

中国汽研 (601965.SH) 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 8.34元

服务业绩占比提升, 未来有望持续增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	192.00
总市值(百万元)	53.44
年内股价最高最低(元)	9.19/6.28
沪深 300 指数	2555.61
上证指数	2286.61



相关报告

- 《业绩大幅超预期,未来可直接受益PM2.5》, 2013.1.30
- 《汽车测试为基,天然气汽车与轨交寻突破》, 2012.11.6

联系人
厉叶淼 (8621)61038244
liyem@gjzq.com.cn

分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
吴文钊 (8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.446	0.465	0.566	0.682	0.818
每股净资产(元)	2.40	4.50	4.94	5.43	6.11
每股经营性现金流(元)	-0.19	0.31	0.79	0.81	1.04
市盈率(倍)	18.70	17.95	14.74	12.22	10.20
行业优化市盈率(倍)	9.71	11.27	11.42	11.42	11.42
净利润增长率(%)	65.42%	48.81%	21.73%	20.64%	19.80%
净资产收益率(%)	18.57%	10.32%	11.45%	12.58%	13.37%
总股本(百万股)	448.79	640.79	640.79	640.79	640.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2012 年营收 11.43 亿元, 同比下滑 41.3%; 归属母公司股东净利润为 2.98 亿元, 同比增长 48.8%, 对应 EPS 为 0.46 元。第四季度, 公司营收同比下滑 2.1%, 归属母公司股东净利润同比增长 60.0%, 当季度 EPS 为 0.14 元, 与此前预告的业绩基本相符。

经营分析

- 业务结构变化显著, 技术服务利润占比提升:** 2012 年, 公司收缩专用车业务, 同时轨交与技术服务两大板块快速发展, 使公司整体利润结构发生显著变化: 2012 年, 技术服务净利润占比从去年的 55% 提升至 66%, 轨交占比则从 2011 年的 30% 提升至 34%, 专用车则从 13% 下滑为负的 2.6%, 技术服务作为公司核心业务的地位正得到巩固, 有利于提升公司估值。
- 技术服务业绩快速增长, 产能释放有望推动未来发展:** 2012 年技术服务板块营收 6.58 亿元, 同比增长 34.2%; 当年 49.2% 的毛利率与 2011 年的 49.7% 基本持平, 全年毛利 2.79 亿元, 同比增长 33.0%。分时间段看, 下半年技术服务营收高达 3.6 亿元, 占全年营收的 63%。2012 年, 技术服务毛利占比已达 59%, 净利润占比已达 66%, 为公司绝对的核心业务。2013 年, 公司募投的技术服务产能将陆续释放, 招股书预测新增产能达产后可新增营收 4.8 亿元, 是 2012 年该板块营收的 85%, 预计未来该业务仍有望持续、较快增长。
- 轨交板块 2012 年爆发式增长, 2014 年前仍有稳健业绩:** 受重庆单轨车辆集中交付带动, 公司 2012 年上半年单轨产品交付 126 节, 我们预计全年交付约为 165 节, 即下半年交付 39 节, 较 2011 年的 96 节同比增长约 72%。公司全年轨交营收 2.2 亿元, 同比增长 58.5%; 产能利用率提高使毛利率提高 8.6 个百分点至 75.1%, 毛利同比增长 79.1% 至 1.65 亿元。我们认为, 公司现有单轨订单足以保障其 2014 年的业绩, 而 2014 年起公司 100% 低地板等其余轨交齿轮箱产品有望实现量产, 届时产品与业绩有望实现平稳过渡。

