

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb12.24-6.28/US\$1.99-1.01

市值 Rmb5.40十亿/US\$0.88十亿

已发行股本 641百万 (ORDA)

流通股比例 32%

日均成交量 (千股) 8,074

日均成交额(Rmb 百万) Rmb84.2

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb3.17十亿

市净率 (UBS) 1.7x

净现金 (债务) Rmb1.40十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +33.0%

预测股息收益率 1.4%

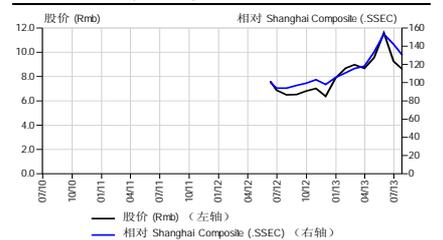
预测股票回报率 +34.4%

市场回报率假设 8.5%

预测超额回报率 +25.9%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E		12/12	
	从	到市场预测	实际	实际
Q1	-	0.09	-	0.10
Q2E	-	0.13	-	0.16
Q3E	-	0.15	-	0.11
Q4E	-	0.16	-	0.16
12/13E	-	0.54	-	-
12/14E	-	0.71	-	-

股价表现 (Rmb)


资料来源: UBS

www.ubssecurities.com
首次覆盖: 中国汽车行业中掘金者的送水人
■ 公司技术服务业务受益于行业快速增长, 市场份额有望提升

我们预计未来3年公司技术服务业务收入有望实现34%左右的复合增速, 主要源于: 1、中国汽车行业竞争的日趋激烈导致新车型的增多和汽车质量的提升, 从而提升检测和研发需求; 2、中国汽车法规的不断完善导致检测和研发需求的提升; 3、公司的牌照优势和独立第三方特质有利于扩张市场份额; 4、作为子行业中唯一上市公司, 产能的扩张有利于提升市场份额。

■ 我们认为公司估值有进一步提升的空间, 并具备投资稀缺性

我们认为投资者对公司缺乏足够的认识, 之前将其定义为汽车和零部件制造企业。公司利润占比最高的汽车技术服务业务34%左右的收入增速和50%左右的毛利率均高于汽车制造业10%左右的销量增速和20%左右的毛利率。中国6家主要的汽车检测机构中, “中国汽研”是唯一的一家A股上市公司。

■ 我们预计技术服务业务高增长将使公司利润增速在13H2将高于13H1

公司中报快报显示主营的技术服务业务毛利同比增长45%, 超出市场预期。技术服务业务毛利在12年下半年占全年总毛利约70%。公司将在3季度分批搬迁至新基地, 检测和研发的产能有望扩大, 我们估计下半年利润增速将显著提高。

■ 估值: 首次覆盖给予11.2元的目标价和“买入”评级

我们预计公司13~15年EPS为0.54/0.71/0.92元, 我们基于分部加总估值法推导出目标价11.2元, 对应公司13~15E PE为21x/16x/12x, 对应13年PB为2.3x。我们估算公司仅汽车技术服务业务的每股价值已经达到10元, 目前股价可能被低估。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	1,947	1,143	1,453	1,768	2,197
息税前利润 (UBS)	235	306	363	491	650
净利润 (UBS)	200	298	344	452	587
每股收益 (UBS, Rmb)	0.45	0.53	0.54	0.71	0.92
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.00	0.10	0.10	0.13	0.17

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	-	26.8	25.0	27.8	29.6
ROIC (EBIT) %	-	28.2	23.3	26.2	32.8
EV/EBITDA (core) x	-	7.8	8.8	6.0	4.0
市盈率 (UBS) (x)	-	12.8	15.7	11.9	9.2
净股息收益率 (%)	-	1.5	1.2	1.6	2.1

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2013年07月29日19时33分的股价 (Rmb8.42) 得出;

陈实

分析师

S1460511070002

shi.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8854

邹天龙

分析师

S1460512070001

tianlong.zou@ubssecurities.com

+86-105-832 8775

目录	页
投资主题	3
— 关键催化剂.....	4
— 风险.....	4
— 估值和推导我们的目标价的基础.....	4
— 乐观/悲观情景分析.....	7
— 瑞银预测对比市场一致预期.....	7
— 敏感性分析.....	8
风险分析	8
— 行业风险.....	8
— 公司风险.....	9
竞争分析	9
— 行业吸引力评估.....	9
— 公司竞争优势分析.....	10
— 管理层战略.....	14
扎实的研发基础有望推动公司产业化业务更上一层楼	15
— 轨道交通业务：预计重庆单轨订单13年有支撑，城轨和高铁业务有望突破.....	16
— 汽车燃气系统业务：有望随天然气汽车行业快速增长而增长.....	18
— 专用车业务：产销规模已缩小，未来利润贡献将有限.....	21
财务分析	23
— 利润表.....	23
— 资产负债表.....	27
— 现金流量表.....	28
— 资本回报率.....	28
公司背景	29

陈实
分析师
S1460511070002
shi.chen@ubssecurities.com
+86-213-866 8854

邹天龙
分析师
S1460512070001
tianlong.zou@ubssecurities.com
+86-105-832 8775

投资主题

我们首次覆盖中国汽研，给予“买入”评级。我们推荐的理由：1、受益于中国汽车行业竞争的日趋激烈和法规不断完善，公司的主营业务汽车技术服务（检测+研发）行业有望迎来快速增长。我们预计行业未来5年的复合增速可达30%左右。2、公司的牌照优势、独立第三方特质和上市公司的融资平台均有利于其扩张市场份额；3、公司利润占比最高的汽车技术服务业务34%左右的收入增速和50%左右的毛利率均高于汽车制造业10%左右的销量增速和20%左右的毛利率。市场之前一直将其定义为汽车及零部件的制造企业，我们认为其估值在未来有进一步提升的空间；4、作为汽车技术服务领域唯一的上市公司，中国汽研具备投资的稀缺性；5、我们预计公司的利润增速在13年下半年将高于上半年，公司新产能将在3季度投放，我们估计下半年利润增速将显著提高；6、我们估算公司仅汽车技术服务业务的每股价值已经达到10元，目前股价可能被低估。

中国汽研两大业务板块。公司主要业务包括汽车技术服务（检测和研发）和产业化制造（专用车、轨交及专业车部件和汽车燃气系统）。12年，两项业务的收入占比分别为50%和49%，毛利润占比分别为59%和41%。

汽车技术服务业务：行业有望迎来快速增长，公司具备独特优势。公司此业务的毛利占比不断提升，占比从09年的51%提升到12年的59%，我们预计到15年占比将达到85%左右。展望未来3年，我们预计中国汽研汽车的技术服务业务收入增长有望实现34%左右的复合增速，主要源于：1、受益于中国汽车行业的激烈竞争和法规不断完善，汽车检测和研发行业有望迎来快速增长；2、公司的牌照优势和独立第三方特质有利于扩张市场份额；3、作为汽车技术服务行业中唯一上市公司，产能的扩张有利于市场份额的提升。我们预计13年此业务将为公司贡献毛利3.8亿，同比增长37%。

轨道交通及专业车部件业务：预计单轨订单13年有支撑，城轨和高铁业务有望突破。我们预计最后138套单轨零部件将于13年交付完毕。目前公司在城轨和高铁配套产品的项目储备较充足，其中70%低地板已与长春短线公共交通配套使用；同时公司已与长春轨道客车公司合作开发动车传动装置关键零部件。我们预计13年此业务将为公司贡献毛利1.2亿，同比下滑27%。

汽车燃气系统业务：有望随天然气汽车行业快速增长而增长。我们认为未来天然气汽车的市场空间依然广阔。我们估算12年CNG汽车新增60万辆，同比上涨40%，公司作为国内CNG汽车燃气系统产品的3大供应商之一，凭借较强的技术实力，有望受益于未来天然气汽车超越行业的增速。我们预计13年此业务将为公司贡献毛利2700万，同比增长51%。

专用车业务：产销规模已缩小，预计未来利润贡献将有限。我们认为公司对专用汽车板块未来的经营策略将做较大调整，公司2012年此业务的收入占比已经下降到了42%，毛利占比仅为2.7%。我们预计13年此业务将为公司贡献毛利1400万，同比增长11%。

盈利预测：综合我们对公司各个业务的判断，我们预计公司2013年净利润将从2012年的2.98亿元增长至3.44亿元，2014、2015年为4.52亿、5.87亿，对应公司2013~15年EPS分别为0.54、0.71和0.92元。

