



气缸套行业领跑者

——中原内配（002448）新股上市定价报告

投资要点：

◇ 公司属于内燃机配件行业。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，主要产品为各种气缸套。公司是世界三强之一、亚洲最大的气缸套专业化生产企业，主导产品连续二十一年蝉联中国市场产销量第一，连续十九年蝉联亚洲市场产销量第一。

◇ 主机配套市场是气缸套行业的主要目标市场，超过市场需求总量的70%。其中，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。行业发展一方面享受着汽车行业的长期增长，另一方面工程机械与农业机械成为另一大推动力

◇ 公司是国内气缸套行业的龙头企业。公司是亚洲最大的气缸套生产企业，2004年以来，市场占有率不断提升，2006-2008年，分别为34%、35%和36.5%。2008年公司以超过2000万只的产量在全球市场占有率超过10%，行业龙头地位稳固

◇ 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，这部分收入占营收的60%左右，是重点发展的方向。长期来看，轻型化和混合动力将是乘用车发动机发展的另一个重要方向，公司凭借先发优势，已经在乘用车气缸套市场占据领先地位。根据规划，乘用车发动机气缸套出口量目标是1500万只；预计乘用车气缸套有望成为公司未来的另一主要增长动力。

◇ 主机配套市场带动售后维修市场。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愈加突出。预计公司未来的发展重点仍在国内、国际主机配套市场为主，通过主机配套市场的影响力带动售后维修市场的同步发展。

◇ 公司此次IPO募集资金3.91亿元，投资于以下2个项目：新建年产1000万只气缸套项目、研发中心及信息化建设项目。公司目前气缸套产能为2000万只，已经遇到瓶颈，不能满足内燃机及整车市场的旺盛需求，项目达产后，产能增加1000万只或50%。另外，对于研发水平、盈利水平产生积极影响。

◇ 投资建议。至2012年，预计气缸套产品的年销售收入达到12亿元人民币，继续保持气缸套行业的领先地位。长期发展战略是打造世界最大的内燃机气缸套生产基地。我们预计公司未来三年的营业收入为7.82亿元、9.48亿元、11.65亿元，复合增长率为22.1%；预计EPS为0.95元、1.15元、1.43元。按2010年25-28倍的PE估值，我们认为公司的合理价格区间在23.75元-26.6元，或较发行价21.80元有8.9%-22.0%的溢价空间。

请务必阅读正文之后的重要声明

所属行业：汽车零部件

发行的基本情况

发行价格（元）	21.50
总股本（万股，发行后）	9251.05
本次发行股数（万股）	2350
PE（倍，发行后）	31.14
每股净资产（元，发行后）	8.38
PB（倍，发行后）	2.61

褚艳辉

行业研究员

执业证书编号：

S0820210060002

电话：

021-32229888*3507

邮箱：

chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

目 录

一、公司概况.....	3
1、专业化从事内燃机气缸套生产的企业.....	3
2、历史沿革与股权结构.....	3
二、气缸套行业的主要特点.....	4
1、气缸套是内燃机的关键零部件.....	4
2、内燃机需求仍将保持增长.....	5
3、享受汽车行业的长期增长.....	5
4、工程机械与农业机械成为另一大推动力.....	7
三、公司是国内气缸套行业的龙头企业.....	8
1、行业龙头地位稳固.....	8
2、竞争优势明显.....	9
3、商用车及工程机械市场是重点发展的方向.....	10
4、主机配套市场带动售后维修市场.....	11
5、盈利能力在业内处于较高水平.....	12
四、募投项目分析.....	13
1、新增产能 1000 万只.....	13
2、目标客户的开发工作正在进行.....	14
3、研发水平进一步提升.....	15
4、提升盈利水平.....	15
五、盈利预测与投资建议.....	15
六、风险提示.....	16

一、公司概况

1、专业化从事内燃机气缸套生产的企业

公司属于内燃机配件行业，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，主要产品为各种气缸套。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。

公司是世界三强之一、亚洲最大的气缸套专业化生产企业，国家大型工业企业、国家汽车零部件出口基地企业、国家高新技术企业、全国内燃机标准化委员会气缸套工作组组长单位、亚洲品牌 500 强、中国制造业 500 强、中国机械工业 500 强、中国汽车零部件综合竞争力百强企业、中国百家最佳汽车零部件供应商、河南省百户重点工业企业、河南省优秀民营企业，拥有博士后科研工作站，“河阳牌”商标成为行业内唯一的“中国驰名商标”；主导产品“河阳牌”气缸套连续二十一年蝉联中国市场产销量第一，连续十九年蝉联亚洲市场产销量第一。

公司自 2005 年以来一直为国家级高新技术企业，先后主持完成了 5 项国家标准的制定和修订工作，另有 2 项国家标准的制定和修订工作已经进入标准评审阶段；公司在气缸套领域拥有多项关键技术的自主知识产权，获得国家专利 30 项，另有已受理专利 35 项。