- **天然气汽车业绩平稳，当前仍处储备阶段：**公司 2012 年燃气汽车系统及关键零部件营收 5,120 万元，同比增长 26.3%；毛利 1,781 万元，同比增长 7.0%；净利润 559 万元，与去年基本持平。公司当前燃气喷射系统仍以售后改装为主，仅有少量主机配套。鉴于目前重型 LNG 燃气喷射系统的主机配套市场已基本被外资与合资垄断，而轻型天然气汽车主机市场又尚未大规模启动，故我们预测 2013 年公司天然气汽车板块将仍处储备阶段，待下游天然气汽车需求爆发后，该板块业务有望充分受益，我们预计时点将在 2014-2015 年。
- **专用车业务主动收缩，未来业绩影响将日益弱化：**自卸车与底盘销售曾占公司专用车营收的 90%，考虑到盈利能力与业务前景，公司 2011 年以来主动收缩该业务，把专用车重点放在盈利能力较高的环卫车。2012 年，公司专用车营收同比下滑 77.9%至 2.94 亿元，产能利用率下滑使盈利能力受损，当年专用车毛利率下滑 0.7 个点 4.3%，毛利下滑 0.13 亿元，净利润由 2011 年的盈利 2,500 万元下滑至亏损 589 万元。公司未来专用车将聚焦环卫车与特种车，产销规模将较为有限，预计该板块对整体经营的影响将日益弱化。
- **盈利能力大幅提升，未来有望稳中略升：**除轨交板块毛利率大幅提升外，轨交与技术服务板块营收占比的提升亦改善公司盈利能力；公司 2012 年毛利率为 41.78%，同比提升 21.9 个百分点；其中第四季度为 48.38%，同比与环比分别提升 14.9 与 7.6 个百分点。从现在看，未来技术服务与轨交两块核心业务的盈利能力将较为平稳，但因技术服务业绩占比将持续提升，故整体盈利能力仍有望呈现稳中略升的局面。
- **募投项目投产将提升盈利能力：**公司募投项目将从 2013 年开始贡献业绩，市场依旧担心资产转固将带来较大折旧压力，即使业绩有增长但盈利能力也的下滑将拖累增速。公司招股书的数据显示，募投项目投产后公司整体盈利能力有望提升：公司 2012 年折旧率为 9.5%，新增资产预测折旧率约为 11.1%，虽折旧率将有所提升，但因新增资产全为盈利能力较好的技术服务业务，故新增资产的利润总额率将达到 41.5%，较 2012 年的 31.2%还将有所提升，达产后全部资产的利润总额率将达 34.6%，故我们公司未来盈利能力仍有望实现稳中略升。

图表1：公司达产后折旧率与盈利能力测算

	固定资产	年度折旧	折旧率	创造营收	利润总额	利润总额率
原有资产	30,000	2,844	9.5%	114,320	35,683	31.2%
募投项目	80,000	8,861	11.1%	48,000	19,920	41.5%
达产后测算	110,000	11,705	10.6%	162,320	55,603	34.3%

来源：公司资料、国金证券研究所

图表2：公司固定资产折旧年限与年折旧率

资产类别	折旧年限	残值率	年折旧率
房屋及建筑物	30年	5%	3.2%
机器设备	5-10年	5%	9.5%-19.0%
办公设备	5年	5%	19.0%
运输设备	10年	5%	9.5%
其他设备	5年	5%	19.0%

来源：公司资料、国金证券研究所

- **未来可从两方面受益 PM 2.5 的控制：**近期全国各大城市雾霾现象严重，北京市的 PM 2.5 更是屡屡爆表，大气污染极为严重；作为 PM 2.5 的重要

来源，汽车尾气未来将被更加严格地控制，而公司则有望从两方面直接受益。一方面，环保部在轻型车国 V 标准的第二次征求意见稿中明确提到：

“车辆达标排放考核里程增加一倍，由原来的 8 万公里增加到 16 万公里”，“增加催化转化器和碳罐等关键排放控制零部件的检查要求”，这两项将可直接为公司测试业务带来增量。另一方面，控制 PM 2.5 意味着低排放的汽车将得到提倡，其中天然气汽车是目前为止技术最为成熟、大范围推广最为可行的种类；公司作为国内燃气发动机喷射系统的主要供应商，未来有望受益天然气汽车需求的爆发。

