

中国汽研(601965)公告点评

# 主营业务超越预期, 土地补偿增厚业绩

## 投资要点

- **事件:** 公司近期发布业绩预告, 全年营业总收入 15.03 亿, 同比增长 31.47%, 营业利润 4.40 亿, 同比增长 34.41%, 归属上市公司股东净利润 4.25 亿, 同比增 42.88%, ROE13.87%, 同比减少 0.26 个百分点。
- **主营业务略超预期, 土地补偿增厚业绩:** 公司全年净利润大幅超市场预期, 同比增长 40% 以上, 公司分析主要是受技术服务收入规模的增长、资金理财收益增加以及土地出让收益影响。初步分拆, 土地出让金收益约 5 千万, 理财产品收益约 2 千万, 扣除以后公司主营业务利润约 4.2 亿, 折算到每股收益约为 0.56 元, 超越市场一致预期, 同比增长近 27%。我们初步估算, 公司 4.2 亿的主营业务利润里面, 技术服务业务占比接近 70%, 约为 2.9 亿。
- **轨交业务下滑较严重, 燃气业务高速增长:** 轨交业务受制于在手订单交付完毕, 以及新产品尚在研发过程中, 整体下滑较为严重, 我们预计毛利同比下滑接近 50%, 燃气业务增长迅猛, 毛利同比增长接近 30%。我们判断公司轨交业务未来 2 年内将会承受较大压力, 需要密切关注轨交新产品的投放以及新市场的开拓。公司燃气业务随着新产能的释放以及全国清洁能源的推广将持续保持高速增长。
- **折旧有压力, 但不构成重大影响:** 公司新的研发测试基地 13 年四季度投入使用, 在建工程陆续转固, 预计公司 13 年 6.2 亿基建转固后新增折旧 500 万左右, 14 年试验设备逐渐验收转固后折旧在 5 千万, 15 年正常转固后每年折旧在 8 千万左右的水平。按照我们的测算, 公司技术服务业务的增长完全可以覆盖公司折旧的增加, 预计 14、15 年技服营收增速都能达到 30% 左右, 但整体毛利率水平会略微下降, 都能依然能维持在 45% 以上的水平。
- **投资建议:** 公司的投资逻辑不变, 行业的高速发展+公司核心能力的提升, 中国汽研作为行业的领军者已经完全具备了测试评价业务的核心竞争力, 检测能力的释放将能支撑公司未来业绩; 三种途径建立研发业务的核心竞争力, 虽然任重道远, 但公司一直坚定努力, 相信假以时日, 必有所成。我们维持公司 14、15 年 EPS 分别为 0.72 元和 0.85 元, 维持评级“买入”。
- **风险提示:** 技术服务业务开拓不达预期, 研发能力建设滞后。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1143.20	1411.84	1723.43	2146.08
增长率	-41.29%	23.50%	22.07%	24.52%
归属母公司净利润(百万元)	297.79	437.68	462.58	545.32
增长率	48.81%	46.97%	5.69%	17.89%
每股收益 EPS(元)	0.465	0.683	0.722	0.851
PE	31.91	21.73	20.55	17.44
PB	3.73	3.24	2.85	2.48

数据来源: 西南证券

## 西南证券研究发展中心

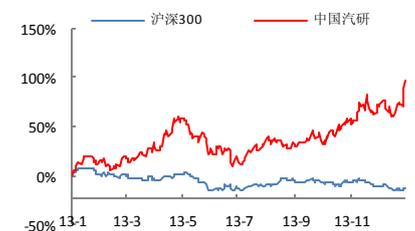
分析师: 徐永超  
执业证号: S1250512110002  
电话: 010-57631186  
邮箱: xychao@swsc.com.cn

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

研究助理: 梁超  
电话: 023-67898871  
邮箱: lchao@swsc.com.cn

研究助理: 简洁  
电话: 023-67610282  
邮箱: jjie@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 西南证券

## 基础数据

总股本(亿股)	6.41
流通 A 股(亿股)	1.92
52 周内股价区间(元)	8.2-14.95
总市值(亿元)	95.09
总资产(亿元)	36.81
每股净资产(元)	4.75

## 相关研究

1. 中国汽研(601965): 检测能力释放, 研发任重道远 (2013-12-31)
2. 中国汽研(601965): 新基地投产带来新气象 (2013-10-29)
3. 中国汽研(601965): 技术服务稳增长, 轨交业务承压 (2013-08-15)

