



买入

16% ↑

目标价格: 人民币9.39

原目标价格: 人民币8.12

601965.CH

价格: 人民币 8.07

目标价格基础: 18倍13年市盈率

板块评级: 中立

中国汽研

2012年业绩超出市场预期

根据公司业绩快报, 2012年公司预计实现归属于母公司净利润约2.97亿元, 同比增长48.6%, 折合每股收益0.46元, 公司全年业绩大幅超出市场预期。我们认为, 公司业绩超预期主要是由于2012年4季度毛利率较高的技术服务业务收入占比大幅提升推动公司盈利显著改善。我们认为募投项目投产后, 公司将逐步发展成国内领先的汽车工程技术应用服务商和高科技产品集成供应商, 公司的技术服务业务将实现持续快速增长。根据公司轨道交通订单的执行进度, 我们预计, 2013年起公司轨道交通业务收入及盈利或将出现下滑。受益于LNG产业的蓬勃发展, 公司燃气系统业务有望实现快速增长, 但短期内该业务对公司盈利的贡献尚不显著。我们上调公司2013-14年每股收益至0.52元、0.57元, 目标价格上调至9.39元, 公司估值不贵, 维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 根据业绩快报, 2012年公司实现营业收入约11.5亿元, 同比下滑41%, 实现归属于母公司净利润约2.97亿元, 同比增长48.6%, 折合每股收益0.46元。
- 2012年4季度, 公司实现营业收入2.9亿元, 同比下滑0.4%, 实现归属于母公司净利润0.91亿元, 同比增长108.8%, 环比增长44.5%, 折合每股收益0.14元。
- 我们估计, 2012年公司技术服务业务收入同比增长30%左右, 主要是受益于在手的技术服务订单顺利执行。我们认为随着公司募投项目投产, 未来两年技术服务业务收入仍将保持20%左右的增速。
- 我们估计, 2012年公司轨道交通订单执行约160台, 较2011年的96台大幅增长约67%; 预计全年轨道交通业务净利润增长70%左右。根据公司轨交订单执行进度, 未来两年轨交业务收入及盈利或将出现明显下滑。

评级面临的主要风险

- 轨道交通业务收入及盈利下滑幅度超出预期。

估值

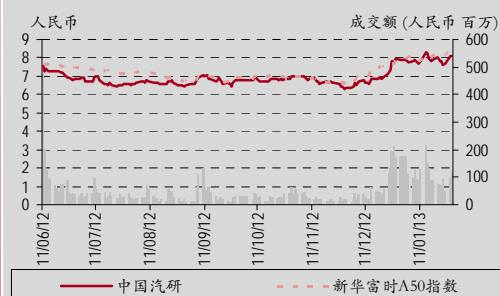
- 我们上调公司2013-14年每股收益预测至0.52元、0.57元, 基于18倍2013年预期市盈率, 将公司目标价由8.12元上调至9.39元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,157	1,947	1,148	1,375	1,570
变动(%)	57	(10)	(41)	20	14
净利润(人民币 百万)	139	200	297	334	366
全面摊薄每股收益(人民币)	0.216	0.312	0.464	0.521	0.571
变动(%)	84.2	44.4	48.6	12.4	9.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.436	0.506	0.584
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.406	0.477	0.564
调整幅度(%)	-	-	14.3	9.8	1.7
核心每股收益(人民币)	0.226	0.316	0.472	0.526	0.576
变动(%)	90.8	39.9	49.7	11.4	9.3
全面摊薄市盈率(倍)	37.3	25.8	17.4	15.5	14.1
核心市盈率(倍)	35.8	25.6	17.1	15.3	14.0
每股现金流量(人民币)	0.54	(0.14)	0.40	0.52	0.82
价格/每股现金流量(倍)	15.0	(59.3)	20.4	15.6	9.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.2	12.2	9.5	8.2	6.4
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.070	0.104	0.114
股息率(%)	0.0	0.0	0.9	1.3	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	1	17.6	-
相对新华富时 A50 指数	-	(8)	(8.0)	-

发行股数(百万)	641
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	5,171
3个月日均交易额(人民币 百万)	54
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
中国通用技术(集团)控股有限责任公司	64

