

日期: 2013年3月26日
行业: 交运设备



赵冰
021-53519888-1902
Zhaobing@shzq.com
执业证书编号: S0870511030004
潘贻立
021-53519888-1909
Panyili@shzq.com
执业证书编号: S0870112110005

基础数据(12Q2)

报告日股价(元)	8.40
12mth A 股价格区间 (元)	9.45/6.24
总股本 (百万股)	640.79
无限售 A 股/总股本	29.96%
流通市值 (百万元)	1,612.80
每股净资产 (元)	4.50
PBR (X)	1.87
DPS(Y11,元)	

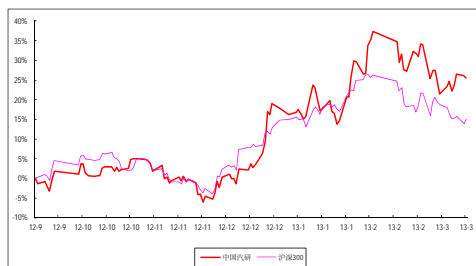
主要股东(12Q2)

中国通用技术(集团)控股有限责任公司	63.69%
全国社会保障基金理事会转持三户	3.00%
中国机械进出口(集团)有限公司	1.34%
中国建设银行-信达澳银领先增长股	1.18%
中国通用咨询投资有限公司	1.01%

收入结构(12Q2)

技术服务收入	49.66%
专用汽车	25.69%
轨道交通关键零部件	19.19%
汽车燃气系统及关键零部件	4.48%
其他	0.04%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



首次报告时间: 2012年3月26日

不断推动优势业务的进一步发展

■ **主要观点:**

技术服务一直处于较高盈利水平且稳中有升

公司由成立于 1965 年的重庆重型汽车研究所 (国家一类科研院所) 转制而来, 大股东为央企的中国通用技术集团。公司业务范围较广, 涉及汽车领域技术服务业务和产业化制造业务两大领域; 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。

2012 年正处我国汽车工业发展的重要战略转型期, 公司围绕发展建设和科研创新两条主要战线, 积极推进新测试和研发基地建设, 科技创新和服务能力有明显增强, 同时汽车技术服务业务发展顺利, 经营效益有显著提高。

2012 年公司实现营业总收入 1,143.20 百万元, 同比增长-41.29%; 其中, 技术服务收入、专用汽车、轨道交通关键零部件、汽车燃气系统及关键零部件和其他等业务对应的收入构成分别为 49.66%、25.69%、19.19%、4.48% 和 0.04%, 相比去年同期, 分别变动 27.94、-42.59、19.19、4.48 和 0.04 个百分点。全年技术服务收入同比增长 34.20%、专用汽车业务同比下降 77.91%。

2012 年全年公司实现营业毛利 477.58 百万元, 同比增长 23.36%, 快于收入增长; 其中, 技术服务收入、专用汽车、轨道交通关键零部件、汽车燃气系统及关键零部件和其他等业务对应的毛利构成分别为 58.51%、2.67%、34.52%、3.73% 和 -0.17%; 其中, 技术服务收入同比增幅最大, 为 32.97%, 而专用汽车毛利同比下降明显, 为下降 80.97%。公司实现营业毛利率 41.78%, 较上年同期 (19.88%) 有了显著提升; 其中, 技术服务收入、专用汽车、轨道交通关键零部件、汽车燃气系统及关键零部件和其他等业务毛利率分别为 49.22%、4.33%、75.14%、34.78% 和 -198.86%, 相比去年同期, 分别变动 -0.45、-0.70、75.14、34.78 和 -198.86 个百分点。技术服务自 2009 年开始一直处于较高盈利水平且有稳定提升; 而专用车业务对公司利润的贡献最小, 业务优势不在, 未来不作为重点发展方向, 公司对其进行适时控制规模并将进一步调整产品结构。

2012 年 1-12 月, 公司实现主营业利润 330.72 百万元, 同比增长 36.44%, 快于收入增长; 公司主营业利润率 28.93%, 高于上年同期 (12.45%) 16.48 个百分点。对应的期间费用合计为 146.86 百万元,

同比增长 1.45%，其中，营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失等分别同比增长 6.28%、14.19%、11.09%、-234.95% 和 64.99%；期间费用率合计为 12.85%，高于上年同期（7.43%）5.41 个百分点。2012 年，公司实现归属于母公司所有者的净利润 297.79 百万元，同比增长 48.81%，快于收入增长，净利润率 26.05%，高于上一年同期（10.28%）15.77 个百分点；从四季度单季度情况看，公司实现归属于母公司所有者的净利润 91.80 百万元，占全年归属于母公司所有者的净利润的比为 30.83%，同比增长 109.77%，净利润率 31.99%，高于 1-12 月净利润率水平。

