

汽车零部件

2010 年 7 月 5 日

中原内配(002448)

上市首日预测价格区间: 25.02 -31.85

气缸套行业龙头企业
投资要点:

- 公司自创立以来一直致力于内燃机气缸套的专业化生产。截至 2008 年底, 公司气缸套产品连续 21 年居中国市场产销量第一, 连续 19 年居亚洲市场产销量第一。
- 公司在气缸套行业竞争优势明显, 公司一家的产销量规模相当于国内排名第 2 至第 5 四家厂商产销量的总和。公司已与国内外主要主机厂建立了长期战略合作伙伴关系, 国内市场占有率达 36.50%, 全球市场占有率超过 10%。
- 2009 年公司气缸套营业收入中, 按最终需求分类, 配套商用车和工程机械占 60%, 配套乘用车占 14%, 配套农业机械占 24%。商用车和工程机械是公司近年来的市场重点。未来乘用车用全铝发动机将呈快速增长态势, 公司将会受益; 公司气缸套国内市场规模增速将超越下游需求增速。
- 公司出口业务发展较快, 2007 年~2009, 公司出口销售收入占营业收入的比例分别为 36.72%、33.44%和 29.68%。2008 年至 2009 年上半年, 公司出口受经济危机影响较大; 但 2009 年下半年开始, 公司出口开始逐渐恢复。
- 按发行后总股本 9251.05 万股计算, 我们预计公司 2010、2011 和 2011 年 EPS 分别为 0.91、1.08 和 1.12 元。按照 25 倍动态 PE, 公司合理价格为 22.75 元。考虑到新股上市首日有 10%~40%的溢价空间, 我们预测上市首日价格区间为 25.02~31.85 元。

研究员: 陈亮, 陈耀邦

执业证书编号: S0570209040308

电 话: 025-83290926

E-mail: pro7973@hotmail.com

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

发行基本资料

发行股数(万)	2350
发行后总股本(万)	9251.05
发行方式	网下+网上
发行日期	2010-7-5
保荐机构	国信证券

发行前财务数据 (2009)

每股收益(元)	0.96
每股净资产(元)	3.99
总资产(百万元)	701.02
资产负债率(%)	57.28
净资产收益率(%)	22.22
每股经营性现金流(元)	1.65

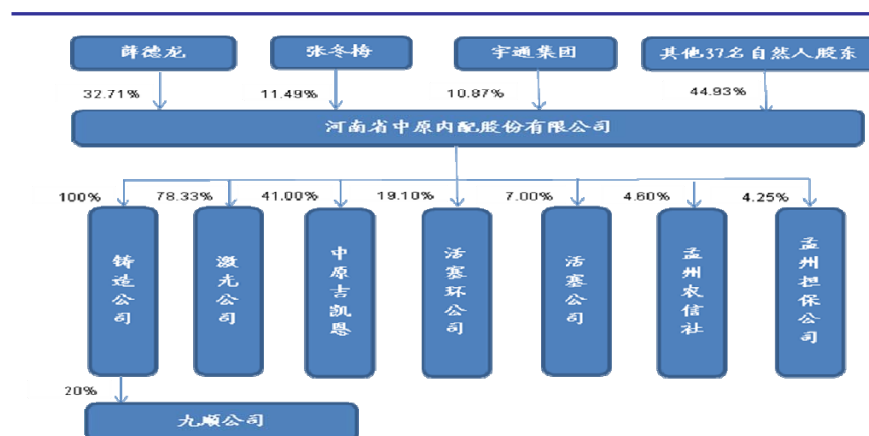
主要经营指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	62237	74600	87300	95200
收入增长率	-7.84%	19.86%	17.02%	9.05%
净利润(万元)	6629	8409	10017	10396
净利润增长率	65.91%	65.91%	65.91%	65.91%
EPS(元)(摊薄后)	0.72	0.91	1.08	1.12

