

成长空间巨大的气缸套龙头企业

中原内配 (002448)**建议申购**

中小板

询价区间: 18-22 元

新股定价报告

2010 年 7 月 2 日 星期一

投资要点

牛纪刚
njg@longone.com.cn
执业证书编号: S0630209060131

联系人: 吴文钊、吴剑
021-50586660-8617
wwz@longone.com.cn
汽车行业

发行数据

发行前总股本(万股)	6901
拟发行股本(万股)	2350
新发股份占比	25.4%
申购日期	7-5

重要指标 (发行前)

每股净资产(元)	4.32
净资产收益率	22.22%
每股收益(元)	0.96
每股经营现金流(元)	1.65

- **公司是气缸套行业的龙头企业。**公司为亚洲最大的发动机缸套制造企业, 主营业务为内燃机气缸套设计、开发、制造和销售。商用车及工程机械缸套是公司主要收入来源, 约占总收入的 60%, 乘用车缸套约占总收入的 14%。08、09 年公司总销量分别为 1918.42 万只和 1864.94 万只, 市场占有率约为 35%, 国际市场占有率约 10%。
- **汽车发动机轻量化带来新的发展空间。**严峻的能源形势对汽车发动机油耗与排放有越来越高的要求, 发动机轻量化是今后的趋势。目前我国全铝发动机比例只有 10%, 远低于发达国家水平, 发动机轻量化过程将为气缸套带来更广阔市场。
- **气缸套行业受益产业转移。**产业转移是全球经济的趋势, 越来越多的制造业正从发达国家转移到发展中国家。随着我国气缸套行业制造水平的提升, 我国气缸套企业将会得到更多的全球采购订单, 预计未来几年行业出口份额将会持续扩大。
- **成长性突出, 盈利能力较强。**受益于国内自主品牌的崛起以及全铝发动机的逐步普及, 公司乘用车缸套业务有望爆发式增长。此外, 公司已同诸多国际著名汽车制造企业建立了合作关系, 未来出口也有望继续快速增长。公司毛利率水平高于一般零部件企业, 今年综合毛利率将达 30%以上。
- **建议申购价为 18-22 元。**预测公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 1.12 元、1.32 元、1.69 元。参考近期中小板发行新股以及汽车零部件行业的估值水平, 我们认为可按 2010 年 18-20 倍 PE 为公司估值, 对应的合理股价为 18-22 元。

1. 公司概况

1.1 气缸套行业龙头企业

中原内配的主要产品是内燃机气缸套。公司国内主要配套客户包括：东风康明斯、中国重汽、一汽锡柴、广西玉柴、东风朝柴、常柴股份、常发动力、江淮动力等；国外主要配套客户包括：康明斯全球、国际卡车、墨西哥尼玛克、俄罗斯科斯特罗马等。2004 年以来，公司市场份额不断增加，目前，公司产品市场占有率约为 35%，国际市场占有率约 10%。

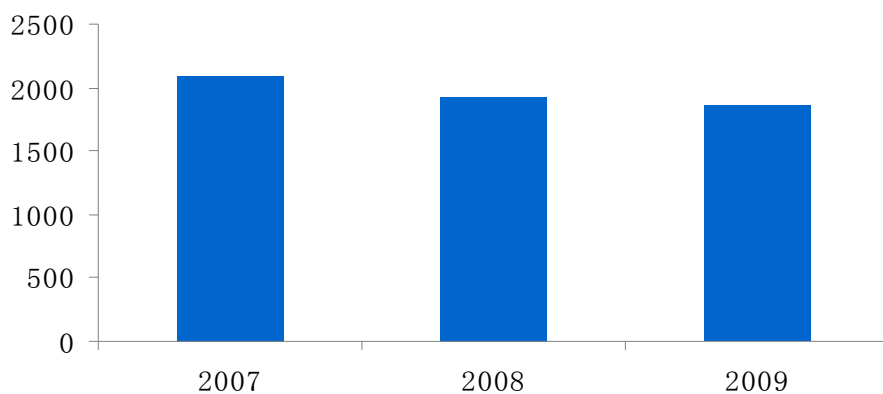
目前公司产能约 2000 万只，为亚洲最大气缸套生产企业，借助 IPO 融资，公司将扩建产能 1000 万只，约占目前产能的 50%，这将进一步巩固公司在产销规模上的龙头地位。

