

中原内配(002448)调研报告

——稳健增长的隐形冠军

可选消费/汽车零部件

推荐

维持评级

发布时间: 2012 年 2 月 14 日

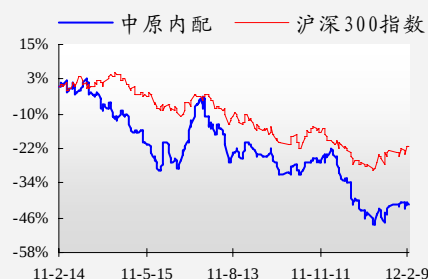
投资要点:

- 公司是世界三强、亚洲第一的气缸套生产企业。公司产品主要用于商用车及工程机械、乘用车、农业机械等。截至 2010 年底,公司气缸套产品连续二十三年居中国市场产销量第一,连续二十一年居亚洲市场产销量第一。公司是典型的隐形冠军,行业地位突出。
- 2010 年,公司国内市场占有率仅为 20.15%,未来国内市场占有率有望达到 30-50%,仍有较大的发展空间。公司是国内同行业中唯一一家具备大批量生产欧 IV、欧 V 标准气缸套能力的企业。我国自 2013 年 7 月 1 日起,将强制推行商用车国 IV 排放标准,届时公司国内市场占有率有望大幅提升。
- 公司在国际市场上的占有率仅为 10%左右。根据调研,公司目前给通用、福特等公司的配套比例都只在 15-20%,理想的配套比例在 50%,所以拓展空间巨大。与竞争对手相比,公司具有质量、规模、服务、成本等诸多优势,未来在国际市场的占有率有望拓展到 30%以上。
- 未来 3-5 年,公司新客户、新订单持续增加,产能持续扩张,稳健成长值得期待。预计未来 3 年内,公司将新增订单需求 2000 万只。
- 我们预测公司 2012-2013 年 EPS 分别为 1.73 元、2.11 元,2012 年动态 PE 为 14.05X,给予公司 18-20 倍的合理 PE,公司合理估值区间为 29.70-33.00 元,给予公司推荐的投资评级。
- 公司的投资风险来自于两个方面: a) 国内国际经济大幅衰退; b) 生铁、废钢等原材料的大幅走高。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010A	822		104		1.13		21.51	
2011E	1025	24.66	126	24.77	1.36		17.88	
2012E	1210	18.05	160	27.21	1.73		14.05	
2013E	1392	15.00	195	21.88	2.11		11.52	

走势图



市场数据

2012-2-13

收盘价:	24.31 元
52 周最高价:	42.38 元
52 周最低价:	20.14 元
平均持仓成本:	30.30 元

基本数据

2011Q3

总股本(万股):	9,251
流通 A 股(万股):	9,251
每股收益(元):	1.09
每股净资产(元):	10.50
每股经营现金流(元):	0.62
市净率:	2.32