2、历史沿革与股权结构

公司拥有近 50 年的气缸套制造历史，是国内最早从事内燃机气缸套专业生产的企业之一，1990 年作为股份制试点单位，实行股份制经营。

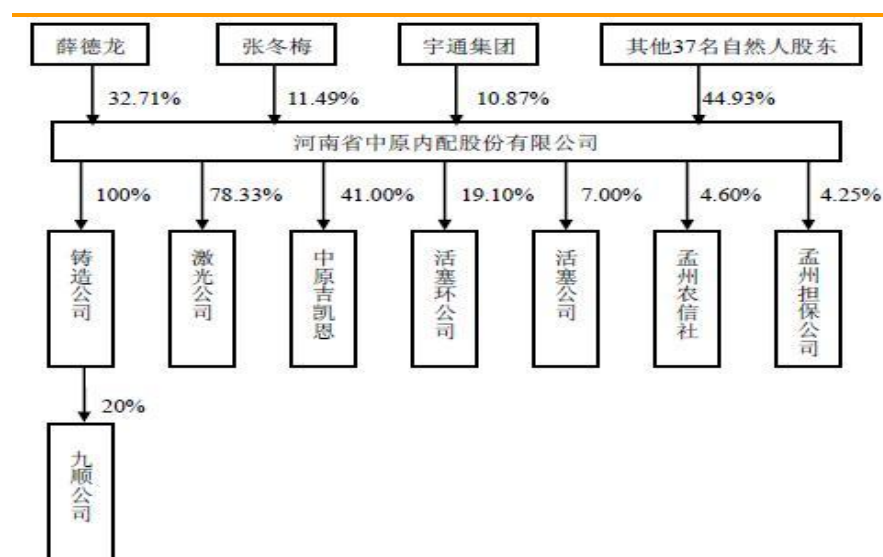
表 1：公司历史沿革及经历的改制重组情况

时间	主要历史沿革变动简况
1990 年	河南省中原内燃机配件厂出资设立河南省中原内燃机配件股份有限总厂，同时发行内部职工股
1996 年	重新规范后获确认为股份有限公司，名称变更为河南省中原内配华河股份有限公司
2000 年	公司送红股、资本公积金转增股本及进行配股，名称变更为河南省中原内配股份有限公司
2003 年	公司原法人股和内部职工股全部转让予 38 名自然人公司承债式收购配件总厂全部资产
2007 年	以增资方式引入宇通集团和自然人杨帆两名股东

（数据来源：招股说明书 爱建证券）

公司控股股东及实际控制人为公司董事长薛德龙先生，持有公司 2257.39 万股股份，占本次发行前股份的 32.71%；其他 37 名自然人股东持有 3100.52 万股，占发行前股份的 44.93%。

图 1：发行前公司股权结构



（数据来源：招股说明书 爱建证券）

二、气缸套行业的主要特点

1、气缸套是内燃机的关键零部件

气缸套行业属于“内燃机及配附件制造业”。

气缸套是镶在内燃机缸体内的筒形零件，它与气缸盖、活塞、活塞环组成了内燃机的燃烧室。燃料在燃烧室内通过进气、压缩、燃烧、膨胀等过程，将热能转化为机械能。

气缸套是发动机中工作条件最恶劣、最关键的零件之一，其产品性能直接影响着内燃机的整体性能。由于燃气在燃烧过程中最高温度达 2000-2500℃，最高压力达 5-25MPa，气缸套内壁直接受到高温高压燃气的冲击，外壁受到冷却液的冷却。在内外壁温差及爆发压力作用下，气缸套承受的机械应力和热应力较大，要求气缸套具备足够的强度和刚度，保证工作过程中不致产生过大变形；此外，活塞环在气缸套内表面高速运动使气缸套内壁受到强烈摩擦，要求气缸套有较高的耐磨性和减磨性；同时，气缸套外壁受到冷却液的冲击，要求具有较强的抗腐蚀、抗穴蚀能力。

表 2：气缸套分类

划分标准	划分结果
最终用途	乘用车气缸套、商用车及工程机械气缸套、农业机械气缸套、摩托车气缸套、船用发动机及发电机组气缸套等
外表面是否与液体直接接触	湿式气缸套和干式气缸套两类
与缸体的配合方式	装配式气缸套和铝包容式气缸套两类
缸径大小	大口径为 130mm 以上，中小口径范围为 40mm-130mm

（数据来源：招股说明书 爱建证券）

公司气缸套缸径主要加工范围为 40mm-130mm，主要用于商用车及工程机械、乘用车、农业机械等。

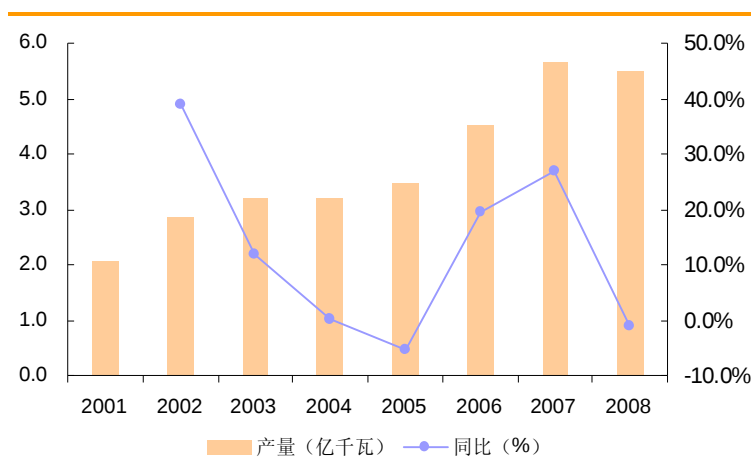
2、内燃机需求仍将保持增长

从市场化水平看，气缸套行业及其应用的内燃机和整车行业为成熟的制造类行业，市场化程度较高。

内燃机为汽车、工程机械、农业机械、船舶等关键的动力源，因此，气缸套作为内燃机的核心部件，与这些行业的市场需求密切相关。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。

根据内燃机协会数据，2009 年，内燃机产量 6700 万台，较 2008 年增长 9.6%，较 2005 年增长超过 60%，产量已占全球市场的 1/4 左右。

