

技术领先的汽车行业公共技术服务商

中国汽研 (601965) 新股报告

合理价格: 6.2-7.7 元
风险评级: 一般风险

2012 年 5 月 24 日

投资要点:

- ◇ **公司基本情况:** 中国汽研是我国汽车行业公共技术服务商之一, 由国家一类科研院所改制而成, 从事汽车领域技术服务和自身研发成果产业化制造业务, 包括汽车研发咨询、测试评价服务及专用汽车、轨道交通关键零部件、汽车燃气系统及关键零部件制造。
- ◇ **行业背景:** 1) 中国具有全球最大的汽车市场, 将推动汽车第三方研发咨询和检测评价市场持续发展; 2) 专用车方面, 公司积极调整结构, 从自卸车向环卫车、机场除冰车等高附加值产品转移; 3) 轨道交通业务, 公司积极从单轨向地铁、城轨、高铁等相关产品拓展; 4) 燃气汽车系统从商用车向轿车配套市场拓展并形成关键零部件的规模制造能力。
- ◇ **竞争优势:** 公司拥有八大研发平台 (三个为国家级平台), 获得四部委检测授权, 在整车、零部件、节能排放、碰撞安全、NVH (噪声振动舒适性)、燃气汽车等汽车技术研发和产品检测方面积累了丰富的技术和人才优势。
- ◇ **估值情况:** 预测公司2011、2012、2013年EPS分别为0.35元、0.42元和0.47元。我们选取业务与公司相关的上市公司与公司进行对比。相关公司11年平均动态市盈率为24.89倍, 12年的平均动态市盈率为18.66倍, 给予公司2011年20-25倍市盈率, 对应价格为6.2-7.7元, 对应12年市盈率分别为18-22倍。
- ◇ **风险提示:** 1) 行业政策变化; 2) 轨道交通客户集中度较高。

莫景成

SAC 执业证书编号:
S0340510120005
电话: 0769-22119441
邮箱: mjc@dgzq.com.cn

主要数据

发行价(元)	-
申购日期	-
发行股份 (万股)	19200
IPO 后总股本(万股)	64079
发行市盈率 (倍)	-
申购上限 (股)	-
上限资金 (万元)	-

公司主要财务指标预测表

单位 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,947.34	1,713.66	1,970.71	2,167.78
同比%	-9.72%	-12.00%	15.00%	10.00%
归属母公司净利润	200.11	225.52	268.91	302.80
同比%	44.38%	12.70%	19.24%	12.60%
毛利率%	19.88%	23.00%	23.40%	23.50%
ROE%	28.00%	11.00%	13.00%	15.00%
每股收益(元)	0.31	0.35	0.42	0.47
每股净资产(元)	1.12	3.20	3.23	3.15

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

估值与投资建议

募投资项目分析：

公司募资资金主要用于汽车技术研发与测试基地建设项目，项目总投资11.1亿元，建设内容主要包括：1) 新建汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室、EMC实验室、发动机环境模拟排放实验室；2) 改扩建汽车产品研发中心、国家燃气汽车工程研究中心、电动汽车技术研发中心、汽车电子技术研发中心、柴油机技术研发中心、轨道交通关键零部件制造中心；3) 改造升级整车及零部件实验室、节能与排放实验室等。

表 1：公司募投资项目

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	募集资金使用进度		
			2011年	2012年	2013年
汽车技术研发与测试基地建设项目	110972	95972	47766	47659	547

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

盈利预测假设：

※ 预计募投资项目12年四季度开始投产并产生效益。

※ 随着募投资项目达产，13年技术服务业务有望出现较快增长，预计12-14年分别增长20%、30%和20%；

※ 专用车业务12年依然低迷，13年开始恢复增长，预计12-14年分别增长-30%、10%、5%。

※ 轨道交通及专用车零件业务，与长春轨道签订的合同交付主要集中在12年，预计12年仍有较大增长，后续轨道交通业务的增长主要取决于新增订单的情况。预计本业务12-14年分别增长50%、2%、2%。

※ 汽车燃气系统业务，公司储备技术和产品国内领先，未来发展前景看好，预计13年后业务有较快发展，预计本业务12-14年分别增长15%、30%和30%。

具体分业务预测如下：

表 2：分业务预测结果

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
技术服务业务						
收入（万元）	20124.67	27760.23	42302.63	50763.16	65992.10	79190.52
增长率（%）		38%	52%	20%	30%	20%
毛利率（%）	40.70%	45.40%	42.90%	40.00%	39.00%	39.00%
毛利（万元）	8190.74	12603.14	18147.83	20305.26	25736.92	30884.30
专用车业务						
收入（万元）	109112.23	178452.49	132965.47	93075.83	102383.41	107502.58
增长率（%）		64%	-25%	-30%	10%	5%
毛利率（%）	4.60%	4.00%	4.90%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利（万元）	5019.16	7138.10	6515.31	4653.79	5119.17	5375.13
轨道交通及专用车零部件						

