

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

不断开拓国际市场，出口业务快速增长

——中原内配（002448）2011 年报点评

证券研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2012 年 4 月 16 日

报告关键要素：

近几年公司不断开拓国际市场，陆续取得知名大企业的配套权，出口业务收入持续快速增长。

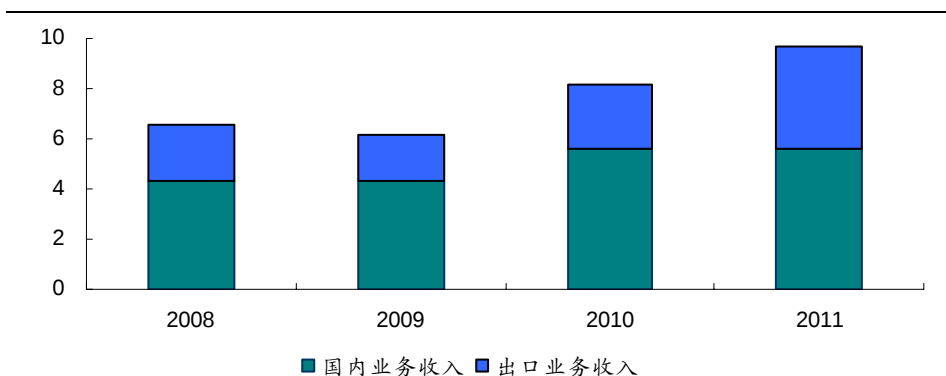
事件：

- **中原内配（002448）发布2011年年报和2012年一季报。**2011年公司实现营业收入9.76亿元，同比增长18.68%；净利润1.26亿元，同比增长20.99%；EPS为1.36元。2012年公司实现营业收入2.74亿元，同比增长10.51%；净利润0.41亿元，同比增长17.48%；EPS为0.44元。

点评：

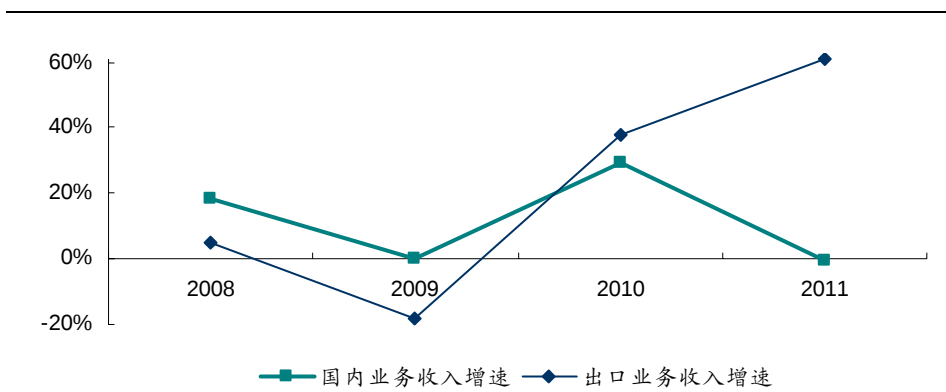
- **市场开拓成效显著，出口业务收入大幅增长。**在2011年国内汽车销量增速下滑，特别是商用车销量出现负增长的背景下，公司气缸套业务仍然取得了18%的同比增速。其中出口业务表现出色，收入较2010年增长60.82%，国内业务收入同比略降0.65%。出口业务的大幅增长是近几年公司不断开拓国际市场的结果，公司已经陆续取得了戴姆勒奔驰、菲亚特、国际卡车等企业的气缸套配套权，预计未来仍能保持快速发展趋势。在2011年增长的基础上，2012年一季度公司业务继续实现较快增长，收入同比增长10.51%。