图 2：国内内燃机市场需求稳步增长



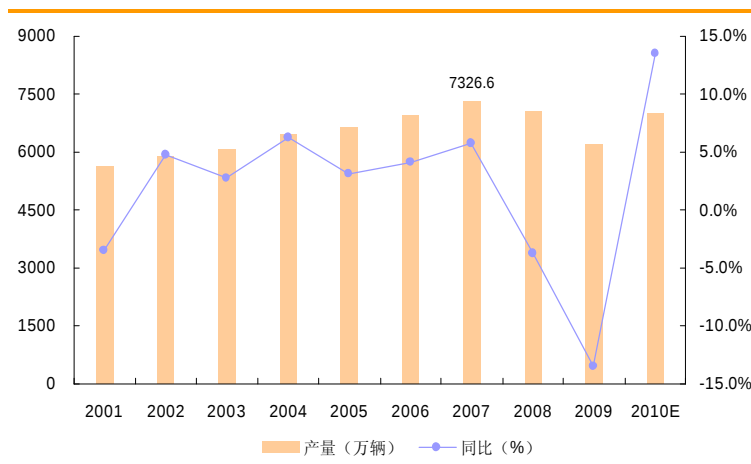
（数据来源：统计局 爱建证券）

主机配套市场是气缸套行业的主要目标市场，超过市场需求总量的 70%。其中，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。

3、享受汽车行业的长期增长

受金砖四国为代表的新兴市场的增长和欧美等传统市场的复苏，预计今年汽车产量有望增长超过 15%、突破 7000 万辆的水平。

图 3：全球汽车产量有望突破 7000 万辆



（数据来源：OICA 爱建证券）

就全球汽车保有量来看，这一数据在 2005 年、2007 年分别达到 8 亿、9.2 亿，最近有预测表明，2010 年有望超过 10 亿，到 2015 年，将增至 11.2 亿辆左右。

从售后维修市场看，截至 2008 年底，全球汽车保有量已突破 10 亿辆，为气缸套售后维修市场提供了广阔的增长空间。

图 4：国内整车销量预计接近 1600 万辆

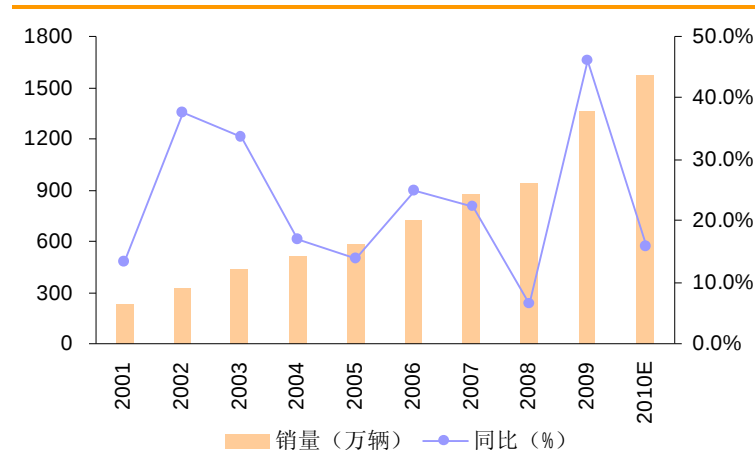
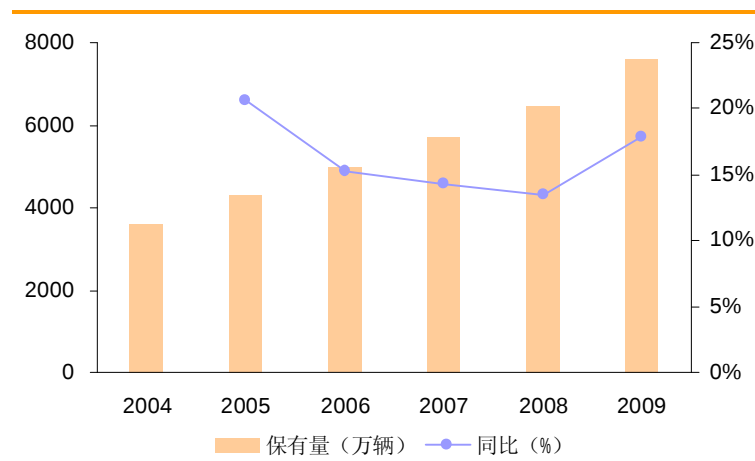


图 5：国内民用汽车保有量稳步攀升



（数据来源：统计局 爱建证券）

4、工程机械与农业机械成为另一大推动力

长期来看，固定资产投资仍将是推动经济发展的一个重要力量，受益投资驱动的工程机械行业发展空间广大。国内的城镇化率不足 50%，距离 70% 的目标尚有较大距离，城镇基础设施建设、房地产投资、出口等因素都将推动工程机械行业发展。

2008 年，就国内市场来看，工程机械销售收入为 2448 亿元，较 2001 年的 674 亿元增长 263.20%，复合增长率为 12.86%；从工程机械出口来看，实现出口额 134.2 亿美元，较 2001 年的 6.9 亿美元增长 1844.93%，复合增长率为 43.96%。