盈利预测

- 我们预测公司 2013-2015 年归属母公司股东净利润分别为 3.62、4.37、5.24 亿元，分别增长 22%、21%、20%，对应摊薄后 EPS 分别为 0.57、0.68 与 0.82 元。

图表3: 公司分版块归属母公司股东净利润预测 (百万元)

净利润预测	2011	2012	2013E	2014E	2015E
技术服务	110	196	245	300	364
轨交业务	60	102	105	115	119
燃气汽车	5	6	5	16	33
专用汽车	25	-6	6	7	8
其他	-0	0	0	0	0
净利润合计	200	298	362	437	524
增速		48.8%	21.6%	20.8%	19.9%
每股收益	0.31	0.46	0.57	0.68	0.82

来源：公司资料、国金证券研究所

估值与投资建议

- 公司业务虽涉及汽车技术服务、轨道交通与天然气汽车与专用车四大板块，技术服务与轨道交通均为盈利能力极好的现金牛，前者有望持续增长，后者亦可平稳过渡，且燃气喷射系统业务存在爆发预期。当前股价对应 2013 年的平均 PE 为 14.7 倍，我们认为公司合理估值应该为 2013 年 20 倍 PE，维持公司“买入”评级。

图表4: 公司分业务营收与毛利预测

项 目	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
技术服务							
销售收入 (百万元)	201	278	423	568	744	937	1,143
增长率 (YOY)	N/A	37.94%	52.39%	34.20%	31.00%	26.00%	22.00%
毛利率	45.81%	54.10%	49.67%	49.22%	48.00%	47.00%	46.00%
销售成本 (百万元)	109	127	213	288	386.71	496.63	617.32
增长率 (YOY)	N/A	16.85%	67.07%	35.41%	34.15%	28.42%	24.30%
毛利 (百万元)	92	150	210	279	356.96	440.41	525.86
增长率 (YOY)	N/A	62.89%	39.92%	32.97%	27.75%	23.38%	19.40%
占总销售额比重	14.62%	12.87%	21.72%	49.66%	54.78%	56.64%	56.25%
占主营业务利润比重	50.48%	55.24%	54.28%	58.51%	62.11%	62.65%	61.35%
专用车							
销售收入 (百万元)	1,091	1,785	1,330	294	294	294	294
增长率 (YOY)	N/A	63.55%	-25.49%	-77.91%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	4.67%	4.06%	5.03%	4.33%	5.00%	6.00%	7.00%
销售成本 (百万元)	1,040	1,712	1,263	281	279.06	276.12	273.18
增长率 (YOY)	N/A	64.61%	-26.24%	-77.75%	-0.70%	-1.05%	-1.06%
毛利 (百万元)	51	72	67	13	14.69	17.62	20.56
增长率 (YOY)	N/A	42.01%	-7.65%	-80.97%	15.37%	20.00%	16.67%
占总销售额比重	79.26%	82.73%	68.28%	25.69%	21.64%	17.76%	14.45%
占主营业务利润比重	27.93%	26.64%	17.28%	2.67%	2.56%	2.51%	2.40%
轨交业务							
销售收入 (百万元)	52.4	56.2	138.4	219.4	244	273	306
增长率 (YOY)	N/A	7.29%	146.06%	58.52%	11.20%	12.00%	12.00%
毛利率	47.54%	55.74%	66.50%	75.14%	73.00%	71.00%	69.00%
销售成本 (百万元)	27.50	24.89	46.36	54.54	65.86	79.23	94.86
增长率 (YOY)	N/A	-9.49%	86.24%	17.64%	20.77%	20.30%	19.72%
毛利 (百万元)	24.9	31.4	92.0	165	178.08	193.98	211.14
增长率 (YOY)	N/A	25.81%	193.56%	79.11%	8.03%	8.93%	8.85%
占总销售额比重	3.81%	2.61%	7.11%	19.19%	17.97%	16.52%	15.06%
占主营业务利润比重	13.64%	11.53%	23.77%	34.52%	30.98%	27.60%	24.63%
燃气业务							
销售收入 (百万元)	30.4	37.2	40.5	51.2	65.0	139.1	278.3
增长率 (YOY)	N/A	22.15%	9.05%	26.35%	27.00%	114.00%	100.00%
毛利率	46.64%	48.10%	41.06%	34.78%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	16.2	19.3	23.9	33.4	42.26	90.44	180.88
增长率 (YOY)	N/A	18.81%	23.84%	39.81%	26.58%	114.00%	100.00%
毛利 (百万元)	14.2	17.9	16.6	17.8	22.76	48.70	97.40
增长率 (YOY)	N/A	25.97%	-6.91%	7.02%	27.80%	114.00%	100.00%
占总销售额比重	2.21%	1.72%	2.08%	4.48%	4.79%	8.41%	13.69%
占主营业务利润比重	7.77%	6.57%	4.30%	3.73%	3.96%	6.93%	11.36%
销售总收入 (百万元)	1,377	2,157	1,947	1,143	1,358	1,654	2,032
销售总成本 (百万元)	1,194	1,885	1,560	666	783	951	1,175
毛利 (百万元)	183	272	387	478	575	703	857
平均毛利率	13.27%	12.60%	19.88%	41.78%	42.33%	42.49%	42.18%