公司主营业务是内燃机气缸套的生产和销售

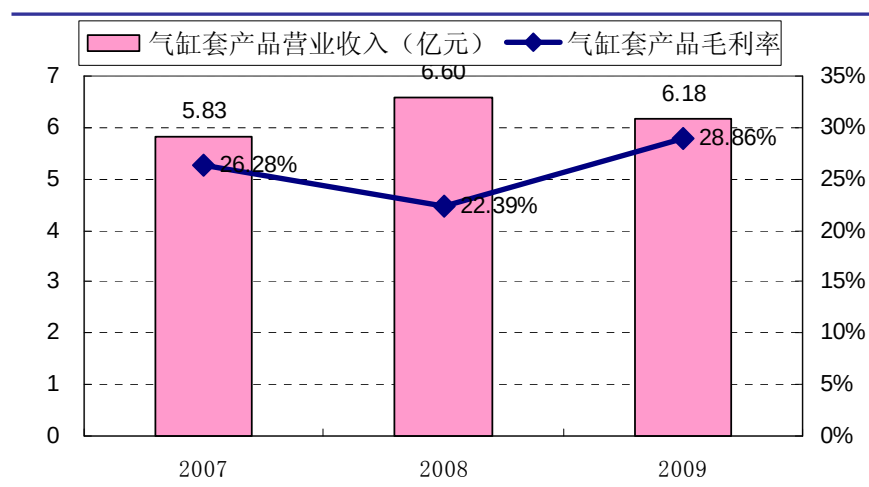
公司前身为 1958 年设立的国营孟县机械厂,是国内最早从事内燃机气缸套专业生产的企业之一。自创立以来,公司一直致力于内燃机气缸套的专业化生产。特别是 2003 年以来,公司把握了国际内燃机配件行业的发展趋势,实现了主营业务的快速发展。公司 2009 年销售收入达 6.22 亿元,目前气缸套年生产能力达到 2000 万只,已经成为亚洲最大的气缸套专业制造商。截至 2008 年底,公司气缸套产品连续二十一年居中国市场产销量第一,连续十九年居亚洲市场产销量第一;公司 2007、2008、2009 年的气缸套销量分别达 2094、1918、1865 万套。公司已与国内外主要主机厂建立了长期战略合作伙伴关系,国内市场占有率达 36.50%,全球市场占有率超过 10%。目前公司控股股东及实际控制人为公司董事长薛德龙,持有公司 22,573,861 股股份,占发行前股份的 32.71%,占发行后股份的 24.40%。

图表 1 公司发行前股权结构



数据来源: 公司招股意向书

图表 2 公司分产品主营业务气缸套产品营业收入和毛利率



数据来源: 公司招股意向书

公司是气缸套行业龙头企业

公司在国内同行业中处于龙头地位,公司“河阳牌”商标被认定为国内气缸套行业中唯一的“中国驰名商标”,企业被评为国家汽车零部件出口基地企业和全国百佳汽车零部件

供应商。国内市场主要客户包括中国重汽、杭发公司、一汽大柴、一汽锡柴等。国际上，公司已进入国外主要主机厂的零部件全球采购体系，与美国福特、通用、克莱斯勒、康明斯全球等建立战略合作关系，并与德国戴姆勒·奔驰、意大利菲亚特、法国雷诺、标致雪铁龙等客户建立商务合作关系，并成为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。

图表 3 公司国内外主要客户



资料来源：公司招股意向书

公司在主机配套市场的成功开拓保证了公司主机配套市场销售收入占主营业务收入比例保持在 80%以上，随着汽车及气缸套行业集中度的提高，公司市场地位和竞争优势将愈加突出。随着公司产能的提升，依靠公司的竞争优势，售后维修市场将持续稳定发展。

图表 4 公司主机配套和售后维修营业收入情况

客户类型	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	销售金额	比例	销售金额	比例	销售金额	比例
主机配套	51,255.40	82.92%	56,105.89	85.01%	47,924.10	82.20%
售后维修	10,558.99	17.08%	9,893.27	14.99%	10,376.31	17.80%
合计	61,814.39	100%	65,999.16	100%	58,300.41	100%

数据来源：公司招股意向书

2006 年、2007 年和 2008 年，公司气缸套产品国内市场占有率分别为 34%、35%和 36.5%，产销量保持国内行业第一；公司在气缸套行业竞争优势明显，公司一家的产销量规模相当于国内排名第 2 至第 5 四家厂商产销量的总和。

图表 5 公司国内主要竞争对手 2008 年产量

序号	企业名称	产量（万只）
1	河南省中原内配股份有限公司	2,060
2	扬州五亭桥缸套有限公司	1,177
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