分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007

TEL: (8621)2036 1162

FAX: (8621)2036 1159

Email: llx365 @vip.sina.com

地址: 上海市源深路 305 号 4 楼

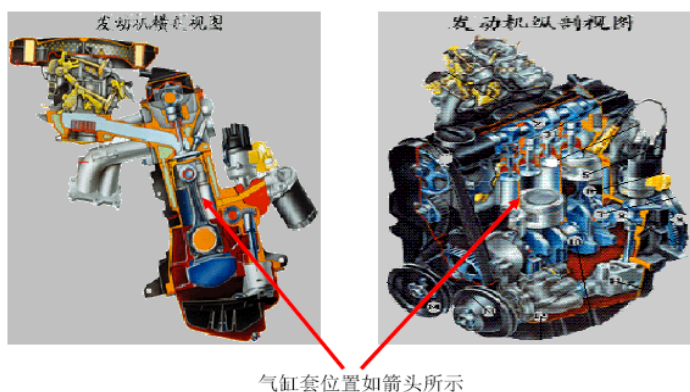
邮编: 200135

一、公司是世界三强、亚洲最大的气缸套生产企业，竞争优势突出。

(1) 公司产品主要用于商用车及工程机械、乘用车、农业机械等。

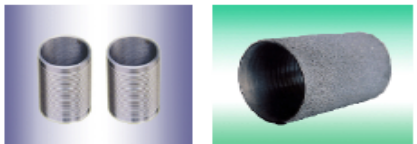
公司属于内燃机配件行业，主营业务为内燃机气缸套的生产和销售，主要产品为各种气缸套。气缸套是镶在内燃机缸体内的筒形零件，作用是气缸盖、活塞、活塞环组成了内燃机的“心脏”——燃烧室。燃料在燃烧室内通过进气、压缩、燃烧、膨胀等过程，将热能转化为机械能。因此，气缸套是内燃机中工作条件最恶劣、最关键的零件之一，广泛应用于乘用车、商用车、农业机械、工程机械、船舶、园林机械、铁道内燃机车等动力领域。

图1 气缸套在发动机中的位置



资料来源：公司招股说明书

图2 气缸套产品类型、外观及用途

产品类型	产品外观	主要用途
湿式气缸套		气缸套外壁通过水道与发动机冷却水直接接触，广泛应用于各类发动机
干式气缸套		气缸套本身不与冷却水直接接触，冷却水道在机体内部，广泛应用于轻、中型发动机
铸入式气缸套		气缸套通过重力或压力铸造方式与铝机体结合为一体，又称铝包容式气缸套，广泛应用于全铝轿车发动机及小型通用机械
空调压缩机气缸套		按工作方式的不同，有往复式和旋转式，空调压缩机气缸套广泛应用于中、高档汽车

资料来源：公司招股说明书

气缸套产品按照最终用途分为乘用车气缸套、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。按照外表面是否与液体直接接触

分为湿式气缸套和干式气缸套两类；按照与缸体的配合方式分为装配式和铝包容式两类，按缸套缸径分为大口径和中小口径两类，大口径为130mm 以上，中小口径范围为40mm ~ 130mm，公司只生产中小口径的气缸套，主要用于商用车及工程机械、乘用车、农业机械等。

（2）公司是典型的隐形冠军，行业地位突出。

公司为世界三强、亚洲最大的气缸套生产企业。2010年公司气缸套产量超过2400万只，产品国内市场占有率达到38%以上，全球市场占有率超过10%。截至2010年底，公司气缸套产品连续二十三年居中国市场产销量第一，连续二十一年居亚洲市场产销量第一。

目前，国内仅有包括公司在内的少数气缸套企业，能够满足国内外客户的需求生产欧III技术要求的气缸套，而公司是国内同行业中唯一一家具备大批量生产欧IV、欧V标准气缸套能力的企业，是行业内极少数几家具备自主创新能力，能够与主机厂进行同步设计、同步开发的企业之一。

根据中国内燃机工业协会缸套、活塞环分会统计，截至2008年末，国内气缸套行业年产30万只规模以上的企业共12家，其中年产2000万只以上的企业1家（中原内配），年产500 ~ 2000万只的企业1家、年产200 ~ 500万只的企业4家，行业集中度较高，公司在行业中具有突出的竞争优势。

表1 公司在行业中的地位

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：公司招股说明书

国内主要竞争对手情况：

（1）扬州五亭桥缸套有限公司。该公司主要拥有生产设备600多台套，铸造和机加工生产线40多条；气缸套分为200多个规格品种，直径主要为75 ~ 300mm。2008年气缸套产量为1177万只，主要客户为一汽锡柴、一汽大柴、潍柴动力、上柴股份、扬柴动力等。

（2）江苏爱吉斯海珠机械有限公司。该公司为中国和捷克的合资公司，主要产品为发动机气缸套，年生产能力为450万只。2008年气缸套产量为452万只，主要客户一汽锡柴、南汽集团、江淮动力、扬柴动力、时风集团等，部分产品出口到东南亚等国家和地区。