来源: 公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	2,157	1,947	1,143	1,358	1,654	2,032	货币资金	859	356	1,667	1,822	2,193	2,919
增长率		-9.7%	-41.3%	18.8%	21.9%	22.9%	应收款项	182	207	289	251	305	373
主营业务成本	-1,885	-1,560	-666	-783	-951	-1,175	存货	252	329	270	312	347	359
%销售收入	87.4%	80.1%	58.2%	57.7%	57.5%	57.8%	其他流动资产	143	79	32	49	69	96
毛利	272	387	478	575	703	857	流动资产	1,436	971	2,260	2,433	2,913	3,748
%销售收入	12.6%	19.9%	41.8%	42.3%	42.5%	42.2%	%总资产	66.1%	49.2%	62.0%	60.7%	65.0%	72.9%
营业税金及附加	-26	-32	-34	-42	-51	-63	长期投资	46	43	43	44	43	43
%销售收入	1.2%	1.6%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	固定资产	429	701	1,085	1,293	1,278	1,097
营业费用	-30	-29	-33	-38	-45	-53	%总资产	19.7%	35.5%	29.8%	32.2%	28.5%	21.4%
%销售收入	1.4%	1.5%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	无形资产	252	244	236	238	243	248
管理费用	-79	-85	-95	-109	-129	-154	非流动资产	738	1,004	1,384	1,577	1,566	1,390
%销售收入	3.7%	4.4%	8.3%	8.0%	7.8%	7.6%	%总资产	33.9%	50.8%	38.0%	39.3%	35.0%	27.1%
息税前利润 (EBIT)	137	241	316	386	478	587	资产总计	2,174	1,975	3,644	4,010	4,479	5,138
%销售收入	6.4%	12.4%	27.6%	28.4%	28.9%	28.9%	短期借款	0	10	0	0	0	0
财务费用	1	7	25	38	43	51	应付款项	1,136	690	533	669	802	971
%销售收入	0.0%	-0.4%	-2.2%	-2.8%	-2.6%	-2.5%	其他流动负债	51	21	32	114	121	130
资产减值损失	-4	-6	-10	-13	-11	-12	流动负债	1,186	721	565	784	923	1,101
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	3	3	3	4
投资收益	0	-2	-3	0	0	0	其他长期负债	106	127	138	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,292	847	706	787	926	1,104
营业利润	134	240	328	411	510	625	普通股股东权益	842	1,077	2,886	3,165	3,477	3,917
营业利润率	6.2%	12.3%	28.7%	30.3%	30.8%	30.8%	少数股东权益	40	50	52	58	76	116
营业外收支	36	13	29	30	35	50	负债股东权益合计	2,174	1,975	3,644	4,010	4,479	5,138
税前利润	170	253	357	441	545	675	比率分析						
利润率	7.9%	13.0%	31.2%	32.5%	33.0%	33.2%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-31	-43	-57	-73	-90	-111	每股指标						