关键催化剂

- 汽车技术服务业务超预期增长
- 轨道交通获得可观订单
- 受益于行业需求充分释放，燃气汽车业务增长迅速

风险

我们认为公司可能面临的风险在于：1) 汽车技术服务业务对于业务资质以及行业政策的依赖较高，2) 汽车技术服务业务未来开拓力度不达预期，市场竞争加剧，导致该业务毛利率下滑，3) 单轨业务客户集中度较高，未来订单面临不确定性，4) 燃气汽车业务未来市场竞争可能加剧，盈利能力或将有所下滑。

估值和推导我们的目标价的基础

我们采用分部加总估值法来推导我们的目标价。

- 汽车技术服务业务。我们给予公司汽车技术服务业务23x 2013E PE，得到9.9元的每股估值，该估值水平略低于技术服务行业平均水平（27x）；
- 轨道交通业务。我们给予公司轨道交通业务10x 2013E PE，得到0.8元的每股估值，该估值水平略低于轨道交通行业平均水平（27x）；
- 专用车业务。我们给予公司专用车业务16x 2013E PE，得到0.1元的每股估值，该估值水平略高于专用车行业平均水平（14x）；
- 燃气汽车关键零部件业务。我们给予公司燃气汽车业务35x 2013E PE，得到0.4元的每股估值，该估值水平略低于专用车行业平均水平（42x）

表1: 中国汽研分部加总估值摘要

2013E	收入（百万）	净利润率%	净利润（百万）	增长率%	EPS（元）	对应估值x	对应目标价（元）
汽车技术服务业务	727	38%	278	31%	0.43	23	9.9
轨交零部件业务	179	30%	54	-59%	0.08	10	0.8
专用车业务	470	1%	4	114%	0.01	16	0.1
燃气汽车系统业务	77	10%	8	50%	0.02	35	0.4
合计	1,453	24%	344	16%	0.54	21	11.2

数据来源：瑞银证券估算

综合公司四项业务板块的估值分析，我们汇总得到公司的目标价为11.2元，该目标价对应公司2013~15E PE分别为21x/16x/12x，对应公司2013E PB为2.3x。我们估算公司仅汽车技术服务业务的每股价值已经达到10元，目前股价可能被低估。

关于汽车技术服务业务A股可比公司的选择：由于公司是在A股上市公司中唯一的一家汽车技术服务类公司，我暂时找不到与其业务完全吻合的上市公司。我们只能筛选同中国汽研的技术服务业务最为类似的A股上市公司。我们认为华测检测、恒泰艾普、潜能恒信和苏交科这四家上市公司无论从主营经营范围

和还是相关业务资质与公司最为接近，因此我们认为这四家公司平均估值水平较能代表行业。其中：

- **华测检测**是一家**独立的第三方检测服务机构**，主要从事贸易保障、消费品、工业品以及生命科学领域的技术检测服务。公司为中国制造业产品创新和产业升级等领域提供多方面的服务。**其独立第三方的特征同中国汽研有类似之处。**
- **恒泰艾普**主要从事石油天然气勘探、开发、生产相关的**技术服务业务**；公司在产品结构和技术特色上在我国处于领先。另外，公司在石油勘探软件开发中也有着显著的影响力。**其提供的石油设备的研发技术服务同中国汽研的汽车研发有类似之处。**
- **潜能恒信**是一家服务于油气勘探过程中地震数据的高新技术企业。**公司的数据处理和解释服务为石油公司高效勘探提供可靠技术支撑。**在国内是少数掌握第三代地震成像技术和提供处理解释一体化服务的企业之一。**其提供的数据处理和解释服务业务同中国汽研的质量检测服务有所类似。**
- **苏交科**主营业务为**交通工程咨询与工程承包业务**。主要为交通项目提供前期咨询及科研，和交通工程的勘察、设计、咨询、试验检测、监理、相关技术服务，以及工程总承包及其他承包业务等服务。**其提供的交通工程咨询服务同汽研的开放性研发业务有所类似。**

因为公司下游客户主要为整车厂，一定程度上会受到汽车行业周期性波动的影响；同时公司13年汽车技术服务业务增速为31%，低于技术服务业务行业平均水平（48%），因此我们给予公司汽车技术服务业务的估值一定的折价（**我们给予公司13年汽车服务业务估值为25x，低于技术服务行业平均的27x**）。我们预计2014~15年公司汽车技术服务业务增速有望分别至37.8%/37.7%。

关于轨道交通零部件业务A股可比公司的选择：我们筛选同中国汽研的轨交零部件业务最为类似的A股上市公司。我们选取了时代新材和晋西车轴两家公司作为可比参照物。

- **时代新材**主营业务为研发、生产和销售高分子减振降噪产品、高分子复合改性材料和特种涂料及新型绝缘材料三大系列产品。公司产品广泛应用于交通运输、能源机械和军事化工等行业。**其生产的高分子减振降噪产品、高分子复合改性材料和汽研生产的转向架等产品同为轨交列车上的关键零部件。**
- **晋西车轴**主要从事公司主要从事铁路车辆及其部件等产品的生产销售及自营进出口业务，并在精密锻造和非标制造等方面具备较强的技术和装备实力。公司具备良好的生产力；在国内同行业的铁路车轴产品的专业化开发、生产方面具备显著优势。**其车轴产品与汽研的的单轨产品同为轨交列车上的关键零部件。**

由于公司未来几年的轨交零部件业务订单还存在很大的不确定性，同时公司13年轨交零部件业务增速为负，远低于行业平均水平（16%），因此我们给予公司轨交零部件业务的估值一定的折价（**我们给予公司13年轨交零部件业务估值为10x，低于行业平均的27x**）。

关于专业车业务A股可比公司的选择：我们筛选同中国汽研的专用车业务最为类似的A股上市公司。我们选取了华菱星马作为可比参照物。

- **华菱星马**是全国重要的重卡、重型专用车及零部件生产研发基地。主导产品为重型汽车底盘及整车、发动机、重型专用车、客车、汽车零部件等系列产品。其中华菱重型卡车是替代进口的主流品牌；星马专用车长期占据国内市场的龙头地位。**其生产的星马品牌专用自卸车同汽研生产的专业自卸车十分相似。**

关于燃气汽车系统业务A股可比公司的选择：我们筛选同中国汽研的燃气汽车系统业务最为类似的A股上市公司。我们选取了富瑞特装和杰瑞股份作为可比参照物。

- **富瑞特装**作为国内领先的车船用LNG供气系统供应商，主要从事金属压力容器的设计、生产和销售。公司掌握具有自主知识产权的LNG供气系统生产技术，并与多家发动机制造企业、重型卡车和大型客车制造企业等达成战略合作伙伴关系。**其生产的天然气汽车储气罐同汽研生产的天然气汽车燃气系统均为关键零部件产品。**
- **杰瑞股份**作为油田服务企业，主营油田专用设备制造，油田、矿山设备维修改造及配件销售和海上油田钻采平台工程作业服务。公司与多家国外生产厂商保持着经常性的采购往来。**其生产的油气开采设备的零部件同汽研生产的天然气汽车燃气系统零部件有相似之处。**

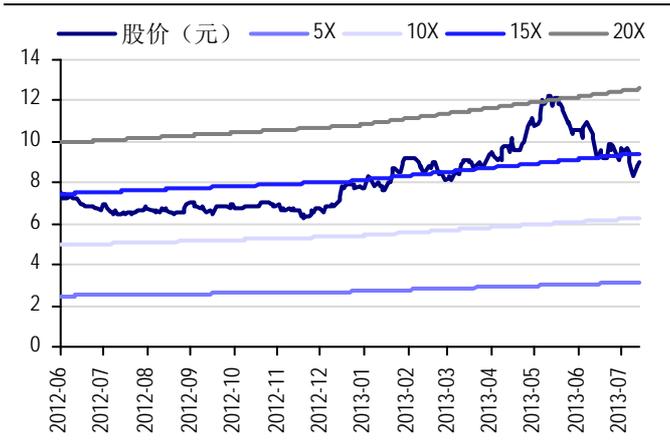
因为公司下游客户主要为整车厂，一定程度上会受到汽车行业周期性波动的影响；同时我们估算公司13年天然气汽车燃气系统业务增速为51%，低于富瑞和杰瑞平均增速（72%），因此我们给予公司天然气汽车燃气系统业务的估值一定的折价（我们给予公司13年天然气汽车燃气系统业务估值为35x，低于行业平均的42x）。我们预计2014~15年公司汽车技术服务业务增速有望分别至41%/50%。