（3）广东肇庆动力配件有限公司。该公司主要产品为发动机气缸套，年生产能力为540万只。2008年气缸套产量为460万只，主要客户为广西玉柴、一汽大柴等。

国际主要竞争对手情况：

（1）Mahle（马勒）：德国马勒集团是目前世界上规模最大的活塞开发、制造厂家。2007年，马勒集团销售额为50.6亿欧元。其中，活塞产量超过1亿只，气缸套总产能约1700万只，生产基地分布在奥地利、波兰、巴西、日本等地区。目前，马勒集团在南京、重庆、广州、天津、上海等国内各地成立8家工厂，主要生产活塞、轴瓦、燃油滤清器等产品，并未在国内生产气缸套。

（2）Federal-Mogul（辉门）：美国辉门公司是全球十大汽车零部件企业之一，服务于全球的主机厂和售后市场。目前辉门在全球24个国家拥有超过130家工厂，产品包括活塞、轴瓦、活塞环、气缸套、点火系统等。其中，活塞环产量位列全球第一，主机配套客户包

括奔驰、大众、通用、福特、丰田等世界主要整车厂商；气缸套生产基地主要分布在德国、意大利、法国、波兰、土耳其、美国等地区。目前，辉门公司已在上海、广州、青岛、安庆、武汉、南昌等地设立8家合资公司，其中有一家合资公司生产气缸套产品，即安庆帝伯格次缸套有限公司（辉门与日本帝国、安庆环新公司合资组建），目前，该公司生产规模较小，市场主要面向日系产品，与本公司并无直接竞争。

二、2010年，公司国内市场占有率仅为20.15%，未来国内市场占有率有望达到30-50%，仍有较大的发展空间。

（1）为商用车主机配套是公司的传统优势。在柴油发动机中，铸铁缸体占绝大部分。一般必须配备气缸套。目前，中国重汽、东风康明斯、东风朝柴、一汽大柴、一汽锡柴、广西玉柴、中国一拖、上柴、雷沃动力、扬柴、新柴、云内动力、全柴、莱动、江苏四达、东安动力、江铃汽车、常柴股份、常发动力、江淮动力等都是公司的客户，公司占据上述这些公司气缸套采购量的50%-100%。公司还是国内唯一进入康明斯、国际卡车等全球采购系统的发动机零部件企业。我国自2013年7月1日起，将强制推行商用车国IV排放标准，公司是国内唯一能够生产符合国IV排放标准的气缸体企业，将面临较大的提升市场份额的机遇。

（2）在乘用车全铝发动机领域，公司具有极强的先发优势，未来国内市场份额有望大幅提升。随着轿车发动机轻量化发展，全铝发动机开始替代铸铁发动机，也开始配备气缸套，带来新的气缸套增量需求。自2002年起，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气缸套，在乘用车气缸套的研发和制造方面已取得领先优势。公司为国际知名汽车主机厂商戴姆勒·奔驰、菲亚特、标致雪铁龙、现代、马自达等的气缸套的战略合作供应商。

在2008年以前，国内汽车市场中全铝发动机基本全部由国外进口，并且主要在国内合资品牌高端车型中使用。2006年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。自2008年以来，奇瑞汽车、一汽轿车、上汽名爵、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了全铝发动机，未来我国全铝发动机市场空间巨大。随着公司产能的扩大，公司将大力拓展国内铸入式气缸套市场，凭借行业先发优势，在国内铸入式气缸套市场占据领先地位。

（3）2010年，公司国内市场占有率20.15%，公司未来国内市场占有率有望达到30-50%，仍有较大的发展空间。根据中国内燃机工业协会缸套、活塞环分会的统计，2010年，中原内配的国内市场占有率超过38%。值得注意的是，国内其它气缸套企业只对国内企业供货，而中原内配的数据包括国内和出口两部分。根据公司测算，扣除出口部分，中原内配2010年的国内市场占有率仅为20.15%，未来仍有较大的发展空间。