图 1：国内业务与出口业务比例



资料来源：公司资料，中原证券

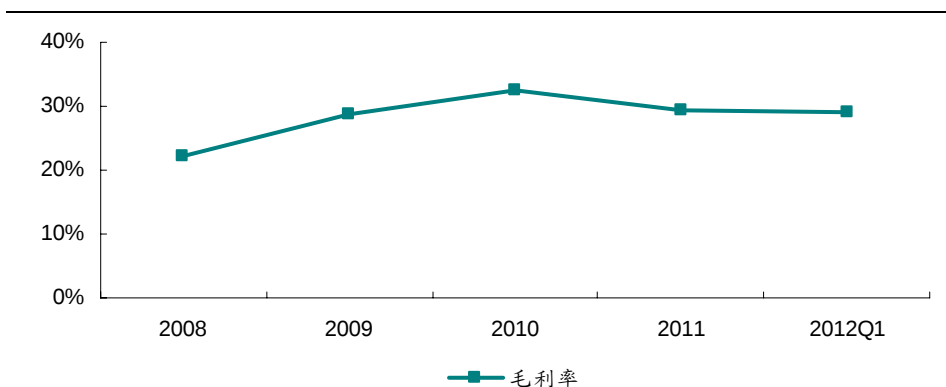
图 2: 国内业务与出口业务增速



资料来源: 公司资料, 中原证券

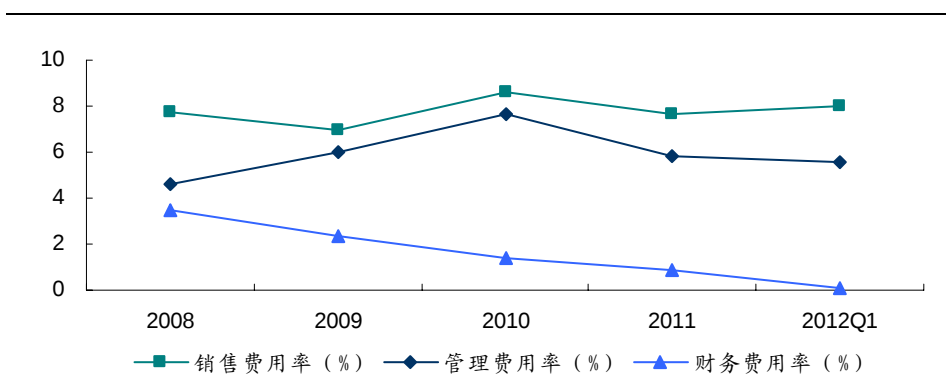
- **毛利率略降, 费用控制良好。**受国内商用车行业景气下滑影响, 公司国内业务毛利率从2010年的36.22%降至2011年32.13%。我们认为商用车行业虽然还处于低迷期, 但已经趋于稳定, 未来有望走出低迷期, 有利于国内业务规模和毛利率的提高。出口业务毛利率保持相对稳定并略有提升, 从2010年的24.68%上升至2011年的25.53%。整体看, 2011年公司业务毛利率为29.26%, 同比下降3.33个百分点。2012年一季度毛利率为29.18%, 表明盈利能力已经趋于稳定。从期间费用来看, 近几年来销售费用率和管理费用率均表现稳定, 财务费用率逐步下降, 有利于业绩提升。

图 3: 业务毛利率



资料来源: 公司资料, 中原证券

图 4: 三项费用率



资料来源: 公司资料, 中原证券



- **募投项目完全达产提升产能。**截止2011年底,公司募投项目1000万只气缸套项目投资进度为96.49%,2011年部分达产并实现收益3095万元。项目在2012年完全达产,将改善目前产能偏紧的格局,总产能达到3200万套。根据公司订单情况,这一产能仍不能充分满足市场需求,产能持续偏紧。根据公司资料,目前公司月订单已经达到350万只。
- **加快新型节能环保发动机气缸套项目建设,应对节能环保趋势。**由于非公开增发尚未完成,公司拟向对应的新型节能环保发动机气缸套项目以自筹资金预先投入不超过5000万元,以加快项目建设。项目达产后,将新增气缸套产能1300万套,以应对未来可能的产能紧张问题。节能环保是未来发动机发展的趋势之一,其中缸套的升级是重要途径。目前欧美都已经实施了相当于欧四的排放标准。虽然我国排放标准升级有所延后,但根据政策来看,2013年开始实施的可能性较大。公司作为气缸套龙头企业将充分受益于排放标准升级带来的市场发展机会。
- **盈利预测与投资建议。**预计随着国内汽车产销量增速见底回升,公司国内业务有望重获增长;海外市场业务仍将保持较快增速。预计公司2012-2013年EPS分别为1.71元和2.02元,对应4月13日收盘价的市盈率分别为15.14倍和12.78倍,我们看好公司作为气缸套行业龙头的发展趋势,维持“维持”评级。
- **风险提示:** 下游主机产销量增长达不到预期;国际市场开拓达不到预期;原材料价格大幅波动。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	8.22	9.76	11.54	13.40
增长比率 (%)	32.11	18.68	18.23	16.11
净利润 (亿元)	1.04	1.26	1.58	1.87
增长比率 (%)	57.02	20.99	25.40	18.53
每股收益 (元)	1.13	1.36	1.71	2.02
市盈率 (倍)	22.97	18.99	15.14	12.78

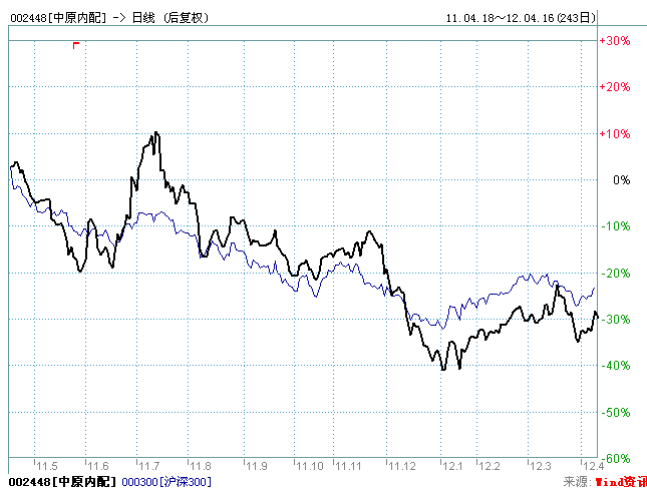
市场数据 (2012年4月13日)

收盘价 (元)	25.85
一年内最高/最低 (元)	40.50/20.14
沪深300	2580.45
市净率 (倍)	2.31
流通市值 (亿元)	16.03

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产 (元)	11.21
每股经营现金流 (元)	0.01
毛利率 (%)	29.18
净资产收益率 (%)	16.04
资产负债率 (%)	29.48
总股本/流通股 (亿股)	0.93/0.62
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。