

中国汽研 (601965)

技术服务业务毛利率创近年高峰，2014为市场开拓年

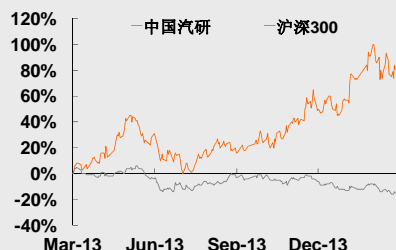
推荐 (维持)

现价: 15.62 元

主要数据

行业	平安汽车
公司网址	www.caeri.com.cn
大股东/持股	中国通用技术(集团)控股 有限责任公司/63.69%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督 管理委员会/67.05%
总股本(百万股)	641
流通 A 股(百万股)	192
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	100.09
流通 A 股市值(亿元)	29.99
每股净资产(元)	5.06
资产负债率(%)	17.0

行情走势图



相关研究报告

首次覆盖报告《我国汽车工业由大变强的助力者》(2013.11.14)

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006
021-38638428
wangdean002@pingan.com.cn

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
021-38636729
yubing006@pingan.com.cn

彭勇

投资咨询资格编号 S1060513050002
021-38632725
pengyong060@pingan.com.cn

投资要点

事项: 公司披露 2013 年报, 全年实现收入同比增 31.2% 为 15 亿元, 实现净利润同比增 41.8% 为 4.2 亿, 扣非净利润同比增 30.96% 为 3.6 亿元。每股收益 0.66 元, 每股净资产 5.06 元, 分红预案为每 10 股派发现金红利 2 元 (含税)。

平安观点:

公司 2013 年净利润 (扣非) 高于我们预期, 主要是技术服务业务盈利能力高于我们此前预测所致。

■ 技术服务毛利润同比增 44%, 产业化板块毛利润同比降 17.4%

技术服务业务受益于需求增加及服务能力提升, 实现收入 6.71 亿元, 同比增长 18.3%; 毛利率同比增长 10.6 个百分点为 59.8%, 达近年历史高峰; 技术服务业务毛利润同比增长 43.6% 达 4 亿元。

产业化板块收入同比大幅增长至 8.2 亿元, 毛利率同比下滑 15 个百分点至 19.6%, 毛利润同比下滑 17.4% 至 1.6 亿元, 其中专用汽车业务毛利润翻番至 0.25 亿, 轨交及专用汽车配件业务毛利润同比下滑 34% 至 1 亿, 燃气系统毛利润同比增长 55% 为 0.28 亿。2013 年专用车业务市场回暖影响, 收入同比增长 92%, 毛利率同比持平; 汽车燃气系统关键零部件业务因凯瑞燃气公司能力增加, 收入同比增长 42%; 轨道交通关键零部件业务在手订单减少, 收入同比减少 15%。

2013 年公司新签合同 12.5 亿元, 同比增长 12%, 其中技术服务业务同比增长 27%, 产业化业务板块同比增长 3%。

公司销售费用与上年基本持平; 管理费用增长, 主要原因是公司及子公司的研发费用增加。公司研发支出主要是用于新能源汽车关键技术开发、轨道交通关键零部件产品等的开发。本期费用化研发支出较上年同期增长 83.34%, 主要是轨道交通关键零部件产品开发项目增加。

■ 汽车技术研发与测试新基地落成, 2014 年机遇与挑战并存

2013 年 10 月公司“汽车技术研发与测试评价基地”正式投入使用, 同年受托管理长安汽车的重庆汽车综合试验场, 使公司拥有了汽车试验场资源, 构建公司完整的研发测试评价服务能力。新基地于 4Q13 部分转固, 新基地带来收入及利润规模增长, 资产规模亦有大幅提升, 新增折旧压力不小。对公司快速开拓市场的能力造成一定程度的挑战。

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,947	1,143	1,500	1750	2133
YoY(%)	-9.7	-41.3	31.2	16.7	21.9
净利润(百万元)	200	298	422	363	510
YoY(%)	44.4	48.8	41.8	-14.0	40.6
毛利率(%)	19.9	41.8	37.5	33.4	37.4
净利率(%)	10.3	26.0	28.1	20.7	23.9
ROE(%)	18.6	10.3	13.0	10.1	12.8
EPS(摊薄/元)	0.31	0.46	0.66	0.57	0.80
P/E(倍)	50.0	33.6	23.7	27.6	19.6
P/B(倍)	9.3	3.5	3.1	2.8	2.5