三、公司自2002年起就已全面纳入全球市场供货体系，目前国际市场份额仅为10%左右，未来拓展空间巨大。

公司在国际市场上的占有率为10%左右。根据调研,公司目前给通用、福特等公司的配套比例都只在15-20%,理想的配套比例在50%,所以拓展空间巨大。与竞争对手相比,公司具有质量、规模、服务、成本等诸多优势,未来在国际市场的占有率有望拓展到30%以上。

古蒂斯勒 CHRYSLER

通用

福特

NEMAK

康明斯

MERCURY 水星

国际卡车

康明斯

MWM

康明斯

科斯特罗马

斗山 DOOSAN

马自达

奔驰

菲亚特

PSA

佩奇欧

四、公司全部由自然人持股，董事长和总经理为前两大股东，锁定期至2013年7月，其余与2011年7月都已解禁。

公司IPO后，董事长薛德龙持股2257万股，占24.40%，总经理持股793万股，占8.57%，锁定期3年，截至2013年7月16日。其余所有股东锁定期为1年，截至2011年7月16日。

唯一战略投资人宇通集团持股750万股，占总股本8.11%。2011年11月，通过大宗交易和竞价卖出347.88万股，占3.76%，尚余402万股，占4.35%。

表2 公司唯一战略投资者宇通集团股权减持情况

股东名称	减持方式	减持期间	减持均价 (元/股)	减持数量 (股)	减持比例 (%)
郑州宇通集团有限公司	竞价交易	11月2日-14日	30.51	878,849	0.95%
	大宗交易	11月15日	30.12	800,000	0.87%
	大宗交易	11月17日	29.43	500,000	0.54%
	大宗交易	11月18日	30.25	500,000	0.54%
	大宗交易	11月22日	30.94	800,000	0.86%

资料来源：公司公告

五、未来3-5年，公司新客户、新订单持续增加，产能持续扩张，稳健成长值得期待。

(1) 公司新客户、新订单持续增加，预计未来3年内，公司将新增订单需求2000万只。

公司良好的信誉和国际一流的研发实力，赢得了美国通用、福特、等原有战略合作伙伴的信任，订单量大幅增加，新产品不断开发和量产。新的战略合作伙伴不断增多，公司拿到意大利菲亚特批量订单，与德国奔驰配套的新产品顺利通过台架试验。国内新客户、新产品也不断增加。

a) 德国戴姆勒·奔驰公司发动机气缸套开发项目

根据戴姆勒·奔驰战略规划，为了拓展2007年后欧美重型汽车市场，戴姆勒·奔驰汽车总部及其子公司底特律柴油机公司（DDC）正在研发新一代重型发动机，它将在2010年完全替换当前由DDC生产的S60发动机和其他由奔驰公司生产的相似的发动机。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。

目前公司已成为其重型发动机项目的气缸套首选合作商，并首次采用由奔驰公司提出零件质量目标，由本公司自选材质、联合开发的合作方式，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。

b) 公司成功拓展客户菲亚特动力科技公司，正式成为供应商。

2011年月，公司公告，经过三年的技术攻关，公司成功通过菲亚特动力科技公司（简称FPT）的二方审核，成为其供应商。

FPT创立于2005年3月，是菲亚特集团旗下专营动力总成的子公司，其成立之时即整合了菲亚特集团汽车（菲亚特动力）、依维柯公司（依维柯发动机）、菲亚特研究中心与Elasis公司等几家公司动力系统方面的业务。FPT能够满足几乎所有动力需求，其发动机、变速器广泛应用于汽车（轿车、商用车、卡车、公交车、特殊用途汽车）、工业（建筑设备、农用机械以及固定式设备）、船用（休闲、专业应用）、发电机（发电机组）。由此，FPT成为全球汽车动力总成的佼佼者，其发动机年产量高达310万台，变速器和车桥年产量250万