所得税率	18.1%	16.9%	15.8%	16.5%	16.5%	16.5%	每股收益	0.270	0.446	0.465	0.566	0.682	0.818
净利润	139	210	300	368	455	564	每股净资产	1.877	2.401	4.504	4.939	5.426	6.113
少数股东损益	18	10	3	6	18	40	每股经营现金净流	0.768	-0.194	0.313	0.785	0.814	1.043
归属于母公司的净利润	121	200	298	362	437	524	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	5.6%	10.3%	26.0%	26.7%	26.4%	25.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.36%	18.57%	10.32%	11.45%	12.58%	13.37%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.56%	10.13%	8.17%	9.04%	9.76%	10.20%
净利润	157	210	300	368	455	564	投入资本收益率	12.44%	17.30%	8.98%	9.99%	11.22%	12.14%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	34	44	48	60	81	97	主营业务收入增长率	56.68%	-9.72%	-41.29%	18.75%	21.86%	22.85%
非经营收益	-16	-9	-2	-30	-35	-50	EBIT增长率	53.48%	75.78%	31.06%	22.16%	23.82%	22.79%
营运资金变动	169	-332	-146	104	20	57	净利润增长率	74.11%	65.42%	48.81%	21.73%	20.64%	19.80%
经营活动现金净流	345	-87	201	503	522	668	总资产增长率	33.95%	-9.15%	84.49%	10.04%	11.69%	14.71%
资本开支	-174	-258	-406	-230	-24	140	资产管理能力						
投资	0	1	0	-1	0	0	应收账款周转天数	16.3	19.0	38.1	40.0	40.0	40.0
其他	514	38	0	0	0	0	存货周转天数	39.9	68.0	164.5	150.0	140.0	120.0
投资活动现金净流	340	-219	-406	-231	-24	140	应付账款周转天数	19.1	27.3	75.3	80.0	75.0	70.0
股权募资	0	0	1,517	0	-42	0	固定资产周转天数	49.8	54.4	96.4	136.9	142.1	119.2
债权募资	0	-190	-7	-118	0	1	偿债能力						
其他	-94	186	27	0	-83	-84	净负债/股东权益	-97.40%	-30.66%	-56.66%	-56.42%	-61.66%	-72.28%
筹资活动现金净流	-94	-4	1,537	-118	-126	-83	EBIT利息保障倍数	-152.5	-32.5	-12.7	-10.2	-11.0	-11.6
现金净流量	591	-310	1,332	154	372	726	资产负债率	59.41%	42.90%	19.37%	19.62%	20.67%	21.49%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	6	7	12
增持	0	0	2	3	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.25	1.28	1.29

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-11-06	增持	7.00	8.10~9.10
2 2013-01-30	买入	8.42	N/A

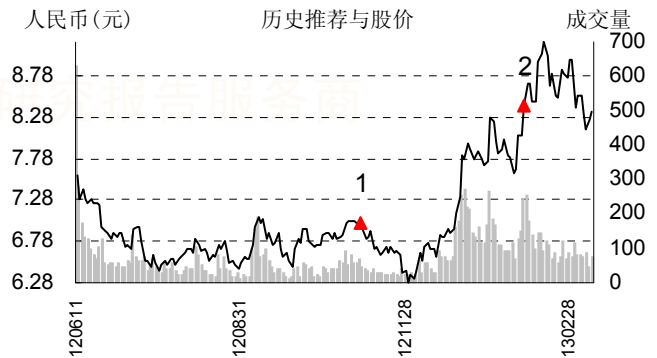
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net