表 1 国内主要气缸套企业产量

排名	企业名称	产量（万只）
1	河南省中原内配股份有限公司	2060
2	扬州五亭桥缸套有限公司	1177
3	广东省肇庆动力配件有限公司	460
4	江苏爱吉斯海珠机械有限公司	452
5	成都银河动力配件股份有限公司	211

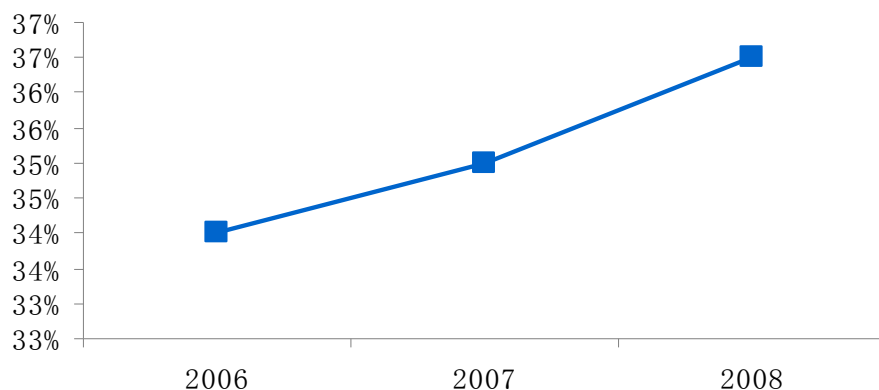
资料来源：公司招股书，东海证券研究所

图 1 中原内配气缸套销量（2007-2009）



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

图 2 中原内配产品国内市场占有率

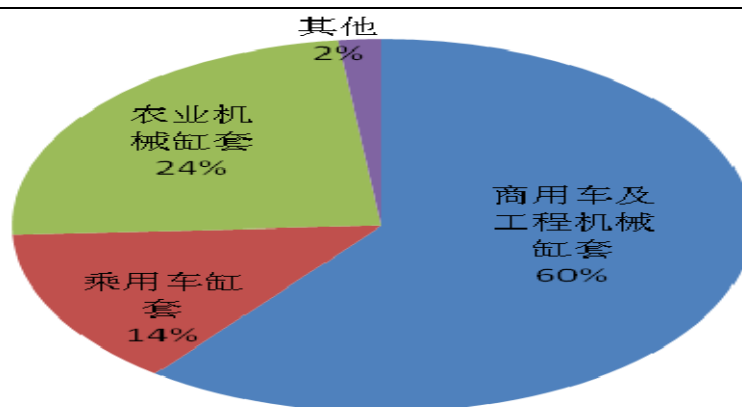


资料来源：招股说明书，东海证券研究所

1.2 商用车及工程机械缸套是公司的主要收入来源

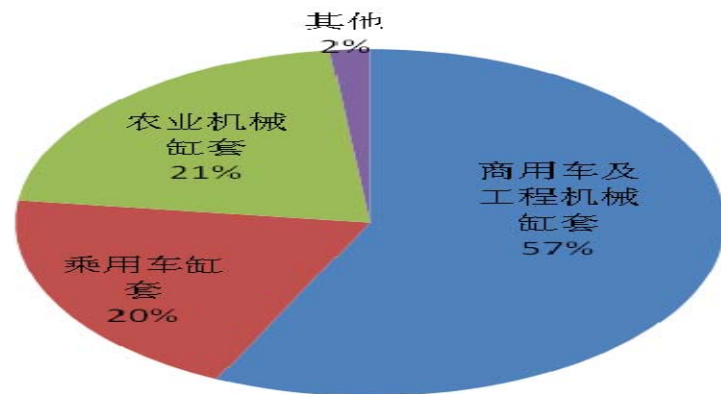
公司的主营业务为内燃机气缸套设计、开发、制造和销售，主要产品分为干式、湿式、铸入式、空调压缩四大类气缸套，广泛应用于商用车、乘用车、农业机械、工程机械。其中，商用车及工程机械缸套是公司主要收入来源，贡献约占 60%，乘用车缸套是公司第二大收入来源，贡献约占 14%。未来随着全铝发动机比例的提高，乘用车发动机缸套产销规模有望提升，公司产品在乘用车市场地位有望提高。