套。

c) 巴西国际卡车（MWM）重型发动机气缸套研发项目

该项目是为美国国际卡车和巴西国际卡车正在研发的新一代发动机配套，主要开发三种型号的中重型卡车发动机气缸套产品。此三种产品由本公司自选材质、自行设计研发，产品排放水平将达到欧IV以上标准。公司已经开始向国际卡车和巴西MWM公司进行批量供货，并且供货数量持续增加，预计未来2-3年将分别形成70万只/年和80万只/年的气缸套需求量

由于产能的限制，2011年上半年公司已放弃国内外客户300余万只的订单，预计2011年度将会放弃订单400万只左右。未来1-3年内，随着新市场、新产品的开发，预计公司将新增订单需求2,000万只。

2011年8月，公司公告定向增发方案，其中公司拟新增产能的市场需求已经落实：

在乘用车市场方面，国外乘用车产品主要为美国通用、福特配套；国内乘用车产品主要为神龙汽车、东风乘用车等公司配套。国外客户产品已通过客户的认证与测试，预计2013年开始量产；国内客户已签订产品开发协议，正处于开发阶段，预计2012年下半年逐步量产。在商用车市场方面，国外商用车产品主要为美国国际卡车、意大利菲亚特、德国戴姆勒等公司配套；国内商用车产品主要为中国重汽、广西玉柴、东风康明斯、一汽锡柴等公司配套。公司与国内外客户均已签订产品开发协议，产品正在进行测试，部分已实现小批量装机试验，预计2012年下半年逐步量产。

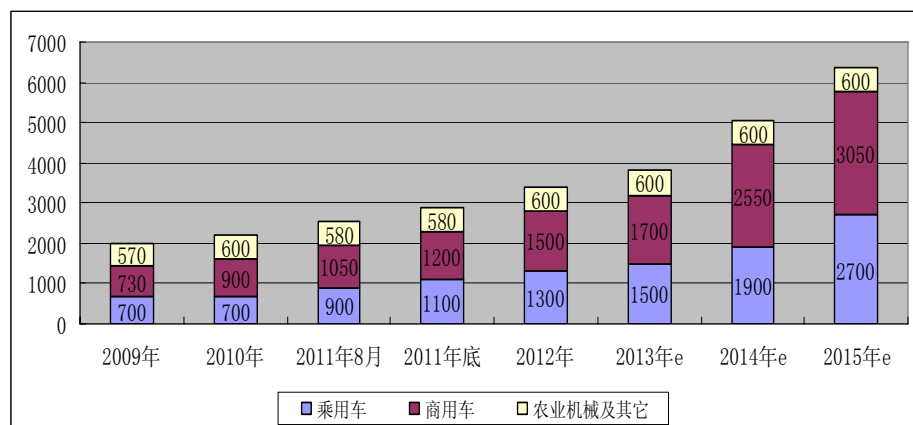
（2）公司产能持续扩张，为公司未来3-5年业绩增长提供保障。

2010年上市融资4.81亿元，新增1000万产能，2011年8月已建成投产。截止2011年6月30日投资项目产能利用率为13.57%，贡献净利润857.14万元，预计2011年全年贡献利润3000万元。公司IPO时承诺全部达产后年贡献净利润4971万元，预计基本可以实现。

公司2011年8月公告定向增发方案，拟募资5.44亿元，发行不超过2500万股（发行价不低于29.42元），募集资金全部用于新增缸套产能1300万套。项目建成期22个月，达产后总产能4500万只。项目达产后，预计新增销售收入66,725.90万元、利润总额12,702.40万元、净利润9,526.80万元。定向增发方案公告中披露，2011年公司因产能不足放弃400万套订单。

由于公司股价跌破29.40元，近期维持在24.00元左右，原定向增发方案无法进行。我们判断，公司迫切需要扩充产能，预计公司将调低定向增发价格，积极推动定向增发募资成功。如果迟迟得不到增发资金，公司有可能会通过贷款等方式筹资推动新产能建设，满足市场需求。