合计	4,360
----	-------

资料来源：公司招股意向书

国际上，中原内配的主要竞争对手是 Mahle（马勒）和 Federal-Mogul（辉门），前者是世界上规模最大的活塞开发、制造厂家，兼做气缸套，目前气缸套总产能约 1,700 万只；后者产品覆盖活塞、轴瓦、活塞环、气缸套、点火系统等，气缸套规模仅次于前者。相比较国际主要竞争对手，公司的劣势可能在于模块化供货能力、在全球主机厂配套的广泛性等。但近年来这一差距在不断缩小，仅从产销量而言，公司已经或即将超过国外最大的竞争对手。

公司气缸套国内市场规模增速将超越下游需求增速

气缸套是内燃机的核心部件，气缸套的需求取决于内燃机的需求；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。内燃机为汽车、工程机械、农业机械、船舶等关键的动力源——“心脏”部分，其需求取决于下游的汽车、工程机械、农业机械、船舶等行业，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。2009 年公司气缸套营业收入中，按最终需求分类，配套商用车和工程机械占 60%，配套乘用车占 14%，配套农业机械占 24%。

图表 6 公司气缸套营业收入按应用类别分类（单位：万元）

产品类别	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	销售金额	比例	销售金额	比例	销售金额	比例
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%
乘用车缸套	8,517.35	13.78%	13,173.43	19.96%	13,030.14	22.35%
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%	1,714.04	2.94%
合计	61,814.39	100%	65,999.16	100%	58,300.41	100%

数据来源：公司招股意向书

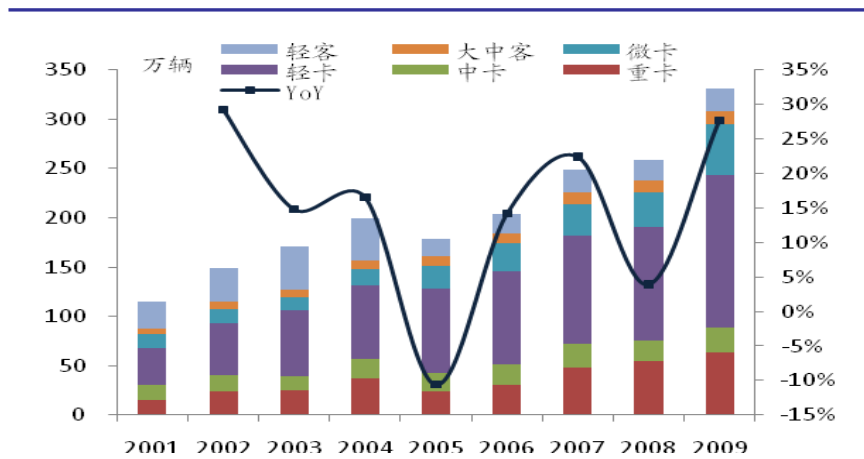
在农业机械气缸套市场，受国家实施的土地流转政策影响，农业机械市场的产品结构发生较大变化，大型农业机械得到快速发展。本公司较早进入农业机械市场，享有较高市场知名度，销售收入持续增长。

乘用车用全铝发动机较铸铁发动机具有自重轻、单位重量功率大、节油性好等优势，是乘用车发动机的发展方向，以前基本依靠进口。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。在国外，乘用车生产企业已广泛使用全铝发动机，国内自 2008 年以来，奇瑞汽车、一汽轿车、北汽名爵、东风汽车、哈飞汽车等国内汽车厂商相继在中小排量车型中配备了全铝发动机。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、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，公司所配套的铸入式气缸套市场空间巨大；公司将凭借行业先发优势，将乘用车气缸套发展成为公司未来的另一主要增长动力，在乘用车气缸套市场

占据领先地位。

由于商用车及工程机械用缸套的附加值更高，公司近年来重点发展这一领域市场，2007年、2008年和2009年度，商用车及工程机械用气缸套销售收入占主营业务收入比例逐年提升，分别为54.28%、57.08%和60.48%；公司在商用车及工程机械用气缸套市场一直占据主导地位，特别是国家的汽车下乡，以旧换新等汽车产业政策和经济刺激政策等将使商用车及工程机械市场持续稳定增长。