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年1月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车

王玉笙

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

* 宋佳佳为本报重要贡献者

全年业绩超出市场预期

根据公司业绩快报，2012年中国汽研预计实现营业收入11.5亿元，同比下滑41%，实现归属于母公司净利润2.97亿元，同比增长48.6%，折合每股收益0.46元。其中，4季度公司营业收入2.9亿元，同比下滑0.4%，实现归属于母公司净利润0.91亿元，同比增长108.8%，环比增长44.5%，折合每股收益0.14元。

我们认为，公司2012年业绩大幅增长，主要是由于以下几方面原因：

- 1) 轨道交通订单顺利执行。我们预计2012年公司轨道交通订单执行约160台，较2011年的96台大幅增长约67%。我们预计，2012年轨交业务对公司净利润的贡献在1亿元左右，而2011年轨交业务净利润仅6,000万元左右。
- 2) 技术服务业务保持快速增长。我们认为，受益于在手技术服务订单的稳健执行，2012年公司技术服务业务收入预计同比增长30%左右。我们预计受人工成本、外协费用快速增长影响，2012年技术服务业务毛利率出现一定下滑，但受益于收入的快速增长，公司技术服务业务盈利增长仍较强劲。
- 3) 政府补贴大幅增长。我们预计2012年公司营业外收入（主要是政府补贴收入）约3,300万元，较2011年大幅增长约2,000万元或146%。

我们认为，公司2012年4季度业绩大幅超预期主要是由于公司毛利率较高的技术服务业务订单执行情况超出预期，推动公司4季度业务结构较去年同期明显改善。

图表 1. 中国汽研 2012 年业绩快报披露数据及预测

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年(E)	同比增长 (%)	2012 年 4 季度(E)	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入*	1,947	1,148	(41.0)	292	(0.4)	4.3
营业成本	1,560	669	(57.1)	152	(22.1)	(8.5)
营业税金及附加	32	32	(0.5)	10	(39.3)	32.8
主营业务利润	355	447	25.9	130	59.4	22.4
销售费用	29	33	13.4	10	26.6	14.9
管理费用	85	96	12.8	26	(2.9)	6.6
财务费用	(7)	(10)	37.5	(5)	113.3	64.2
资产减值损失	6	1	(85.4)	1	-	-
营业利润*	242	328	35.1	98	119.3	29.1
投资收益	(2)	(3)	9.4	0	-	-
营业外收入	13	33	146.3	13	29.6	6,846.1
营业外支出	1	1	65.8	0	-	-
利润总额*	253	357	41.2	111	111.7	47.4
所得税	43	60	39.4	20	159.7	69.9
少数股东损益	10	(0)	(102.3)	0	-	-
净利润*	200	297	48.6	91	108.8	44.5
每股收益(元)	0.31	0.46		0.14		

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

注：*部分为公司业绩快报披露数据，其余为我们的预测

盈利预测及估值

我们认为募投项目投产后，公司将逐步发展成国内领先的汽车工程技术应用服务商和高科技产品集成供应商，公司的技术服务业务将实现持续快速增长。根据公司轨道交通订单的执行进度，我们预计，2013年起公司轨道交通业务收入及盈利或将出现下滑。受益于 LNG 产业的蓬勃发展，公司燃气系统业务有望实现快速增长，但短期内该业务对公司盈利的贡献尚不显著。