图5公司产能扩张预期（单位：万套）



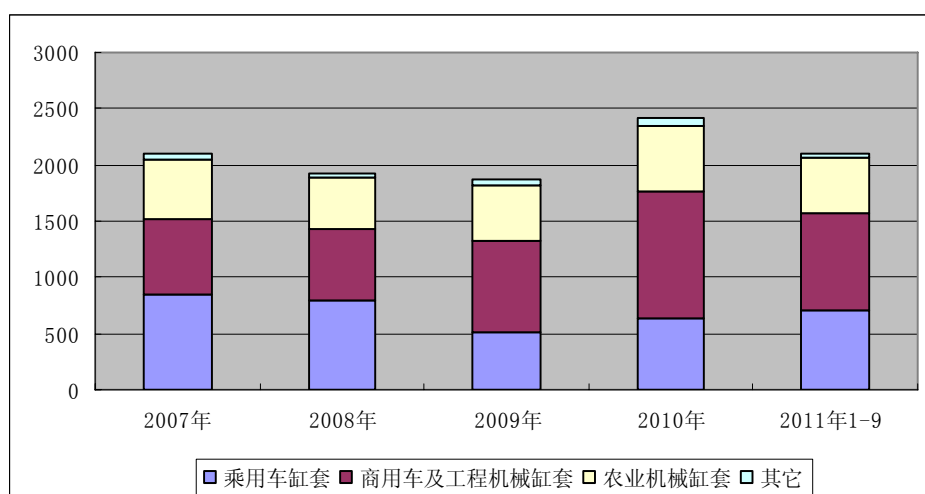
资料来源：公司公告，东北证券

六、未来几年业绩稳健增长确定性高，给予推荐的投资评级。

(1) 公司产品销量、收入、国内和国际构成比较均衡，业绩波动相对较小。

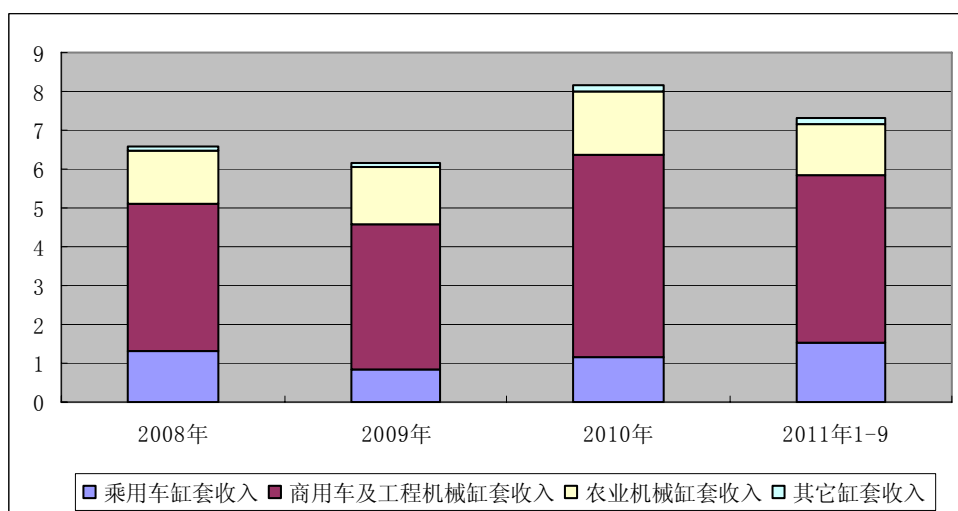
公司产品的销量和收入在乘用车、商用车及工程机械和农业机械三块配套的比例比较均衡，并且公司出口收入占比在30%以上，2011年1-9月更是高达41.74%。乘用车缸套销量同商用车及工程机械缸套和农业机械缸套的合计销量之比稳定在4: 6的比例关系，未来乘用车缸套的占比有望持续提升。