图 6：挖掘铲土机械产量

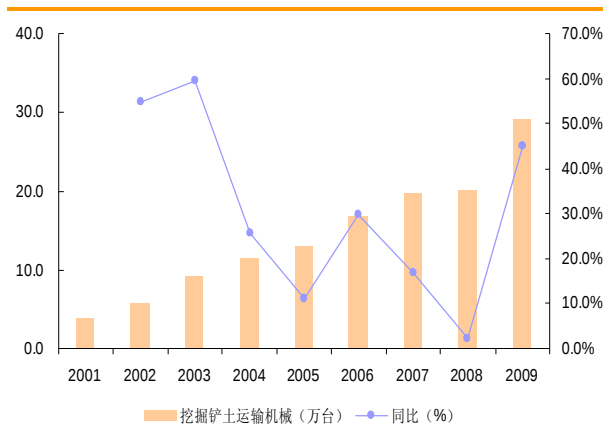
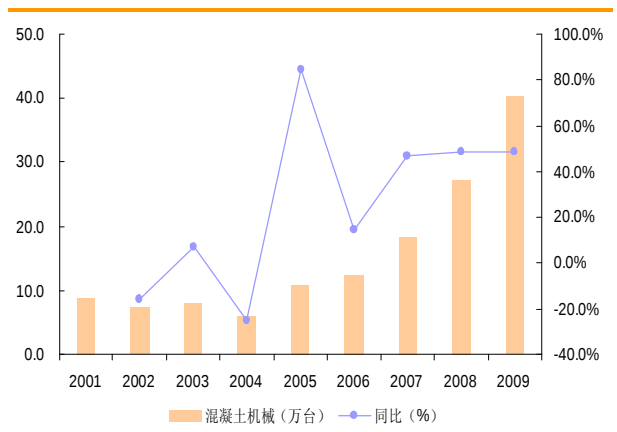


图 7：混凝土机械产量



（数据来源：统计局 爱建证券）

2009 年，国家出台的农机购置补贴政策大大促进了农机的销售。近日，国务院发布了《关于促进农业机械化 and 农机工业又好又快发展的意见》，提出“优先发展 100 马力以上大型拖拉机、50-70 马力节能环保型水田拖拉机、高地隙拖拉机、多功能谷物联合收割机、玉米收获机、甘蔗收获机、棉花收获机、大中型动力机械配套机具、高效植保机械、高效节能机泵设备、节水灌溉设备、小型抗旱排涝机械、适合丘陵山区使用的小型机械等。”

2008 年，国内大中型拖拉机保有量为 299.5 万台，较 2003 年增长 2.08 倍；2008 年底，农机装备总量为 8.22 亿千瓦，比 2003 年增长 36.10%，而根据最新的《意见》，到 2015 年，农机总动力将达到 10 亿千瓦，到 2020 年，农机总动力稳定在 12 亿千瓦左右，较 2008 年提升 22%、46%。

根据预测，到 2020 年，中国农业综合机械化水平将由目前的 48.8% 提升至 70% 以上，到 2030 年，这一数据将提升至 80% 以上。

可以预见，国内旺盛的市场需求和政策支持将使农机行业发展再上一个新台阶。

图 8：小型拖拉机产量

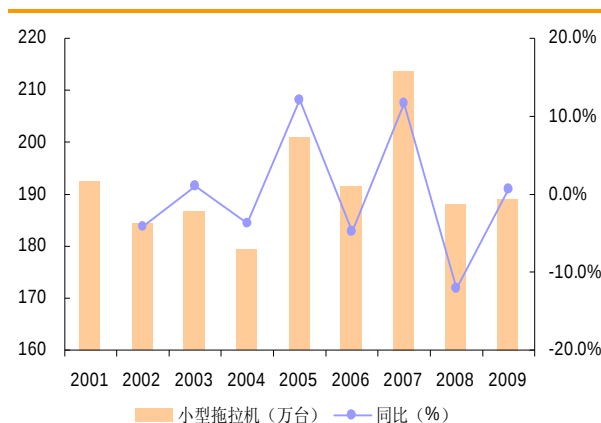
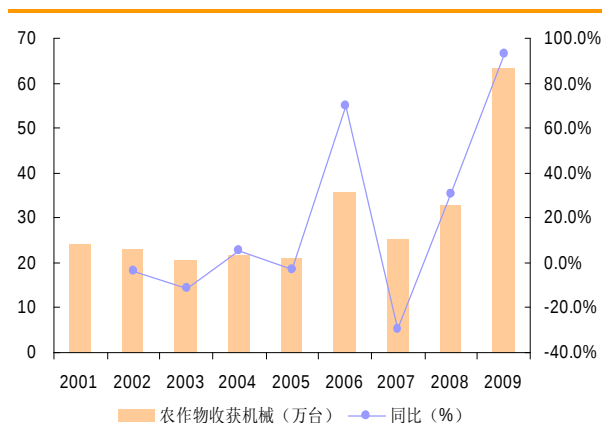


图 9：收获机械产量



（数据来源：统计局 爱建证券）

三、公司是国内气缸套行业的龙头企业

1、行业龙头地位稳固

公司是亚洲最大的气缸套生产企业，2004 年以来，市场占有率不断提升，2006-2008 年，分别为 34%、35%和 36.5%。2008 年公司以超过 2000 万只的产量在全球市场占有率超过 10%。截至 2008 年底，公司气缸套产销量连续二十一年蝉联国内市场第一，连续十九年蝉联亚洲市场第一。

