

# 短期业绩承压，长期增长不变

——中国汽研（601965）动态点评——

买入

## 内容摘要:

- **业绩快报:** 公司 2013 年中期业绩快报显示: 经初步核算, 1-6 月公司实现营业总收入 7.30 亿, 同比增长 26.62%, 利润总额 1.76 亿, 增幅 3.36%, 实现净利润 1.44 亿元, 同比微增 0.81%。基本每股收益 0.23 元。
- **技术服务: 技术服务业务稳定增长。** 技术服务业务受市场需求增加影响, 实现收入 2.4 亿元, 同比增长 16%, 毛利同比增长约 45%。尽管今年受到公司搬迁影响, 公司的研发咨询和测试与评价业务随着汽车行业的回暖实现稳定增长。检测业务主要受制于公司当前相关设备和资源数量, 后续随着公司新基地的使用, 公司检测量有望大幅增长, 进一步将提升公司利润。
- **产业化制造: 产业化制造受轨交业务下滑拖累。** 公司产业化制造业务实现收入 4.8 亿元, 同比增长 33%。其中专用车业务受市场回暖影响, 收入同比增长 87%; 由于专用车毛利率较低, 收入的增长并未带来相应的利润增长。导致增收不增利。公司轨道交通关键零部件业务收入同比下降 17%, 主要是上半年交付订单 108 辆, 剩余订单 30 辆下半年交付, 销量减少的同时价格有所下降所致。由于产品及客户单一及, 受需求减少影响, 公司今年轨交业务的下滑已成定局, 后续市场仍存在较大不确定性。燃气汽车关键零部件业务收益有所增长。
- **投资建议:** 作为 A 股市场的汽车技术服务第一股, 公司主营业务发展迅速, 具备很大的成长空间。新技术中心建成后, 将进一步增强公司的核心竞争力, 有能力实现超越行业增长的可能。预计 2013~2015 年 EPS 分别为 0.52 元、0.64 元、0.89 元, 给予公司 2013 年 25 倍估值, 随着新技术中心的使用, 公司业绩可期, 给予公司“买入”评级。

百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1947.34	1143.20	1550.76	1970.00	2716.51
增长率 (%)	-9.72%	-41.29%	35.65%	27.03%	37.89%
净利润	209.96	300.33	338.07	412.60	574.07
增长率 (%)	33.69%	43.04%	12.57%	22.05%	39.13%
每股收益 (元)	0.45	0.46	0.52	0.64	0.89

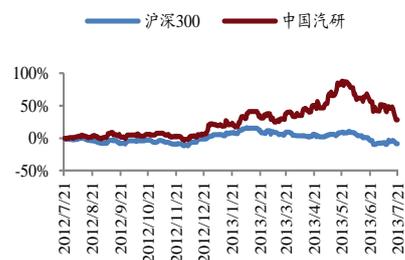
## 分析师

徐永超  
执业证号: S1250512110002  
电话: 023-67791263  
邮箱: xycho@swsc.com.cn

## 研究助理

高翔  
电话: 023-67898841  
邮箱: gaiox@swsc.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本 (亿股)	6.41
流通 A 股 (亿股)	1.92
52 周股价区间 (元)	6.24-12.43
总市值 (亿元)	53.44
总资产 (亿元)	37.51
每股净资产 (元)	4.59
当前价 (元)	8.34

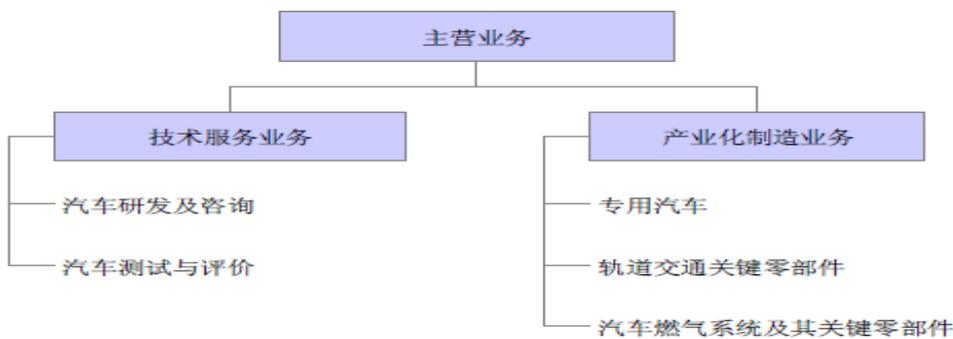
以 2013 年 7 月 21 日收市价为标准

## 一、业绩点评

中国汽研是一家主要从事汽车技术服务业和产业化制造业务的公司，其中：技术服务业务包括汽车研发及咨询和汽车测试与评价业务；产业化制造业务包括专用汽车、轨道交通关键零部件、汽车燃气系统及其关键零部件制造业务。公司前身为重庆重型汽车研究所，是国家一类科研院所。

