

研究所
证券分析师：后立尧 S0980511110001
010-88576088 houly@ghzq.com.cn

联系人：吉博
010-88576993-812 jib@ghzq.com.cn

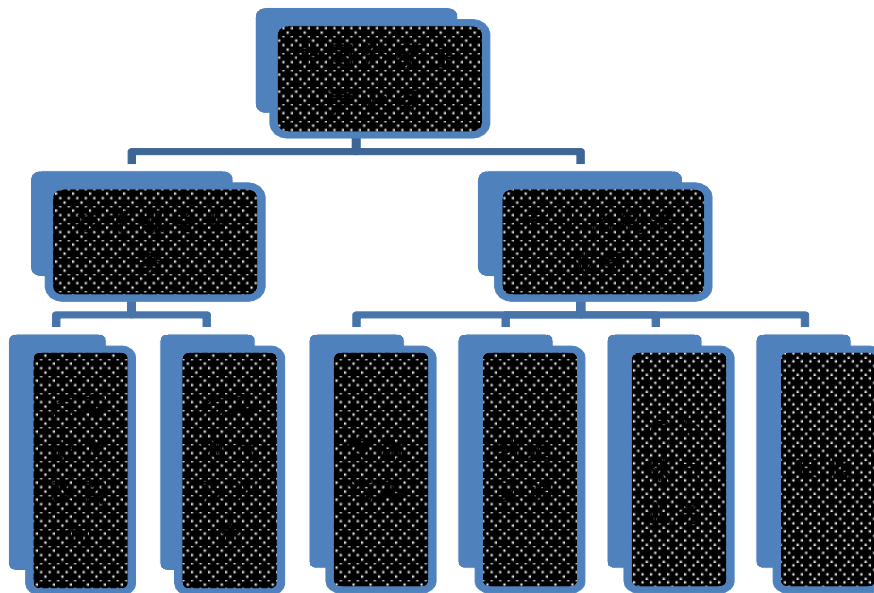
业务结构变化，估值待提升

——中国汽研（601965）事件点评

1、业务结构发生根本性变化

公司的主营业务包括技术服务业务和产业化制造业务两大部分，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两部分，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三部分。

图表 1、中国汽研主营业务结构



资料来源：公司资料 国海证券研究所

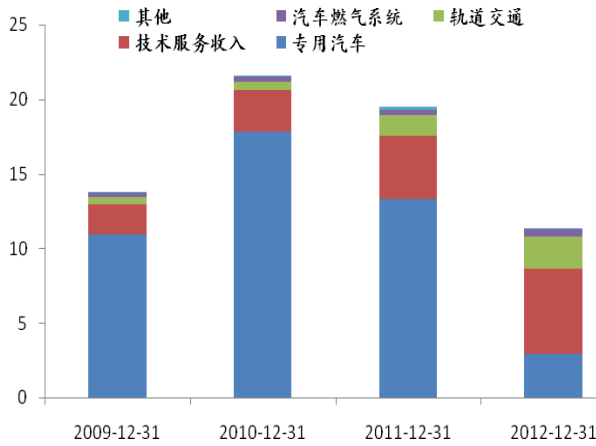
技术服务业务占比提升，估值存提升空间

目前公司技术服务业务和制造业务收入和利润占比均为 1:1，但是从趋势来看，未来 2 年内技术服务业务收入和盈利占比都将超过制造业务。公司的根本属性将发生变化，由制造类企业逐渐转变为服务业企业。由于服务类企业享有更高的估值，因此公司价值有待重估。