图 3 中原内配 2009 年主营收入分配



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

图 4 中原内配 2008 年主营收入分配

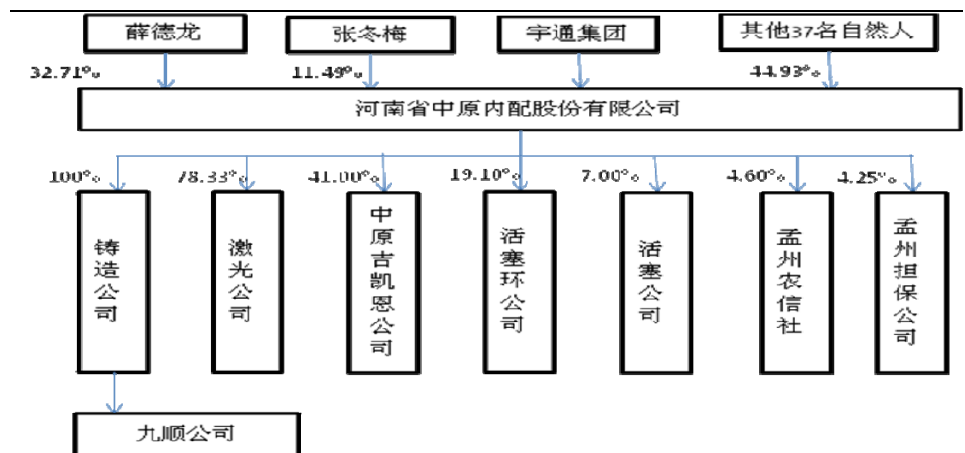


资料来源：招股说明书，东海证券研究所

1.3 公司股权结构

公司是一家自然人控股的民营企业，控股股东及实际控制人为公司董事长薛德龙，拥有 2257.39 万股，占发行后总股本的 24.4%。公司第二大股东和第三大股东为总经理张冬梅和宇通集团，分别占发行后总股本的 8.57%和 8.11%。

图 5 中原内配股权结构图（发行前）



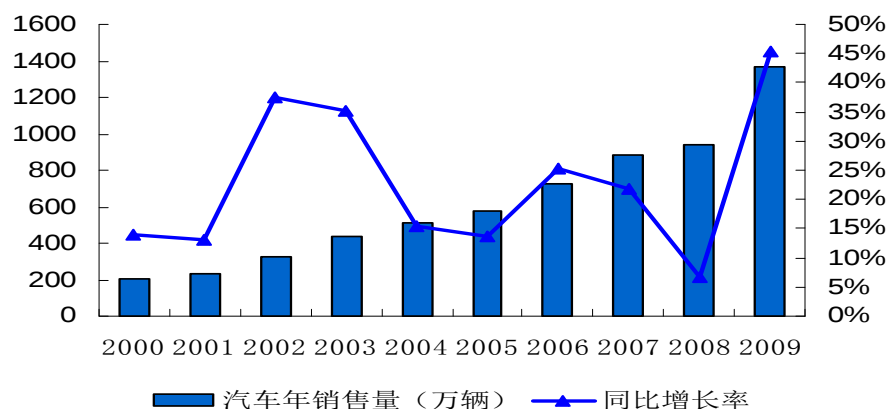
资料来源：招股说明书，东海证券研究所

2. 气缸套行业充满机遇

2.1 下游产业发展迅速，产品需求旺盛

2001 年以来，中国经济步入高速新一轮增长通道，汽车行业迎来快速发展期。2009 年政府推出购置税优惠、以旧换新、汽车下乡等刺激政策，汽车消费掀起了新一轮高潮，09 年我国汽车销售约 1360 万辆，比 08 年同比增长 45.5%，首次成为全球第一大汽车市场，预计 10 年汽车销售市场将会延续 08 年增涨行情，但增幅应会有所放缓，作为发动机配件的气缸套，市场销量将会得到保证。

图 6 汽车年销售量和同比增长率（2000-2009）



资料来源：中国汽车工业信息网，东海证券研究所

2.2 汽车发动机轻量化带来新的发展空间

在全球能源问题日益突出的大背景下，各国对油耗排放的要求不断提高。与铸铁发动机相比，全铝发动机质量轻，油耗低，动力性能好，因此全铝发动机将会是今后乘用车发动机的主要发展趋势。当前，我国乘用车发动机仍以铸铁发动机为主，约占总量的 90%，全铝发动机基本依靠进口，约占总量的 10%，而在发达国家和地区，全铝发动机占到了乘用车发动机总量的 50% 以上。2008 年以来，奇瑞汽车、一汽轿车、南汽名爵、东风汽车、哈飞汽车、长城汽车等国内汽车厂商也相继在中小排量车型中配备全铝发动机，未来中国乘用车市场中全铝发动机的比例将不断提高。考虑到中国乘用车市场庞大的基数和低占比，一旦全铝发动机逐渐普及，将会给乘用车气缸套市场带来新的巨大发展空间。预计 2012 年我国全铝发动机达到 50% 的水平，全年乘用车生产约 1400 万辆，假设一辆乘用车发动机配四个气缸套，3 年内将新增乘用车发动机缸套需求 $1400 \times 4 \times (50\% - 10\%) = 2240$ 万只。