图表7 2001-2009年我国商用车销量



数据来源：CAAM

公司出口将恢复增长

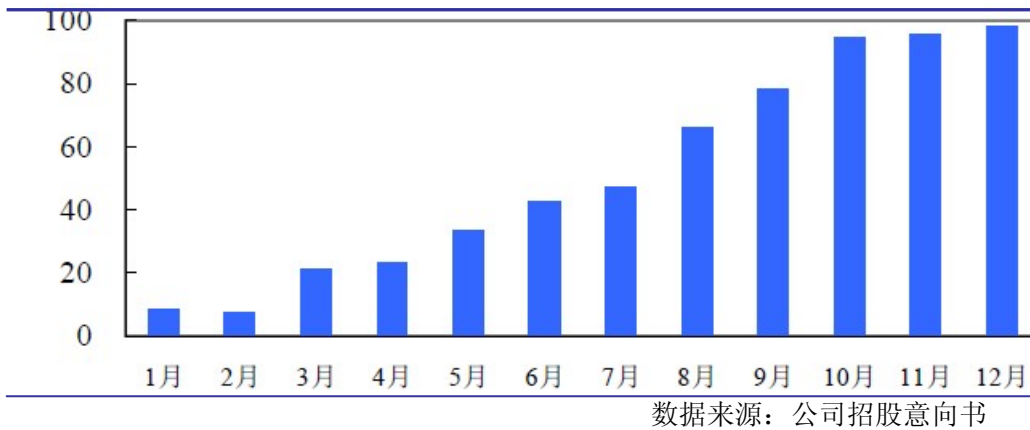
公司生产的乘用车气缸套主要为美国三大汽车公司配套；2007年~2009年，全球汽车市场特别是欧美市场需求旺盛，公司出口业务快速发展，出口销售收入占营业收入的比例分别为36.72%、33.44%和29.68%。从2008年第四季度开始，受全球金融危机影响，国外汽车消费市场疲软，公司国外主要客户均受到不同程度影响。由于全球汽车消费市场需求减缓影响，公司出口业务出现波动，销售收入占比由2007年的36.72%下降为2009年的29.68%。特别是2008年全球金融危机的影响，公司出口业务在2009年上半年出现较大下滑。随着全球经济复苏，产品出口月度销量保持环比持续增长，截至2009年12月，公司产品出口月度销量为98.02万只，接近历史最好水平。未来随着全球经济的恢复，以及制造业向中国的转移，公司出口将会恢复增长。

图表8 公司营业收入分区域情况

区域	2009年度		2008年度		2007年度	
	销售金额	比例	销售金额	比例	销售金额	比例
国内	43,344.88	70.12%	43,414.26	65.78%	36,736.65	63.01%
北美	11,042.92	17.86%	14,214.41	21.54%	16,291.17	27.94%
欧洲	5,906.55	9.56%	7,334.93	11.11%	3,476.30	5.96%
其他	1,520.04	2.46%	1,035.56	1.57%	1,796.29	3.08%
合计	61,814.39	100.00%	65,999.16	100.00%	58,300.41	100.00%

数据来源：公司招股意向书

图表 9 2009 年 1 月-12 月公司出口产品月度销量图



预计上市首日价格 25.02-31.85 元

按发行后总股本 9251.05 万股计算，我们预计公司 2010、2011 和 2011 年 EPS 分别为 0.91、1.08 和 1.12 元。按照 25 倍动态 PE，公司合理价格为 22.75 元。考虑到新股上市首日有 10%~40% 的溢价空间，我们预测上市首日价格区间为 25.02~31.85 元。

图表 10 中原内配利润表预测

单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	622	746	873	952
营业成本	444	545	637	700
营业税金及附加	4	4	5	6
营业费用	43	53	63	68
管理费用	37	38	46	51
财务费用	15	7	3	4
资产减值损失	3	1	2	2
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	77	99	118	123
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	81	104	123	128
所得税	15	20	23	24
净利润	66	84	100	104
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	66	84	100	104
EBITDA	92	118	134	140
EPS（元）	0.72	0.91	1.08	1.12

数据来源：公司招股意向书、华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在一5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。