截至 2008 年底，国内气缸套行业年产 30 万只规模以上的企业 12 家，公司是行业内唯一一家年产超过 2000 万只的企业。

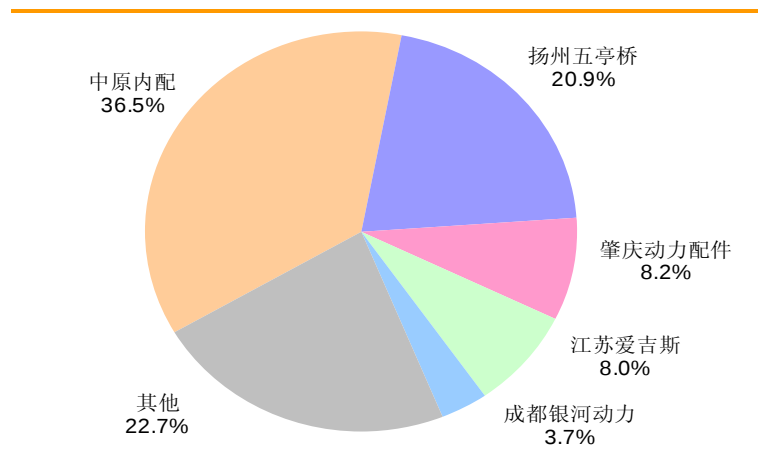
表 3：公司产量位居行业第一

年产量	公司数
2000 万只以上	1 家（中原内配）
500-1500 万只以上	1 家
400-500 万	2 家
200-400 万只	2 家

（数据来源：招股说明书 爱建证券）

根据《缸套行业年度主要经济技术指标完成情况统计汇编》显示：对年产 30 万只规模以上的缸套生产企业统计，2006-2008 年，缸套行业前五名企业的产量占纳入统计范围内的生产企业总产量的比例分别为 72.3%、76%、80.2%。

图 10：公司市场占有率位居第一



（数据来源：招股说明书 爱建证券）

2、竞争优势明显

（1）技术优势

公司自 2005 年以来一直为国家级高新技术企业。

公司拥有近 50 年的气缸套制造历史，自 1983 年以来一直参与主机厂发动机的设计和开发，积累了丰富的设计和制造经验，培育了大量的设计、开发和工艺专家，目前已具备与主机厂同步设计、同步开发能力。本公司经国家批准已建立博士后科研工作站。

公司为全国内燃机标准化技术委员会气缸套工作组（SC/TC177/WG3）召集单位，先后主持完成了 5 项国家标准的制定和修订工作，另有 2 项国家标准的制定和修订工作已经进入标准评审阶段。目前，公司在气缸套领域拥有多项关键技术的自主知识产权，取得国家专利 30 项，另有已受理专利 35 项。公司研制的“平顶网纹气缸套”、“康明斯 C 系列气缸套”、“铸态贝氏体合金灰铸铁气缸套”、“外径均布毛刺气缸套”等产品填补了国内气缸套行业空白，被认定为“国家级重点新产品”，其中“平台珩磨网纹气缸套”、“康明斯 C 系列气缸套”达到国际先进水平。

（2）品牌优势

公司“河阳牌”商标是国内气缸套行业中唯一被国家工商行政管理总局商标局认定的“中国驰名商标”。公司 2005-2009 年连续五年荣获美国康明斯“优秀供应商”、“优秀项目管理奖”、“优秀质量奖”。公司连续多年荣获一汽锡柴、一汽大柴、广西玉柴、中国重汽、东风康明斯、东风朝柴、常柴股份、常发动力、雷沃动力等国内知名主机厂“优秀供应商”、“质量优胜奖”等荣誉称号。公司为首批被商务部、发改委认定的“国家汽车零部件出口基地企业”。

（3）质量优势

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。公司成立了六西格玛管理办公室，在公司全面推行 5S 管理和精益六西格玛管理。公司先后通过美国福特、通用、克莱斯勒、康明斯、国际卡车，巴西 MWM，斗山大宇、马自达等国际主机厂及一汽锡柴、一汽大柴，东风康明斯，东风朝柴、中国重汽、中国一拖、广西玉柴等国内知名主机厂的二方审核认证。

（4）客户优势

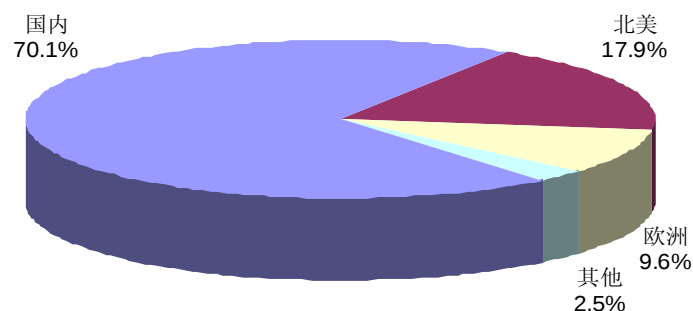
国内市场主要客户：中国重汽、杭发公司、一汽大柴、一汽锡柴、一汽轿车、广西玉柴、东风康明斯、东风朝柴、上柴、中国一拖、雷沃动力、扬柴、云内动力、新柴、全柴、莱动、常柴股份、江苏四达、常发动力、江淮动力、东安动力、奇瑞汽车、神龙富康、南汽名爵、江铃汽车、洋马发动机、无锡开普、华

泰汽车等。

国际市场开拓：

- ◇ 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、国际卡车、墨西哥尼玛克、俄罗斯科斯特罗马、巴西 MWM、韩国斗山大宇等建立战略合作关系
- ◇ 与德国戴姆勒·奔驰、意大利菲亚特、法国雷诺、标致雪铁龙等建立商务合作关系
- ◇ 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