图6公司分产品销量统计（单位：万套）



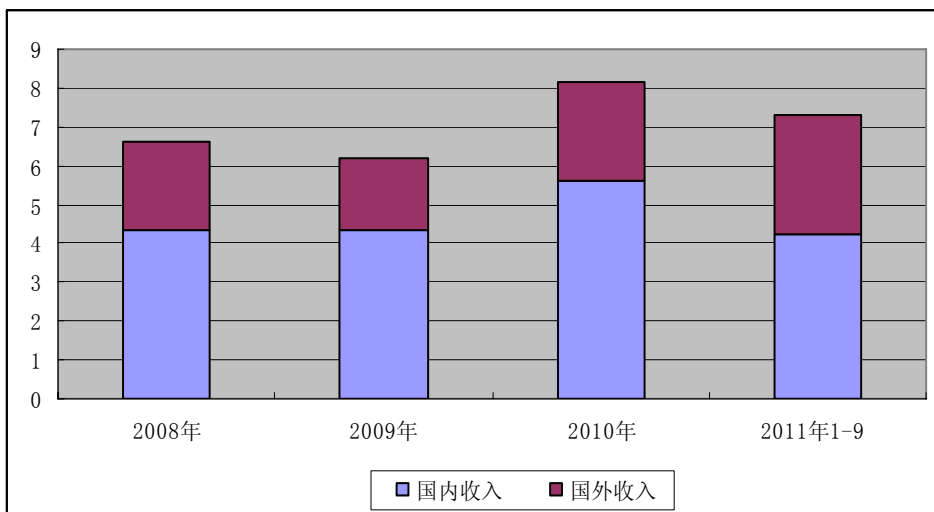
资料来源：公司公告，东北证券

图7公司分产品收入统计（单位：亿元）



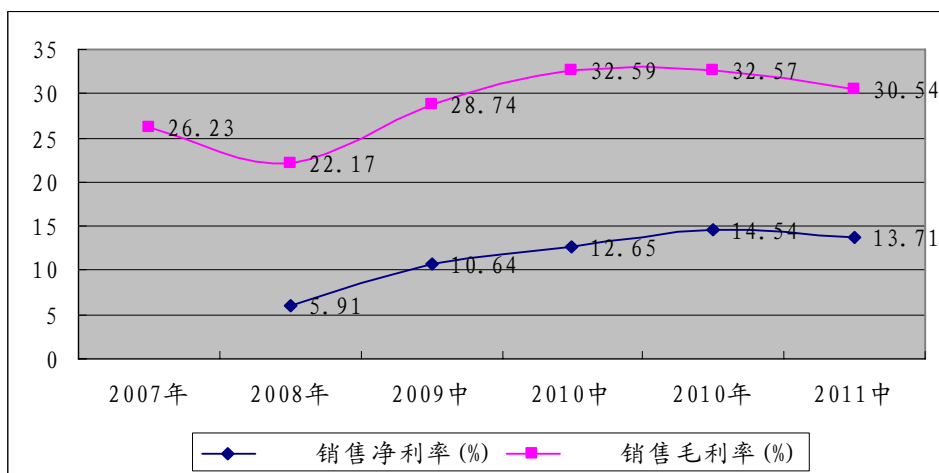
资料来源：公司公告，东北证券

图7公司国内、国际收入统计（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东北证券

图7公司销售毛利率和销售净利率统计（单位：%）



资料来源：Wind资讯，东北证券

（2）未来几年业绩稳健增长确定性高。

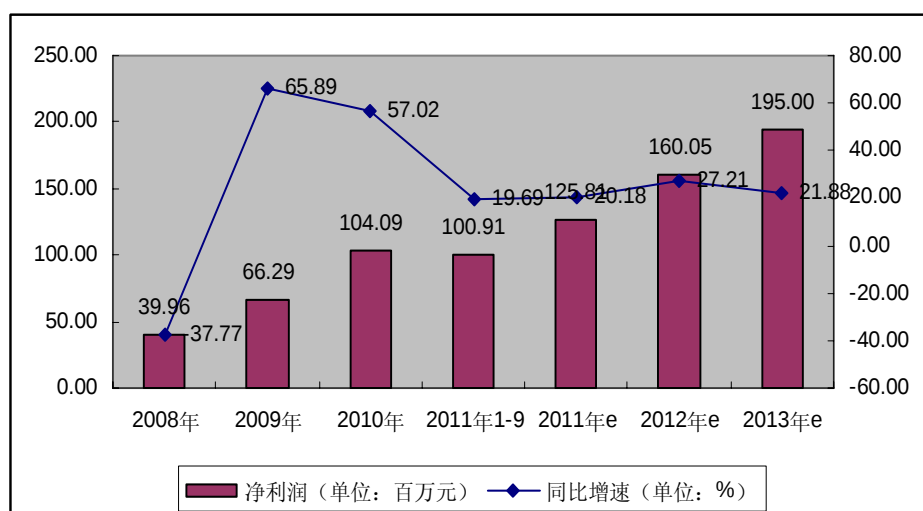
2011年业绩：公司已发布2011年业绩预增15%-40%的公告，主要原因是IPO部分产能释放。我们保守预计EPS为1.36元左右。

2012年业绩：因产能受限，2011年累计销量预计为2850万套，当年公司放弃400万套左右的订单。公司IPO项目于2012年初全部建成，并预计2012年一季度末全部达成，全年销量预计将达到3400万套，销量有望增长19.30%。综合考虑原材料价格处于低位、IPO项目的固定资产摊销、及费用率的下降等因素，业绩预计将增长27.21%，EPS为1.73元。

2013年业绩：公司表示将通过结构优化和挖潜，将2013年产能扩充15%左右，业绩增长基本有保证。

2014-2015年业绩：这两年的业绩增长要看公司定向增发募资进度，公司从2011年8月起就开始筹划再融资事宜。目前项目正在进行中，预计公司将通过调整增发价格完成增发。

图8公司净利润及增长率趋势



资料来源：公司公告，东北证券

（3）目前股价低估明显，给予公司推荐的投资评级。

综上分析，我们预测公司2012-2013年EPS分别为1.73元、2.11元。截止2月13日，公司收盘价为24.31元，2012年动态PE为14.05X，给予公司18-20倍的合理PE，公司合理估值区间为29.70-33.00元，给予公司推荐的投资评级。

