

我国汽车科技创新和公共技术服务的重要平台

——中国汽研新股报告

中国汽研

601965

中国汽研是我国汽车科技创新和公共技术服务的重要平台

中国汽车工程研究院股份有限公司主要从事汽车领域技术服务业务和产业化制造业务。公司拥有国家机动车质量监督检验中心(重庆),三个国家级技术平台,是“国家高新技术企业”、“创新型企业”以及“国际科技合作基地”,是我国汽车工业的公共技术服务及科技创新的重要基地,为我国汽车产业的持续健康发展发挥应有的技术支撑作用和科技引领作用。

中国汽研的业务为技术服务业务和产业化制造业务

公司的主营业务分为技术服务业务板块(汽车研发及咨询、汽车测试与评价)和产业化制造业务板块(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)。2011年,公司的技术服务业务贡献的收入占比为22%,而贡献的毛利占比为54%,是公司毛利的主要来源;产业化制造业务贡献的收入占比为77%,而贡献的毛利占比为45%。

中国汽研的技术服务业务和产业化制造业务具有较强的协同效应

公司是我国汽车工业发展的突出贡献者,具有较高的行业影响力和市场公信力。公司具有较为完整和协同发展的业务链,具有较强的协同效应:技术服务业务将受益于汽车产业化升级、自主研发趋势和专业细分化趋势;产业化业务方面,由于公司在提供大量研发咨询和测试评价技术服务过程中,形成专门、领先的技术积累,为公司拓展相关产业化制造业务创造了条件。

募投项目分析

募投项目为投资110,971.80万元的汽车技术研发与测试基地建设项目,项目完成后,将大大提高公司在汽车产品设计、节能减排、NVH、EMC、主被动安全、新能源汽车、汽车电子等重点领域关键技术、共性技术的科技攻关和创新能力,预计可新增业务收入48,000万元,利润总额19,920万元。

盈利预测与合理估值

我们预计公司2012年-2013年将分别实现营业收入17.61亿元、19.96亿元,同比分别增长-9.6%、13.4%;实现归属于上市公司股东的净利润分别为2.79亿元、3.20亿元,同比分别增长39.3%、14.9%;实现的EPS分别为0.43元和0.50元。给予16-19倍的PE估值,得到合理的估值区间为6.88-8.17元。

分析师: 闻祥

投资咨询执业证书编号:

S0630511070001

021-50586660-8627

wenx@longone.com.cn

联系人: 吴剑

021-50586660-8615

wujian@longone.com.cn

日期

发布日期: 2012年06月05日

分析日期: 2012年05月26日

调研日期: 无

价格

预测发行价: 6.88-8.17元

预测上市价: 元

公司估值

	2010	2011	2012E	2013E
EPS	0.20	0.31	0.43	0.50
PE				
PB				

正文目录

一、公司简介	4
1、公司是我国汽车工业的公共技术服务及科技创新的重要基地.....	4
2、发行前后股东结构与实际控制人.....	4
二、公司所处行业分析	6
1、汽车研发及咨询行业.....	6
2、汽车测试评价行业.....	6
3、专用汽车行业.....	8
4、轨道交通行业.....	9
5、燃气汽车行业.....	10
三、公司主业分析	10
1、汽车研发及咨询业务.....	12
2、汽车测试与评价业务.....	13
3、专用汽车业务.....	15
4、轨道交通关键零部件业务.....	17
5、汽车燃气系统及其关键零部件.....	18
四、公司的竞争优势和发展战略	20
1、公司的发展战略.....	20
2、公司的竞争优势和投资亮点.....	20
五、募投项目分析	21
六、盈利预测与合理估值	22

图表目录

图 1 公司股权结构图	5
图 2 汽车测试评价业务的分类	7
图 3 公司主营业务的构成	11
图 4 2011 年各业务贡献收入占比 (%)	11
图 5 2011 年各业务贡献毛利占比 (%)	11
图 6 2009-2011 年公司综合毛利率 (%)	12
图 7 2008 年以来公司汽车研发及咨询业务收入	13
图 8 汽车测试评价业务的各分支机构	14
图 9 2008 年以来汽车测试与评价业务收入	15
图 10 2008 年以来技术服务业务毛利率 (%)	15
图 11 2008 年以来专用汽车收入	16
图 12 2008 年以来专汽车毛利率 (%)	16
图 13 2008 年以来轨道交通及其零部件业务收入	18
图 14 2008 年以来轨道交通及其零部件毛利率 (%)	18
图 15 2008 年以来汽车燃气系统及其零部件业务收入	19
图 16 2008 年以来汽车燃气系统及其零部件业务毛利率 (%)	19
图 17 募投项目鸟瞰图	21
表 1 发行前后公司股权结构	5
表 2 测试与评价业务 2009 年以来检测份数	14
表 3 强制检测业务收入的金额及占比情况	15
表 4 公司生产的专用汽车类型:	16
表 5 公司专用汽车销售收入:	16
表 6 公司轨道交通关键零部件销售收入:	17
表 7 公司燃气系统及其关键零部件的产能、产量和销量情况	19
表 8 募集资金项目的资金投入计划 (万元)	21
表 9 分业务收入和毛利预测 (万元)	22
表 10 盈利预测表 (万元)	23

一、公司简介

1、公司是我国汽车工业的公共技术服务及科技创新的重要基地

中国汽车工程研究院股份有限公司主要从事汽车领域技术服务业务和产业化制造业务。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。

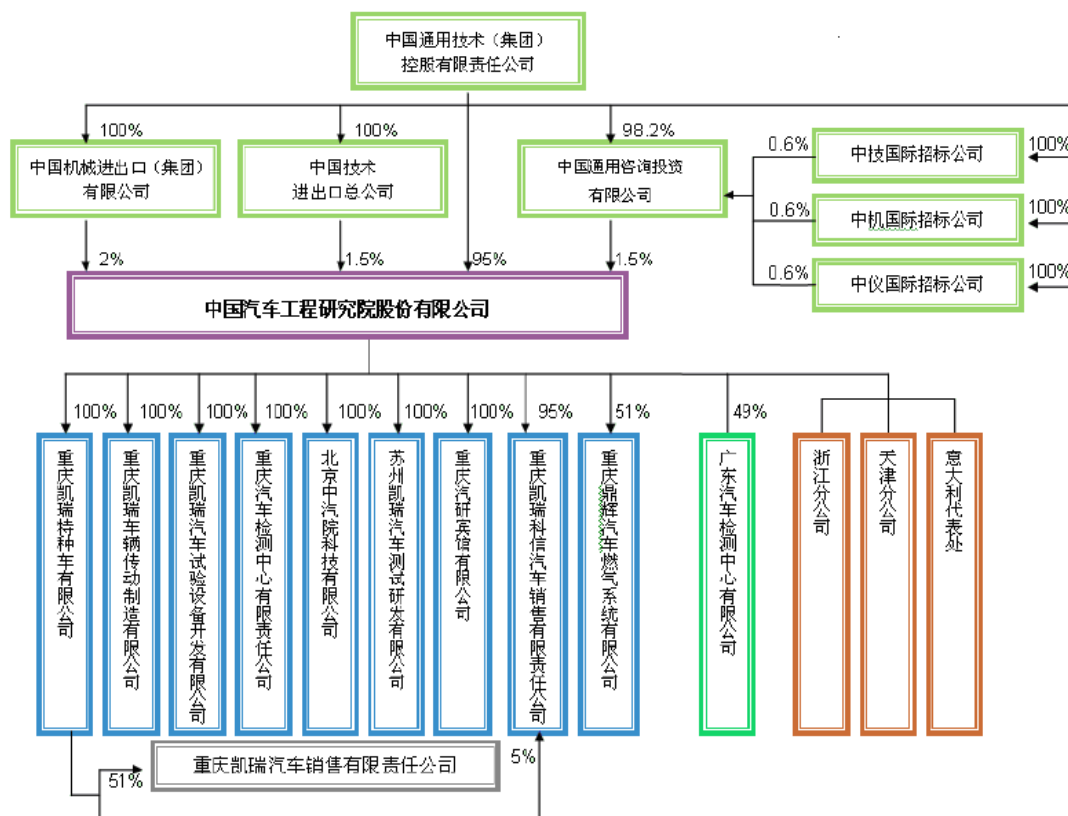
公司的前身为成立于 1965 年的重庆重型汽车研究所，是国家一类科研院所。2011 年 1 月转制成科技型企业，并更名为重庆汽车研究所；后于 2007 年 11 月，更名为中国汽车工程研究院。2007 年 12 月公司完成改制，为中国汽车工程研究院有限公司。2010 年 11 月，公司整体变更为中国汽车工程研究院股份有限公司。