图 11：出口占主营业务收入的 29.88%



（数据来源：招股说明书 爱建证券）

表 4：前 10 大客户占营收比重的 53.56%

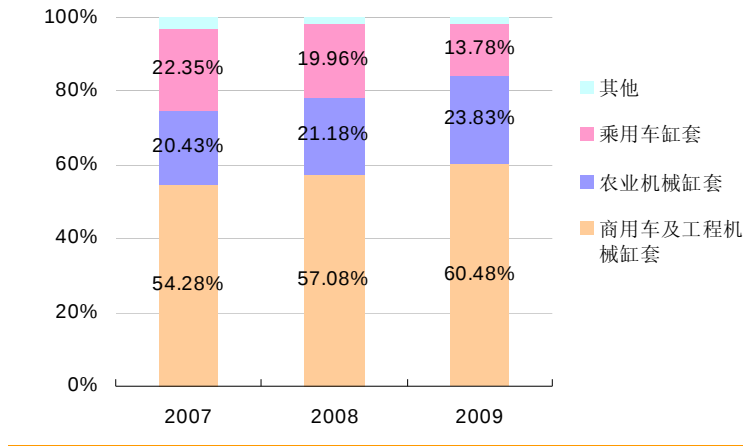
序号	客户名称	销售收入（万元）	占营收比重
1	尼玛克公司	7980.50	12.82%
2	广西玉柴机器股份有限公司	4199.44	6.75%
3	东风康明斯发动机有限公司	3846.14	6.18%
4	常柴股份有限公司	2780.92	4.47%
5	中国重汽集团济南动力有限公司	2733.41	4.39%
6	一汽解放汽车有限公司无锡柴油机厂	2710.38	4.35%
7	中国重汽集团杭州发动机有限公司	2533.16	4.07%
8	美国康明斯 CDC 公司	2507.51	4.03%
9	美国国际卡车公司	2348.14	3.77%
10	常州常发动力机械有限公司	1691.81	2.72%
合计		34027.09	53.56%

（数据来源：招股说明书 爱建证券）

3、商用车及工程机械市场是重点发展的方向

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，这部分收入占公司营收的 60%左右，是重点发展的方向。

图 12：主营业务收入按应用类别分类



（数据来源：招股说明书 爱建证券）

公司的乘用车缸套主要为美国三大汽车公司配套，2009 年，受金融危机的冲击，出口受到影响，进而导致乘用车缸套销售额同比出现下降。

长期来看，轻量化和混合动力将是乘用车发动机发展的另一个重要方向，前提是采用全铝发动机。目前，国外主要乘用车生产企业正在开始广泛使用新型、轻量化全铝发动机。早在 2002 年，公司已为美国通用、福特、克莱斯勒三大汽车公司乘用车提供全铝发动机缸套，在乘用车缸套的研发和制造方面已取得领先优势。

目前，公司的铸入式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。公司凭借先发优势，已经在乘用车缸套市场占据领先地位。

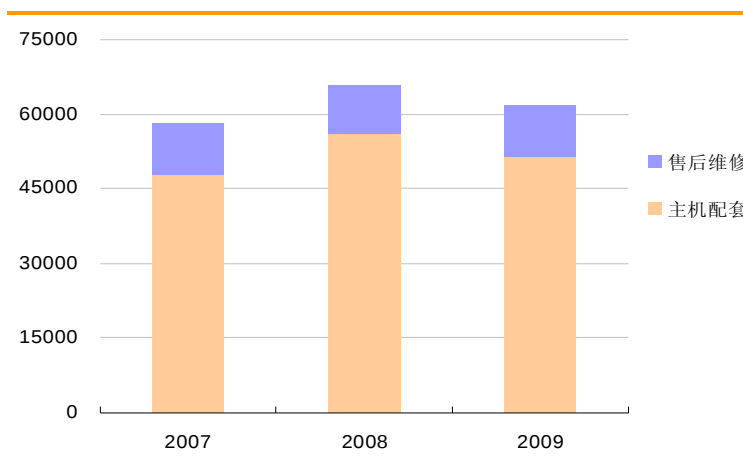
2009 年，乘用车缸套的销量为 507 万只，根据公司产品规划，乘用车发动机缸套出口量目标是 1500 万只；我们预计，乘用车缸套有望成为公司未来的另一主要增长动力。

4、主机配套市场带动售后维修市场

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，随着汽车及缸套行业集中度的提高，公司市场地位和竞争优势愈加突出。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。

2009 年，在主营收入下降 6.3%的情况下，售后服务增长 6.73%。

图 13：主营收入（万元）按销售客户类型分类



（数据来源：招股说明书 爱建证券）

公司计划在国内建立 150 家品牌销售店，提高在售后维修市场的占有率。在欧美及亚洲等国家和地区的售后维修市场，计划未来年销售量达到 100 万只。

我们预计，公司未来的发展重点仍在国内、国际主机配套市场为主，通过主机配套市场的影响力带动售后维修市场的同步发展。

5、盈利能力在业内处于较高水平

公司主要原材料包括生铁、废钢、有色金属、金属炉料等。

公司营业成本构成保持稳定，材料成本占主营业务成本的比例持续维持在 50%以上。2009 年，材料成本占主营业务成本的比例出现了下降，主要原因是 2008 年末的金融危机使原材料价格出现大幅下降，且 2009 年度主要原材料生铁、废钢价格一直处于低位徘徊。

