

今年大量产能释放 高毛利率继续维持

公司简报

◆公司发布年报, 净利润同比增长 48.6%, 每 10 股派发现金红利 1 元

公司发布年报, 2012 年公司实现营业收入 11.4 亿元, 同比下降 41.3%; 利润总额 3.6 亿元, 同比增长 41.2%; 净利润 3.0 亿元, 同比增长 48.8%, 拟向全体股东按每 10 股派发现金红利 1.0 元(含税)。

◆2013 年将迎来产能大释放, 募投项目预计 2013 年 6 月陆续投入使用

从资产负债表看, 截止 2012 年底公司的在建工程高达 7.8 亿元, 是现有固定资产的 2.6 倍, 原因是公司的募投项目“汽车技术研发与测试评价基地建设”已完成厂房工程建设, 碰撞、排放、NVH、EMC、电动汽车等新建重点实验室进入设备安装阶段, 完工进度已达 76%, 计划 2013 年 6 月实施陆续投入使用。

◆十二五计划新增投资 8.3 亿元, 2013 年资本开支 5 亿元

公司在过去 2 年的固定资产投资分别为 2.6 亿元和 4.1 亿元, 公司在“十二五”期间, 除募投项目外, 规划的新增投资规模还有约 8.3 亿元(其中计划使用超募资金 5.5 亿元, 自有资金 2.8 亿元), 其中仅 2013 年资本性资金支出需求约 5 亿。

◆技术与质量标准提高, 自主品牌加大研发投入拉动技术服务需求

公司的新增投资主要用于提高技术服务产能和燃气汽车产业化。我们认为, 公司在十二五期间大规模扩张技术服务产能, 源于国内汽车行业技术和质量标准提高。国 4 排放法规、商用车燃料消耗量限值、汽车“三包”等法律法规的实施, 都要求车企在产品上市之前做更多的产品测试。

◆汽车行业技术服务业的发展滞后于汽车行业的发展, 维持“买入”评级

实际上过去 2 年不仅公司在扩充产能, 中国汽车技术研究中心等国内其他汽车行业技术服务机构也均在大规模扩张产能。我们认为, 从汽车产业发展的顺序而言, 从“市场换技术”到自主创新, 从以消费者为“试车员”到汽车“三包”, 汽车行业的技术服务业滞后于汽车行业的发展, 当汽车行业进入低速增长之后, 汽车行业技术服务业仍有望保持多年的高速增长。我们看好公司未来 3 年的发展, 维持“买入”评级和 6 个月 10.80 元的目标价。

业绩预测和估值指标

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,947	1,143	1,365	1,710	2,147
营业收入增长率	-9.72%	-41.29%	19.40%	25.27%	25.59%
净利润(百万元)	200	298	382	464	573
净利润增长率	44.38%	48.81%	28.33%	21.30%	23.70%
EPS(元)	0.31	0.46	0.60	0.72	0.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.57%	10.32%	11.69%	12.68%	13.87%
P/E	27	18	14	12	9
P/B	5	2	2	1	1

买入(维持)

当前价/目标价: 8.34/10.80 元

目标期限: 6 个月

分析师

奉玮(执业证书编号: S0930512070003)

021-22169320

fengw@ebsecn.com

联系人

周南

021-22169158

zhounan@ebsecn.com

市场数据

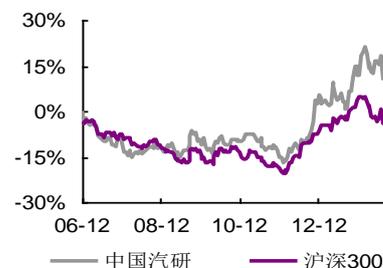
总股本(亿股): 6.41

总市值(亿元): 53.44

一年最低/最高(元): 6.24/9.45

近 3 月换手率: 108.07%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.45	11.69	0.00
绝对	-9.25	24.85	0.00