公司拥有国家机动车质量监督检验中心（重庆），三个国家级技术平台（分别为：国家燃气汽车工程技术研究中心、汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室、替代燃料汽车国家地方联合工程实验室），是“国家高新技术企业”、“创新型企业”以及“国际科技合作基地”，是我国汽车工业的公共技术服务及科技创新的重要基地，为我国汽车产业的持续健康发展发挥应有的技术支撑作用和科技引领作用。

2、发行前后股东结构与实际控制人

通用技术集团直接持有公司 95% 的股份，为公司的控股股东；此外，通用技术集团还通过中机公司、中技公司和通用咨询间接持有了公司另外 5% 的股份。因此，通用技术集团控制了公司发行前 100% 的股份，为公司的实际控制人。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

公司发行前的总股本为 44878.66 万股，本次 A 股发行不超过 19200 万股，占发行后总股本的 29.96%。根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》的有关规定，在公司发行 A 股并上市后，公司国有股股东将合计 1920 万股（按本次发行上限 19200 万股的 10% 计算，若本次实际发行 A 股数量低于本次发行的上限，则按照实际发行股份数量的 10% 计算）划转给全国社会保障基金理事会。

表 1 发行前后公司股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	数量	比例	数量	比例
通用技术集团	426347248	95.00%	408107248	63.69%
中机公司	8975732	2.00%	8591732	1.34%
中技公司	6731799	1.50%	6443799	1.01%
通用咨询	6731799	1.50%	6443799	1.01%
全国社会保重基金理事会	-	-	19200000	3.00%
公众投资者	-	-	192000000	29.96%
合计	448786578	100.00%	640786578	100.00%

资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

二、公司所处行业分析

公司的主要业务为汽车研发及咨询业务和汽车测试与评价业务，根据国家统计局《国民经济行业分类和代码表》，属于“M 科学研究、技术服务和地质勘察业”；

公司经过多年的科研创新，在自主知识产权的部分领域，实现了产业化制造，包括有：专用汽车、轨道交通关键零部件和汽车燃气系统及关键零部件，根据国家统计局《国民经济行业分类和代码表》，同属于“C 制造业”类别下的“37 交通运输设备制造业”。

1、汽车研发及咨询行业

汽车产品研发及咨询行业的内涵。该行业主要是为汽车行业中的整车企业提供产品创意与造型、结构工程、汽车三新（新材料、新工艺、新技术）的研发与设计、样车试验、性能设计和验证；为零部件生产厂商提供先进动力总成、电动车整车控制与电驱动系统、电子电器工程、关键零部件等研发、测试及试验设备开发等技术服务。一个完整的汽车产品开发包含市场调研及产品规划、外形设计、性能设计、结构设计、仿真分析、试制、测试评价、生产准备、定型生产等阶段。

行业竞争格局。国内汽车产品研发及咨询机构主要分为三类：

1) 为汽车制造厂商下属的汽车产品开发机构，通常该类机构与外部的汽车开发及咨询机构合作进行新车型的开发；

2) 国外的汽车产品研发及咨询公司在国内建立的分支机构，几乎承担了国内合资汽车企业所有的设计开发业务和部分国内自主品牌的汽车生产企业的设计开发业务，主要包括有德国的 MagnaSteyr、EDAG，意大利的 Pininfarina、Italdesign.IDEA, 日本的 EAC 等整车设计公司；

3) 国内独立的汽车产品研发及咨询机构，不依附于某个具体品牌的生产厂家。该类机构正处于快速成长阶段，其技术人员一般以自身培养或从大型汽车制造厂商分离出来的技术骨干为主。主要包括有：本公司、上海同济同捷科技股份有限公司、北京长城华冠汽车技术开发有限公司、阿尔特(中国)汽车技术有限公司、天津清源电动车辆有限责任公司。

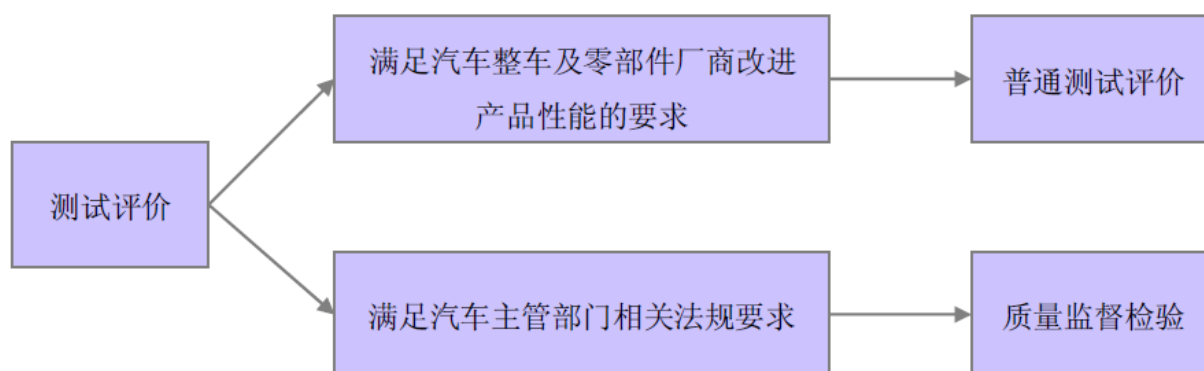
公司的竞争地位。目前，公司的汽车产品研发及咨询业务规模偏小，市场占有率较低。

2、汽车测试评价行业

汽车测试评价行业的内涵。该行业主要是为汽车整车及零部件生产企业、政府有关监管部门和用户进行检测、试验验证、符合性评价等技术服务。

我国汽车测试评价行业根据检测目的不同可以分为普通测试评价和质量监督检验业务。

图2 汽车测试评价业务的分类



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

1) 普通测试评价：除了满足政府监管部门要求的质量监督检验以外，汽车企业为了产品研发、改进、验证和供应商质量管理等要求而进行的测试评价。随着我国汽车行业发展水平的逐年提高，市场竞争日趋激烈，各厂商已经不能仅仅局限于使自身产品满足国家强制性指标要求，而需要通过不断的研究开发，提高自身产品的性能指标，保持产品的竞争力。

2) 质量监督检验：按照政府监管部门相关法规要求而进行的测试评价。由于汽车产品的自身特点，其对产品质量及安全性的要求较高。国内的汽车标准正在与国际接轨，已建立和一些涉及安全、排放、节能的新标准将相继发布实施，不断促进国内汽车产品技术的进步，不断推动对汽车检测机构的测试评价能力的需求。

行业竞争格局。我国汽车产品的测试评价业务集中度较高，已获得政府主管部门全面授权的国家级质量监督检验机构有 6 家：

- 1) 国家轿车质量监督检验中心（天津中心）；
- 2) 国家汽车质量监督检验中心（长春中心）；
- 3) 国家汽车质量监督检验中心（襄樊中心）；
- 4) 国家客车质量监督检验中心（客车中心）；
- 5) 国家机动车产品质量监督检验中心（上海中心）
- 6) 本公司下属的国家机动车质量监督检验中心（重庆）

上述 6 家国家级质量检测检验机构占据了我国汽车测试评价业务 70% 左右的市场份额，本公司占 6 家机构总市场份额的 10% 左右。

除了上述 6 家机构外，一些获得部分授权的检测机构（国家消防装备质量监督检验中心和国家工程机械质量监督检验中心）占据了较小的市场份额；一些国外车辆认证、检测机构已进入中国市场，在汽车产品的

