

2011-06-01

汽车和汽车零部件

中原内配 002448.SZ

与外资同质化，与内资差异化

◇ 事件：公司公布提示性公告

◆公司成功通过意大利菲亚特动力科技公司第三方审核

公司 6 月 1 日晚发布提示性公告：经过三年的技术攻关日前收到 Fiat Powertrain Technologies 公司（FPT，菲亚特动力科技公司）签署的产品 PSW（零件提交保证书），公司正式成为 FPT 的供应商。FPT 是全球汽车动力总成业的佼佼者，发动机年产量为 310 万台，对公司产品内燃机缸套的年需求在 1500 万只以上。

◆与外资竞争对手同质化，国际市场空间广阔

公司 2003 年进入福特的全球配套体系，2004 年进入康明斯的全球供货体系，已实现对康明斯连续 6 年供货质量 0PPM（PPM：每百万件质量不合格品数）的骄人成绩，已占据北美内燃机缸套市场 20% 的市场份额，与外资竞争对手德国马勒和美国辉门在产品的质量和价格上都趋于同质化。此次公司成功进入 FPT 配套体系，表明公司在开拓欧洲市场方面取得重大突破。我们认为，当前国际内燃机缸套行业现在正处于一个由马勒和辉门等外资竞争对手向公司转移的过程中，公司在国际内燃机缸套市场的份额有望在未来 3-5 年由现在的 10% 提升至 30%。

◆与内资竞争对手差异化，国 4 排放法规带来行业整合机会

我们预计国内将于 2012 年 7 月 1 日开始在重型内燃机上推行国 4 排放法规，而达到国 4 排放标准的柴油机由于以下 4 个原因对缸套的性能要求将显著提高：1）缸内压力升高；2）对热传导性的要求提高；3）对热变形的要求提高；4）EGR（废气再循环）对材料有腐蚀性。因此国 4 排放法规的实施一方面将使技术能力不高的内燃机缸套企业退出市场，另一方面也将规范缸套市场，使发动机企业不能再轻易更换缸套供应商。而两方面的变化都有助于公司提高产品毛利率。

◆出口需求旺盛保证产销两旺，产能紧张提升产品毛利率

虽然今年国内车市增速显著放缓，但 3 月底以来，美国的乘用车缸套订单呈现爆发式增长，老产品订单同比增长 50%，新产品陆续投产。公司募投项目计划于 9 月投产，但产能依然严重不足，部分产品虽然提价 10%，客户订单仍难以满足。

◆股权激励行权价较今日收盘价溢价 32%，大幅上调今年盈利预测 23%

公司 4 月 20 日公布股权激励计划，拟以 39.21 元的行权价格向激励对象授予 315 万份股票期权，行权价较今日收盘价溢价 31.8%。我们认为高行权价格充分彰显了管理层对公司业绩长期稳健增长的信心。我们将公司 2011-2013 年的盈利预测由之前的 1.40/1.85/2.34 元大幅上调至 1.72/2.30/2.99 元，以 2010 年为基期的净利润三年复合增长率为 38.4%。我们将公司评级由“增持”上调至“买入”评级，给予目标价 43 元，对应 2011 年 25 倍 PE。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	622	822	1,023	1,338	1,742
营业收入增长率	-7.84%	32.11%	24.48%	30.76%	30.15%
净利润（百万元）	66	104	159	213	276
净利润增长率	65.91%	57.02%	52.52%	34.10%	29.72%
EPS（元）	0.72	1.13	1.72	2.30	2.99
ROE（归属母公司） （摊薄）	22.22%	11.71%	15.42%	17.14%	18.58%
P/E	42	26	17	13	10
P/B	9	3	3	2	2
EV/EBITDA	18	16	14	10	8