表2: 中国汽研分业务同比公司估值

公司	股票代码	股价（元）	PE		增长率%		PB		ROE%	
			2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
技术服务业务同比公司										
华测检测	300012 CH Equity	13.5	32.2	24.4	31%	32%	6.5	5.1	20.0	21.0
恒泰艾普	300157 CH Equity	18.7	32.5	32.1	113%	1%	3.2	2.9	8.0	9.4
潜能恒信	300191 CH Equity	9.6	29.4	43.4	16%	-32%	2.7	2.6	8.7	9.3
苏交科	300284 CH Equity	11.0	14.5	11.5	31%	25%	1.7	1.5	11.9	13.3
行业平均			27.1	27.8	48%	7%	3.5	3.0	12.1	13.3
轨道交通业务同比公司										
时代新材	600458 CH Equity	10.7	28.5	21.6	1%	32%	2.3	2.3	10.2	11.3
晋西车轴	600495 CH Equity	13.8	26.3	19.6	32%	34%	1.4	1.8	5.7	7.0
行业平均			27.4	20.6	16%	33%	1.8	2.1	7.9	9.2
专用车业务同比公司										
华菱星马	600375 CH Equity	10.1	14.3	13.0	91%	9%	2.0	1.9	8.8	9.6
行业平均			14.3	13.0	91%	9%	2.0	1.9	8.8	9.6
燃气汽车业务同比公司										
富瑞特装	300228 CH Equity	68.6	41.9	27.3	88%	54%	9.7	7.3	23.1	26.7
杰瑞股份	002353 CH Equity	68.1	41.4	29.2	55%	42%	9.6	7.0	25.3	26.6
行业平均			41.7	28.2	72%	48%	9.7	7.2	24.2	26.6

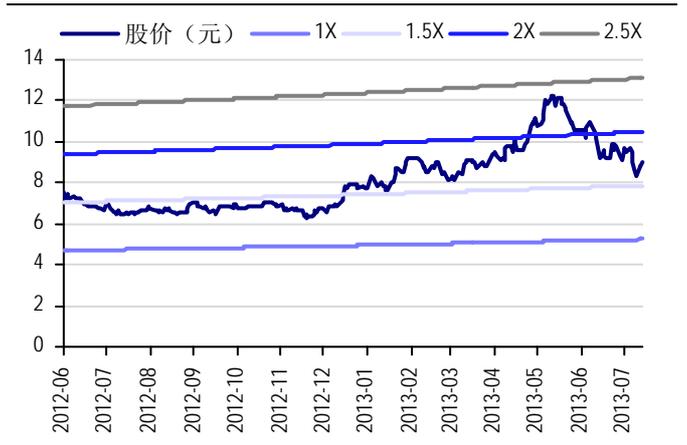
数据来源：Bloomberg一致预期，股价数据截止2013-07-29

图1: 中国汽研历史PE估值区间



数据来源: Bloomberg

图2: 中国汽研历史PB估值区间



数据来源: Bloomberg

乐观/悲观情景分析

乐观情形: 在较为乐观的情形下, 我们预计公司汽车技术服务业务2013年的收入增长率为35%, 毛利率为55% (我们的基准假设: 增长率为28%, 毛利率为53%), 对应2013年公司EPS为0.58元, 公司每股估值约为12.5元;

悲观情形: 若公司技术服务业务未来业绩增长低于预期且盈利能力有所下滑, 在此情形下, 我们预计公司汽车技术服务业务2013年的收入增长率为22%, 毛利率为49%, 对应2013年公司EPS为0.48元, 公司每股估值约为10.2元。

瑞银预测对比市场一致预期

我们对于公司2013年的收入预测略高于市场一致预期 (+5.2%), 但是鉴于今年公司轨道交通业务毛利率的下滑一定程度上侵蚀了公司盈利能力, 我们对于公司2013年的利润增长持一定的谨慎态度, 略低于市场一致预期 (-2.8%)。

随着公司募投项目的逐渐投产, 公司汽车检测和研发能力的进一步提升, 公司检测研发业务的规模经济有望实现, 产销规模提升的同时其盈利有望更上一层楼。我们的2014~2015年的盈利预测要高于市场一致预期, 其收入和利润高于市场一致预期分别为7.1%/1.2%和8.6%/8.9%。

表3: 瑞银预测对比市场一致预期

	2013E			2014E			2015E		
	瑞银	Wind	差幅	瑞银	Wind	差幅	瑞银	Wind	差幅
百万元									
营业收入	1,453	1,381	5.2%	1,768	1,651	7.1%	2,197	2,172	1.2%
净利润	344	354	-2.8%	452	416	8.6%	587	539	8.9%
EPS (元)	0.54	0.55	-2.8%	0.71	0.65	8.6%	0.92	0.83	8.9%

数据来源: Wind, 瑞银证券估算

敏感性分析

公司汽车技术服务未来的业绩增速和盈利能力是影响其盈利能力的核心因素，因此我们对这两项因素进行敏感性分析。我们的分析结果显示相对于技术服务增长率，公司汽车技术服务的毛利率更能影响到公司的盈利能力。汽车技术服务毛利率每变动2个百分点，公司2013E EPS将变化约0.02元，而汽车技术服务业务增长率每变动2个百分点，公司2013E EPS将变化约0.01元。

表4: 中国汽研2013年EPS敏感性分析

2013E EPS		技术服务毛利率%				
技术服务增长率%	0.5369	48.8%	50.8%	52.8%	54.8%	56.8%
	24.0%	0.4877	0.5064	0.5251	0.5438	0.5625
	26.0%	0.4930	0.5120	0.5310	0.5500	0.5690
	28.0%	0.4983	0.5176	0.5369	0.5562	0.5755
	30.0%	0.5036	0.5232	0.5428	0.5624	0.5820
	32.0%	0.5089	0.5288	0.5487	0.5686	0.5885

数据来源：瑞银证券估算

风险分析

行业风险

我们认为行业面临的潜在风险如下：

- 汽车技术服务业务：** 1) 汽车行业波动风险。汽车行业与国民经济的景气度保持正相关关系，经济发展速度直接影响汽车行业的发展和汽车产品的消费； 2) 业务资质风险。从事汽车测试与评价需要获得工信部、国家质检总局、环保部等国家相关部门的授权或许可，不排除未来相关资质因各种原因撤销或收回已授予资质或许可； 3) 行业政策风险。若政府对汽车检测相关政策制定周期加长或者执行政策力度放松，可能导致汽车技术服务业务经营风险。
- 单轨交通业务：** 1) 替代效应。单轨交通业务受自身因素的影响只适用于山城及中小城市，运量相对较小、速度偏低等不利因素也使得很多城市更青睐地铁； 2) 核心技术仍依赖进口。目前单轨交通大部分关键设备还是需要进口，进口导致成本上升，较高成本不利于轨道交通的大面积推广。
- 专用车业务：** 专用车行业门槛低，竞争激烈。自卸车、厢式车和仓栏车由于对技术要求低，占用资金相对较少等原因，存在大量小规模企业生产该类车，市场竞争激烈。
- 燃气汽车关键零部件业务：** 1) 加气站网络不够完善。加气站建造速度滞后于燃气汽车行业发展速度，加气站的稀缺将制约燃气汽车的大规模推广； 2) 技术水平较海外仍有一定的差距。我国燃气汽车行业还处于发展阶段，技术研发力度较小、核心技术欠缺、设备能力和工艺水平不足等因素都妨碍燃气汽车应用范围的扩大。

公司风险

1、**汽车技术服务业务对于行业政策以及业务资质的依赖较高。**目前根据国家相关政策，汽车产品必须经过强制性检验确定其达到相关技术标准，若未来国家不再对汽车产品进行强制性检验要求，则会对公司技术服务业务产生影响。虽然公司目前拥有开展业务所需要的必备资质或许可，但仍不排除未来公司相关资质被撤销或收回的可能。

2、**专用车经营风险。**公司专用车主要以自卸车、混凝土搅拌车为主，该业务毛利率低，资产占总资产比例较大。受经济周期、宏观政策和原材料等影响显著。

3、**单轨业务客户集中度较高，未来订单面临不确定性。**目前仅重庆市开通两条单轨列车线，未来其他城市单轨业务推广应用前景尚不明朗，公司轨道交通业务对重庆单轨市场存在极高的依赖性。