据公司招股书中对募投项目的介绍,公司预计项目建成第二年将增加销售收入 22820 万元(相当于 2013 年公司技术服务业务收入的 34%),项目达产后可新增业务收入 48000 万元(相当于 2013 年公司技术服务业务收入的 71%)。

据公司招股书介绍:随着募投项目的实施,公司资产规模将大幅提升,项目建成后将新增固定资产将超过 8 亿元。从 2013 年年报情况看,2013 年底公司固定资产比 2013 年三季度末增加了 6.9 亿至 9.7 亿。

据公司招股书介绍:项目建成第二年折旧摊销额为 4223 万元(相当于 2013 年折旧摊销额的 83%),达到正常年份后年折旧及摊销金额为 8861 万元(相当于 2013 年折旧摊销额的 174%)。

在扣除其他费用后,募投项目建成后第二年将新增利润总额 8657 万元(相当于 2013 年公司利润总额的 17.6%),正常年达产后公司将年新增利润总额 19920 万元(相当于 2013 年公司利润总额的 40.4%)。

■ 2014 年是技术服务业务的市场开拓年

2014 年,公司计划以总部新基地建设和搬迁完成为契机,提高技术服务业务的竞争能力和市场份额。以结构调整和转型升级为主线,加大关键技术研发和新产品开发,加快科技成果产业化,形成公司新的竞争优势。

1、强化市场整体营销,加快基地能力释放。

2014 年为公司“**市场开拓年**”。加强市场宣传推广力度,深化“大市场、大客户、大项目”战略,加强客户关系管理,释放新基地产能,提高技术服务市场份额,促进技术服务业务规模和效益增长。

2、坚持技术创新、加快新产品开发

加大专用汽车技术开发力量,提高产品改进和新产品开发能力,促进产品调整优化和转型升级。

加快燃气汽车产业化基地建设,推进燃气汽车科技成果产业化进程,将技术优势转化为产品优势。

加快轨道交通关键零部件新产品定型试验和改进完善,争取尽早实现产品配套和批量生产,改善产品单一的短板,实现可持续稳定发展。

汽车试验设备完善产品开发体系,积极向大型复杂的高端汽车试验设备的优化升级。

■ 盈利预测与投资建议

公司近 50 年专注于汽车技术服务及其相关业务领域,积累了丰富的技术、市场资源,树立了良好的品牌形象,在汽车行业具有较高的影响力和知名度。公司拥有四大国家级汽车技术创新和公共技术服务平台,公司已建成国际一流、国内领先的汽车技术研发与测试评价基地,为进一步扩大公司汽车技术研发和公共技术服务优势奠定了坚实基础。

我们估计:随着新基地投产带来的技术服务业务产能大幅增长,公司的技术服务业务收入将维持高速增长,但 2014 年新基地带来的新增折旧亦较多,需密切关注新增技术服务业务的需求增长速度,若新需求随新产能增长而快速增长,那么新增利润可能覆盖新增折旧压力。

轨交业务未来订单存在不确定性,据公司 1 月发布的投资者调研记录显示暂未接到轨交业务新订单,该类业务存在暂时萎缩的风险;

燃气业务:公司 2013 年成立全资子公司凯瑞燃气公司,计划形成完整的燃气汽车及发动机开发标定与匹配及零部件产品供应的服务能力。项目建设规划的产能目标为 2015 年 6.5 万套/年,2018 年 18 万套/年。项目达产后,预计 2015 年可是实现销售收入 1.95 亿元,净利润 2630 万元;2018 年实现销售收入 5.39 亿元,净利润 10120 万元。