高端测试评价业务（如汽车底盘调校、发动机标定、NVH等）中占据了一定的市场份额。

公司的竞争地位。从目前的产业政策看，只要通过国家认证认可监督管理委员会的实验室认可，均可以成为相关检测机构；但要开展涉及国家政策法规的强制性检验，则还需要国家相关部位的授权。由于获得授权对检测机构的实验能力以及行业影响力要求较高，因此，目前除上述6家机构外，其他机构均不能开展需要全部授权的检测业务。

公司与竞争对手属于充分竞争的关系，虽然由于历史等原因，国内检测机构的服务对象存在一定的地缘性。公司根据中国汽车工业的布局，贴近市场服务对象，在其周边地区新建测试基地（江苏苏州、浙江玉环、广东佛山），为其提供更加方便的服务。

在汽车整车、零部件产品的测试评价方面，公司面临的竞争主要来自于上述5家机构；在汽车产品的高端测试评价（汽车底盘调校、发动机标定、NVH等）领域，竞争主要来自于国外知名的测试评价机构。公司所属的检测中心是国内首批获得国家汽车质量监督检验中心资质的机构之一，具有完整的机动车测试评价能力，在动力总成、底盘零部件测试能力方面具备比较优势，在国内测试评价业务中占有较大的市场份额。

3、专用汽车行业

专用汽车的内涵。专用汽车具备专项作业的功能，用途十分广泛，涉及到交通运输、地质石油、农林牧渔、公安消防、医疗卫生、邮电通讯、安全环保等国民经济的各个领域。根据2010年《中国汽车工业年鉴》的统计分类，我国专用汽车可分为自卸汽车、厢式汽车、罐式汽车、专用自卸汽车、起重举升汽车、仓栅式汽车、特种结构汽车、半挂车等八类。其中，自卸汽车分为重型、中型、轻型自卸汽车，厢式汽车氛围厢式运输车、教练车、蓬式运输车、救护车、运钞车等35类；半挂车包括超重型、重型、中型半挂车；仓栅式汽车分为散装饲料运输车、散装粮食运输车、禽兽运输车、其他仓栅式运输车4种。

该行业具有以下特点：1）不同类型专用汽车的需求量差异很大；2）多品种、小批量、个性化与特性化突出；3）客户群体分散；4）结构性供给不足。

行业竞争格局。专用汽车大致可分作两大类，一类是适用于规模化生产的技术成熟，主要依靠规模和价格取胜专用汽车，如自卸车、混凝土搅拌车等，这类汽车生产厂家众多，竞争激烈，行业利润水平低。

另一类是满足特种作业需求的高技术含量、高附加值的特种专用汽车，如机场专用汽车、带电高空作用车、医疗救护车、高空消防车等，这类汽车厂家主要依靠技术取胜，参与者少，行业利润水平高。

公司的竞争地位。本公司下属凯瑞特种车公司年改装能力达到5,000辆，是上汽依维柯红岩商用汽车有限公司全国最大的一级经销商，销售的汽车产品达到上汽依维柯红岩公司总销量的20%以上。同时也是包头北方奔驰重型汽车有限责任公司在西南地区的最大一级经销商。相对于西南地区其他专用汽车企业，公司无论是规模实力、品牌还是技术创新开发能力，都是处于领先地位的。

公司的主要产品为自卸车、混凝土搅拌车以及环卫车等特种专用汽车。

全国目前生产自卸车的企业约有500家左右，行业集中度很低。其中，在西南地区的生产企业有28家，

重庆地区 11 家。公司子公司凯瑞特种车的自卸车产能、产量在重庆乃至西南地区都位居前列，在自卸车产品市场知名度较高，销售能力较强。但是，由于我国自卸车产品的需求量巨大，产品整体技术含量低，生产企业众多，公司自卸车产品在全国范围来看占有率不足 1%。

全国目前生产混凝土搅拌车的企业约有 100 家左右，其中在西南地区的生产企业有 5 家，重庆地区 2 家。凯瑞特种车在西南地区的产量位居前列，区域市场影响力明显，但在全国范围看占比不足 1%。

环卫车产品品种非常多，功能需求跨度较大，但公司的环卫车开发起步较晚，2006 年才开始逐渐进入市场，产品主要涉及洒水车系列、垃圾收运车系列、吸污吸粪车系列和泔水收运车系列。尽管公司该类产品知名度和销售能力在逐年提升，但产品产销量仍然很小，市场占有率较低。

4、轨道交通行业

轨道交通行业的内涵。轨道交通是一种独立的有轨交通系统，它提供了资源集约利用、环境舒适、安全快捷的大容量运输方式，轨道交通是因为城市经济的发展和道路的拥挤而产生的，作为城市公共交通系统的一根重要组成部分而发展的。在中国，随着区域经济的发展和城市群的发展，人们又把连接这些地区的城际铁路也惯称为轨道交通。

轨道交通主要包括有地铁、轻轨、有轨电车、跨座式单轨、磁浮列车、城际列车等，每一种类型都有其应用范围。

行业竞争格局。该行业可分为大型综合类制造企业和专业零部件制造企业：

中国南车和中国北车是国内主要的两大综合轨道交通装备制造企业，占有了 95% 以上的市场份额；专业零部件制造企业主要包括有本公司的全资子公司凯瑞传动、中国南车下属的戚墅堰机车车辆工艺研究所、常州朗锐东洋传动技术有限公司。

凯瑞传动的主营产品：以轨道交通车辆转向架关键零部件为主导，已成功研发出跨座式单轨列车减速传动齿轮箱、基础制动装置、导向及稳定装置、走行轮组件、轮胎气压检测装置等关键零部件产品，填补了国内空白。

戚墅堰机车车辆工艺研究所：主要从事轨道交通装备新材料、新工艺、新装备、新技术的研究开发及相关标准的制订，同时承担行业理化、计量、能源的检测评定等业务。

常州朗锐东洋传动技术有限公司：主要产品为风电升速箱、齿形联轴器、铁路用电动机和地铁齿轮箱等产品。

公司的竞争地位。由此可见，公司子公司凯瑞传动的产品与其他轨道交通零部件制造企业并不重合，公司的轨道交通转向架零部件产品填补了国内单轨产品领域的空白，并已取代进口产品上线运营。因此，在该细分产品领域，公司的竞争对手主要来自于国外。

5、燃气汽车行业

燃气汽车的内涵。燃气汽车主要有液化石油气(LPG)汽车和天然气汽车,天然气汽车有压缩天然气(CNG)汽车和液化天然气(LNG)汽车两类。由于液化石油气和天然气的燃烧特性非常接近汽/柴油,因此被广泛地用作汽车的替代燃料。

欧盟对各种汽车替代燃料进行全生命周期(即从油井到车轮)能源转换效率和二氧化碳排放进行了分析,结果显示,燃气的能源转换效率高于汽、柴油,二氧化碳排放均明显低于燃油汽车20%-25%,是一种很好的低碳替代燃料。随着世界各国对环境保护重视程度的提高,国际油价的不断攀升,近年来燃气汽车在世界范围内均得到了快速发展。

近几年,在拥有丰富天然气资源的东南亚、中亚、中东等地区,燃气汽车得到了飞速发展,亚太地区2000-2009年复合年均增长率约50%。我国也正在开展“空气净化工程-清洁汽车行动”,截止2008年底,全国已有19个城市(地区)成为国家燃气汽车示范推广城市,在天然气资源比较丰富的西部地区,如四川、重庆、乌鲁木齐、西安、海南、银川和兰州等地,公共汽车及出租车90%以上使用天然气。