（4）公司的投资风险来自于两个方面：a）国内国际经济大幅衰退；b）生铁、废钢等原材料的大幅走高。

表3中原内配（002448）盈利预测

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	822.24	1025	1210	1392
增长率 (%)		24.66%	18.05%	15.00%
营业成本	554.24	713	840	955
综合毛利率 (%)	32.59%	30.44%	30.58%	31.39%
营业税金及附加	5.94	6.5	8	10
销售费用	71.03	78	85	100
管理费用	63.25	66	75	80
财务费用	11.72	8	9	10
三项费用	146	152	169	190
期间费用率 (%)	17.76%	14.83%	13.97%	13.65%
资产减值损失	2.87	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	6.31	7.00	8.00	8.00
营业利润	119.5	145.5	186	230
营业利润率 (%)	14.53%	14.20%	15.37%	16.52%
营业外收入	7.54	8	8	8
营业外支出	0.62	0	0	0

利润总额	126.42	153.5	194	238
利润率 (%)	15.38%	14.98%	16.03%	17.10%
所得税	22.43	28	34	43
实际税负比率 (%)	18%	18%	18%	18%
净利润	103.99	125.5	160	195
少数股东权益	-0.09	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	104.08	125.5	160	195
增长率 (%)		24.77%	27.21%	21.88%
总股本 (百万股)	92.51	92.51	92.51	92.51
每股收益 (元)	1.13	1.36	1.73	2.11

资料来源：公司公告，东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。