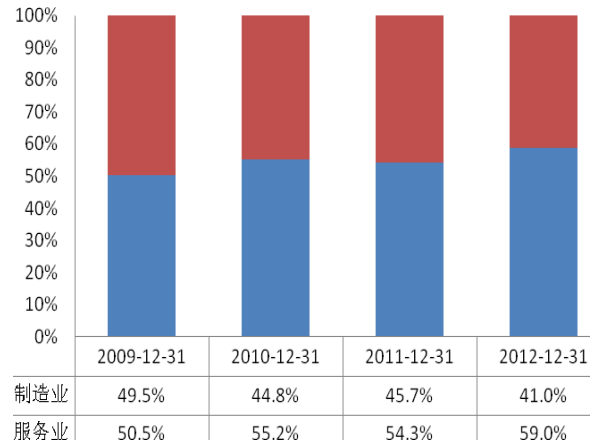
2010 年起公司对业务结构进行调整，毛利较低的专用车业务收入占比迅速下滑，截止到 12 年收入占比仅为 25%，未来还有进一步下滑的趋势；轨道业务由于 12 年-13 年处于在手订单交付期，收入有所增长，但长期看并不作为公司发展的重点；燃气业务目前规模较小，对公司影响不大。未来两年内，整个制造业板块难以保持现有的收入和利润规模。但技术服务板块由于行业增长和公司募投产能释放将保持较快的增长，因此未来 2 年内技术服务业务的收入和盈利必将超过制造业务。

图表 2、中国汽研收入构成

图表 3 服务和制造业毛利占比



资料来源：WIND、国海证券研究所



资料来源：WIND、国海证券研究所

2、技术服务需求稳定增长

2010年起，公司毛利大幅提升，主要是由于毛利水平较高的技术服务业务和轨道交通业务占比大幅提升所致。

从长期看，技术服务毛利水平比较稳定。技术服务主要分为强制检测和企业产品开发及试验。前者价格由国家统一指导定价，后者价格主要和国外公司比较，不具备下滑空间，因此价格大幅下滑的可能性不大。而技术服务成本主要是人力成本和折旧，这两块占比约为 50%，这两块相对都比较稳定，不会发生较大变化。因此在业务量未发生大幅下降情况下，技术服务整体毛利水平比较稳定。未来随着募投项目中高毛利的业务投产，毛利将有所回升。

2.1、强制检测业务

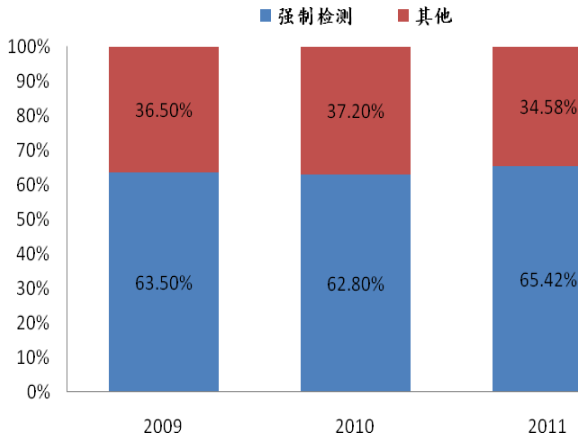
强制检测（质量监督检验业务）主要是按照政府监管部门相关法规要求而进行强制测试评价，机动车产品须满足我国的强制性标准等相关要求才准予生产销售和上牌使用。目前强制检测是公司重要收入来源，约占技术服务业务的 60-70%。

国家对强制检测业务采取行政授权管理，未经授权不能从事相关的检测服务业务。目前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国家轿车质量监督检验中心（天津中心）、国家汽车质量监督检验中心（长春中心）、国家汽车质量监督检验中心（襄樊中心）、国家客车质量监督检验中心（客车中心）、国家机动车产品质量监督检验中心（上海中心）以及中国汽研下属的国家机动车质量监督检验中心（重庆）。