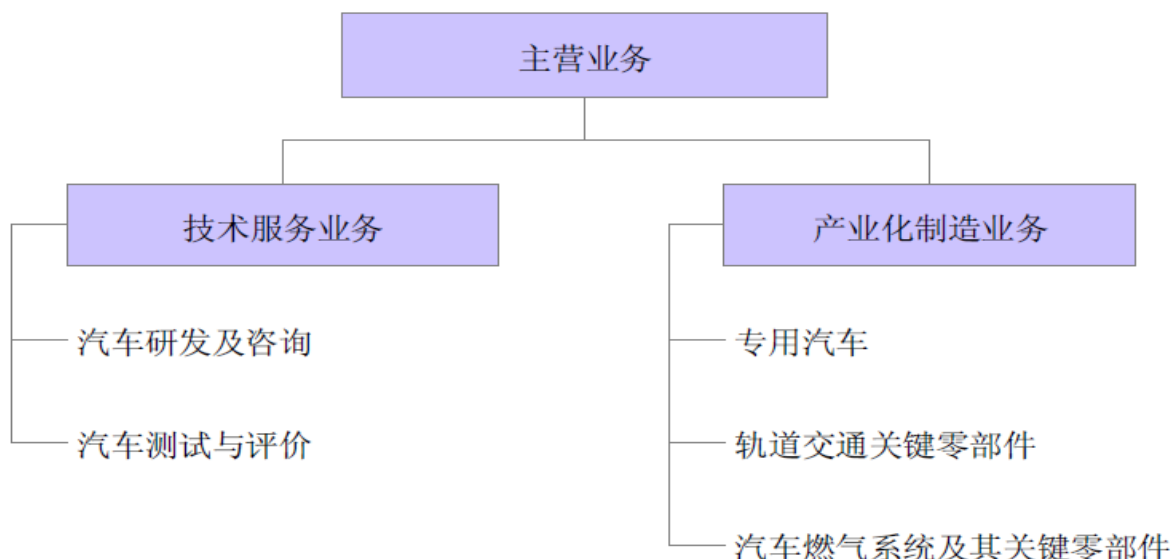
行业竞争格局。燃气汽车的技术核心在于燃气系统,目前,我国燃气汽车系统行业集中度较高,公司的子公司鼎辉燃气、北京朗第伦索、上海依相燃气三家企业的国内市场占有率近85%。

从配套的客户来看,鼎辉燃气主要配套于中重型商用车市场,特别是公交车市场;而北京朗第伦索、上海依相燃气主要配套于小排量乘用车市场。

三、公司主业分析

公司的主营业务分为技术服务业务板块和产业化制造业务板块,其中技术服务业务主要包括汽车研发及咨询、汽车测试与评价,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。

图3 公司主营业务的构成



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

2011年，公司的技术服务业务贡献的收入占比为22%（其中汽车测试与评价业务和汽车研发及咨询业务贡献的收入占比分别为17%和5%），而贡献的毛利占比为54%，是公司毛利的主要来源。

产业化制造业务贡献的收入占比为77%（其中专用汽车、轨道交通及专用汽车零部件、汽车燃气系统及关键零部件业务贡献的收入占比分别为68%、7%和2%），而贡献的毛利占比为45%（其中专用汽车、轨道交通及专用汽车零部件、汽车燃气系统及关键零部件业务贡献的收入占比分别为17%、24%和4%）。

图4 2011年各业务贡献收入占比（%）

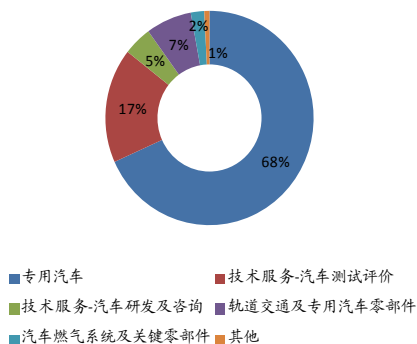
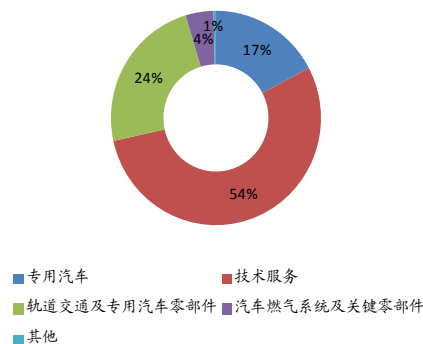
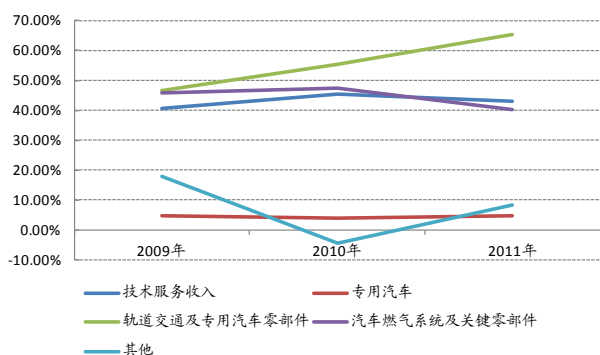


图5 2011年各业务贡献毛利占比（%）



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

图 6 2009-2011 年公司综合毛利率 (%)



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

2009年-2011年,公司的综合毛利率分别为12.41%、11.42%和18.24%。专用汽车毛利率较低,为4-4.9%,技术服务业务、汽车燃气系统及其关键零部件业务的毛利率为40%以上,轨道交通及专用汽车零部件业务由于规模的不断扩大,毛利率提升明显,从2009年的46.69%提升到2011年的65.56%。

1、汽车研发及咨询业务

公司该业务的主要内容。汽车研发及咨询业务是公司的重要业务,与汽车测试与评价业务紧密相关。目前,公司该块业务主要包括1)整车研发、2)燃气汽车系统研发和3)汽车试验设备研发。整车研发主要包括汽车产品规划和调研、整车及零部件结构工程设计、性能工程开发和验证(CAE、EMC、NVH)、动力总成开发、汽车电子系统开发、材料工艺研究、电动汽车开发。燃气汽车系统开发,主要包括在共性技术方面(全系统发动机的开发和匹配、标定技术)、集成技术方面(各种型号发动机、整车与燃气系统的一体化解决方案)、在核心技术电控单元ECU的开发等。

公司目前拥有三个国家级技术研发平台,其中,经国家科技部批准,2003年成立“国家燃气汽车工程技术研究中心”、2010年成立“汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室”;经国家发改委批准,2011年成立“替代燃料汽车国家地方联合工程实验室”。

该业务的销售为项目合同制,通过与业务委托单位签订技术服务合同进行技术业务约定,公司按约定完成服务业务并交付设计开发成果。在定价策略上,对服务工作量进行分解、分析后报价,依据市场原则,按行业平均价格水平,预测成本,在保证利润的基础上与可会协商确定。

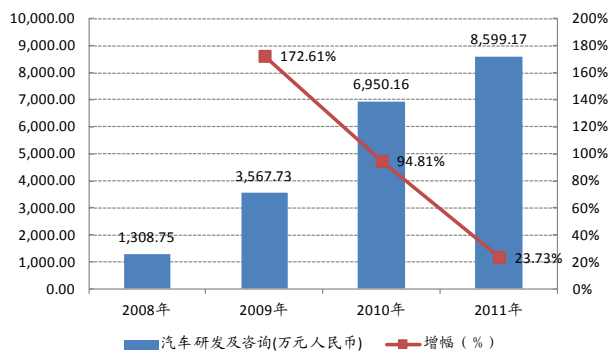
公司该块业务的历史功绩:

- 1) 先后代表国家承担了法国贝利埃、奥地利斯太尔、日本五十铃三次重大汽车整车技术引进工作;
- 2) 自主研发开发了我国第一代、第二代重型军用汽车和红岩重型汽车系列等300多种汽车整车、20多种发动机、136种关键总成及零部件,构建了我国重型军用车、重型商用汽车、轻型商用汽车三大平台。
- 3) 2008-2010年期间,共承担国家及省市科研课题61项;负责或参与制修订国家标准、汽车行业标准32项;获得行业和省部级科技成果奖6项,其中,“燃气汽车发动机及关键零部件开发及产业化”于2008年