4、**燃气汽车业务未来市场竞争可能加剧，盈利能力将有所下滑。**我们认为未来市场竞争将加剧，市场竞争加剧首当其冲的就是价格战，价格战势必会对该业务盈利能力产生负面影响。**同时燃气汽车业务存在一定的研发风险。**燃气汽车业务方面的研发属于高投入、高回报和高风险的项目，历时时间长、环节众多，充满较多的不确定性，存在研发失败风险。

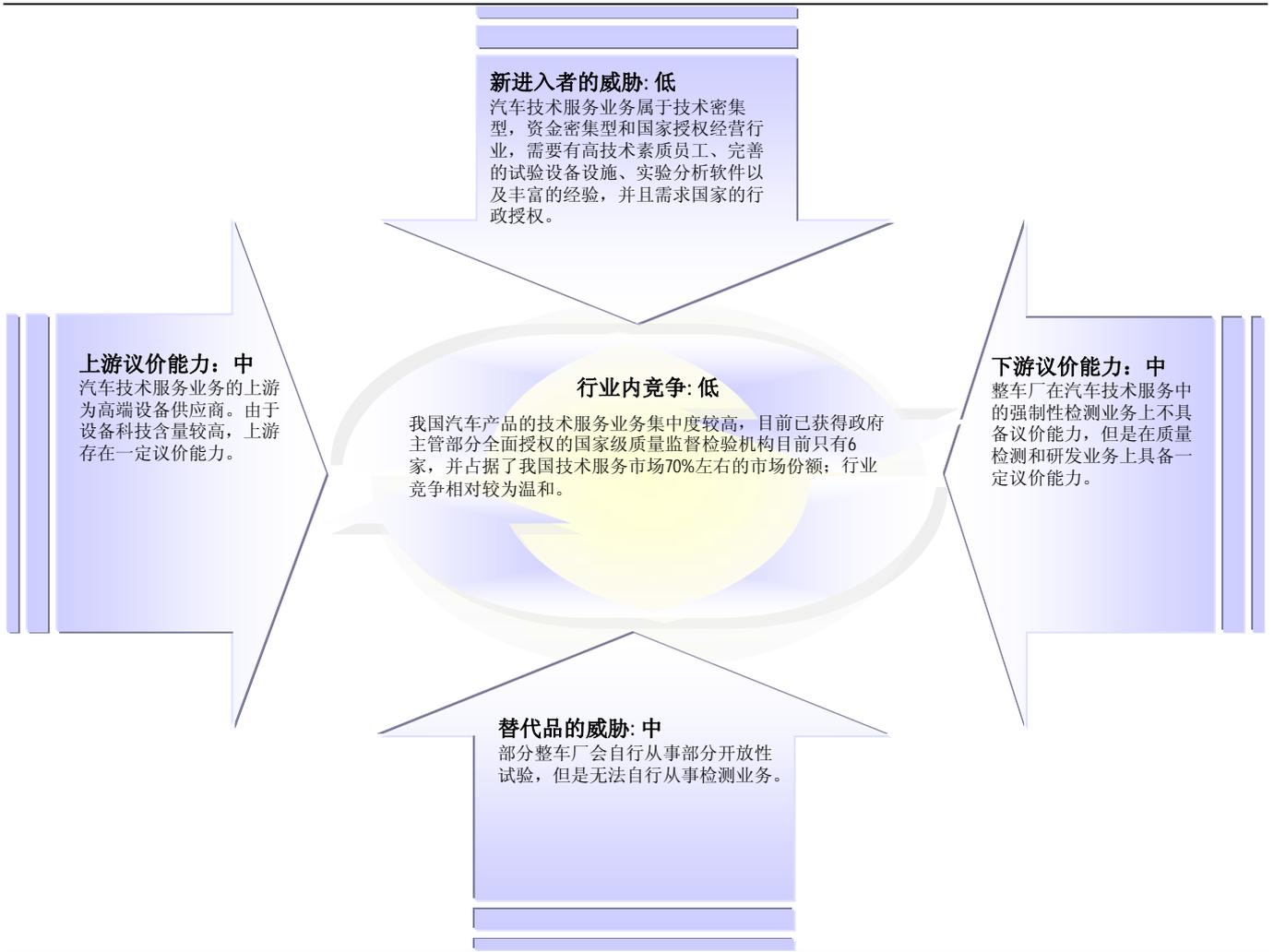
竞争分析

行业吸引力评估

中国汽车技术服务行业主要分为：为汽车行业中的整车厂、零部件生产厂商、产品管理部门和用户提供检测、试验验证、符合性评价等技术服务的汽车测试评价业务；和以新技术、新产品的委托研发与整体解决方案为核心的技术研发与咨询业务。**我们认为未来中国汽车技术服务行业增长的驱动力包括：1) 汽车相关法律法规的不断完善；2) 新上市车型（包括进口车型）的增多；3) 改进车型的增多（单车品质的提升）。**

汽车制造业的发展包括供不应求、供大于求和平稳发展三个阶段。**我们认为中国汽车产业目前已经进入供大于求的阶段，研发投入将迎来高速增长期。**我们认为随着未来汽车法律法规的不断完善，新车投放力度的不断加大以及车型改进需求的不断提升，未来中国汽车技术服务行业将逐步进入高速发展阶段。**更为详细的行业分析，请参见我们的行业报告“汽车技术服务行业：受益于中国汽车行业激烈竞争和法规完善”。**

图3: 汽车技术服务业务波特五力分析



数据来源: Michael Porter, 瑞银证券估算

公司竞争优势分析

中国汽研是一家主要从事汽车技术服务和产业化制造业务的公司, 是A股市场上第一家独立汽车研发类上市公司, 其中技术服务业务包括汽车研发咨询以及测试和评价业务, 而产业化制造业务包括专用汽车、轨道交通关键零部件以及汽车燃气系统及关键零部件制造业务。

我们认为公司的核心竞争力体现在其汽车技术服务类业务, 主要基于:

- **汽车行业首家技术服务类上市公司, 技术储备十分丰富。**自成立以来, 公司主持承担了国家三次汽车重大技术引入及国产化工作, 分别是上世纪60年代中期法国贝利埃重型汽车、80年代初期奥地利斯太尔重型汽车和80年代末期日本五十铃轻型汽车的技术引进和国产化工作, 为汽车行业开发了

300多种车型、30多种发动机、100多种零部件总成、70多种新材料新工艺；相关的技术储备十分丰富。

- **多年来的课题研究形成公司扎实的研发基础。**公司凭借国家科研所的身份，每年国家以下拨课题经费的方式让公司承担大量的课题研究。经过多年的发展，公司在汽车技术服务业务上形成了较强的技术能力，而来自国家的技术补贴也降低了公司一定的研发成本。
- **行业准入门槛较高。**公司的技术服务业务主要分为汽车研发咨询和测试评价业务。目前我国汽车产品测试评价业务集中度较高，已获得政府全面授权的国家质量监督检验机构只有6家（其中国家机动车质量监督检验中心为公司下属单位）。汽车测试评价属于技术密集型、资金密集型和授权经营行业，需要有高技术素质员工、完善的试验设备设施、实验分析软件以及丰富的经验，并且需求国家的行政授权。
- **预计行业拥有广阔的增长空间。**受益于汽车法律法规的不断完善，新车投放力度的不断加大以及车型改进需求的不断提升，我们认为未来中国汽车技术服务行业将逐步进入高速发展阶段，公司有望受益于行业较高增速。

汽车技术服务业务：检测业务有望维持较快增长，研发业务拓展值得期待

■ **检测业务：行业可持续稳定增长，公司有望取得更多市场份额**

检测行业有望持续稳定增长，公司独立第三方特质有利于取得更多市场份额：关于汽车检测行业未来的发展前景我们在行业报告部分有详细的论述，在此不再重复。由于检测行业的技术门槛、资金门槛和牌照均较高，所以市场参与者主要由6家机构所组成。但这6家机构在检测能力和服务上较为接近，所以同客户的关系显得尤为重要。**中国汽研的优势在于独立第三方的属性有利于其同各类整车厂保持良好关系。**其中上海、长春与襄樊分别隶属上汽、一汽与东风，三家集团的检测业务也基本被其子公司所承揽；客车中心、天津中心与重庆中心皆为独立运营的第三方，业务来源相对分散，上述六家的市场份额约为70%。新客户的开拓、新设备的投放，仍有望给中国汽研带来额外市场份额。