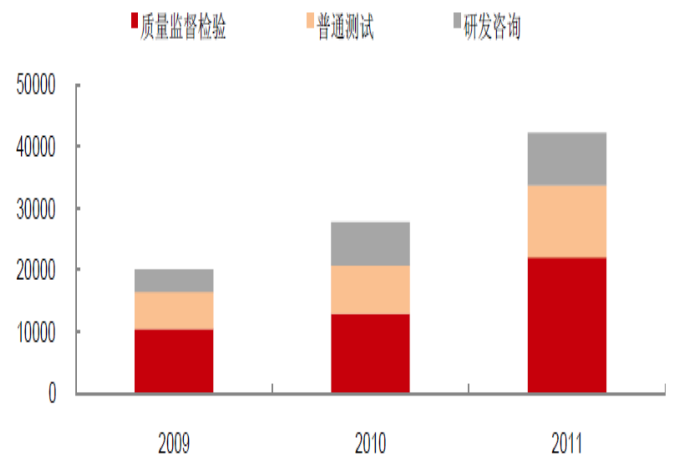
这 6 家国家级检测机构差异性较小，提供几乎同质化的服务。上海，长春，襄樊三个检测中心分别为上汽，一汽与东风提供几乎独家检测服务，故这三家的市场份额较大且相对稳定，约为 70%；客车中心，天津中心与中国汽研为 3 家独立第三方，市场份额约为 30%。其中汽研占比约为 10%。目前各家行业竞争格局相对比较稳定，更多是随着行业同步增长。强制检测业务 2012 年市场规模大约为 20 亿。未来增长主要来自于新法规的颁布带来的检测增量。未来新法规带来增量主要将集中在安全性和节能减排两个方向。

图表 4、强制性检测业务收入占比

图表 5 服务和制造业毛利占比



资料来源：WIND、国海证券研究所



资料来源：WIND、国海证券研究所

2013 年强制检测行业增长来源：

- 1) 商用车国四，京五排放，增加新车型和高排放的检测机会（细化）；
- 2) 新车研发速度加快：近几年各大汽车厂商竞相研发新车，带动了研发咨询和检测市场；
- 3) 通部实施重型商用车油耗标准，增加了商用车油耗检测。

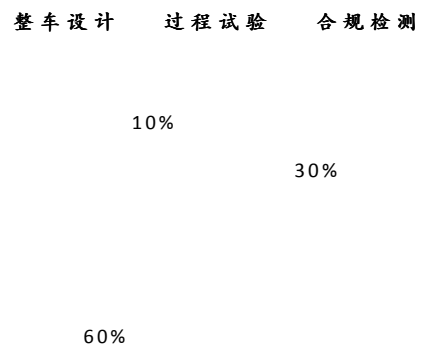
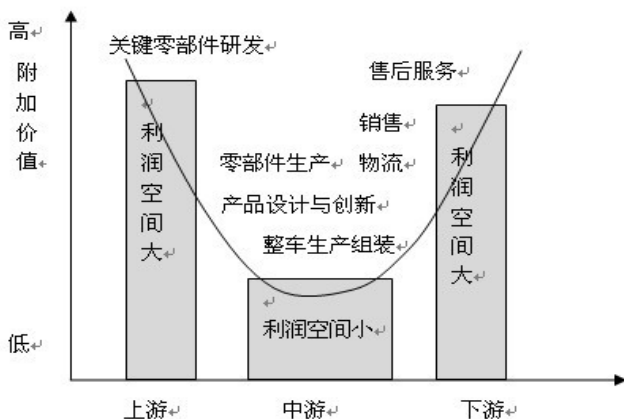
由于节能减排监测产能不足，公司募投项目新产能释放，有望获得高于行业的增速。2013 年三季度公司新产能投放，汽研节能排放实验室从 10 台套车增加到 43 台套车，有望提高市场占有率，预计 13 年收入提升至 2 倍左右。

2.2、研发咨询和过程试验业务

公司目前研发咨询和过程测试仅在技术服务业务中占比 30%左右，而在车企实际研发过程中，研发咨询和过程试验在整个技术服务中占有 90%左右的比例。长期来看，公司在技术服务行业中的增长主要来自这个领域。