获中国汽车工业科技进步一等奖。

近年来，随着我国自主品牌汽车企业的快速发展，该块业务出现了大幅增长。2008年以来，该业务收入的年均复合增长率为87.3%。

图7 2008年以来公司汽车研发及咨询业务收入



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

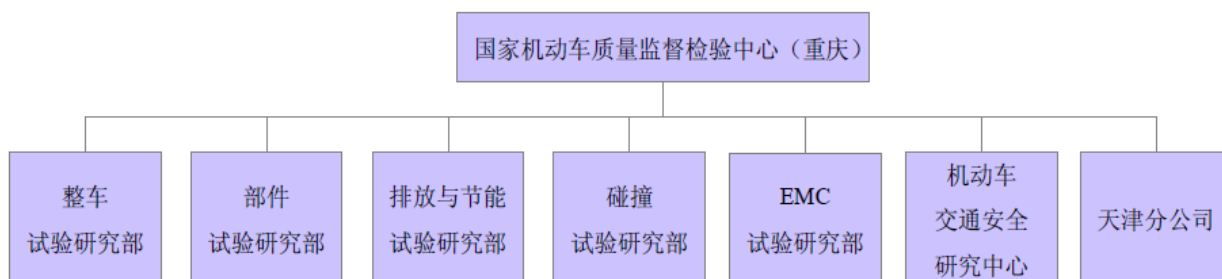
未来，公司将优先重点发展汽车研发及咨询业务。该块业务将围绕汽车产品设计开发、节能排放、新能源汽车、NVH、EMC、汽车安全、汽车电控以及汽车试验设备等重点领域，加强与企业之间的战略合作及业务前期介入，积极争取承担国家和地方重大科技项目，发展成为我国汽车工业的科技创新平台和公共技术服务平台。因此，公司该块业务还将保持稳健增长。

2、汽车测试与评价业务

公司该业务的主要内容。公司是我国汽车测试评价及质量监督检验技术服务的主要提供商，主要通过国家机动车质量监督检验中心（重庆）从事该业务。公司目前测试评价能力授权项目有146项，在汽车技术服务领域形成了较高的行业地位。

公司在国家机动车质量监督检验中心（重庆）下设立了5个试验研究部、1个研究中心、1个进口车检测分公司（天津）。为拓展普通测试评价业务，公司还设立了苏州凯瑞和浙江分公司，以及参股子公司广东检测。

图 8 汽车测试评价业务的各分支机构



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

与所设置的分支机构相对应，公司的测试评价及质量监督检验业务主要包括：整车测试评价、部件测试评价、排放与节能测试评价、碰撞测试评价、小批量进口车测试评价以及机动车交通安全事故签定。

从公司检测业务的数量上来看，2009年以来公司的检测份数年均复合增长率为40.1%，其中进口车检测、碰撞测试、部件测试等板块的业务量增长较快。

表 2 测试与评价业务 2009 年以来检测份数

检测项目	2009 年	2010 年	2011 年
整车试验业务	39038	37449	49456
部件试验业务	2916	4488	2916
排放与节能试验业务	5579	8102	8651
碰撞试验业务	147	253	380
进口车检测试验报告	39390	61140	108680
机动车交通安全检测报告	360	344	568
小计	87430	111776	173308

资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

公司测试评价业务中的强制性检测业务情况：

汽车测试与评价业务可分为普通测试评价和质量监督检验业务。

普通测试评价方面：由于每一次汽车新车型的研发、技术的升级等需要进行多次测试评价、验证或提供第三方检测报告。

质量监督检验方面：由于我国汽车生产企业和产品实行准入管理制度，机动车产品必须满足强制标准才准予生产销售和上牌使用；国内汽车标准正逐步与国际接轨，近年来国家对国内汽车质量监督检验标准制度和修订力度加大，预计未来检测项目将有所增加。可以预见，我国在未来将继续保持对汽车产品的强制性检验需求。

所谓强制性检验是指检测车辆及零部件是否达到国家相关强制性技术标准的测试实验，其强制性主要体现在如果汽车产品不能达到相关标准，则不能获得生产销售的资格。国家有关部门对各家检测机构的检测实力进行认定，各家汽车厂商可以在具备相关检测能力的检测机构中，根据自身需要以及各家检测机构的服务

质量进行自由选择。

表 3 强制检测业务收入的金额及占比情况

2009 年度		2010 年度		2011 年度	
收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)
10,515.11	63.5%	13,061.6	62.8%	22,048.80	65.4%

资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

由于满足强制性检验标准只是最基本的性能要求，而随着我国汽车产业日趋激烈，未来各汽车厂商将更加重视其产品的性能提升，因此非强制性检测实验业务未来的增长潜力巨大。

收入增长正在加速。该块业务 2011 年实现收入 33703.46 万元，同比增长 61.96%；2008 年以来，该块业务收入的年均复合增长率为 30.3%。

近年来，随着我国汽车产销规模的逐年扩大，行业竞争加剧，国内汽车厂商每年新车型推出的数量逐渐增加，因而对汽车测试与评价业务的需求随之增加。

图 9 2008 年以来汽车测试与评价业务收入

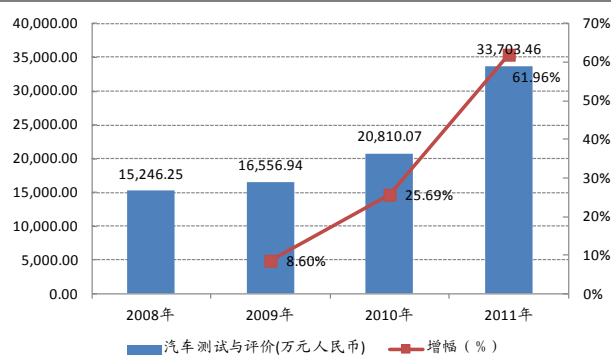
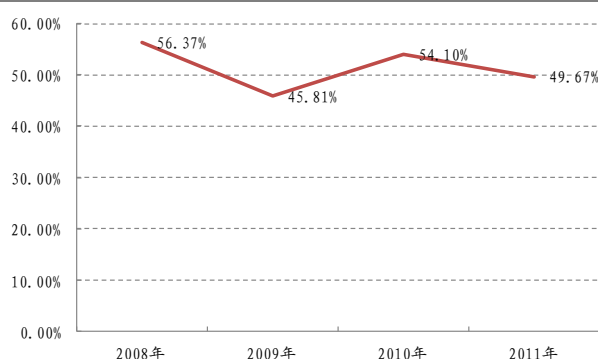


图 10 2008 年以来技术服务业务毛利率 (%)



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

未来，公司将大力积极发展测试评价业务。公司将积极完成募投项目建设及华东、华南、华北测试研发基地建设，加强规范管理，形成较完善的区域协同服务能力；积极开展测试技术、测试规程及方法的研究及应用工作；积极拓展开发性试验、主观评价试验、进出口检测认证试验、第三方测试评价公告试验等业务，推进测试评价业务的转型升级，发展成为在国内外较高影响力的第三方机构及汽车行业公共技术服务平台。

3、专用汽车业务

公司该业务的主要内容。为了有效的实现公司技术能力的产业化，公司由其下属的凯瑞特种车和凯瑞科信实施专用汽车业务。目前，公司的专用汽车业务有四大类、十大系列、四十余个品种、上百个规格。主要产品类型如下：

表 4 公司生产的专用汽车类型:

序号	专用汽车类别	产品系列
1	自卸车	自卸车
2	搅拌车	混凝土搅拌车
3	环卫车	水车系列
		垃圾收运车系列
		拉背车系列
		吸粪车系列
		吸污车系列
4	专用汽车系列	内燃机不解体清洗车系列
		除冰车系列
		通讯处系列