表5: 国内主要检测机构及其概况

检测机构	主要客户	产权归属
上海机动车检测中心	上汽集团	上汽集团控制
长春汽车检测中心	一汽集团	一汽集团控制
襄樊达安汽车检测中心	东风集团	东风汽车控制
天津汽车检测中心	奇瑞、上汽等	国资委控股，独立第三方
国家客车质量监督检验中心	国内客车企业	独立第三方
重庆中心（中国汽研）	长安汽车等国内自主品牌	国资委控股，独立第三方

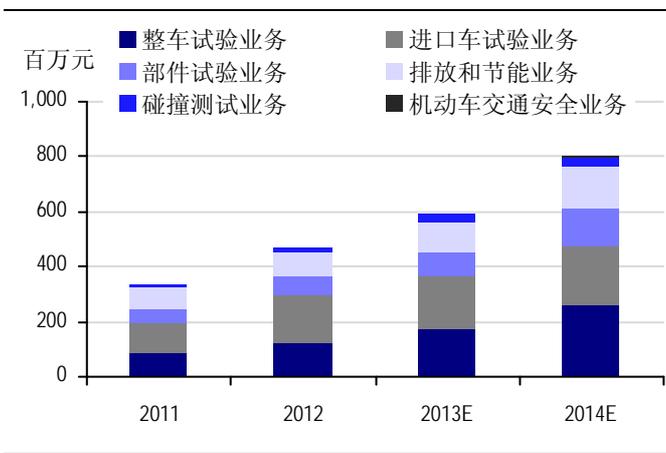
数据来源：公司数据

作为汽车检测行业中唯一上市公司，产能的扩张有利于公司市场份额的提升：从目前看，强制性检测仍为公司测试营收的主要来源，其2011年营收占比达65.4%，但随着公司上市后的产能扩张和新设备的投入，未来在非强制性检测性业务的发展值得期待。分业务类别看，进口车、整车与排放为3个主要细

分领域，合计营收占比达82%。对公司而言，其测试业务当前市场份额约为10%，但我们预计上市融资后，公司未来市场份额或有望稳中有升：

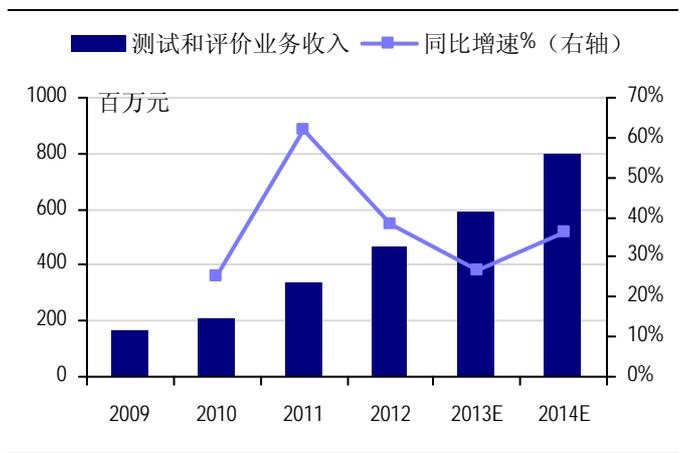
- 公司成立的广东汽车检测中心，有望从广汽集团、大众佛山工厂等获得增量；
- 募投项目将对公司的测试设备的升级与扩产，有望助公司拓展车企自愿性测试（非强制性检测）的市场，从而带来额外增量；
- 天津分公司的小批量进口车检测实验室在2011年7月正式运营，推动2011、2012年进口车检测营收增长大幅增长。但由于13年进口轿车增速下滑，短期内此项业务增速可能面临下滑。

图4: 公司测试评价业务分子业务拆分



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图5: 我们预计公司测试评价业务未来仍将保持较高的增速



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

■ 研发业务：国内车企研发投入增长空间广阔，汽研业务拓展值得期待

中国汽车研发与咨询行业市场竞争较为激烈，参与者可分为三类：第一类为整车厂下属的开发机构；第二类为国外汽车研发公司及分支机构；第三类为国内独立的汽车产品研发及咨询机构。这三类企业的特点依次为：

- 整车厂下属的开发机构：为整车厂专属服务机构，进行引进技术的消化吸收、车辆局部改型及部分零部件设计工作，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；
- 国外汽车研发公司及分支机构：经验丰富、专业完善、数据库丰富，与本国汽车企业的合作历史长，几乎承担了国内合资车企的设计开发业务和部分国内自主品牌的设计开发业务；
- 国内独立的汽车产品研发及咨询机构：技术人员一般以自身培养或从汽车制造厂商分离出来的为主。优势为报价较低，劣势为技术水平有限、订单不持续和品牌知名度不够等。

表6: 国内汽车产品研发和咨询服务商分类及主要公司

类型	公司性质	主要公司
第一类	整车厂的下属开发机构	广汽技术中心、广汽研究院、上汽集团香港研发中心
第二类	国外的汽车产品研发及咨询公司在国内的分支机构	德国的 MagnaSteyr、EDAG、AVL（动力）、FEV（动力）、ZF Friedrichshafen AG（动力）、Bosch（电子）、Delphi（电子）、IST（设备研发）；意大利的 Pininfarina、Italdesign、I.D.E.A；日本的 EAC；美国的 Southwest（动力）、ETON（动力）、MTS（设备研发）
第三类	国内独立的汽车产品研发及咨询机构	同济同捷、阿尔特、北京长城华冠、上海龙创、湖南奔腾动力科技（动力）、天津清源（电动车）等

数据来源：公司招股说明书

第三类国内独立的汽车产品研发及咨询机构的成长空间来自于自主品牌研发投入的增加和合资品牌研发本土化：目前国内第三方研发机构的客户主要来自于国内自主品牌和部分合资品牌。随着国内汽车行业竞争的日益加剧，我们认为在研发领域会呈现两大趋势，并且这两大趋势有利于包括中国汽研在内的国内第三方研发咨询机构的业务增长：

- **自主品牌研发投入加大：**虽然自主品牌目前的车型数量繁多，但是我们认为在单一车型的品质提升上仍有较大的空间。例如我们通过调研了解到，自主品牌在新车型开发时所做的碰撞试验大约为70-80次，但是外资品牌则为130-160次左右。与此同时，只有将研发费用率维持在3%以上，整车厂才能获得高新技术企业的税收优惠资格，所以车企的营收增长可推动研发的增长，从而推动国内汽车研发和咨询企业的收入增长。
- **合资品牌的研发本土化：**我们认为外资和合资品牌的本土化主要分为三个步骤：生产本土化、零部件生产或采购本土化和研发本土化。在国内汽车行业竞争日趋激烈的背景下，我们预计研发的本土化应会是未来的趋势。当前合资品牌车型主要以引进为主，在华的研发投入占比很低（1-2%），较海外母公司的研发费用占比（4-5%）差距较大，我们相信未来提升空间广阔。

中国汽研积累深厚，研发业务拓展值得期待：随着近几年我国自主品牌汽车企业的快速发展，公司汽车研发及咨询服务的业务出现大幅增长。公司可以为国内外汽车整车企业、零部件企业提供全过程设计开发及技术咨询服务，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、动力总成开发、汽车电子系统开发、材料工艺研究、电动汽车开发等。研发咨询业务收入仅占技术服务业务收入的20%，公司已看到了研发咨询业务的发展潜力，并将其作为未来发展的主要方向。

- **公司在部分研发领域处于国内领先水平：**截至目前，公司已拥有燃气汽车、新能源汽车、噪声振动与安全等多个极为雄厚的技术积淀。

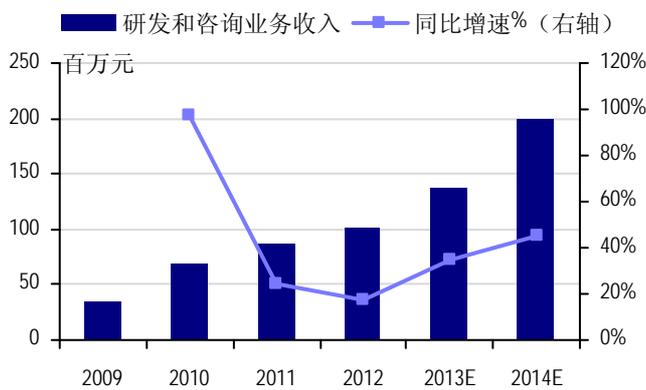
表7: 中国汽研在部分领域的研发实力一览

研发领域	公司研发积累
燃气汽车	国家燃气汽车工程技术研究中心
新能源汽车	国家863计划重大项目“节能和新能源汽车”的专家组成员企业
替代燃料	替代燃料汽车国家地方联合工程实验室
噪声振动和安全	汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室
汽车产品开发	国家863计划重大项目“汽车开发先进技术”总体专家组组长企业