根据最新情况，我们上调了公司 2015 年业绩预测，维持 2014 年业绩预测不变。

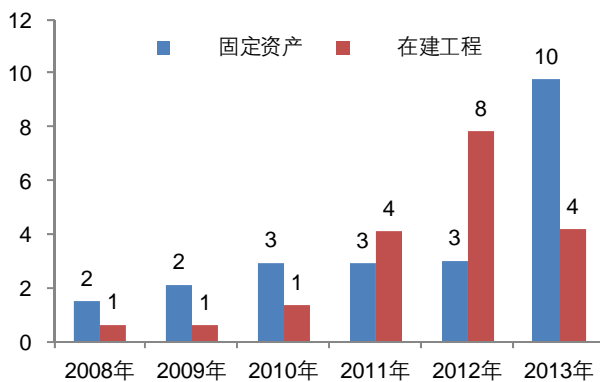
预计公司 2014 年、2015 年 EPS 依次为 0.57 元、0.80 元(原预测值为 0.75 元)，作为专业的独立第三方汽车技术服务提供商，公司的技术服务业务虽然短期承受新增折旧压力，但新增产能将带来未来较为确定的高增长。维持“推荐”评级。

图表 1 中国汽研主营业务经营情况 单位：亿元

主营收入构成	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	同比增幅
1、技术服务	2.01	2.78	4.23	5.68	6.71	18.3%
2、产业化业务	11.74	18.78	15.09	5.64	8.21	45.6%
其中：专用汽车	10.91	17.85	13.30	2.94	5.63	91.6%
轨道交通及专用汽车零部件	0.52	0.56	1.38	2.19	1.86	-15.3%
汽车燃气系统及关键零部件	0.30	0.37	0.41	0.51	0.73	42.5%
毛利润构成	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	同比增幅
1、技术服务	0.92	1.50	2.10	2.79	4.01	43.6%
2、产业化业务	0.90	1.22	1.76	1.95	1.61	-17.4%
其中：专用汽车	0.51	0.72	0.67	0.13	0.25	97.3%
轨道交通及专用汽车零部件	0.25	0.31	0.92	1.65	1.09	-34.0%
汽车燃气系统及关键零部件	0.14	0.18	0.17	0.18	0.28	54.9%
毛利率	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	同比增加百分点
1、技术服务	45.8%	54.1%	49.7%	49.2%	59.8%	10.6
2、产业化业务	7.7%	6.5%	11.6%	34.6%	19.6%	-15.0
其中：专用汽车	4.7%	4.1%	5.0%	4.3%	4.5%	0.1
轨道交通及专用汽车零部件	47.5%	55.7%	66.5%	75.1%	58.5%	-16.6
汽车燃气系统及关键零部件	46.6%	48.1%	41.1%	34.8%	37.8%	3.0

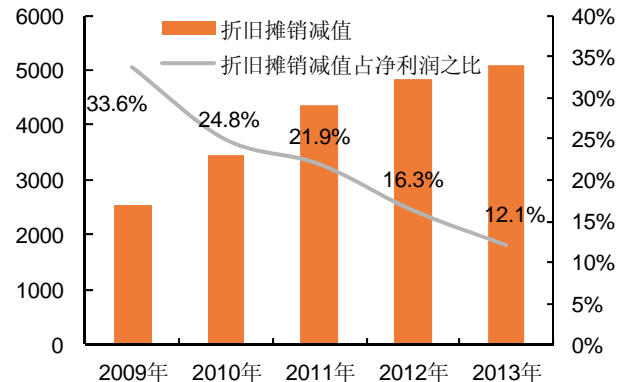
资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

图表 2 历年固定资产及在建工程值 单位：亿元



资料来源：公司公告

图表 3 历年折旧摊销额 单位：万元



资料来源：公司公告

主要项目	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	同比	环比
营业收入	29203	43767	35881	41173	43.5%	14.7%
资产减值损失	-33	-169	7	1003	2.9%	14210.4%
投资收益	-143	91	40	2070		5075.0%
营业外净收入	-21	8	39	5344	402.7%	13602.6%
净利润	5743	8644	8090	19741	115.0%	144.0%
EPS (元)	0.09	0.13	0.13	0.31		
主要指标	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	同比增加百分点	环比增加百分点
毛利率	34.2%	27.5%	40.6%	47.9%	-0.5	7.3
销售费用率	2.4%	1.5%	2.5%	2.6%	-1.0	0.1
管理费用率	7.4%	5.5%	11.4%	9.1%	0.5	-2.4
财务费用率	-1.7%	-4.3%	-0.9%	-2.8%	3.9	-1.9
所得税率	18.1%	16.8%	15.1%	10.9%	-4.2	-4.2
净利率	19.7%	19.8%	22.5%	47.9%	16.0	25.4