图 14：毛利率高于行业平均水平

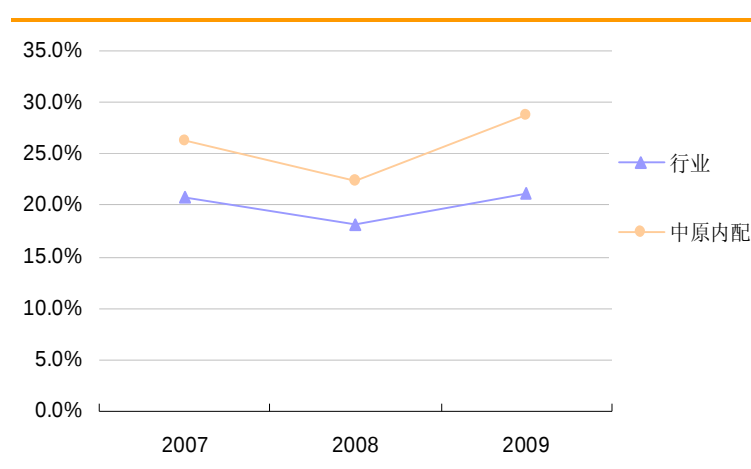
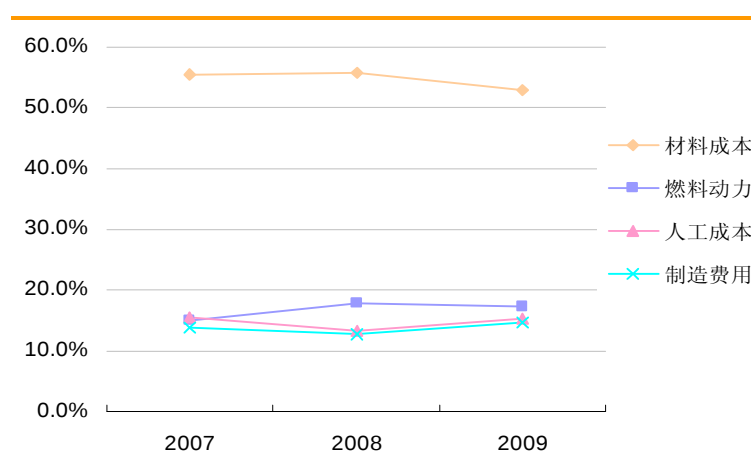


图 15：营业成本构成大体稳定



（数据来源：招股说明书 爱建证券）

表 5：主要原材料价格变动的敏感系数

产 品	2009	2008	2007
生铁	-0.89	-3.41	-1.13
废钢	-0.5	-0.62	-0.15
钼铁	-0.15	-0.63	-0.37
镍板	-0.09	-0.33	-0.3
焦炭	-0.17	-0.89	-0.26

（数据来源：招股说明书 爱建证券）

经营模式保证了盈利能力的稳定性。公司的生产模式为“以销定产”的订单驱动型模式，定价模式采取“生产成本+利润”的，在签订销售订单时按照当时的原材料等成本价格并考虑一定毛利率，确定销售价格。此外，在原材料价格发生较大的情况下，公司还可以通过同客户的协商重新确定销售价格，从而保证能够获取稳定的利润。

四、募投项目分析

公司此次 IPO 募集资金 3.91 亿元，投资于以下 2 个项目：

表 6：2 个募投项目

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

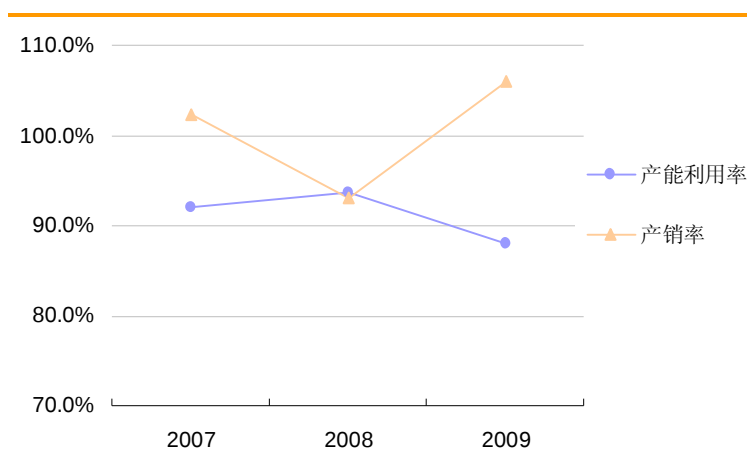
（数据来源：招股说明书 爱建证券）

1、新增产能 1000 万只

公司 07、08 年的产能均为 2200 万只，09 年为 2000 万只，减少的原因在于：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，导致整体产能有了一定下降。

公司目前气缸套产能已经遇到瓶颈，不能满足内燃机及整车市场的旺盛需求，因此部分产品采取外购的生产方式。因此，客观上需要扩充现有产能。

图 16: 产能处于紧张状态



(数据来源: 招股说明书 爱建证券)

表 7: 新增产能构成

	国际市场	国内市场	合 计
柴油机缸套	200 万只	300 万只	500 万只
轿车发动机铝包容式缸套	200 万只	300 万只	500 万只
合 计	400 万只	600 万只	1000 万只

(数据来源: 招股说明书 爱建证券)

随着国内经济的高速增长, 国际全球化带来的采购重心向中国转移, 其发动机配套的气缸套的需求量与日俱增。

2、目标客户的开发工作正在进行

表 8: 客户开发计划

序号	目标客户	项目内容
1	德国戴姆勒·奔驰公司发动机气缸套开发项目	预计未来 2-3 年内气缸套需求量超过 110 万只。全部达产后, 发动机年产量为 180.89 万台, 气缸套需求量高达 1000 万只以上。公司已成为其重型发动机项目的气缸套首选合作商, 项目完成后公司将拥有独立自主的知识产权。公司已经先后有 5 个型号的产品通过静态测试, 将进入台架测试阶段。
2	奇瑞 1.6L、2.0L 铝包容式气缸套项目	铝包容式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, 预计在 2013 年, 年产量可达 100 万台, 气缸套需求量 400 万只。公司于 2006 年 11 月完成上述机型的开发, 并实现批量生产。
3	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, 标致雪铁龙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。
4	巴西国际卡车 (MWM) 重型发动机气缸套研发项目	公司已经开始向国际卡车和巴西 MWM 公司进行批量供货, 预计未来 2 至 3 年将分别形成 70 万只/年和 80 万只/年的气缸套需求量。