汽车检测具有较强的议价能力和较大的盈利空间

2013 年汽车行业仍将处于调整期间，短期内刺激汽车总量提升的政策难以出台，因此对于汽车企业来说，良好的商业模式和提升自身具有核心竞争力将是关键的应对策略。公司的主要盈利点有别于传统的汽车制造和汽车服务公司，盈利模式具有相当的特殊性；检测服务类业务的市场定位，使其在汽车行业从高速增长过度到平稳增长的阶段，随着新法规的密集出台而获得较高的业绩回报。

汽车检测行业集中度较高，国内 6 家国家级质检机构合计约占 70% 市场份额。作为这 6 家具备公告检测资质的机构之一，公司市场份额约为 8%。汽车检测业务主要是指按照政府监管部门相关法规要求对汽车产品质量进行的测试评价，由政府授权的独立第三方机构承担，在业内具备较高的影响力，毛利率高且增速较快，是公司最主要的盈利来源。由于汽车检测业务有别于传统的汽车制造和汽车服务，为国家行政授权管理，具有较高的政策壁垒，同时客户对测评机构的专业技术、硬软件实力、品牌及市场公信力等也有较高的要求，因此对汽车整车企业具有较强的议价能力。

细分测试评价业务，公司在商用车测试方面具备优势，整车、进口车、排放三项业务收入各占 25% 左右，其中进口车检测业务由于近期进口车增速放缓，短期增长乏力；汽车零部件测试收入占 15% 左右，但在该领域的试验设备和试验能力最全。由于汽车行业的发展与人们生活水平的提高，汽车标准法规检测的要求越来越严格，检测内容越来越多，整车测试平均价格呈现平稳上升趋势；除进口车测试平均价格有所回落外，排放和部件测试价格均有所提升。

公司上市后的募集资金绝大部分投入在试验能力的建设上，用于推进公司的业务结构调整及产业升级，包括汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室、EMC 试验室、发动机环境模拟排放试验室的建设等方面，前期募投项目进展顺利，预计明年可全部投入使用。目前只有少数国外检测认证机构在 NVH、EMC、发动机标定等高端测试评价业务上也拥有一定份额，竞争相对温和。随着公司试验设备的提升及完善，我们预计公司在汽车排放耐久、汽车碰撞、整车 NVH 测试及改善、EMC、发动机标定等方面的业务将获得大幅提升，预计未来一段时间内市场格局仍然保持稳定，这部分业务也将是公司测试与评价业务的重要增长点。

国内汽车测试评价行业的发展主要与汽车制造行业技术标准要求、汽车及汽车零部件企业产品技术升级、新产品开发速度等紧密相关。由于汽车的产品研发需要经过大量的测试环节，主要针对汽车新车准入前，每一款新产品从开发、改进均需要多次测评验证并提供第三方检测报告，因此客户的试验检测频率也较高。

考虑到当前国内汽车增速放缓，汽车行业发展进入调整期阶段之后，行业的竞争加剧，使得各汽车整机企业在产品线收缩的同时，更有意愿推出新车型，着力提升质量，实现产品技术升级，研发方面的投入并未缩减，相应的试验评价将较以前更完善。随着各种汽车标准技术法规逐步升级和监管的不断趋严，公司检测业务有望量价齐升，驱动公司获得长期的盈利增长。

测试能力同时推动公司汽车产品研发咨询业务的优势发展

研发咨询方面，公司作为国内汽车行业由科研院所改制而成的第一家上市公司，定位于公共技术服务平台，主要涉及汽车产品开发、燃气汽车开发、轻量化材料等，依托多年来积累的研究经验和行业资源，大力拓展研发咨询业务，近年相继构建了汽车电子、电动汽车、工程数据中心等热点领域的研发团队，综合实力呈提升趋势，未来发展空间可观。