数据来源：公司数据

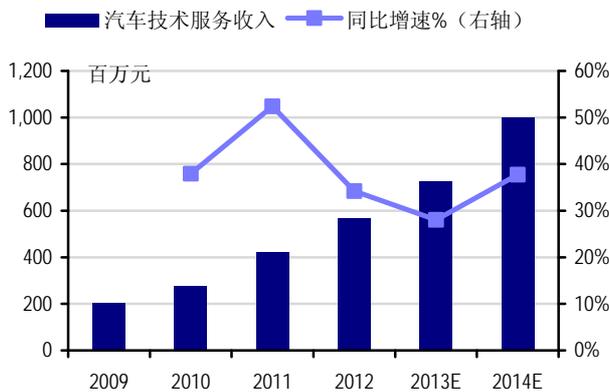
- **公司对于研发业务的拓展力度在加大：**公司定位研发业务为“优先重点发展”，拓展方向包括车型设计、新能源汽车、NVH 工程、安全技术、电控系统等诸多领域，拓展力度较大。公司的测试业务可为提供良好的数据支持与经验积累，使公司对车辆性能、法规要求、整车厂需求等方面有更好的理解，这是其他研发机构所不具备的优势。
- **研发业务发展面临的挑战：**较之检测业务，公司在研发业务上面面临的竞争更为激烈，但前景更为广阔。公司研发业务需面临国内外企业的双重竞争，虽然行业空间广阔、实力较为显著，但仍具有一定的不确定性。

图6: 公司研发咨询业务未来增长值得期待



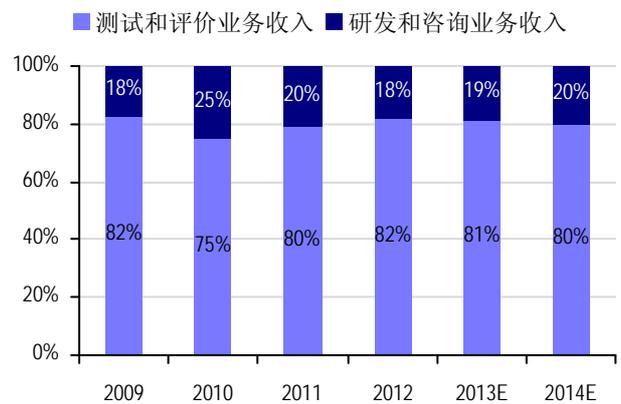
数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图8: 我们预计公司汽车技术服务业务将保持较高的增速



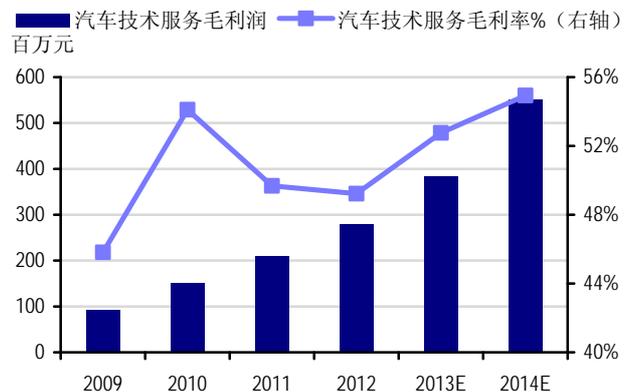
数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图7: 公司技术服务业务细分业务占比趋势



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图9: 随着产销规模的扩大，公司汽车技术服务业务的利润贡献有望更上一层楼



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

管理层战略

1、**继续大力发展测试评价业务。**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。

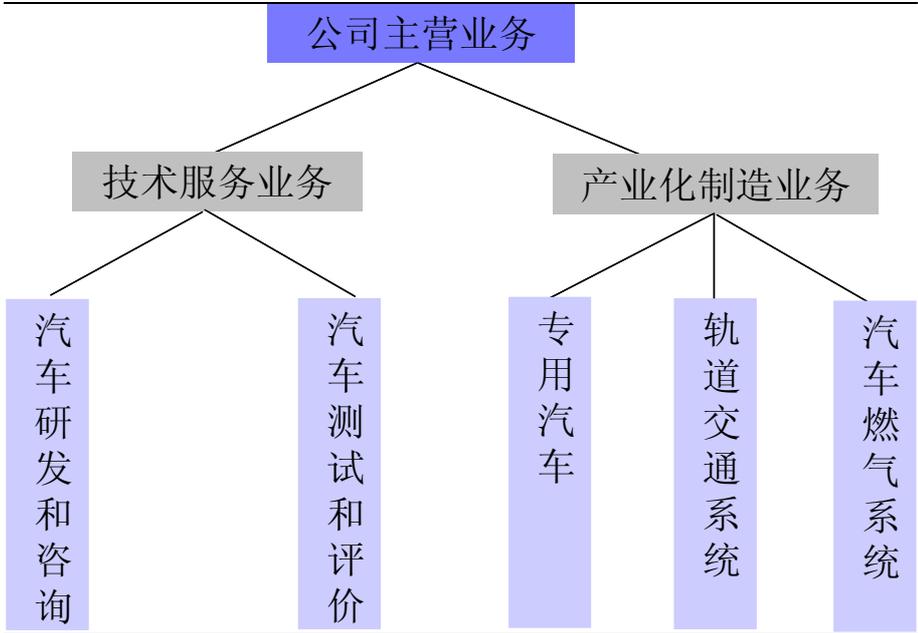
2、**努力拓展汽车研发和咨询业务。**公司将围绕汽车产品设计开发、节能排放、新能源汽车、NVH、EMC、汽车安全、汽车电控以及汽车试验设备等重点领域，加强软硬件设施、人才队伍和科技创新能力建设，加强与企业之间的战略合作及业务前期介入，积极争取承担国家和地方重大科技项目，不断提升研发水平，努力打造国内汽车工业一流的科技创新平台和公共技术服务平台。

3、**加强国际合作，积极拓展汽车进出口检测认证业务市场。**公司将积极与国际认证检测机构、整车及零部件企业建立战略联盟及合资合作关系，获得进出口及委托代理检测认证资质及授权，形成较全面的进出口检测认证服务能力，从而进一步提升公司汽车测试评价业务资质。

扎实的研发基础有望推动公司产业化业务更上一层楼

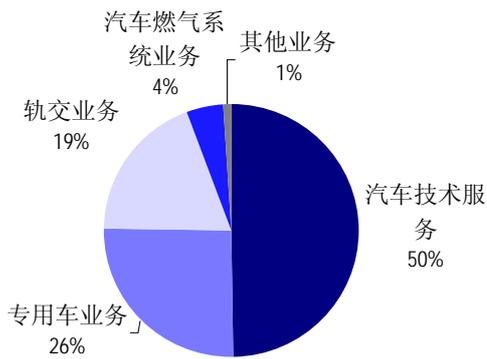
除了技术服务业务以外，中国汽研的产业化制造也是公司业务的组成部分。包括专用汽车、轨道交通关键零部件以及汽车燃气系统及关键零部件制造业务。

图10: 公司主营业务构成



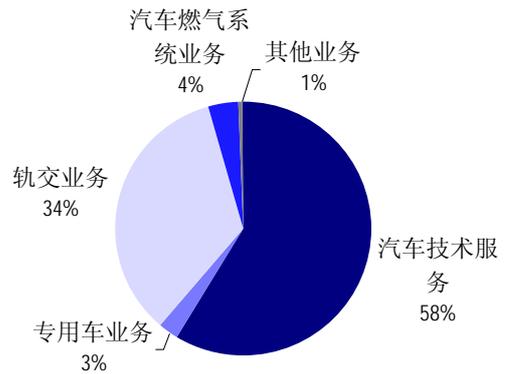
数据来源：公司数据

图11: 2012年公司主营业务收入拆分



数据来源: 公司数据

图12: 2012年公司主营业务毛利拆分



数据来源: 公司数据

轨道交通业务: 预计重庆单轨订单 13 年有支撑, 城轨和高铁业务有望突破

公司轨交业务产品主要由全资子公司重庆凯瑞车辆传动制造有限公司生产, 其主要产品包括: 跨座式单轨列车转向架(底盘)关键零部件、城轨车辆传动装置及关键零部件和高铁车辆传动装置及关键零部件。