(数据来源: 招股说明书 爱建证券)

3、研发水平进一步提升

研发中心及信息化建设项目实施完成后，公司将极大提高气缸套产品设计和结构、强度和热分析能力，有效降低设计风险，提高一次设计成功率 20%以上，降低新产品开发成本 25%左右。同时，公司将建成国际一流的包含铸造、热处理、机械加工、试验验证四大环节的气缸套和相关配副产品开发基地，具备达到世界领先水平的系列气缸套开发能力。

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%。公司基于先进的试验条件，预计向主机厂客户的产品推荐成功率提高 20%，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公司总销售金额的比例提高 40%左右，综合经济效益达 3000 万元以上。

4、提升盈利水平

募投项目建设期均为 2 年，其中，新建年产 1000 万只气缸套项目预计第二年达到年产 600 万只的水平，第三年可实现满负荷生产。我们预计 2010 年公司产能将达到 3000 万只，较 2009 年提高 50%。

计项目达产后年新增销售收入 48535.1 万元，实现税后利润 4971 万元，税金 1916 万元。项目投产后，公司盈利能力将有较大提高，净资产收益率也将随之提高。

五、盈利预测与投资建议

公司提出的经营目标是：至 2012 年，气缸套产品的年销售收入达到 12 亿元人民币，继续保持气缸套行业的领先地位。长期发展战略是打造世界最大的内燃机气缸套生产基地。

我们预计公司未来三年的营业收入分别为 7.82 亿元、9.48 亿元、11.65 亿元，复合增长率为 22.1%；预计 EPS 为 0.95 元、1.15 元、1.43 元。

今年以来，大盘调整幅度较深，SW 汽车零部件板块 10、11 年动态 PE 为 15.7 倍、13.7 倍，已经处于历史平均水平以下，公司作为行业市场占有率第一的龙头企业，成长性较好，应该能够享受一定的估值溢价；另外，近期上市中小板公司的 10、11 年平均动态 PE 为 23.1 倍、17.3 倍，也较前期明显回落。

根据 21.80 元的发行价格，对应 10、11 年 PE 为 22.9 倍、18.9 倍。

综合来看，按 2010 年 25-28 倍的 PE 估值，我们认为公司的合理价格区间在 23.75 元-26.6 元，或较发行价 21.80 元有 8.9%-22.0%的溢价空间。

表 9：公司利润表预测（百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	587	675	622	782	948	1165
二、营业总成本	505	636	546	682	826	1013
营业成本	433	526	444	573	702	866
营业税金及附加	4	3	4	5	6	7
销售费用	39	52	43	55	66	82
管理费用	19	31	37	36	44	54
财务费用	14	23	15	12	7	2
资产减值损失	-5	1	3	2	2	3
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	2	1	3	4	5
四、营业利润	81	42	77	103	126	157
加：营业外收入	4	8	4	3	3	3
减：营业外支出	0	1	0	0	0	0
五、利润总额	84	49	81	106	129	160
减：所得税	20	9	15	19	23	28
六、净利润	64	40	66	87	106	132
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	64	40	66	87	106	132
七、每股收益（元）	0.99	0.58	0.96	0.95	1.15	1.43

（数据来源：招股说明书 爱建证券）

六、风险提示

- ◇ 市场竞争加剧对于公司市场份额的影响
- ◇ 钢铁和有色金属等原材料价格大幅波动对成本控制带来挑战
- ◇ 募投项目不达预期、新品开拓不力
- ◇ 国外经济复苏弱于预期以及贸易保护对于出口带来负面影响
- ◇ 环保、排放的法规对气缸套行业的技术进步提出更高要求

表 10：近期上市中小板公司的估值情况

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	股价 (元)	EPS (元)			P/E (倍)	
				2009A	2010E	2011E	2010	2011
002431	棕榈园林	1.2	63.41	0.86	1.09	1.64	58.2	38.7
002432	九安医疗	1.24	24.38	0.42	0.48	0.70	51.0	34.7
002433	皮宝制药	1	26.65	0.72	0.69	1.02	38.4	26.0
002434	万里扬	1.7	25.94	1.08	1.06	1.43	24.5	18.2
002435	长江润发	1.32	14.7	0.44	0.44	0.56	33.7	26.0
002436	兴森科技	1.117	31.69	0.93	1.01	1.35	31.2	23.4
002437	誉衡药业	1.4	53.36	1.24	1.33	1.88	40.2	28.4
002438	江苏神通	1.04	26.33	0.53	0.56	0.79	47.2	33.5
002439	启明星辰	0.9876	30.9	0.70	0.66	0.88	46.6	35.0
002440	闰土股份	2.95	27.89	1.39	1.24	1.44	22.6	19.3
002441	众业达	1.16	46.4	1.45	1.34	1.62	34.7	28.6
002442	龙星化工	2	13.74	0.46	0.57	0.71	24.3	19.5
002443	金洲管道	1.335	21	1.02	0.96	1.26	21.9	16.6
002444	巨星科技	2.535	27.45	1.13	0.96	1.15	28.5	23.9
002445	中南重工	1.23	20.15	0.73	0.68	0.84	29.5	23.9
002446	盛路通信	1.0215	20.95	0.55	0.52	0.66	40.2	31.8
002447	壹桥苗业	0.67	42.3	0.86	0.82	1.07	51.5	39.4

股价取自 7 月 13 日收盘价

(数据来源: Wind 资讯 爱建证券)

投资评级说明

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

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。