2013年1-6月，公司围绕发展建设和科研经营两条主线，实现营业总收入7.30亿，同比增长26.62%，利润总额1.76亿，增幅3.36%，实现净利润1.44亿元，同比仅微增0.81%。基本每股收益0.23元。公司受轨交业务收入和利润下降影响，导致整体业绩增速下滑。

图 1: 公司主营业务构成



数据来源：公司公告，西南证券研究发展中心

分领域来看：上半年，技术服务业务受市场需求增加影响，实现收入2.41亿元，同比增长16%，毛利同比增长约45%。尽管今年受到公司搬迁影响，公司的研发咨询和测试与评价业务随着汽车行业的回暖实现稳定增长。检测业务主要受制于公司当前相关设备和资源，后续随着公司新基地的使用，公司检测量有望大幅增长，进一步将提升公司利润。

公司产业化制造业务实现收入4.8亿元，同比增长33%。其中专用车业务受市场回暖影响，收入同比增长87%；由于专用车毛利率较低，收入的增长并未带来相应的利润增长。导致增收不增利。公司轨道交通关键零部件业务收入同比下降17%，主要是上半年交付订单108辆，剩余订单30辆下半年交付，销量减少的同时价格有所下降所致。由于产品及客户单一及，受需求减少影响，公司今年轨交业务的下滑已成定局，后续市场仍存在较大不确定性。燃气汽车关键零部件业务收益有所增长。

表 1: 主营业务结构调整效果明显

主营业务	2012 年		2011 年		2010 年		同比增速 (%)
	营收 (百万元)	占比 (%)	营收 (百万元)	占比 (%)	营收 (百万元)	占比 (%)	
汽车技术服务	567.69	49.66	423.03	21.72	277.60	12.87	34.20/52.39
专用汽车	293.74	25.69	1329.65	68.28	1784.52	82.73	-77.91/-25.49
轨交与专用车	219.37	19.19	138.39	7.10	56.24	2.61	58.52/146.07
燃气系统	51.20	4.48	40.52	2.08	37.16	1.72	26.36/9.04
总营收	1143.20	100	1947.34	100	2156.95	100	-41.29/9.72

数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

## 二、投资建议与盈利预测

今年下半年，随着公司募投的新技术中心建成分批使用，将进一步提升公司研发检测服务的能力，增强公司的核心竞争力及市场影响力，对公司的经营能力以及经营业绩都会有大幅提高，公司有能够实现超越行业增长的可能。公司对产业化业务的结构调整成效显著，随着轨交产品线的丰富以及市场的不断开拓，公司会逐渐摆脱对单轨订单的依赖，募投的燃气系统产业化项目的投产，将增强公司在生产环节的能力，突破产业化瓶颈。

我们预计 2013~2015 年 EPS 分别为 0.52 元、0.64 元、0.89 元，未来三年将保持 31% 的复合增长率，给予公司 2013 年 25 倍（技术服务 30 倍，专用车 10 倍，轨交 15 倍，燃气 30 倍）估值，“买入”评级。

表 2: 分业务模块预测 (百万元)

业务模块	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>技术服务</b>					
营业收入	423.03	567.69	779.73	1118.08	1716.10
增长率	52.39%	34.20%	37.35%	43.39%	53.49%
毛利率	42.89%	44.21%	46.61%	51.51%	51.43%
毛利	181.44	250.98	363.41	575.95	882.58
<b>研发咨询</b>					
营业收入	85.99	100.25	125.31	169.17	245.30
增长率		16.58%	25.00%	35.00%	45.00%
毛利率	50.15%	51.86%	55.00%	60.00%	60.00%
毛利	43.12	51.99	68.92	101.50	147.18
<b>测试评价</b>					
营业收入	337.04	467.44	654.42	948.90	1470.80
增长率		38.69%	40.00%	45.00%	55.00%
毛利率	41.04%	42.57%	45.00%	50.00%	50.00%
毛利	138.32	198.99	294.49	474.45	735.40
<b>产业化制造</b>					
<b>专用汽车</b>					
营业收入	1329.65	293.74	499.36	549.29	604.22
增长率	-25.49%	-77.91%	70.00%	10.00%	10.00%
毛利率	4.91%	3.83%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利	65.29	11.25	24.97	27.46	30.21
<b>轨道交通</b>					
营业收入	138.39	219.37	197.43	187.56	206.32
增长率	146.07%	58.52%	-10.00%	-5.00%	10.00%
毛利率	65.56%	73.60%	70.00%	65.00%	60.00%
毛利	90.73	161.46	138.20	121.91	123.79
<b>燃气汽车</b>					
营业收入	40.52	51.20	74.24	115.07	189.87

业务模块	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率	9.04%	26.36%	45.00%	55.00%	65.00%
毛利率	40.21%	33.89%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利	16.29	17.35	22.27	28.77	37.97
<b>营业总收入</b>	1947.34	1143.20	1550.76	1970.00	2716.51
<b>增速</b>	-9.72%	41.29%	35.65%	27.03%	37.89%
<b>平均毛利率</b>	19.88%	41.78%	35.39%	38.28%	39.56%
<b>毛利</b>	387.13	477.63	548.85	754.10	1074.55

数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

表 3: 利润表预测

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	2156.95	1947.34	1143.20	1550.76	1970.00	2716.51
营业收入	2156.95	1947.34	1143.20	1550.76	1970.00	2716.51
二、营业总成本	2023.14	1704.96	812.48	1181.80	1517.31	2076.60
营业成本	1885.09	1560.20	665.61	1001.91	1215.90	1641.95
营业税金及附加	25.63	31.99	34.00	38.77	49.25	67.91
销售费用	29.83	28.91	33.01	54.28	68.95	95.08
管理费用	79.25	85.15	94.59	124.06	197.00	271.65
财务费用	-1.61	-8.04	-25.01	-38.77	-19.70	-13.58
资产减值损失	4.25	6.13	10.12	1.55	5.91	13.58
三、其他经营收益	17.63	-2.34	-3.05	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.63	-2.34	-3.05	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	151.43	240.04	327.67	368.96	452.69	639.91
加: 营业外收入	36.72	13.41	30.52	35.00	40.00	45.00
减: 营业外支出	0.37	0.79	1.36	1.50	1.50	1.50
五、利润总额	187.78	252.66	356.83	402.46	491.19	683.41
减: 所得税	30.73	42.70	56.50	64.39	78.59	109.35
六、净利润	157.05	209.96	300.33	338.07	412.60	574.07
减: 少数股东损益	18.45	9.85	2.54	3.38	4.13	5.74
归属母公司所有者的净利润	138.60	200.11	297.79	334.69	408.48	568.33
七、每股收益:						
(一) 基本每股收益(元)	0.31	0.45	0.53 (0.46)	0.52	0.64	0.89
(二) 稀释每股收益(元)	0.31	0.45	0.53 (0.46)	0.52	0.64	0.89

数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

### 三、风险提示

募投项目不达预期的风险; 轨道业务订单持续下滑的风险; 固定资产规模大幅增加的风险。

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，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询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
 邮编：400023  
 电话：(023) 63725713  
 网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
 邮编：100033  
 电话：(010) 57631234  
 邮箱：research@swsc.com.cn

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理
张仕元	zsy@swsc.com.cn	/宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	中小市值
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	蒋卫华	jwh@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	朱国广	zhugg@swsc.com.cn	医药行业
李双武	lsw@swsc.com.cn	策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	杨仁眉	yrm@swsc.com.cn	食品饮料
匡荣彪	krb@swsc.com.cn	固定收益及衍生品	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李佳颖	lijy@swsc.com.cn	固定收益及衍生品	刘正	liuzh@swsc.com.cn	商贸零售
熊莉	xiongli@swsc.com.cn	银行业	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业
刘浩	liuh@swsc.com.cn	非银金融行业	李孝林	lixl@swsc.com.cn	电子元器件
徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材	纵菲	zfei@swsc.com.cn	计算机行业
贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材	文雪颖	wenxy@swsc.com.cn	计算机行业
朱会振	zhz@swsc.com.cn	建筑建材	张延明	zym@swsc.com.cn	化工行业
王立洲	wanglz@swsc.com.cn	房地产业	商艾华	shah@swsc.com.cn	化工行业
申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属	李晓迪	lxdi@swsc.com.cn	化工行业
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	高翔	gaox@swsc.com.cn	汽车及零部件
王恭哲	wgz@swsc.com.cn	电力环保	李欣	lix@swsc.com.cn	军工行业