相关研报

业绩略超预期 技术服务业务年底结算

.....2013-01-29

高毛利业务占比提升 加大燃气系统业务投入

.....2012-10-28

汽车测试业务为核心, 三个方向有成长空间

.....2012-05-24

◆**技术服务和轨道交通零部件保持高毛利率，燃气系统零部件毛利率有所下滑**

公司除专用汽车之外的三项业务均具有高毛利率，2012 年公司技术服务、轨道交通零部件和燃气系统零部件的毛利率分别为 49.2%、75.1%和 34.8%，同比分别提高-0.5、8.6 和-6.3 个百分点，即轨道交通零部件业务的毛利率继续提高，技术服务毛利率基本持平，而燃气系统零部件的毛利率有所下滑。

◆**燃气系统产业化空间巨大，未来 3 年燃气汽车年产量将达到 30 万辆**

公司在 2012 年出资 5000 万元成立重庆凯瑞燃气汽车有限责任公司，并且将燃气零部件产业化作为公司未来三年重点投资的一个增长点。从 2012 年国内外的市场动态看，天然气汽车正以其经济性和环保性在全球范围内获得重视。公司在年报中预计到 2015 年国内燃气汽车保有量将达到 230~250 万辆，新增 80~100 万辆，这意味着未来 3 年燃气汽车的年产量就将达到 30 万辆。而公司此前招股说明书中披露的国家相关规划为到 2020 年燃气汽车的保有量从 2012 年的 100 万辆提高至 2020 年的 250 万辆，这表明燃气汽车的普及目标从 8 年缩短至了 3 年。

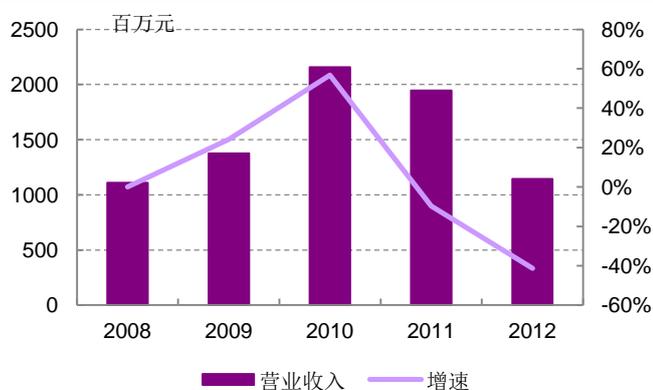
◆**轨道交通零部件几乎全部配套长春轨道客车，未来突破点有望在 70%低地板列车关键零部件的国产化**

公司 2012 年轨道交通零部件的营业收入为 2.19 亿元，而第一大客户长春轨道客车股份有限公司贡献的营业收入为 2.18 亿元，这表明公司现有轨道交通零部件业务几乎全部为长春轨道客车配套。在公司 2012 年 2297 万元费用化的研发支出中，公司在轨道交通关键零部件的研发中投入了约 900 万元，重点研发方向为 70%低地板列车减速传动装置和弯轴的国产化。

◆**研发支出以新能源汽车关键技术和轨道交通关键零部件为主**

2012 年公司费用化的研发支出为 2297 万元，同比增长 62.4%，主要投向新能源汽车关键技术和轨道交通关键零部件。我们认为，随着世界各国放缓新能源汽车的推广步伐，公司在新能源汽车关键技术方面的投入回报周期较长，但相关费用会得到政府补贴支持。而在轨道交通关键零部件的研发支持，有利于公司在现有单轨列车市场之外寻找新的增长点。