资料来源: 公司招股说明书 东海证券研究所

自卸车是公司专用汽车的主导产品, 占公司专用汽车总产量的 85%。

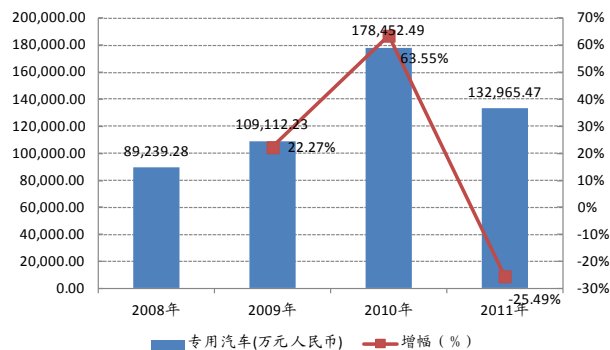
在专用车销售收入占比中, “其他(含底盘直销)”占比较高, 且从 2009 年-2011 年呈现逐年提高的趋势, 主要是因为凯瑞销售作为上汽依维柯红岩商用汽车公司和包头北方奔驰商用车公司的一级销售商, 销售其生产的底盘。

表 5 公司专用汽车销售收入:

分类	2009 年度		2010 年度		2011 年度	
	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)
自卸车	67,238	62%	97,452	55%	44,707	34%
混凝土搅拌运输车	4,950	5%	7,870	4%	2,848	2%
环卫车	1,570	1%	2,600	1%	4,107	3%
其他(含底盘直销)	35,246	32%	70,530	40%	81,303	61%
合计	109,112	100%	178,452	100%	132,965	100%

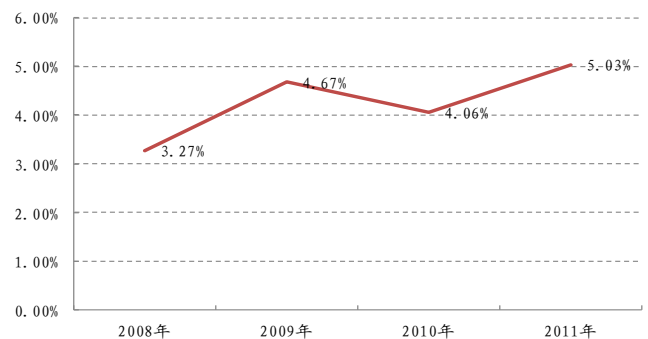
资料来源: 公司招股说明书 东海证券研究所

图 11 2008 年以来专用汽车收入



资料来源: 公司招股说明书 东海证券研究所

图 12 2008 年以来专汽车毛利率(%)



公司的专用车毛利率较低，主要是由于自卸车等车辆上装制造行业的平均毛利率不高，另一原因是，经销业务（主要指底盘直销）的高收入和低毛利率的特点，拉低了整个板块的毛利率。

公司专用车在西南、西北地区有较好的知名度，公司的销售网络除销售自产的专用汽车外，还销售其他厂商（上汽依维柯红岩、包头北奔）的产品。未来，公司自产自销的比重会提高，其他厂家的销售比重会降低，可以预见，该块业务的销售收入会降低，但毛利率会有所提升，毛利会保持平稳和增长。

在公司的发展战略中，包括专用汽车在内的科技成果产业化业务将会统筹稳健发展。公司将进一步加强技术队伍建设，在保持自卸车、搅拌车等稳定发展的同时，加快新产品开发和产品结构调整步伐，与多品牌优势底盘制造商建立合作伙伴关系，加强市场开拓及营销能力建设，提高市场占有率，增强企业盈利能力及核心竞争力，使凯瑞特种车二期技改形成的产能得到充分的释放。

4、轨道交通关键零部件业务

公司该业务的主要内容。公司的轨道交通关键零部件业务由全资子公司重庆凯瑞车辆传动制造有限公司实施，主要生产、销售跨座式单轨列车转向架（底盘）减速传动装置等关键零部件和重型汽车取力器等专用汽车零部件。

表 6 公司轨道交通关键零部件销售收入：

分类	2009 年度		2010 年度		2011 年度	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
单轨列车关键零部件	3,666	70%	4,421	79%	11,625	84%
其他轨道产品	259	5%	348	6%	2,076	15%
专用汽车零部件产品	1,317	25%	855	15%	138	1%
合计	5,242	100%	5,624	100%	13,839	100%

资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

单轨列车关键零部件：主要指跨座式单轨列车转向架（底盘）减速传动装置、基础制动装置等。公司在 2006 年成立了“单轨列车工程技术研究中心”，现已成功研发并已实现批量供货的单轨列车转向架减速传动装置、走行驱动装置、稳定导向装置、内压检测装置等关键零部件产品，在重庆单轨 2 号线新增 26 辆车和 3 号线 1 期工程的 114 辆车上实现配套。

其他轨道产品：主要指低地板列车减速机及短轴和前盖等关键零部件和地铁（B 型车）减速机及关键零部件。

专用汽车零部件：车用后置取力器。由于该产品准入壁垒和技术含量低，产品基本上处于微利甚至个别产品出现亏损，因此，公司将逐步取消车用后置取力器的生产。

相关产品的未来市场情况：预计在 2012 年以前，重庆将开通轨道交通 1、2、3 及 6 号线，其中 2、3 号线采用跨座式单轨交通方式。公司从 2009 年开始，先后与长春轨道客车股份有限公司（重庆单轨客车的制造商）签定了 2、3 号线及其延长线共计 452 辆车的单轨雷池关键零部件买卖合同。截止招股说明书日期，公司尚有 300 列单轨列车配套的关键零部件尚未交付，预计将在 2012-2013 年分批生产交付。

图 13 2008 年以来轨道交通及其零部件业务收入

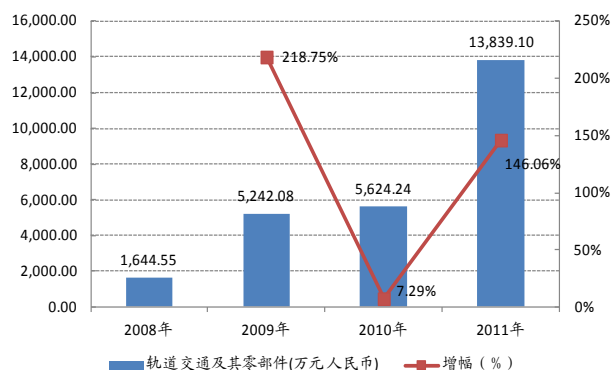
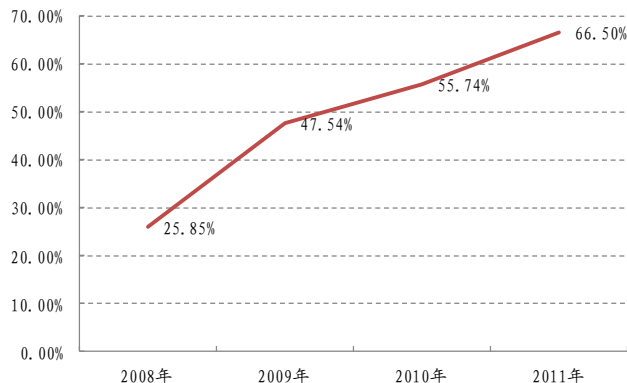


图 14 2008 年以来轨道交通及其零部件毛利率 (%)



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

轨道交通领域相关产品的可持续性。公司将加强单轨产品引进技术的消化吸收和再创新，加快低底板、地铁减速机、制动系统组件新产品开发，形成完全的自主知识产权，加强关键工艺设备投入，不断提高产品质量；推动建立轨道交通产业联盟，创新发展国内外市场，不断扩大生产能力，发展成为我国轨道交通关键零部件的重要供应商。

1) 2009 年全国只有重庆开通 2 号线一条线单轨轨道交通，市场容量为 108 辆，其中 24 辆为首次应用本公司国产化产品，另 84 辆均采用日本产品；2010 年，单轨列车关键零部件国产化率为 100%，全部采用公司产品。