收入 (万元)	5242.08	5624.24	13839.10	20758.65	21173.82	21597.30
增长率 (%)		7%	146%	50%	2%	2%
毛利率 (%)	46.70%	55.40%	65.60%	60.00%	60.00%	55.00%
毛利 (万元)	2448.05	3115.83	9078.45	12455.19	12704.29	11878.51
汽车燃气系统及零部件						
收入 (万元)	3042.03	3715.78	4052.03	4659.83	6057.78	7875.12
增长率 (%)		22%	9%	15%	30%	30%
毛利率 (%)	45.90%	47.30%	40.20%	37.00%	35.00%	35.00%
毛利 (万元)	1396.29	1757.56	1628.92	1724.14	2120.22	2756.29
其他业务						
收入 (万元)	142.21	142.00	1575.00	1653.75	1736.44	1823.26
增长率 (%)		0%	1009%	5%	5%	5%
毛利率 (%)	17.90%	-4.40%	8.40%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利 (万元)	25.46	-6.25	132.30	82.69	86.82	91.16
合计收入 (万元)	137,521.0	215,552.7	193,159.2	169,257.5	195,607.1	216,165.5
增长率 (%)		56.74%	-10.39%	-12.37%	15.57%	10.51%
合计毛利 (万元)	17,054.2	24,614.6	35,370.5	39,138.4	45,680.6	50,894.2
综合毛利率 (%)	12.40%	11.42%	18.31%	23.12%	23.35%	23.54%

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

我们预计2011-2013年营收增长率为-12%、15%、10%；毛利率分别为23%、23.4%和23.5%。预测公司2012-14年的收入分别为17.14亿、19.71亿和21.78亿元；归属于母公司的净利润分别为2.26亿、2.69亿和3.03亿元，对应EPS分别为0.35元、0.42元和0.47元。预测如下表：

表 3：利润预测表

科目(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2013E
营业总收入	2,156.95	1,947.34	1,713.66	1,970.71	2,167.78
营业总成本	2,023.14	1,704.96	1,437.19	1,642.46	1,798.18
营业成本	1,885.09	1,560.20	1,319.52	1,509.56	1,658.35
营业税金及附加	25.63	31.99	20.56	25.62	28.18
销售费用	29.83	28.91	25.70	29.56	31.43
管理费用	79.25	85.15	75.40	86.71	93.21
财务费用	-0.90	-7.42	-10.00	-15.00	-20.00
资产减值损失	4.25	6.13	6.00	6.00	7.00
其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.63	-2.34	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	151.43	240.04	276.47	328.26	369.60
加 营业外收入	36.72	13.41	10.00	13.00	15.00
减 营业外支出	0.37	0.79	0.30	0.40	0.50
利润总额	187.78	252.66	286.17	340.86	384.10
减 所得税	30.73	42.70	48.65	57.95	65.30
实际所得税率	16.36%	16.90%	17.00%	17.00%	17.00%

净利润	157.05	209.96	237.52	282.91	318.80
减少少数股东损益	18.45	9.85	12.00	14.00	16.00
归母公司所有者的净利润	138.60	200.11	225.52	268.91	302.80
最新总股本(万股)	64,079	64,079	64,079	64,079	64,079
基本每股收益(元)	0.22	0.31	0.35	0.42	0.47

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

相对估值法

我们选取业务与公司相关的上市公司与公司进行对比。相关公司11年平均动态市盈率为24.89倍，12年的平均动态市盈率为18.66倍，给予公司2011年20-25倍市盈率，对应价格为6.2-7.7元，对应12年市盈率分别为18-22倍。

表 4：可比公司估值

代码	简称	收盘价	总股本	EPS			PE		
		2012/5/23	(百万)	2011	2012	2013	2011	2012	2013
300215.SZ	电科院	41.49	90.00	0.97	1.45	1.99	42.77	28.61	20.85
300012.SZ	华测检测	19.64	183.98	0.52	0.67	0.87	37.77	29.31	22.57
600375.SH	华菱星马	11.43	405.74	1.24	1.36	1.78	9.22	8.40	6.42
000157.SZ	中联重科	10.30	7,705.95	1.05	1.24	1.48	9.81	8.31	6.96
	行业平均						24.89	18.66	14.20

数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

投资建议

预测公司2011、2012、2013年EPS分别为0.35元、0.42元和0.47元。我们选取业务与公司相关的上市公司与公司进行对比。相关公司11年平均动态市盈率为24.89倍，12年的平均动态市盈率为18.66倍，给予公司2011年20-25倍市盈率，对应价格为6.2-7.7元，对应12年市盈率分别为18-22倍。

风险因素

- 1) 行业政策变化；
- 2) 轨道交通客户集中度较高。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119430