2.3 产业转移为气缸套行业创造了良好的外部环境。

在全球化背景下，产业转移是大势所趋。国外主机厂商为降低成本采用全球分工协作战略和零部件的全球采购，随着中国汽车零部件行业的整体水平不断提高，越来越多的国外主机厂商增加了中国零部件的采购数量。气缸套行业作为受益行业，国内行业龙头中原内配 2006 年前出口收入占总收入不足 15%，而 2007 年约占总收入的 36.99%，出口增速明显。由于金融危机的影响，2008 年、2009 年分别占总收入的 34.22 和 29.88%，出口收入占比略有下降，但伴随这全球经济恢复，出口比例有望恢复到 07 年水平，并进一步提高。

3. 公司成长性突出, 盈利能力强

3.1 成长能力较为突出

中作为具有突出的规模和技术优势的发动机缸套龙头企业, 公司的成长能力非常突出。首先, 在乘用车发动机缸套领域, 公司早在 2002 年就已为美国三大汽车公司的全铝发动机提供气缸套, 在行业具有先发优势。2006 年又开始率先与奇瑞汽车进行全铝发动机协同研发, 并在 2007 年成为奇瑞汽车发动机气缸套的独家供应商。目前, 公司的铸入式气缸套已经开始为奇瑞汽车、一汽轿车、神龙富康、南汽名爵的全铝发动机配套。随着国内自主品牌的崛起以及全铝发动机的普及应用, 公司乘用车缸套业务有望迎来爆发式增长。其次, 公司正积极开拓国际市场, 公司已进入美国福特、通用、克莱斯勒等诸多全球著名汽车企业的采购体系, 同菲亚特、奔驰等公司也已建立了合作关系。在国际零部件制造加速向我国转移的大背景下, 公司有望进入更多跨国汽车公司的采购体系, 出口业务规模也有望继续快速增长。

3.2 盈利能力高于一般零部件企业

缸套作为发动机的核心零部件之一, 具有很高的技术含量和工艺要求, 公司也因此享受了较高的盈利水平。公司 2007-2009 年综合毛利率水平分别为 26.23%、22.39%、28.86%, 这一水平较汽车零部件企业普遍居于 15-20% 的毛利率明显高出一截。不仅如此, 随着公司产销规模的继续扩大以及产品结构的优化, 公司盈利水平还有进一步提高的可能, 公司今年 1-5 月的综合毛利率已达 33.59%, 我们预测公司全年毛利率维持在 30% 以上已基本成为定局。

4. 募投项目将扩大产能, 提升研发水平

中原内配本次拟发行人民币普通股 2350 万股, 募集资金将投向新建年产 1000 万只气缸套项目和研发中心及信息化建设项目。

表 2 国内主要气缸套企业产量

序号	项目名称	第一年投资(万元)	第二年投资(万元)	总投资(万元)
1	新建年产能 1000 万只气缸套项目	19628	12532	32160
2	研发中心及信息化建设项目	-	6972.8	6972.8

资料来源: 公司招股书, 东海证券研究所

产能扩张项目耗资 32160 万元, 占募集资金 82.18%, 将新增产能 1000 万只, 主要面向符合欧 III、IV 环保排放标准的中、重型发动机及轿车轻型化发动机, 其中 600 万只面向国内市场, 400 万只面向国际市场。本项目建设期为两年, 预计第二年可生产 600 万只, 第三年满负荷生产。项目建成后将会进一步

提升公司在气缸套市场的份额。同时，研发中心及信息化建设项目将提升公司的研发能力，加强技术积累，有助于公司加大高端产品在总销量中的比例，提升公司的盈利能力。

5. 盈利预测与估值

综合以上分析，我们认为公司基本面良好，值得重点关注。按照发行完成后的股本，我们预测公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 1.12 元、1.32 元、1.69 元。参考近期中小板发行新股以及汽车零部件行业的估值水平，我们认为可按 2010 年 18-20 倍 PE 为公司估值，对应的合理股价为 18-22 元。