2) 未来，不仅重庆市会采用单轨列车并且继续使用该种轨道交通新建或延长线路，其余城市（如沈阳、哈尔滨等）也有计划采用单轨列车的轨道交通。

3) 另外，单轨列车运营站场维护频繁，有大量的售后维护需求，每 5-6 年将带来部件的更新需求。

4) 公司研发的其他轨道交通领域的产品已分别处于申报、试制、小批量供货等不同阶段：公司的城轨列车短轴和前盖已于 2008 年和 2009 年提交合格样件；地铁（B 型车）减速机、连轴器已于 2011 年完成装车试运行，并实现小批量生产供货配套；公司 2010 年开始投入高铁车厢传动箱的研发，250KM 高铁传动箱装置关键零部件已完成技术图纸设计，目前正在进行试制和营销布点；300KM 高铁传动箱已申报国家课题。

5、汽车燃气系统及其关键零部件

公司该业务的主要内容。公司的汽车燃气系统及其关键零部件业务由公司子公司鼎辉燃气开展。公司目前掌握了第一代机械混合器系统、第二代电控混合器系统和第三代电控多点顺序喷射系统技术，能够完成轿车、客车、商用车燃气发动机的开放与集成。

图 15 2008 年以来汽车燃气系统及其零部件业务收入

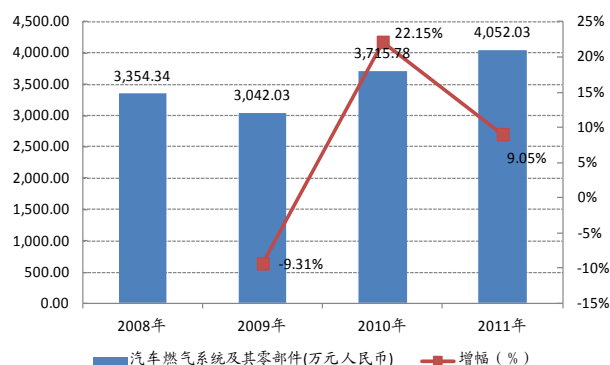
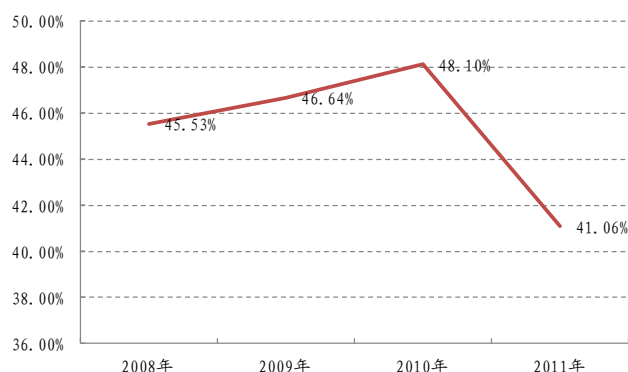


图 16 2008 年以来汽车燃气系统及其零部件业务毛利率 (%)



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

表 7 公司燃气系统及其关键零部件的产能、产量和销量情况

项目		集成式三级 减压器系列	电喷减压器 系列	高压管路系 统	机械混合器 式系统	电控混合进 气系统	电控喷射系 统	合计
2009 年	产能	15,000	3,000	6,000	3,000	4,000	4,000	35,000
	产量	12,210	2,575	5,015	2,730	3,350	3,540	29,420
	销量	12,015	2,563	5,015	2,714	3,345	3,540	29,192
2010 年	产能	15,000	3,000	6,000	3,000	4,000	4,000	35,000
	产量	13,400	2,500	5,570	2,280	3,600	3,750	31,100
	销量	13,376	2,430	5,552	2,272	3,550	3,750	30,930
2011 年	产能	15,000	3,000	6,000	3,000	4,000	4,000	35,000
	产量	12,245	3,889	6,485	6,605	535	2,482	32,241
	销量	12,118	3,987	5,965	6,404	537	2,322	31,333

资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

公司汽车燃气产品主要的销售模式有：1) 作为大车主机整车厂的标准配套供应商，直接向主机整车厂供货，向发动机厂供应供气 and 控制系统，向整车厂供应管路系统；2) 终端用户指定使用公司产品，公司向整车厂供货；3) 在用车市场业务与各当地改装厂合作，供货给改装厂；4) 配件销售直接对公交公司；5) 部分地区的配件销售通过代理商销售；6) 对于非系统产品（如精滤器、气瓶阀、节气阀等）采取单独销售。

未来，公司将加强减压器、喷嘴、ECU 以及电喷系统集成技术开发及产业化能力，加大关键工序设备投资力度，通过合资合作等多种形式与石油石化部门以及当地投资者建立战略合作关系，系统推进公交、出租等车辆燃气化进程，发展成为较大产业化规模的燃气电喷控制系统、供气系统 OEM 供货商。

四、公司的竞争优势和发展战略

1、公司的发展战略

公司将按照“优先重点发展研究开发业务，大力积极发展测试评价业务，统筹稳健发展科技成果产业化”的发展思路，把主营业务从测试评价服务和低附加值的产品生产制造升级到研究开发与测试评价相结合和高技术含量、高附加值的产品研发、生产制造及营销上来。总体发展目标是将公司建设成我国汽车产业的科技创新平台和公共技术服务平台，发展成为国际一流、国内领先的汽车工程技术服务商和高科技产品集成供应商，为我国汽车产业的持续、健康发展发挥应有的技术支撑作用和科技引领作用。

- 1) 完善战略布局，完成公司募投项目的建设和华东、华南、华北测试研发基地建设；
- 2) 建成高水平的“汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室”，新增设立“汽车产品研发及工程应用数据中心”等公共服务平台；
- 3) 在替代燃料汽车、NVH、EMC、汽车安全、电动汽车、汽车材料轻量化等方面形成具有国内一流、国际先进的研发、测试评价及工程化应用能力；
- 4) 加快科技成果产业化结构调整及升级换代步伐，在特种汽车、轨道交通关键零部件、燃气汽车、电动汽车、汽车试验设备、汽车电控系统等方面做优做强。

2、公司的竞争优势和投资亮点

公司具备如下的竞争优势和投资亮点：

- 1) 公司是我国汽车产业升级的受益者。未来，公司将受益于汽车产业化升级、自主研发趋势和专业化细分。
- 2) 公司具有领先的技术研发实力。公司是国家高新技术企业、创新型企业 and 国际科技合作基地。
- 3) 公司具有较高的行业影响力和市场公信力。公司是汽车行业研发的领跑者，致力于汽车行业战略研究、规划制定、标准起草等工作，为国家主持了三次重大汽车技术引进，牵头承担了多项重大装备开发和联合设计。公司是我国汽车工业发展的突出贡献者，从而形成了较高的行业影响力和市场公信力。
- 4) 公司具有较为完整和协同发展的业务链。一方面，公司的研发咨询、测试评价业务互为支撑，具有较强的协同效应；另一方面，公司在为企业、政府部门提供大量研发咨询和测试评价技术服务过程中，形成专门、领先的技术积累，为公司拓展相关产业化制造业务创造了条件。
- 5) 公司具有高素质的管理层和人才队伍，有效的管理激励制度。

五、募投项目分析

本次发行募集资金将投资于汽车技术研发与测试基地建设项目，本项目总投资 110,971.80 万元，建设内容主要包括：

新建汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室、EMC 实验室、发动机环境模拟排放试验室，改扩建汽车产品研发中心、国家燃气汽车工程技术研究中心、电动汽车技术研发中心、汽车电子技术研发中心、柴油机技术研发中心、轨道交通关键零部件制造中心，改造升级整车及零部件试验室、节能与排放试验室等。

项目建设按照功能分区，主要建设技术研发、测试评价与科技成果产业化、配套辅助设施等三大功能区，并预留发展

图 17 募投项目鸟瞰图



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

表 8 募集资金项目的资金投入计划（万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	项目资金使用进度		
			拟使用募集资金置换的截止 2011 年末已投入金额	2012 年	2013 年
汽车技术研发与测试基地建设项目	110,972	95,972	47,766	47,659	547
合计	110,972	95,972	47,766	47,659	547