图表 6、汽车产业链价值分布曲线

图表 7 研发过程中价值分配比例



资料来源：国海证券研究所

资料来源：国海证券研究所

研发咨询---利用价格优势替代外资

目前整个研发咨询新车设计主要被欧美（特别是意大利）的研发机构垄断，合资品牌引入业务主要由整车厂自有的研发机构进行国产化处理，第三方机构的研发咨询业务较少，主要以为微车，商用车提供技术服务为主。未来中汽研这块业务还将以商用车为主，同时由于价格优势比较明显，也会为自主品牌企业进行局部开发。

过程试验——整车企业处于成本考虑研发试验外包

过程试验主要是汽车新技术以及新车型的研发过程中进行的大量测试实验。2011年，过程试验第三方检测市场仅为20亿，未来随着新车型推出节奏加快和研发本地化，市场规模有望扩大一倍。

公司的竞争优势有三：

- 1) 研发起家，对研发业务理解较深；
- 2) 募投项目投产后，成为唯一一家拥有四大检测平台的国家级检测中心；
- 3) 独立的第三方，重要参数泄露给竞争对手的概率小。

3、制造业 13 年稳定增长

制造业 13 年规模基本保持稳定，14 年由于轨交在手订单全部交付而具有较大不确定性，未来燃气业务有望出现爆发式增长，但目前规模较小。

专用车：经过几年大幅下滑，12 年利润占比仅 5%，进一步下滑对业绩影响不大。目前专用车生产已经调整产品结构，停做毛利极低的自卸车，主要生产毛利相对较高的（7.8%）的环卫车。未来这块业务不做重点发展。

轨交业务：公司轨交业务主要是生产单轨。单轨交通适用于山城，目前我国只有重庆采用，未来行业规模拓展的空间不大。公司在手订单主要在 11-13 年三年交付，12 年交付 168 辆，贡献收入 2.2 亿；13 年交付 140-150 辆，贡献收入约 1.8 亿。14 年目前可以确定的定单为重庆单轨 4 改 6 的项目，约为 52 辆。目前 6 改 8 项目还在讨论中，具有较大的不确定性。由于单轨业务毛利比较高，贡献 36% 的利润，一旦 6 改 8 项目没有实施，则 14 年轨交订单大幅下滑 2/3，将对业绩造成较大的影响。

长期来看，轨交业务将转向高铁领域，目前已经和北车进行联合开发转向机，减速器等零部件，但 2015 年才有可能贡献利润。

燃气业务：公司是中国市场提供天然气燃气系统的最主要企业。按照国家十二五计划，2015 年将有 800 万到 1500 万辆汽车使用天然气能源。燃气业务 2012 年销售收入 5000 万，按照公司规划，2015 年销售收入将达到 2.41 亿元，2018 年销售收入达 5.3 亿。目前按照在手订单情况，2013 年将完成 7000 万到 1 亿的销售。

4、投资建议

随着技术服务业的占比提升，公司未来的盈利水平将处于更加稳定的状态。稳定使公司的业绩具有更大的可预测性，有利于公司预期的稳定。预计公司 13、14 年 EPS 分别为 0.55 元、0.66 元，对应当前 PE 分别为 16 倍、14 倍，考虑公司目前正在从制造业向服务业的转型中，估值存提升空间，给予“增持”投资评级。

图表 8、中国汽研盈利预测

	2011A	2012A	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	1,947	1,143	1,381	1,692
增长率 (%)	-10%	-41%	20.8%	22.5%
净利润 (百万元)	210	300	352	423
增长率 (%)	33.7%	42.8%	17.3%	20.1%
摊薄每股收益 (元)	0.31	0.46	0.55	0.66

资料来源：WIND、国海证券研究所

风险提示： 轨道车大幅下滑；国家授权检测放开，变为海外自然认证形势。

【分析师承诺】

后立尧，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn