

# 技术服务稳增长，轨交业务承压

——中国汽研（601965）中报点评——

买入

## 内容摘要:

- **业绩报告:** 公司最近发布半年报显示: 13年1-6月公司实现营业总收入7.30亿元, 同比增长26.62%, 完成全年预算的49%, 实现利润总额1.76亿元, 完成全年预算的45%, 实现归属上市公司股东净利润1.44亿元, 同比增长0.80%, 扣非后实现净利润1.42亿元, 同比增长12.03%, 基本每股收益0.23元, 同比增长0.90%。
- **技术服务: 业务稳定增长, 搬迁影响有限。** 技术服务板块上半年实现收入2.43亿元, 同比增长17.07%, 毛利率48.42%, 同比增加8.10个百分点。实现营业利润1.18亿元, 占整个主营利润的53.62%, 同比提高16.32个百分点。虽然上半年公司在进行紧张的新基地搬迁, 但是技术服务业务受到的影响不大, 依然保持了稳定的增长态势。我们判断, 随着公司10月新基地投入使用后, 该业务板块将进一步提速。
- **轨道交通: 订单交付完毕, 业绩短期承压。** 轨道交通零部件板块出现一定下滑, 实现营收1.43亿元, 同比下降15%, 毛利率57.21%, 同比减少13.44个百分点。实现营业利润0.82亿元, 占整个主营利润的37%, 同比下降15.92个百分点。公司单轨交通关键零部件订单陆续执行完毕、供货节奏放缓, 产品受到下游压价与制造成本增加的影响, 盈利出现下滑, 我们判断公司该业务板块短期内将承受较大压力, 重庆市单轨2号线的扩容计划虽然在去年已经启动, 但目前公司还尚未开展相关订单的谈判。公司的高铁传动箱项目正在进行整车认证, 目前进展顺利, 预计在年底能完成相关认证。8月2日铁总陆续发布了7个铁路客、货车招标公告, 货车、客车招标的正式启动, 昭示动车组、机车招标也将临近, 公司将很有可能打入该采购体系。
- **燃气系统: 项目进展顺利, 成长空间巨大。** 公司燃气业务保持健康发展, 上半年实现营收0.26亿元, 同比增长13.64%, 毛利率38.88%, 同比增加1.82个百分点, 实现营业利润0.10亿元, 占整个主营利润的4.65%, 同比提高0.83个百分点。募投的燃气产业化项目进展顺利, 目前已经进入设备招标阶段, 我们判断中国的燃气汽车市场有很大的成长空间, 目前在富气地区的公交、卡车、出租车上已普遍使用, 未来市场将进一步扩大。虽然之前发改委与中石油先后对压缩天然气, 液化天然气的价格进行了提价调整, 但是我们判断该政策对CNG公交和出租基本没有影响, 对LNG重卡的影响也相当有限, 公司的燃气系统零部件主要针对CNG公交市场, 具备很大的成长空间
- **投资建议:** 公司的投资逻辑不变, 我们认为公司所处的汽车技服市场具备强大的成长空间, 公司的行业竞争力将随着新基地的投产进一步加强; 产业化板块结构调整效果明显, 轨交产品线逐渐丰富有望进入铁总采购体系, 燃气化业务随着产业化项目的实施产能将得到缓解。预计2013-2015年EPS为0.52、0.64、0.89, 维持“买入”评级。

## 分析师

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

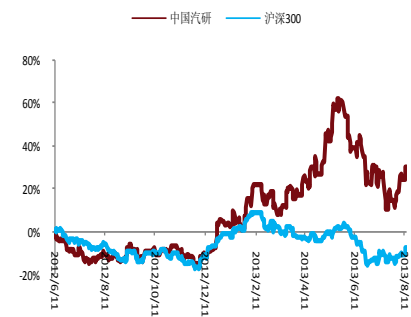
## 研究助理

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

## 联系人

梁超  
电话: 027-67898871  
邮箱: lchao@swsc.com.cn

## 股价走势



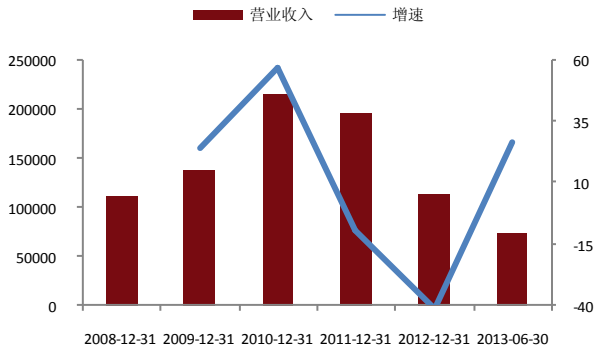
## 基础数据

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)	63.05
总资产(亿元)	37.80
每股净资产(元)	4.63
当前价(元)	9.84

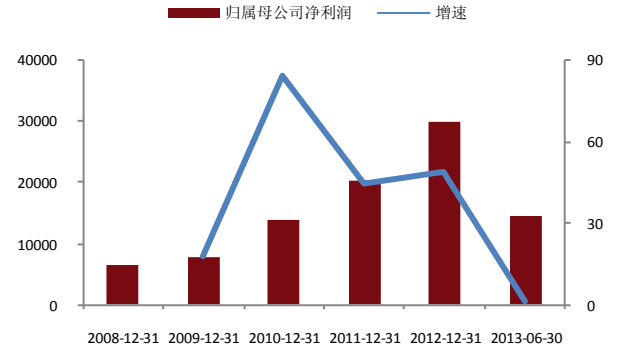
以2013年8月13日收市价为标准

## 一、业绩点评

图 1: 专用车业务对公司营收影响大 (万元, %) 图 2: 技术服务对公司利润贡献大 (万元, %)

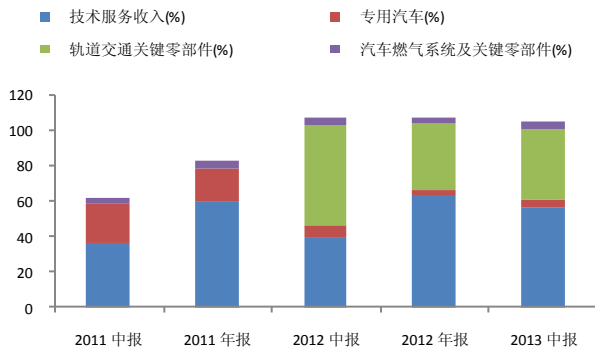


数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心



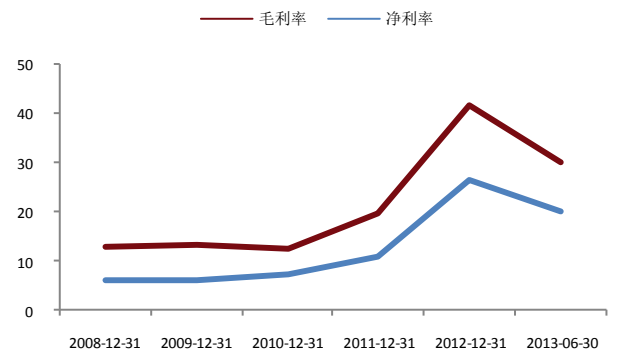
数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

图 3: 公司利润构成技服占比持续增加, 轨交占比降低 (%)



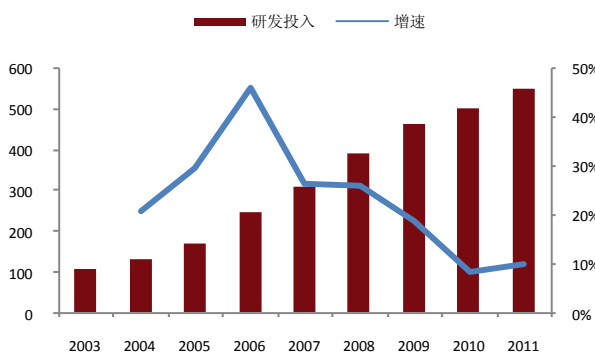
数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

图 4: 2013H1 主要由于专用车营收的增加导致毛利率降低 (%)



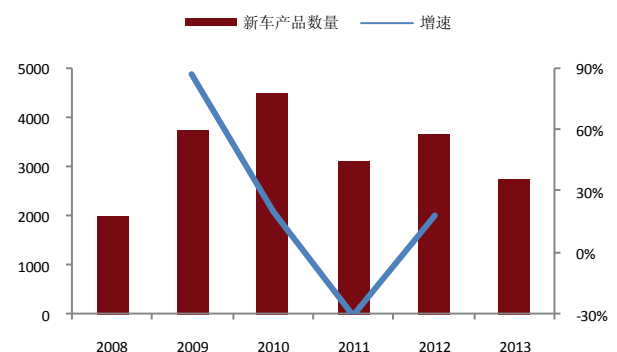
数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

图 5: 中国车企研发经费投入保持稳定增长 (亿元, %)



数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

图 6: 新车上市公告统计 (辆, %) 2013 年为 1-7 月数据



数据来源: 工信部, 西南证券研究发展中心

## 二、盈利预测

表 1: 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
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>	<b>1947.34</b>	<b>1143.20</b>	<b>1550.76</b>	<b>1970.00</b>	<b>2716.51</b>
<b>增速</b>	<b>-9.72%</b>	<b>41.29%</b>	<b>35.65%</b>	<b>27.03%</b>	<b>37.89%</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>19.88%</b>	<b>41.78%</b>	<b>35.39%</b>	<b>38.28%</b>	<b>39.56%</b>
<b>毛利</b>	<b>387.13</b>	<b>477.63</b>	<b>548.85</b>	<b>754.10</b>	<b>1074.55</b>

数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

**表 2: 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	庞琳琳	pll@swsc.com.cn	机械设备
高翔	gaox@swsc.com.cn	汽车及零部件	王恭哲	wgz@swsc.com.cn	电力环保
何治力	hzl@swsc.com.cn	汽车及零部件	李欣	lix@swsc.com.cn	军工行业