资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

项目完成后，将大大提高公司在汽车产品设计、节能减排、NVH、EMC、主被动安全、新能源汽车、汽

车电子等重点领域关键技术、共性技术的科技攻关和创新能力，届时，中汽院的技术研发于测试评价等技术服务能力将达到国际先进、国内领先水平，预计可新增业务收入 48,000 万元，利润总额 19,920 万元。

六、盈利预测与合理估值

我们做出如下的盈利预测：

- 1) 受益于募投项目的达产，技术服务业务产能释放，该板块收入稳定增长；
- 2) 专用车业务调整，代销收入减少，因而毛利率提升；
- 3) 轨道交通业务根据持有订单的情况进行确认收入；
- 4) 燃气业务开始步入稳定增长的轨道。

因此，我们做出如下的分业务的收入和毛利预测：

表 9 分业务收入和毛利预测 (万元)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
营业收入 (万元)	137,663.22	215,694.74	194,734.23	176,100.00	199,600.00	216,000.00
专用汽车	109,112.23	178,452.49	132,965.47	93,100.00	102,400.00	107,500.00
技术服务收入	20,124.67	27,760.23	42,302.63	52,900.00	63,500.00	73,000.00
轨道交通及专用汽车零部件	5,242.08	5,624.24	13,839.10	23,500.00	25,900.00	24,600.00
汽车燃气系统及关键零部件	3,042.03	3,715.78	4,052.03	4,900.00	5,900.00	8,900.00
其他	142.21	142.00	1,575.00	1,700.00	1,900.00	2,000.00
毛利合计 (万元)	18,264.51	27,185.56	38,714.33	46,005.40	52,193.60	55,407.50
专用汽车	5,100.75	7,243.35	6,689.07	5,027.40	6,553.60	6,987.50
技术服务收入	9,219.74	15,017.86	21,013.54	23,805.00	27,940.00	32,120.00
轨道交通及专用汽车零部件	2,491.87	3,135.07	9,203.28	15,275.00	15,540.00	13,530.00
汽车燃气系统及关键零部件	1,418.90	1,787.36	1,663.84	1,813.00	2,065.00	2,670.00
其他	33.25	1.92	144.60	85.00	95.00	100.00
毛利率 (%)	13.27%	12.60%	19.88%	26.12%	26.15%	25.65%
专用汽车	4.67%	4.06%	5.03%	5.40%	6.40%	6.50%
技术服务收入	45.81%	54.10%	49.67%	45.00%	44.00%	44.00%
轨道交通及专用汽车零部件	47.54%	55.74%	66.50%	65.00%	60.00%	55.00%
汽车燃气系统及关键零部件	46.64%	48.10%	41.06%	37.00%	35.00%	30.00%
其他	23.38%	1.35%	9.18%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

我们预计公司 2012 年 - 2013 年将分别实现营业收入 17.61 亿元、19.96 亿元，同比分别增长 -9.6%、13.4%；实现归属于上市公司股东的净利润分别为 2.79 亿元、3.20 亿元，同比分别增长 39.3%、14.9%；实现的 EPS 分别为 0.43 元和 0.50 元。

我们给予 16-19 倍的 PE 估值，得到合理的估值区间为 6.88-8.17 元。

表 10 盈利预测表 (万元)

利润表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	137663	215695	194734	176040	199629	215999
增长率	24.1%	56.7%	-9.7%	-9.6%	13.4%	8.2%
营业成本	119399	188509	156020	128509	145829	160487
营业成本/营业收入	86.7%	87.4%	80.1%	73.0%	73.1%	74.3%
营业税金及附加	1174	2563	3199	2112	2196	2376
销售费用	2191	2983	2891	3169	3593	3888
销售费用/营业收入	1.6%	1.4%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	5963	7925	8515	9506	10980	11880
管理费用/营业收入	4.3%	3.7%	4.4%	5.4%	5.5%	5.5%
财务费用	(245)	(90)	(742)	(933)	(1688)	(1955)
投资收益	575	1763	(234)	600	700	800
资产减值及公允价值变动	25	425	613	355	464	477
其他收入	(51)	(850)	(1227)	0	0	0
营业利润	9731	15143	24004	34631	39884	40600
增长率	23.50%	55.6%	58.5%	44.3%	15.2%	1.8%
营业外净收支	311	3635	1261	800	900	1000
利润总额	10042	18778	25266	35431	40784	41600
增长率	18.2%	87.0%	34.5%	40.2%	15.1%	2.0%
所得税费用	1653	3073	4270	6378	7341	7488
少数股东损益	866	1845	985	1181	1418	1701
归属于母公司净利润	7523	13860	20011	27872	32025	32411
增长率	17.8%	84.2%	44.4%	39.3%	14.9%	1.2%
现金流量表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	7523	13860	20011	27872	32025	32411
资产减值准备	25	400	188	(613)	0	0
折旧摊销	2439	2779	3573	5927	12085	17792
公允价值变动损失	(25)	(425)	(613)	(355)	(464)	(477)
财务费用	(245)	(90)	(742)	(933)	(1688)	(1955)
营运资本变动	436	67122	(49585)	(506)	11683	(4978)
其它	841	1445	796	1742	1354	1625
经营活动现金流	11239	85181	(25630)	34066	56682	46372
资本开支	(7853)	(18415)	(30827)	(49483)	(24874)	(10669)
其它投资现金流	(121)	119	2	0	0	0
投资活动现金流	(9690)	(20050)	(30505)	(50533)	(25702)	(11188)
权益性融资	0	0	0	144000	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	(5574)	(6405)	(6482)
其它融资现金流	(10726)	573	5766	(1000)	0	0

融资活动现金流	(10726)	573	5766	137426	(6405)	(6482)
现金净变动	(9177)	65704	(50369)	120959	24574	28702
货币资金的期初余额	29422	20245	85949	35580	156539	181114
货币资金的期末余额	20245	85949	35580	156539	181114	209816
企业自由现金流	0	65507	(52410)	(16921)	29639	33179
权益自由现金流	0	0	(46644)	(17156)	31024	34781

资产负债表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	20245	85949	35580	156539	181114	209816
应收款项	15324	18189	20691	17715	19378	21885
存货净额	15987	25216	32930	19752	22689	25842
其他流动资产	54262	14290	7941	29410	18239	21543
流动资产合计	105939	143645	97143	223417	241420	279086
固定资产	27463	42931	70112	115835	130288	124841
无形资产及其他	25337	24709	23983	22784	21585	20386
投资性房地产	747	1557	2025	2025	2025	2025
长期股权投资	2822	4577	4256	5307	6135	6654
资产总计	162309	217418	197520	369368	401453	432992
短期借款及交易性金融负债	0	0	1000	0	0	0
应付款项	40190	55237	26947	33105	32979	32834
其他流动负债	43408	63389	44123	41557	43934	45796
流动负债合计	83598	118626	72070	74661	76913	78630
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5926	10551	12671	14502	17360	19630
长期负债合计	5926	10551	12671	14502	17360	19630
负债合计	89524	129177	84741	89163	94274	98259
少数股东权益	3194	4010	5030	6159	7513	9137
股东权益	69591	84231	107749	274047	299667	325595
负债和股东权益总计	162309	217418	197520	369368	401453	432992

关键财务与估值指标	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.21	0.31	0.45	0.43	0.50	0.51
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.09	0.10	0.10
每股净资产	1.90	1.88	2.40	4.28	4.68	5.08
ROS	5%	6%	10%	16%	16%	15%
ROE	11%	16%	19%	10%	11%	10%
毛利率	13%	13%	20%	27%	27%	26%
EBIT Margin	7%	7%	13%	19%	19%	18%
EBITDA Margin	8%	8%	15%	22%	25%	26%
收入增长	24%	57%	-10%	-10%	13%	8%
净利润增长	18%	84%	44%	39%	15%	1%
资产负债率	57%	61%	45%	26%	25%	25%

息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!			
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.8	0.9	0.7	2.7	2.3	2.1

资料来源：东海证券研究所

作者简介

闻祥：会计学硕士、机械电子工程学士，证券业中介机构三年从业经验，证券研究所三年以上工作经验。

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897