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。

上调

买入

当前价格	29.75 元
目标价格	43.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

于 特（执业证书编号：S0930510120015）

联系人：

奉 玮

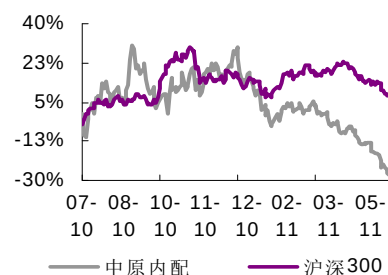
021-22169320

fengw@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	93
总市值(百万元)	2,752
流通比例(%)	25.40%
12 个月最高/最低（元）	54.80/27.12
近 3 月日均成交量（百万股）	0.45
主要股东	薛德龙

股价表现（12 个月）

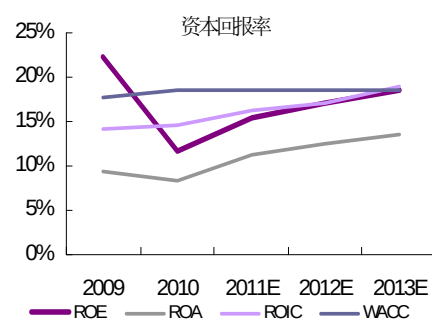
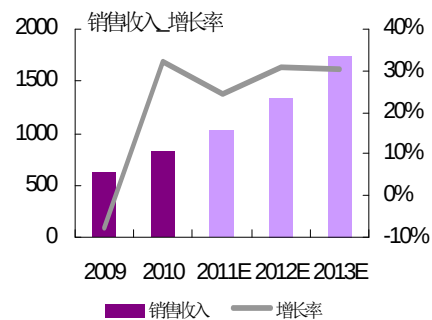
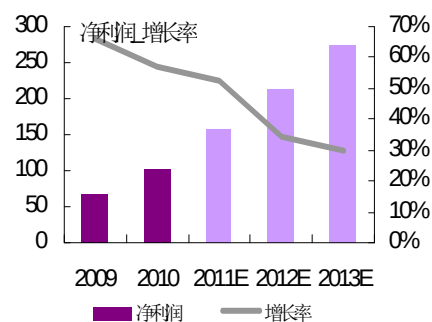
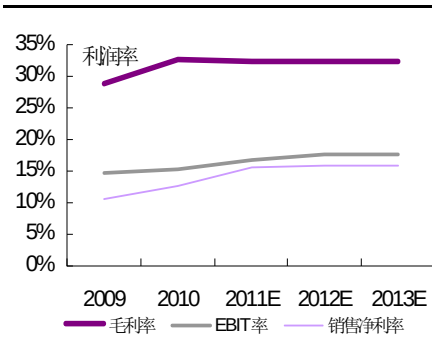


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.84	-20.58	0.00
绝对收益	-13.74	-28.29	0.00

相关报告：

高行权条件彰显长期稳步发展信心
..... 2011-04-20
四重利好因素推动公司稳步发展
..... 2011-03-10
期待在全铝发动机缸套市场实现突破
..... 2010-06-30

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	622	822	1,023	1,338	1,742
营业成本	444	554	691	905	1,180
折旧和摊销	39	36	8	19	27
营业税费	4	6	7	9	12
销售费用	43	71	77	99	127
管理费用	37	63	68	87	111
财务费用	15	12	-3	-2	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	6	10	13	16
营业利润	77	120	185	252	326
利润总额	81	126	192	258	335
少数股东损益	0	0	0	1	1
归属母公司净利润	66.29	104.09	158.75	212.89	276.14

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	701	1,239	1,411	1,696	2,033
流动资产	335	816	799	896	1,153
货币资金	57	364	351	341	441
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	73	94	125	151	196
应收票据	27	44	41	54	70
其他应收款	0	1	5	7	9
存货	157	232	242	299	377
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	54	66	71	77	85
固定资产	228	221	394	558	636
无形资产	60	59	56	53	51
总负债	402	349	380	452	544
无息负债	157	225	262	333	426
有息负债	245	124	118	118	118
股东权益	299	890	1,031	1,244	1,489
股本	69	93	93	93	93
公积金	82	554	567	567	567
未分配利润	148	243	370	583	827
少数股东权益	1	1	2	2	3