与业内同类汽车设计类公司相比，公司具备天然的竞争优势：同内资的汽车设计公司相比，国内的内资设计公司一般只具备软件设计能力，但缺乏对新产品的试验评价能力，设计出来的产品整体性能不高，后续接单能力不足；同外资的汽车研发及咨询公司相比，外资公司依靠专业完善的试验试制设备和经验丰富的设计人员，多年积累的数据库，在国内合资品牌的设计开发业务方面占有优势地位。但缺点在于其设计费报价昂贵，高到达数千万甚至上亿元，对客户来讲需承受不小的开支。其次，外资公司在国内一般不配备相应完整的试验检测设备，在对性能进行测试评价时，或产品发往国外母公司的实验室进行测试评价，或租用国内具备试验条件的试验场或实验室完成测试，一般设计周期较长，合作时也不够灵活；相比之下，公司在汽车的设计开发方面已具备数十年的经验，早期主要在商用车方面实力较强，近年来在乘用车业务方面也持续发力，加之公司具备成套的试验设备，测试评价能力国内领先，给公司切入汽车产品的研发咨询业务带来明显的优势。公司一般采取包含产品设计和试验验证在内的研发咨询与测试评价一体打包协议的接单方式，有力的保证了公司的订单质量。此外，公司为打造服务于全行业的汽车开发数据库平台，设立了汽车工程数据中心，以弥补国内自主研发起步晚，应对技术力量薄弱、缺乏数据累计等缺陷，专门从事汽车性能对标研究开发与汽车开发工程应用数据库建设，重点开展典型电动汽车、传统汽车等性能对标研究、结构解析、性能控制流程等工作，为公司研发咨询业务先行保驾护航。随着公司技术实力的不断完善，预计后续在品牌拓展方面还会有更多新的斩获，在承接客户更多的外包项目的同时，与测试评价业务并肩发展。

轨道交通关键零部件业务发展迅速且盈利贡献明显

公司轨道交通零部件业务，主要产品是单轨交通关键零部件，主要给北车长春轨道客车公司供货。此前在手订单有 300 辆的单轨零部件业务，去年公司集中交付了半数左右，公司在该业务的收入从无到有，收入结构占比迅速提高，且由于该业务的毛利率很高，带动对公司整体毛利率的上升。预计 2013 年公司将交货剩余部份的在手订单，但后续销量恐有所下降。

在轨道交通后续业务方面，公司在齿轮箱方面技术实力雄厚，试验设施完善，与北车长春轨道客车公司合作良好，先后开发了 70% 低地板齿轮箱、地铁 B 型车齿轮箱、250KM、300KM 高铁齿轮箱等其他轨道产品关键零部件。此次与长春轨道客车公司签订协议，开发城际动车转向架齿轮箱及联轴器，将产品线拓展进一步完善，切入城际动车领域，完善在轨道交通重要零部件领域的布局。后续公司在此类产品方面的拓展空间，可弥补单轨业务下滑带给公司的一些不利影响。

■ 投资建议：

给予未来 6 个月“跑赢大市”评级

预计 2013-2015 年公司可分别实现营业收入同比增长 15.15%、20.28% 和 19.69%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 18.62%、16.22% 和 22.28%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.55 元、0.64 元和 0.78 元。目前股价对应 2013-2015 年的动态市盈率分别为 15.24、13.11 和 10.72 倍。

待募投资项目投产后，公司将逐步发展成国内领先的汽车工程技术应用服务商和高科技产品集成供应商。预计公司技术服务业务将实现持续快速增长，轨道交通和专用汽车等业务收入将出现一定下滑。给予对公司投资评级为未来 6 个月“跑赢大市”。

风险提示：宏观经济放缓、汽车消费市场持续恶化及可能存在的大盘系统性风险。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1,143.20	1,316.43	1,583.46	1,895.21
年增长率（%）	-41.29	15.15	20.28	19.69
归属于母公司所有者的净利润	297.79	353.25	410.55	502.01
年增长率（%）	48.81	18.62	16.22	22.28
每股收益（最新股本摊薄，元）	0.46	0.55	0.64	0.78
PER（X）	18.07	15.24	13.11	10.72

数据来源：公司公告，上海证券研究所（对应股价为 2013-03-19 日收盘价）

■ 附表

附表 1：中国汽研利润简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2012A	2013E	2014E	2015E
------	-------	-------	-------	-------

营业总收入	1,143.20	1,316.43	1,583.46	1,895.21
营业总成本	812.48	902.11	1,092.60	1,293.95
营业税金及附加	34.00	39.49	50.67	60.65
销售费用	33.01	38.18	42.75	51.17
管理费用	94.59	118.48	139.34	166.78
财务费用	-24.85	-36.86	-28.50	-22.74
资产减值损失	10.12	7.90	6.33	5.69
投资收益	-3.05	-2.44	-1.22	0.61
营业外收入	30.52	20.00	15.00	15.00
营业外支出	1.36	1.10	0.90	0.90
利润总额	356.83	430.79	503.74	615.97
所得税费用	300.33	359.71	420.63	514.33
少数股东权益	2.54	6.46	10.07	12.32
归属于母公司受益者的净利润	297.79	353.25	410.55	502.01
每股收益(元)	0.46	0.55	0.64	0.78

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 640.79 百万股摊薄计

分析师承诺

分析师 赵冰 潘贻立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。