图 1：公司营业收入



资料来源：公司年报

图 2：公司归属于上市公司股东的净利润

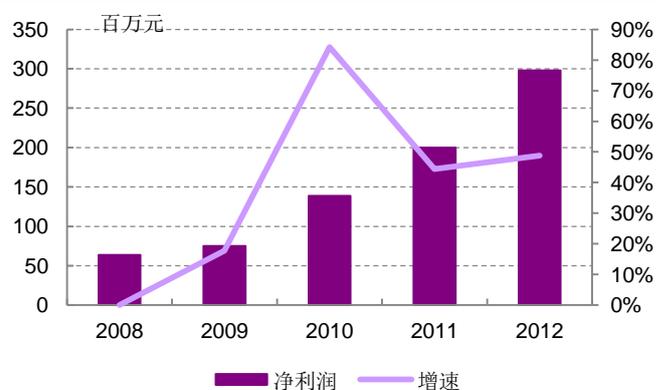
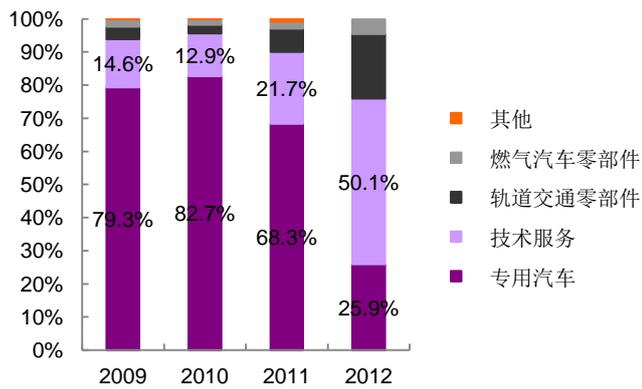


图 3：公司收入结构



资料来源：公司年报

图 4：公司利润结构

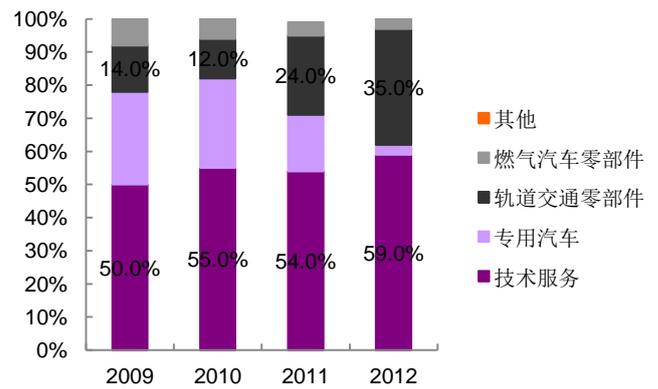
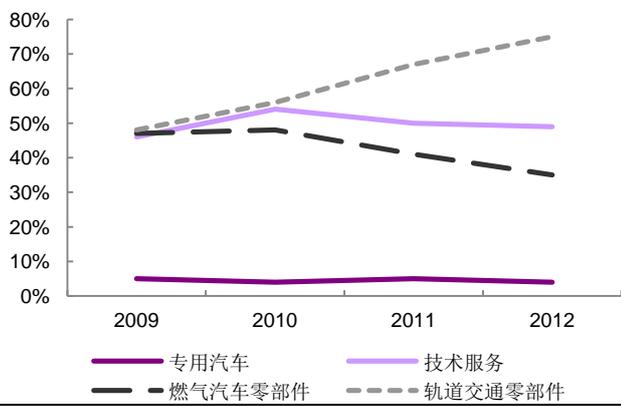
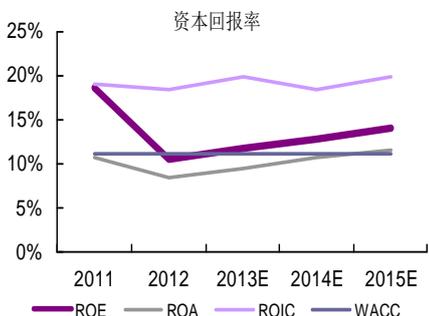
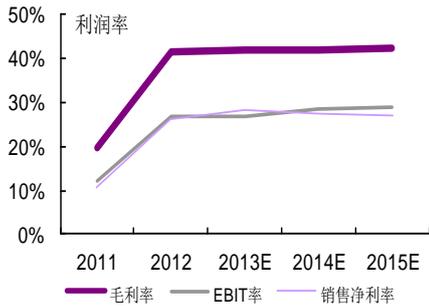