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	118	26	204	181	223
净利润	66	104	159	213	276
折旧摊销	39	36	8	19	27
净营运资金增加	-17	151	-10	83	124
其他	29	-264	47	-134	-205
投资活动产生现金流	-34	-92	-196	-194	-92
净资本支出	22	88	201	200	100
长期投资变化	54	66	-5	-7	-8
其他资产变化	-110	-246	-392	-387	-184
融资活动现金流	-50	330	-21	2	-30
股本变化	0	24	0	0	0
债务净变化	-25	-121	-6	0	0
无息负债变化	-5	68	37	71	93
净现金流	35	264	-13	-10	100

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-7.84%	32.11%	24.48%	30.76%	30.15%
净利润增长率	65.91%	57.02%	52.52%	34.10%	29.72%
EBITDA 增长率	33.77%	23.45%	12.72%	41.30%	31.35%
EBIT 增长率	44.40%	37.34%	38.19%	37.14%	30.32%
估值指标					
PE	42	26	17	13	10
PB	9	3	3	2	2
EV/EBITDA	18	16	14	10	8
EV/EBIT	25	21	15	11	8
EV/NOPLAT	31	25	18	14	10
EV/Sales	4	3	3	2	1
EV/IC	4	4	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	28.74%	32.59%	32.45%	32.41%	32.28%
EBITDA 率	20.89%	19.52%	17.68%	19.10%	19.28%
EBIT 率	14.61%	15.19%	16.87%	17.69%	17.71%
税前净利润率	12.97%	15.38%	18.79%	19.27%	19.20%
税后净利润率 (归属母公司)	10.65%	12.66%	15.51%	15.91%	15.85%
ROA	9.45%	8.39%	11.28%	12.59%	13.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.22%	11.71%	15.42%	17.14%	18.58%
经营性 ROIC	14.19%	14.52%	16.22%	17.11%	19.02%
偿债能力					
流动比率	1.06	3.73	3.40	2.93	2.89
速动比率	56.34%	267.34%	236.98%	195.18%	194.45%
归属母公司权益/有息债务	1.22	7.17	8.69	10.48	12.54
有形资产/有息债务	2.58	9.45	11.44	13.86	16.73
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.72	1.13	1.72	2.30	2.99
每股红利	0.00	0.20	0.00	0.35	0.45
每股经营现金流	1.28	0.28	2.20	1.96	2.41
每股自由现金流(FCFF)	1.20	-1.05	-0.34	-0.72	0.66
每股净资产	3.22	9.61	11.13	13.43	16.07
每股销售收入	6.73	8.89	11.06	14.47	18.83

资料来源：光大证券、上市公司

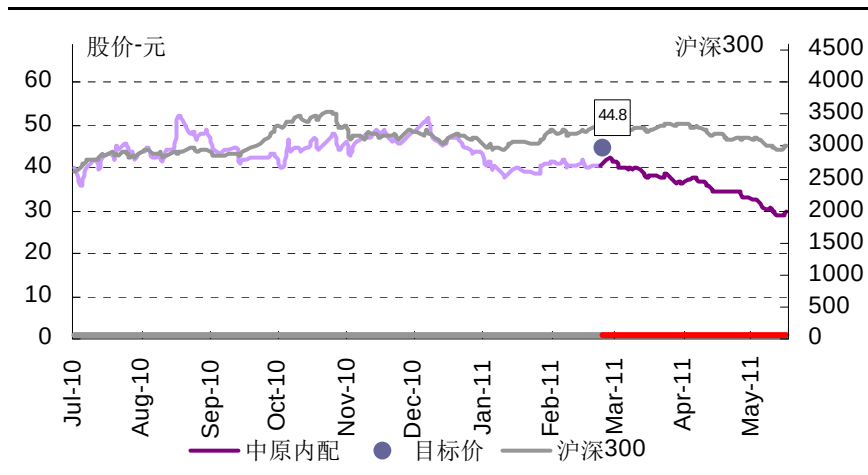
分析师声明

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，本证券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。

投资建议历史表现图

中原内配（002448）

分析师：于特



日期	股价	目标价	评级
2011-03-10	40.42	44.80	增持
2011-04-20	37.28	44.80	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

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。

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
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@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
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
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

风险提示及免责声明

本证券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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。