

中原内配（002448）：股权激励助推公司业绩持续稳健增长 买入（维持）

汽车及配件

4月19日股价：37.28元

报告日期：2011年4月20日

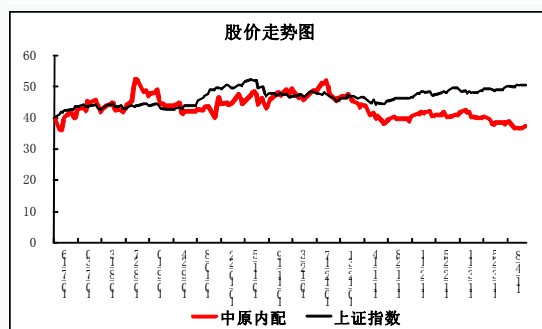
主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	822	1,098	1,302	1,554
(+/-)	32.11%	33.55%	18.53%	19.39%
营业利润	120	186	223	261
(+/-)	54.45%	55.81%	19.82%	17.10%
归属于母公司的净利润	104	156	187	219
(+/-)	57.01%	49.60%	19.78%	17.17%
每股收益（元）	1.13	1.68	2.02	2.36
市盈率（倍）	33	22	18	16

公司基本情况（2010年12月31日止）

总股本/已流通股（万股）	9,251/2,350
流通市值（亿元）	8.76
每股净资产（元）	9.61
资产负债率（%）	28.25

股价表现（最近一年）



证券分析师 张雷

执业证书编号：A0140511010022

联系人 黄聪

010-66045802 huangc@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010年公司实现营业收入8.22亿元，同比增长32.11%；归属母公司所有者的净利润1.04亿元，同比增长57.02%，EPS为1.13元。每10股派现2元（含税）。2011年1-3月，公司实现营业收入2.48亿元，同比增长21.32%；归属母公司所有者的净利润3,470.76万元，同比增长18.72%，EPS为0.38元。
- 公司为气缸套行业龙头，目前年产能约2000万只，产品包括乘用车气缸套、商用车及工程机械汽缸套等。从公司业绩表现来看，2010年及2011年1季度业绩均符合我们预期。2010年公司产品内销、出口额分别为5.6亿元、2.6亿元，同比分别增长了29.39%、38.13%，内销持续快速增长的同时出口业呈现明显复苏态势。毛利率方面，2010年公司综合毛利率为32.59%，同比上升3.86个百分点；2011年1季度受钢材等原材料价格影响，公司综合毛利率为30.56%，略有下降不过仍维持高位。
- 出口复苏，公司增长空间有望进一步打开。公司产品30%供出口，并主要出口美国三大汽车公司和欧洲地区。2011年1-2月，国内零部件出口额68.69亿元，同比增长28.73%，继续保持快速增长。随着出口持续复苏以及公司新增产能下半年达产后缓解产能瓶颈，公司销量增长空间有望进一步打开。
- 股权激励助推公司业绩持续稳健增长。公司推出股权激励计划，拟对公司董事、中高级高级管理人员及核心技术人员授予315万股票期权，行权价格为39.12元，分五年按一定比例依次行权。行权条件为当年净资产收益率不低于10%，且净利润较前三年平均净利润的增幅不得低于20%。我们认为股权激励计划的施行，一方面对公司股价形成支持；另一方面，也有利于公司业绩的持续稳健增长。
- 需求市场在不断突破。公司是目前国内唯一能够批量生产国IV标准气缸套企业，我们预计重卡国IV标准2011-2012年期间实施，公司重卡气缸套将迎来广阔的增长空间。此外，公司乘用车气缸套配套的全铝发动机在国内仍处于试配阶段，如果技术取得突破，未来国内乘用车气缸套增长空间广阔。

- **维持“买入”投资评级。**公司为2010年新上市中小盘股，成长动力充足：短期刺激因素有出口持续复苏、股权激励计划施行、2011年下半年新增1000万只气缸套达产；中长期刺激因素：2012年重卡国IV标准实施、未来国内全铝发动机技术突破带来对乘用车气缸套需求。经历前期调整，公司目前股价已具备估值优势，维持“买入”评级。预计公司2011-2013年EPS分别为1.68元、2.02元、2.36元，按当前价37.28元计算对应动态PE为22倍、18倍、16倍。详情请参阅《中原内配（002448）：气缸套业领航者 2011年看产能扩张 买入（维持）》。
- **风险提示：**微车销量下滑幅度扩大风险、合资企业销量低于预期风险、钢材等原材料价格超预期上涨风险等。

图表 1：中原内配（002448）盈利预测

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	62,237	82,224	109,810	130,153	155,392
增长率	-7.84%	32.11%	33.55%	18.53%	19.39%
综合毛利	28.74%	32.59%	32.05%	32.02%	31.45%
营业成本	44,353	55,424	74,620	88,479	106,526
营业税金	419	594	659	781	932
销售费用	4,328	7,103	9,444	11,063	12,898
管理费用	3,715	6,325	5,491	6,247	7,459
财务费用	1,483	1,172	1,977	2,473	2,952
期间费用	9,526	14,600	16,911	19,783	23,309
期间费用	15.31%	17.76%	15.40%	15.20%	15.00%
减：资产减值	326	287	0	0	0
加：投资收益	125	631	1,000	1,200	1,500
营业利润	7,738	11,951	18,620	22,310	26,125
营业利润	12.43%	14.53%	16.96%	17.14%	16.81%
增长率	85.25%	54.45%	55.81%	19.82%	17.10%
加：营业外收入	354	754	659	781	932
减：营业外支出	19	62	55	65	78
利润总额	8,073	12,643	19,224	23,026	26,979
利润率	12.97%	15.38%	17.51%	17.69%	17.36%
所得税	1,450	2,243	3,653	4,375	5,126
实际税负	17.96%	17.74%	19.00%	19.00%	19.00%
净利润	6,623	10,399	15,572	18,651	21,853
净利润率	10.64%	12.65%	14.18%	14.33%	14.06%
少数股东	-7	-10	0	0	0
归属于母公司	6,630	10,409	15,572	18,651	21,853
增长率	65.92%	57.01%	49.60%	19.78%	17.17%
总股本(万股)	9,251	9,251	9,251	9,251	9,251
每股收益(元)	0.72	1.13	1.68	2.02	2.36

资料来源：公司资料，天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：ZX0157）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040