单轨系统产品——一枝独秀

相比于其他城市轨道交通工具, 跨座式单轨交通工具建设速度快、资金投入少、占地面积小且低噪舒适, 其独特的结构形式非常适合于地形较为复杂的城市。基于此, 重庆从90年代从日本引入了两条单轨交通线, 并计划大力发展其在重庆轨道交通的应用。由于长期以来单轨产品的核心技术被海外企业所掌控, 导致引入成本较高, 因此国产化的诉求较为强烈。受重庆市相关部门委托, 公司于2000年开始从事跨座式单轨列车关键零部件的研发工作。发展至今, 公司凭借其扎实的研发基础, 已经掌握跨座式单轨交通车辆核心技术(转向架关键零部件)并迅速地实现了科研成果的产业化。目前公司已经成为长春轨道客车有限公司和重庆市轨道交通总公司稳定的单轨系统核心零部件供应商, 其单轨系统产品市场占有率接近100%。

表8: 地铁/轻轨/单轨主要指标的对比

类型	地铁	轻轨	单轨
编组数(节)	2-8	1-4	4-6
单向客运量(万人次/小时)	3-8	2-4	1-2
投资造价(亿元/公里)	3-6	0.7-1.8	1.2-1.6
建设时间(年)	4-5	3-5	3-5
运行速度	最大速度120km/h, 平均速度30-40km/h	最大速度45km/h, 平均25-35km/h	最大时速80km/h, 平均时速30km
适用地区	大城市客流密集度较高的区域	大城市中等客流量区域或中等城市	地形复杂的区域

数据来源: 公司数据, 瑞银证券整理

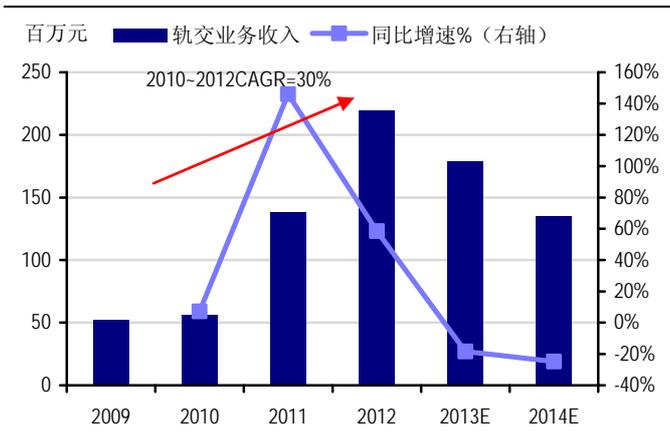
订单量的大幅上涨推动了轨交业务过去几年的突飞猛进。2009~2011年是公司单轨交通系统产品产业化的黄金时期，公司先后与长春轨道交通客车股份有限公司（重庆单轨交通系统制造商）签订了2号线、3号线以及其延长线合计452辆的单轨列车关键零部件的买卖合同，为公司带来收入约5.33亿元。受此驱动，公司轨道交通业务收入大幅增长，其2010~2012年收入的复合增长率达到了30%。

表9: 公司单轨列车关键零部件销售合同及交付现状

项目	签订时间	合同金额(万元)	约定供货数量	已交付数量
《工业品买卖合同》编号: CRC-CAERI-CQDG-080430	2008-04-30	4,289.24	26	26
《工业品买卖合同》编号: CRC-CAERI-CQKR-CQDG-080430	2009-11-18	17,666.68	114	114
《工业品买卖合同》编号: CRC-CQKR-CQDG-100525	2010-05-25	19,148.34	126	126
《工业品买卖合同》编号: CRC-CQKR-CQDG-110722-78	2011-12-20	7,896.49	78	36
《工业品买卖合同》编号: CRC-CQKR-CQDG-110722-001	2011-12-20	4,330.45	108	

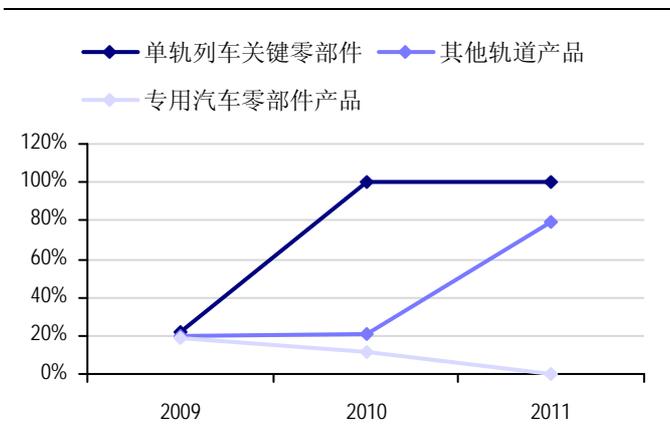
数据来源: 公司招股说明书, 瑞银证券估算

图13: 公司轨道交通业务收入2010~2012进入高速增长期



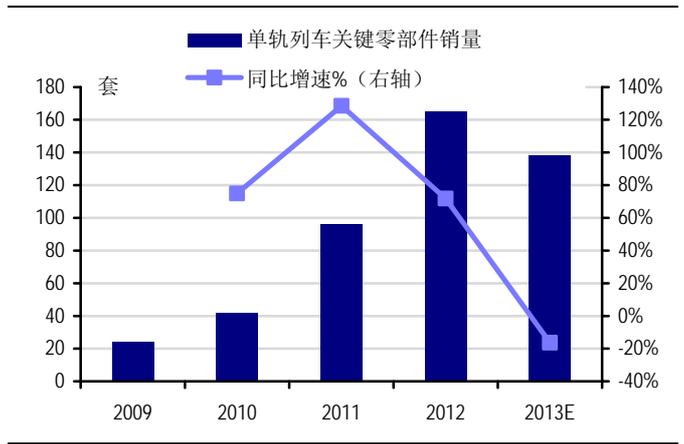
数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图15: 公司轨道交通零部件业务在各细分市场占有率先趋势; 单轨列车关键零部件市场占有率较高



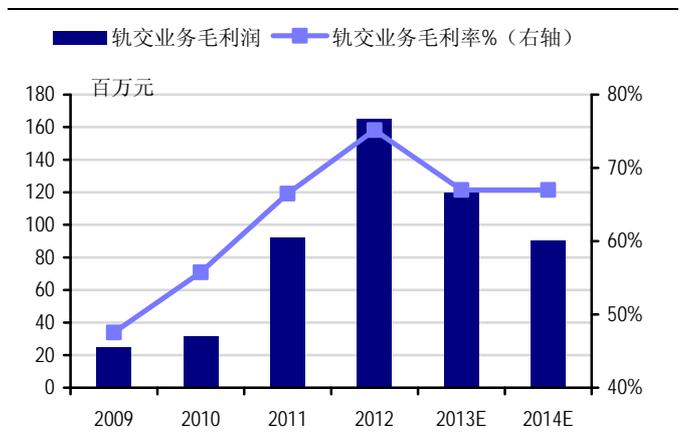
数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图14: 公司轨道交通业务收入高速增长来自于订单的驱动



数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图16: 轨道交通零部件业务盈利能力较强



数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

预计重庆单轨订单13年有支撑。目前重庆轨道交通的建设规划为九线一环，除2、3号线及延长线已经在2009~2011年实施单轨交通，6号线已于2012年实施。由于重庆独特的地形，我们认为剩余路线采取单轨交通的概率很大。截至2012年，公司已经交付302套轨道交通关键零部件产品，我们预计2013年公司 will 交付138套，剩余订单将有望在14年交付完毕。除此之外，苏州、沈阳、哈尔滨、顺德等城市也有潜在的单轨需求。**我们认为公司在重庆地区的轨交订单在2013年内有支撑，未来几年有望在其他城市获得订单。**

表10: 未来几年单轨交通在重庆及其他城市的潜在需求

城市	轨道路线	长度
重庆	7号线	31.25公里
重庆	14号线	38公里
苏州	滨湖新城观光单轨	6.44公里
顺德	中运量1号线	12公里
沈阳	1号线东延线	22公里
哈尔滨	规划中	-