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所整

■ 风险提示

- 1、新基地投产，固定资产大幅增加，其贡献的新增利润短期可能不能覆盖新增折旧；
- 2、产业化板块业务增长存在不确定性。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
流动资产	2260	2282	2468	2576	
现金	1667	1618	1635	1629	
应收账款	136	145	182	216	
其他应收款	73	31	58	62	
预付账款	25	19	30	32	
存货	270	177	305	317	
其他流动资产	89	293	258	320	
非流动资产	1384	1688	2988	4341	
长期投资	43	41	41	100	
固定资产	302	975	1543	2246	
无形资产	233	211	645	1032	
其他非流动资产	807	462	758	963	
资产总计	3644	3970	5456	6917	
流动负债	565	547	1664	2742	
短期借款	0	0	959	1949	
应付账款	114	123	168	187	
其他流动负债	451	424	537	606	
非流动负债	141	129	133	132	
长期借款	3	3	3	3	
其他非流动负债	138	126	130	129	
负债合计	706	676	1797	2874	
少数股东权益	52	51	52	54	
股本	641	641	641	641	
资本公积	1604	1604	1604	1604	
留存收益	641	999	1363	1745	
归属母公司股东权益	2886	3244	3607	3989	
负债和股东权益	3644	3970	5456	6917	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
经营活动现金流	201	350	492	750	
净利润	300	424	365	513	
折旧摊销	38	43	182	265	
财务费用	-25	-38	-25	-10	
投资损失	3	-21	0	0	
营运资金变动	-146	-51	-13	-30	
其他经营现金流	30	-7	-17	13	
投资活动现金流	-409	-336	-1460	-1627	
资本支出	406	359	976	1131	
长期投资	-3	0	-2	59	
其他投资现金流	-6	23	-487	-437	
筹资活动现金流	1537	-70	984	872	
短期借款	-10	0	959	990	
长期借款	3	0	0	0	
普通股增加	192	0	0	0	
资本公积增加	1319	0	0	0	
其他筹资现金流	34	-70	25	-118	
现金净增加额	1329	-56	16	-5	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
营业收入	1143	1500	1750	2133	
营业成本	666	937	1165	1336	
营业税金及附加	34	17	20	25	
营业费用	33	33	45	50	
管理费用	95	124	140	139	
财务费用	-25	-38	-25	-10	
资产减值损失	10	8	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-3	21	0	0	
营业利润	328	439	405	594	
营业外收入	31	55	20	10	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	357	493	424	603	
所得税	57	69	59	90	
净利润	300	424	365	513	
少数股东损益	3	2	1	2	
归属母公司净利润	298	422	363	510	
EBITDA	341	444	562	849	
EPS (元)	0.46	0.66	0.57	0.80	

主要财务比率

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-41.3%	31.2%	16.7%	21.9%
营业利润	36.5%	34.1%	-7.8%	46.6%
归属于母公司净利润	48.8%	41.8%	-14.0%	40.6%
获利能力				
毛利率	41.8%	37.5%	33.4%	37.4%
净利率	26.0%	28.1%	20.7%	23.9%
ROE	10.3%	13.0%	10.1%	12.8%
ROIC	8.8%	10.6%	7.2%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	19.4%	17.0%	32.9%	41.5%
净负债比率	0.4%	0.4%	53.5%	67.9%
流动比率	4.0	4.2	1.5	0.9
速动比率	3.5	3.8	1.3	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3
应收账款周转率	9.1	10.1	10.1	10.1
应付账款周转率	4.8	7.9	8.0	7.5
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.66	0.57	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.55	0.77	1.17
每股净资产(最新摊薄)	4.50	5.06	5.63	6.23
估值比率				
P/E	33.6	23.7	27.6	19.6
P/B	3.5	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	24.6	18.9	14.9	9.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257