汽车销量的快速增长, 直接拉动公司产品的销售, 为公司 2010 年上半年业绩增长提供了保障。但从目前汽车行业走势来看, 下半年销售形势不大乐观。因此, 公司 2010 年盈利水平将呈现前高后低。

◆ 乘用车全铝发动机缸套是公司未来的主要看点

2009 年公司销售收入 6.18 亿元, 其中出口占比 30%。在出口当中, 乘用车出口占比 45%。目前, 公司正在加强与美国通用汽车在全铝轿车发动机气缸套方面合作, 力求进一步打开美国乘用车市场。如果进展顺利, 公司有望在乘用车全铝发动机气缸领域积累更多经验, 有利于国内乘用车市场的开拓。

公司正在积极拓展国内乘用车全铝发动机气缸套市场, 正在开发一汽轿车、吉利、东风乘用车、奇瑞汽车等客户。目前, 国内中高端轿车大部分为全铝发动机, 但主要用进口气缸套; 而低端轿车 90% 是铸铁发动机, 仅有 10% 是全铝发动机。从国际产业的趋势看, 进口气缸套有望被国产逐步替代; 而从节能环保的角度讲, 低端轿车铸铁发动机也将渐渐被全铝发动机替代。2009 年国内乘用车销量达到 1033 万辆, 为乘用车配套的全铝发动机气缸套市场前景广阔。

◆ 募集资金项目突破产能瓶颈同时布局长远

募集资金项目将新增气缸套产能 1000 万只, 其中柴油机缸套 500 万, 乘用车发动机铝包壳式缸套 500 万只。2009 年公司综合产能利用率 88%, 其中乘用车气缸套产能利用率 66%, 商用车为主的柴油机气缸套产能利用率 99%。募集资金项目中柴油机缸套有助于公司突破产能瓶颈; 乘用车气缸套产能有助于公司布局长远。

◆ 申购价格区间: 21.6-27 元

本次发行后, 公司 2010-2012 年摊薄 EPS 分别为 1.08 元、1.16 元、1.35 元。参考近期的上市相关公司, 给予公司 2010 年 20-25 倍 PE, 建议申购价 21.6-27 元。

业绩预测和估值指标

年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	675	622	728	810	920
净利润(百万元)	40	66	100	108	125
每股收益	0.43	0.72	1.08	1.16	1.35
每股净资产	1.04	1.69	0.13	0.31	0.56
ROIC	10.00%	15.23%	17.95%	15.17%	15.04%
ROE	15.81%	22.22%	11.51%	11.46%	12.19%

合理申购价格	21.6-27 元
预计上市合理价	27 元
询价开始日期	6 月 28 日

分析师:

于特(执业证书编号: S0930210060004)

021-22169158

yute@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	24
发行后总股本(百万股)	69
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2010-07-05
主承销商	国信证券股份有限公司
主要股东	薛德龙
第一大股东持有比例(%)	32.71%

募股资金投向

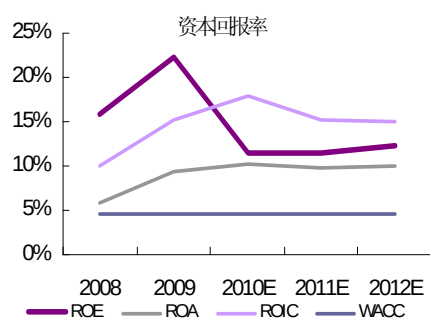
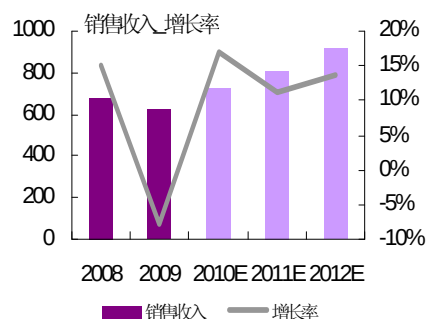
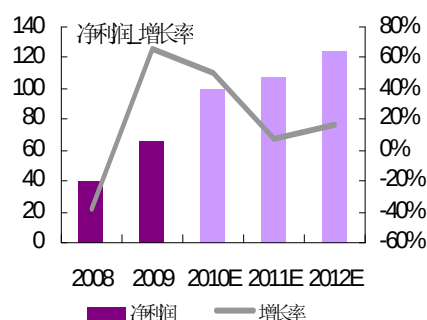
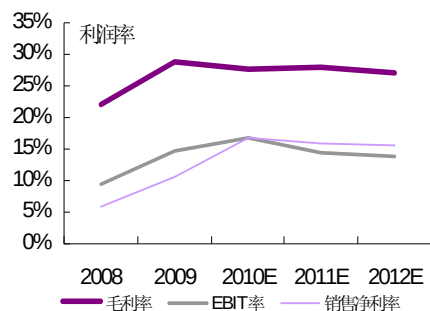
项目名称	金额(百万元)
年产 1,000 万只气缸套项目	321.6
研发中心及信息化建设项目	69.728
总金额	-