图 5：公司各项业务毛利率水平



资料来源：公司年报



利润表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,947	1,143	1,365	1,710	2,147
营业成本	1,560	666	794	990	1,232
折旧和摊销	38	38	23	45	68
营业税费	32	34	34	43	54
销售费用	29	33	38	48	60
管理费用	85	95	113	142	178
财务费用	-7	-25	-58	-57	-37
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-2	-3	-3	0	0
营业利润	240	328	424	544	659
利润总额	253	357	461	556	688
少数股东损益	10	3	3	4	5
归属母公司净利润	200.11	297.79	382.14	463.52	573.39

2011	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总资产	1,975	3,644	4,135	4,439	5,010
流动资产	971	2,260	2,294	2,144	2,383
货币资金	356	1,667	1,920	1,688	1,848
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	103	136	66	82	103
应收票据	55	81	34	43	54
其他应收款	49	73	33	41	52
存货	329	270	210	245	284
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	43	43	42	42	42
固定资产	290	302	661	1,024	1,348
无形资产	240	233	221	210	200
总负债	847	706	812	726	812
无息负债	837	703	809	723	810
有息负债	10	3	3	3	3
股东权益	1,128	2,938	3,323	3,713	4,198
股本	449	641	641	641	641
公积金	307	1,646	1,684	1,731	1,788
未分配利润	322	599	943	1,283	1,706
少数股东权益	50	52	55	59	63

现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-87	201	693	281	607
净利润	200	298	382	464	573
折旧摊销	38	38	23	45	68
净营运资金增加	483	2	-306	226	68
其他	-808	-137	594	-453	-102
投资活动产生现金流	-219	-409	-503	-500	-400
净资本支出	-258	-406	-500	-500	-400
长期投资变化	43	43	0	0	0
其他资产变化	-3	-46	-3	0	0
融资活动现金流	-4	1,537	62	-13	-48
股本变化	0	192	0	0	0
债务净变化	10	-7	0	0	0
无息负债变化	-454	-134	106	-85	86
净现金流	-310	1,329	253	-232	159

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-9.72%	-41.29%	19.40%	25.27%	25.59%
净利润增长率	44.38%	48.81%	28.33%	21.30%	23.70%
EBITDA/EBITDA 增长率	67.16%	26.27%	14.02%	35.47%	29.84%
EBIT/EBIT 增长率	76.79%	30.18%	20.89%	31.58%	27.93%
估值指标					
PE	27	18	14	12	9
PB	5	2	2	1	1
EV/EBITDA	14	11	9	8	6
EV/EBIT	16	13	10	8	6
EV/NOPLAT	19	15	12	10	7
EV/Sales	2	3	3	2	2
EV/IC	4	3	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	19.88%	41.78%	41.87%	42.11%	42.64%
EBITDA 率	14.00%	30.11%	28.76%	31.10%	32.15%
EBIT 率	12.07%	26.76%	27.09%	28.45%	28.98%
税前净利润率	12.97%	31.21%	33.75%	32.53%	32.05%
税后净利润率 (归属母公司)	10.28%	26.05%	28.00%	27.11%	26.70%
ROA	10.63%	8.24%	9.30%	10.52%	11.54%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.57%	10.32%	11.69%	12.68%	13.87%
经营性 ROIC	18.93%	18.36%	19.69%	18.23%	19.86%
偿债能力					
流动比率	1.35	4.00	3.34	3.61	3.55
速动比率	0.89	3.52	3.04	3.20	3.13
归属母公司权益/有息债务	107.75	1019.71	1154.75	1291.35	1460.95
有形资产/有息债务	171.51	1196.87	1381.81	1493.42	1698.82
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.31	0.46	0.60	0.72	0.89
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.15	0.18
每股经营现金流	-0.14	0.31	1.08	0.44	0.95
每股自由现金流(FCFF)	-0.78	-0.16	0.24	-0.42	0.19
每股净资产	1.68	4.50	5.10	5.70	6.45
每股销售收入	3.04	1.78	2.13	2.67	3.35