考虑到公司技术服务业务具备较强的盈利成长性，我们小幅上调公司 2013-14 年每股收益预测至 0.52 元、0.57 元，基于 18 倍 2013 年预期市盈率，将公司目标价由 8.12 元上调至 9.39 元，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,157	1,947	1,148	1,375	1,570
销售成本	(1,911)	(1,592)	(701)	(876)	(1,023)
经营费用	(83)	(83)	(79)	(61)	(37)
息税折旧前利润	163	273	368	438	509
折旧及摊销	(30)	(38)	(50)	(78)	(115)
经营利润(息税前利润)	133	235	317	360	394
净利息收入/(费用)	1	7	10	20	21
其他收益/(损失)	54	10	29	22	24
税前利润	188	253	357	402	440
所得税	(31)	(43)	(60)	(64)	(70)
少数股东权益	(18)	(10)	0	(4)	(4)
净利润	139	200	297	334	366
核心净利润	145	202	303	337	369
每股收益(人民币)	0.216	0.312	0.464	0.521	0.571
核心每股收益(人民币)	0.226	0.316	0.472	0.526	0.576
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.070	0.104	0.114
收入增长(%)	57	(10)	(41)	20	14
息税前利润增长(%)	49	77	35	13	10
息税折旧前利润增长(%)	43	67	35	19	16
每股收益增长(%)	84	44	49	12	9
核心每股收益增长(%)	91	40	50	11	9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	188	253	357	402	440
折旧与摊销	30	38	50	78	115
净利息费用	(1)	(7)	(10)	(20)	(21)
运营资本变动	262	(251)	(123)	8	86
税金	(31)	(43)	(60)	(64)	(70)
其他经营现金流	(103)	(77)	39	(72)	(26)
经营活动产生的现金流	345	(87)	254	332	524
购买固定资产净值	(174)	(258)	(455)	(447)	(152)
投资减少/增加	0	1	(3)	2	4
其他投资现金流	495	38	0	0	0
投资活动产生的现金流	320	(219)	(457)	(445)	(148)
净增权益	0	0	1,574	0	0
净增债务	0	(190)	(10)	0	0
支付股息	0	0	0	(45)	(67)
其他融资现金流	146	232	23	34	37
融资活动产生的现金流	146	42	1,587	(11)	(30)
现金变动	811	(264)	1,384	(124)	345
期初现金	48	619	356	1,740	1,616
公司自由现金流	665	(306)	(204)	(113)	376
权益自由现金流	666	(488)	(203)	(93)	397

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	860	356	1,740	1,616	1,961
应收帐款	146	152	138	165	188
库存	252	329	297	374	402
其他流动资产	179	134	150	200	200
流动资产总计	1,436	971	2,325	2,354	2,751
固定资产	429	701	1,115	1,488	1,526
无形资产	263	260	250	245	245
其他长期资产	46	43	43	43	43
长期资产总计	738	1,004	1,407	1,776	1,813
总资产	2,174	1,975	3,731	4,130	4,564
应付帐款	936	680	558	644	755
短期债务	0	10	0	0	0
其他流动负债	250	31	35	40	45
流动负债总计	1,186	721	593	684	800
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	106	127	139	153	169
股本	449	449	641	641	641
储备	394	629	2,308	2,598	2,897
股东权益	842	1,077	2,949	3,239	3,538
少数股东权益	40	50	50	54	58
总负债及权益	2,174	1,975	3,731	4,130	4,564
每股帐面价值(人民币)	1.88	2.40	4.60	5.05	5.52
每股有形资产(人民币)	1.29	1.82	4.21	4.67	5.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.92)	(0.77)	(2.71)	(2.52)	(3.06)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.6	14.0	32.0	31.8	32.4
息税前利润率(%)	6.2	12.1	27.6	26.2	25.1
税前利润率(%)	8.7	13.0	31.1	29.2	28.0
净利率(%)	6.4	10.3	25.9	24.3	23.3
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	3.9	3.4	3.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.9	3.4	2.9	2.9
估值					
市盈率(倍)	37.3	25.8	17.4	15.5	14.1
核心业务市盈率(倍)	35.8	25.6	17.1	15.3	14.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	41.6	29.7	19.9	17.8	16.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	4.3	3.4	1.8	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	15.0	(59.3)	20.4	15.6	9.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.2	12.2	9.5	8.2	6.4
周转率					
存货周转天数	39.4	66.6	163.1	139.8	138.3
应收帐款周转天数	23.3	27.9	46.1	40.2	41.1
应付帐款周转天数	129.7	151.4	196.7	159.5	162.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	15.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	18.0	20.8	14.8	10.8	10.8
资产收益率(%)	5.9	9.4	9.3	7.7	7.6
已运用资本收益率(%)	16.5	23.3	15.3	11.4	11.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371