相关报告:

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	675	622	728	810	920
营业成本	526	444	526	583	672
折旧和摊销	0	0	4	6	7
营业税费	3	4	5	5	6
销售费用	52	43	51	56	63
管理费用	31	37	43	47	52
财务费用	23	15	6	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	42	77	118	117	126
利润总额	49	81	149	156	174
少数股东损益	0	0	22	20	17
归属母公司净利润	39.96	66.29	99.89	107.62	125.03

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	685	701	1,186	1,297	1,435
流动资产	325	335	766	832	947
货币资金	31	57	435	465	527
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	73	73	91	101	115
应收票据	19	27	31	35	40
其他应收款	1	0	1	1	1
存货	175	157	184	204	235
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	1	0	0	0	0
长期投资	41	54	55	55	55
固定资产	241	228	285	327	352
无形资产	60	60	57	55	52
总负债	431	402	295	314	348
无息负债	161	157	196	215	249
有息负债	270	245	99	99	99
股东权益	254	299	891	983	1,087
股本	69	69	93	93	93
公积金	73	82	546	565	587
未分配利润	111	148	229	281	347
少数股东权益	1	1	23	43	61

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	55	118	110	118	131
净利润	40	66	100	108	125
折旧摊销	0	0	4	6	7
净营运资金增加	23	-13	24	24	29
其他	-9	65	-18	-19	-30
投资活动产生现金流	-63	-34	-50	-50	-30
净资本支出	-60	-60	50	50	30
长期投资变化	41	54	0	0	0
其他资产变化	-43	-28	-100	-100	-60
融资活动现金流	6	-50	318	-38	-39
股本变化	0	0	24	0	0
债务净变化	31	-25	-146	0	0
无息负债变化	-17	-5	39	19	34
净现金流	-2	35	378	30	62

资料来源: 光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	15.00%	-7.84%	17.03%	11.16%	13.64%
净利润增长率	-37.77%	65.91%	50.68%	7.75%	16.18%
EBITDA 增长率	-34.98%	44.40%	39.63%	-2.96%	8.23%
EBIT 增长率	-34.98%	44.40%	35.28%	-4.47%	7.37%
估值指标					
PE	0	0	0	0	0
PB	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	5	3	-2	-2	-3
EV/EBIT	5	3	-2	-2	-3
EV/NOPLAT	6	3	-3	-3	-3
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	1	0	0	0	-1
盈利能力 (%)					
毛利率	22.17%	28.74%	27.78%	27.94%	26.95%
EBITDA 率	9.33%	14.61%	17.44%	15.22%	14.50%
EBIT 率	9.33%	14.61%	16.89%	14.52%	13.72%
税前净利润率	7.23%	12.97%	20.39%	19.28%	18.89%
税后净利润率 (归属母公司)	5.92%	10.65%	13.71%	13.29%	13.59%
ROA	5.83%	9.45%	10.27%	9.87%	9.93%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.81%	22.22%	11.51%	11.46%	12.19%
经营性 ROIC	10.00%	15.23%	17.95%	15.17%	15.04%
偿债能力					
流动比率	0.99	1.06	3.67	3.65	3.62
速动比率	45.76%	56.34%	278.50%	275.46%	271.77%
归属母公司权益/有息债务	0.94	1.22	8.77	9.49	10.36
有形资产/有息债务	2.29	2.58	11.38	12.52	13.94
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.43	0.72	1.08	1.16	1.35
每股红利	0.00	0.00	0.39	0.42	0.46
每股经营现金流	0.59	1.28	1.18	1.28	1.42
每股自由现金流(FCFF)	1.04	1.69	0.13	0.31	0.56
每股净资产	2.73	3.22	9.38	10.15	11.09
每股销售收入	7.30	6.73	7.87	8.75	9.94

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，金融学硕士，3 年汽车行业研究经验，3 年行业工作经验。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。