资料来源：光大证券、上市公司

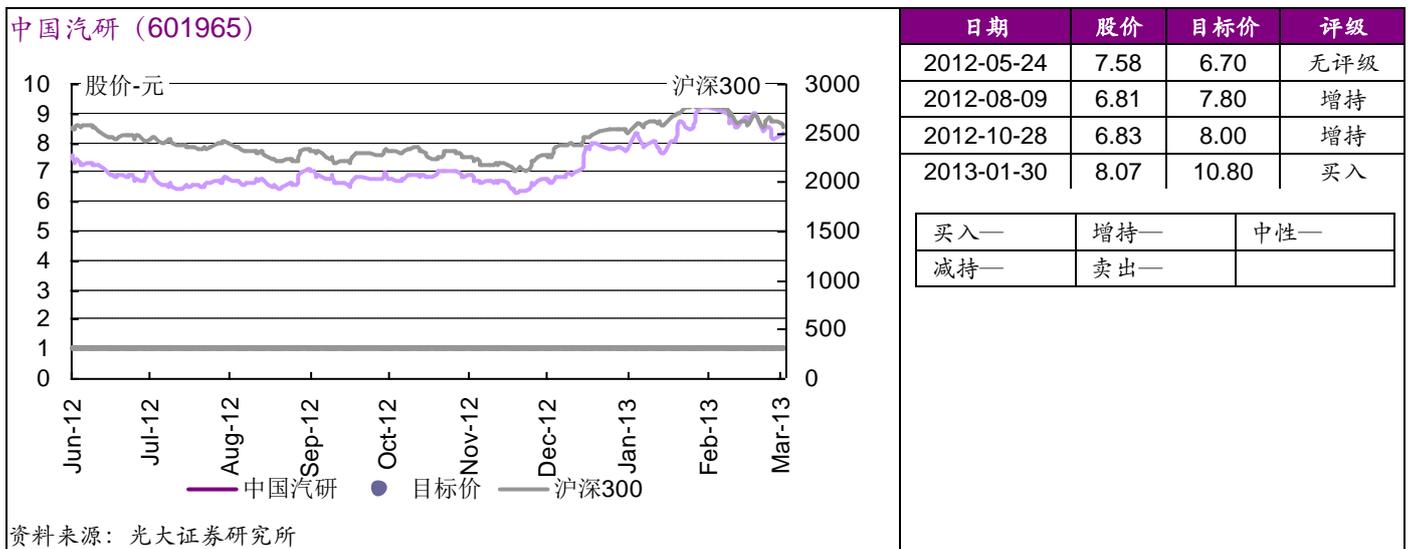
分析师声明

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。

分析师介绍

奉玮，清华大学汽车工程系学士、硕士，亚琛工业大学汽车工程系硕士。2010 年加入光大证券研究所，此前在全球排名前十的德资汽车零部件集团从事供应链管理和市场研究工作六年。擅长结合自身的行业经历和技术背景，从实业经营的角度分析公司及其发展战略。

投资建议历史表现图



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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：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；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。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易团队	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebsecn.com
上海	李大志(销售交易部总经理助理)	021-22169128	-	lidz@ebsecn.com
	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇(副总经理)	0755-83024434	-	lixxy1@ebsecn.com
	黄鹏华(执行董事)	0755-83024396	-	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	-	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	-	jianghong1@ebsecn.com
企业客户	罗德锦	0755-83024064	-	luodj@ebsecn.com
	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-56513030	-	wujiang@ebsecn.com
	杨月	010-56513033	-	yangyue1@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	-	guchao@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜(副总经理)	021-62152373	-	pwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	-	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	-	qidw@ebsecn.com