**附录：财务预测表 (单位：百万元)**

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1947.34	1143.20	1411.84	1723.43	2146.08	<b>收益率</b>					
减：营业成本	1560.20	665.61	942.15	1163.62	1460.04	毛利率	19.88%	41.78%	33.27%	32.48%	31.97%
营业税金及附加	31.99	34.00	27.32	33.35	41.52	三费/销售收入	5.48%	8.99%	4.44%	4.69%	4.77%
营业费用	28.91	33.01	27.08	33.06	41.17	EBIT/销售收入	12.56%	29.03%	33.86%	29.18%	27.55%
管理费用	85.15	94.59	76.81	93.76	116.75	EBITDA/销售收入	14.50%	32.38%	38.60%	36.85%	36.28%
财务费用	-7.42	-24.85	-41.22	-46.00	-55.65	销售净利率	10.78%	26.27%	31.26%	27.07%	25.63%
资产减值损失	6.13	10.12	0.00	0.00	0.00	<b>资产获利率</b>					
加：投资收益	-2.34	-3.05	-2.70	-2.80	-1.90	ROE	18.57%	10.32%	13.17%	12.22%	12.59%
<b>营业利润</b>	<b>240.04</b>	<b>327.67</b>	<b>378.51</b>	<b>444.35</b>	<b>542.35</b>	ROA	12.65%	9.24%	11.73%	10.65%	10.98%
加：其他非经营损益	12.61	29.16	141.27	105.00	105.00	ROIC	181.99%	30.76%	21.86%	25.53%	22.92%
<b>利润总额</b>	<b>252.66</b>	<b>356.83</b>	<b>519.78</b>	<b>549.35</b>	<b>647.35</b>	<b>增长率</b>					
减：所得税	42.70	56.50	78.37	82.82	97.39	销售收入增长率	-9.72%	-41.29%	23.50%	22.07%	24.52%
<b>净利润</b>	<b>209.96</b>	<b>300.33</b>	<b>441.40</b>	<b>466.52</b>	<b>549.96</b>	EBIT 增长率	31.39%	35.65%	44.07%	5.19%	17.57%
减：少数股东损益	9.85	2.54	3.73	3.94	4.64	EBITDA 增长率	30.47%	31.15%	47.20%	16.56%	22.58%
归属母公司股东净利润	200.11	297.79	437.68	462.58	545.32	净利润增长率	33.69%	43.04%	46.97%	5.69%	17.89%
<b>资产负债表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	总资产增长率	-8.03%	85.79%	13.41%	15.85%	14.04%
货币资金	330.61	1644.63	2070.91	2061.63	2929.13	股东权益增长率	27.92%	167.83%	15.17%	13.92%	14.40%
应收和预付款项	285.98	313.79	199.63	428.98	355.33	<b>资本结构</b>					
存货	329.30	270.48	67.28	349.88	173.55	资产负债率	41.67%	18.21%	17.00%	18.60%	18.54%
其他流动资产	0.34	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	42.75%	36.41%	32.47%	38.17%	27.65%
长期股权投资	42.56	42.52	39.52	36.52	34.52	带息债务/总负债	1.24%	0.43%	0.00%	0.00%	0.00%
投资性房地产	0.00	0.00	6.26	5.56	4.87	流动比率	1.35	4.18	4.07	3.74	3.93
固定资产和在建工程	701.12	1084.54	1461.56	1613.24	1661.91	速动比率	0.88	3.67	3.95	3.28	3.73
无形资产和开发支出	239.83	232.99	226.86	223.17	222.26	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他非流动资产	3.77	3.25	1.89	0.52	0.52	<b>资产管理效率</b>					
<b>资产总计</b>	<b>1933.52</b>	<b>3592.21</b>	<b>4073.90</b>	<b>4719.51</b>	<b>5382.08</b>	总资产周转率	1.01	0.32	0.35	0.37	0.40
应付和预收款项	689.59	533.12	574.56	759.88	879.98	固定资产周转率	6.71	3.79	5.30	1.81	1.47
其他负债	106.14	118.11	118.11	118.11	118.11	应收账款周转率	12.34	5.28	93.25	6.43	25.39
<b>负债合计</b>	<b>805.73</b>	<b>654.06</b>	<b>692.67</b>	<b>877.99</b>	<b>998.09</b>	存货周转率	4.74	2.46	14.00	3.33	8.41
资本公积	285.14	1603.65	1603.65	1603.65	1603.65	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
留存收益	343.57	641.36	1079.04	1541.62	2086.94	EBIT	244.62	331.82	478.06	502.85	591.20
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1077.49</b>	<b>2885.79</b>	<b>3323.47</b>	<b>3786.05</b>	<b>4331.37</b>	EBITDA	282.27	370.19	544.93	635.16	778.61
少数股东权益	50.30	52.35	56.08	60.01	64.66	NOPLAT	192.41	254.29	285.86	337.76	412.99
<b>股东权益合计</b>	<b>1127.79</b>	<b>2938.14</b>	<b>3379.54</b>	<b>3846.07</b>	<b>4396.03</b>	净利润	200.11	297.79	437.68	462.58	545.32
负债和股东权益合计	1933.52	3592.21	4072.22	4724.06	5394.12	EPS	0.312	0.465	0.683	0.722	0.851
<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	PE	41.37	31.91	21.73	20.55	17.44
经营现金流净流量	-86.63	200.73	707.99	139.25	963.96	PEG	1.28	1.24	N/A	N/A	N/A
投资现金流净流量	-218.50	-408.96	-320.59	-195.02	-152.61	PB	7.68	3.73	3.24	2.85	2.48
筹资现金流净流量	-4.07	1537.08	38.89	46.49	56.15	PS	4.25	7.24	5.86	4.80	3.86
<b>现金流量净额</b>	<b>-309.20</b>	<b>1328.85</b>	<b>426.28</b>	<b>-9.28</b>	<b>867.50</b>						

数据来源：西南证券

## 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