表 3 公司利润表预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	62237	83526	102531	136331
营业总成本	54624	71540	88330	118131
营业成本	44353	58468	72797	98158
营业税金及附加	419	543	666	886
销售费用	4328	5429	6152	8180
管理费用	3715	5012	6152	7498
财务费用	1483	1671	2051	2727
资产减值损失	326	418	513	682
其它经营收益	125	200	250	300
公允价值收益	0	0	0	0
投资收益	125	200	250	300
汇兑损益	0	0	0	0
营业利润	7738	12186	14451	18500
加：营业外收入	354	400	500	500
减：营业外支出	17	50	100	100
利润总额	8075	12536	14851	18900
减：所得税	1450	2194	2599	3308
净利润	6625	10342	12252	15593
减：少数股东损益	(7)	0	0	0
归属于母公司所有者净利润	6632	10342	12252	15593
每股收益(摊薄)	0.72	1.12	1.32	1.69

资料来源：东海证券研究所

表 4 近期中小板发行新股估值情况

代码	名称	发行日期	发行价	PE（发行后）	PE（发行前）
002414.SZ	高德红外	2010-6-25	26.00	56.52	42.62
002448.SZ	中原内配	2010-6-25	21.80	31.14	23.44
002450.SZ	康得新	2010-6-25	14.20	52.59	39.44
002449.SZ	国星光电	2010-6-25	28.00	53.85	40.58
002445.SZ	中南重工	2010-6-22	18.80	34.18	25.75
002444.SZ	巨星科技	2010-6-22	29.00	34.75	26.05
002446.SZ	盛路通信	2010-6-22	17.82	46.53	34.67
002447.SZ	壹桥苗业	2010-6-22	28.98	47.51	35.34
002441.SZ	众业达	2010-6-10	39.90	37.35	28.01
002442.SZ	龙星化工	2010-6-10	12.50	36.76	27.78
002443.SZ	金洲管道	2010-6-10	22.00	30.25	22.66
002440.SZ	闰土股份	2010-6-10	31.20	30.29	22.61
002438.SZ	江苏神通	2010-5-28	22.00	59.46	44.00
002437.SZ	誉衡药业	2010-5-28	50.00	54.35	40.65
002396.SZ	星网锐捷	2010-5-28	23.20	40.38	30.26
002439.SZ	启明星辰	2010-5-28	25.00	58.97	44.04
002435.SZ	长江润发	2010-5-25	15.50	49.16	36.87
002434.SZ	万里扬	2010-5-25	30.00	38.96	29.13
002433.SZ	皮宝制药	2010-5-25	29.82	57.35	43.22
002436.SZ	兴森科技	2010-5-25	36.50	53.68	40.11
002429.SZ	兆驰股份	2010-5-21	30.00	65.22	57.69
002431.SZ	棕榈园林	2010-5-21	45.00	72.93	54.74
002432.SZ	九安医疗	2010-5-21	19.38	62.52	47.27
002430.SZ	杭氧股份	2010-5-21	18.00	31.03	25.71
002425.SZ	凯撒股份	2010-5-18	22.00	43.14	32.35
002428.SZ	云南锗业	2010-5-18	30.00	65.22	49.18
002427.SZ	尤夫股份	2010-5-18	13.50	40.91	31.40
002426.SZ	胜利精密	2010-5-18	13.99	34.89	31.09
002424.SZ	贵州百灵	2010-5-14	40.00	52.63	39.60
002422.SZ	科伦药业	2010-5-14	83.36	48.16	36.10
002423.SZ	中原特钢	2010-5-14	9.00	47.37	39.13
002421.SZ	达实智能	2010-5-14	20.50	64.06	47.67
002420.SZ	毅昌股份	2010-5-11	13.80	48.76	41.19
002418.SZ	康盛股份	2010-5-11	19.98	46.57	34.87
002419.SZ	天虹商场	2010-5-11	40.00	46.51	40.82
002417.SZ	三元达	2010-5-11	20.00	54.05	40.82
002416.SZ	爱施德	2010-5-7	45.00	49.45	44.12
002415.SZ	海康威视	2010-5-7	68.00	49.28	44.16
002413.SZ	常发股份	2010-5-7	18.00	41.90	31.36

资料来源: wind

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122