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

城轨和高铁配套产品——未来产业化步伐有望加快，将提供新的业绩增长点

公司轨交业务的其他两类产品中，城轨车辆传动装置主要包括70%低地板列车减速机、地铁减速机和其他关键零部件，高铁车辆传动装置主要包括传动箱装置的关键零部件。

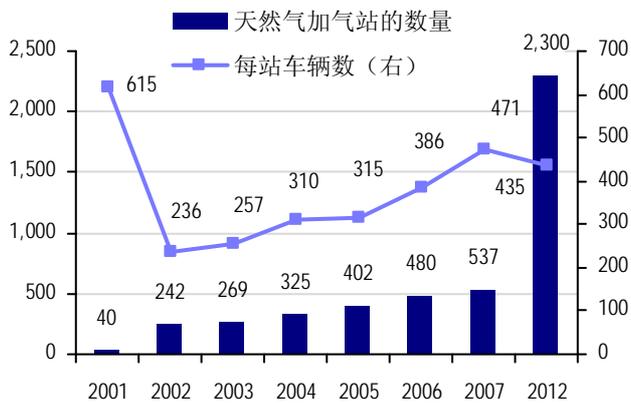
目前公司在这些产品的技术和项目储备较为充足，其中70%低地板已与长春短线公交运输配套使用（2010年公司配套供货80台）；同时公司已与长春轨道客车股份有限公司合作开发出时速200~250公里/小时动车的传动装置关键零部件。我们认为地铁和高铁配套产品未来产业化速度的加快将为公司轨交业务提供新的增长点。

**汽车燃气系统业务：有望随天然气汽车行业快速增长而增长
天然气汽车行业未来增长前景广阔**

天然气汽车在环保性、经济性方面优势明显。相比于传统燃油车，天然气汽车的综合排放要低20~25%，能源转化效率（从油井到车轮）提升约20%。同时随着近年来国际原油价格的不断上涨，国内天然气供应量的不断提升，国内油气价差不断加大，我们相信天然气作为一种清洁的汽车替代能源将显著改善消费者的燃油经济性。由于天然气的诸多优点，近年来政府不断加大产业政策支持力度。2007年，国家发改委颁布《天然气利用政策》，明确规定天然气将作为首选的汽车替代燃料；“十一五”期间，天然气汽车等新型清洁能源汽车已被列入《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006~2020年）》。政策的大力支持加快了国内天然气汽车产业化的步伐，经过十多年的发展，天然气汽车的产业和技术链已颇具规模，其中关键零部件已经接近国产化，90%加气站设备是自主产品。产业化的加快同时也提升了市场需求，截至2012年，中国天然气汽车保有量已达到了150万辆，全国共拥有约2300家加气站。

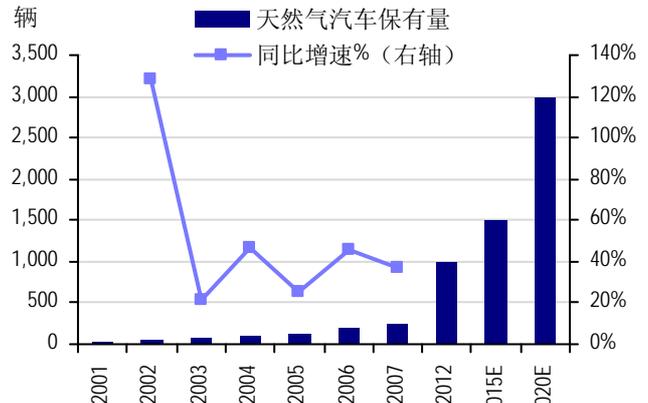
我们预计天然气汽车保有量和销量在未来会有大幅提升。在排放标准不断升级，消费者对燃油经济性需求不断提高的大背景下，我们认为未来天然气汽车的市场空间依然广阔。我们预计到2015年，天然气汽车的保有量将有望至150万辆，到2020年，其保有量有望实现300万辆。我们认为公司作为汽车燃气系统产品的主要供应商，凭借较强的技术实力，有望受益于未来天然气汽车超越行业的增速。

图17: 天然气加气站近年来发展迅速



数据来源: Roland Berger, 瑞银证券估算

图18: 产业化的加快迅速提升了天然气汽车的保有量



数据来源: Roland Berger, 瑞银证券估算

公司为国内天然气燃烧系统主要供应商

天然气商用车配套市场由外资主导，乘用车配套尚未启动，改装市场由国内3家企业主导。

- **西港 (Westport)、伍德沃德 (Woodward) 和Econtrol**为国内重型天然气商用车整车厂燃气系统的主要配套者。我们预期其强势市场地位在短期很难撼动。
- **鼎辉燃气 (公司子公司)、北京朗底伦索和上海依相**主导国内CNG汽车改装市场。北京朗弟为意大利独资企业，技术实力雄厚但价格略高；依相为上海本土企业，当前已累计安装30万套系统；鼎辉燃气由国资委控股，背后有“国家燃气汽车工程技术研究中心”等作为技术依靠。

表11: 公司与主要竞争对手产品、市场定位以及技术优势对比

	鼎辉燃气	北京朗第伦索	上海依相燃气
主要产品	中重型商用车第1、2、3代系统；小排量乘用车第1、2、3代系统；CNG高压管路系统；ECU、喷嘴、喷嘴驱动器、减压器、混合器和阀类等重要零部件系列产品	中重型商用车第1、2、3代系统；小排量乘用车第1、2、3代系统；ECU、喷嘴、减压器和混合器类等重要零部件系列产品	小排量乘用车第3代系统；ECU、喷嘴、减压器等重要零部件产品
目标市场	主要配套中重型商用车市场，特别是公交市场	主要配套小排量乘用车市场，特别是小排量乘用车主机市场	主要配套小排量乘用车市场
经营策略	品牌和技术服务	品牌和技术服务	价格优势
技术优势	有一定的中重型商用车和小排量乘用车系统集成和关键零部件产品技术开发能力；依托国家燃气汽车工程技术研究中心较强的开发能力	拥有较强的系统集成和关键零部件产品开发能力	有一定的小排量乘用车系统集成和产品技术开发能力

数据来源: 公司数据

中国汽研燃气系统技术积累雄厚：公司被确认为“燃气汽车关键零部件测试评价中心”，拥有“国家燃气汽车工程技术研究中心”。诸多实例表明，技术积淀极为雄厚。截至目前，公司已掌握燃气系统ECU等核心技术，并为多家整车和发动机企业开发了燃气发动机和燃气汽车整车，并成为其OEM供应商。

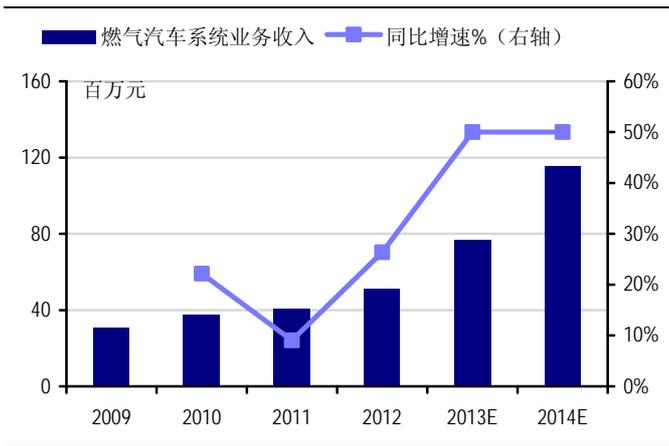
- **拥有电控 ECU技术：**燃气发动机作为天然气汽车核心，难度最高的技术在于ECU。公司已成功开发轻型车单一控制器系统、主从式控制器系统（轻型车双燃料）和重型车单一燃料控制系统3套发动机ECU及其控制软件。有足够的技术储备进入乘用车、轻型商用车与重型商用车的OEM配套。
- **拥有燃气发动机集成化配套能力：**依靠在电控系统、供气系统、发动机与整车标定等领域的专业优势，公司已具备提供燃气系统、燃气发动机等一体化解决方案的能力；并能根据OEM客户需求，提供全套集成的零部件匹配方案、开发流程以及解决方案，未来可走自主研发与集成相结合的供应商发展路线。
- **拥有足够开发经验和客户基础：**依靠公司在技术服务领域的专业优势，公司具备燃气系统、发动机、整车、排放控制等设备的开发能力，并已帮助长安、力帆、长城、江淮、东风、福田等企业开发了近40款燃气发动机和整车。

表12:公司汽车燃气系统的产品组合、目标客户以及市场定位

产品名称	主要技术指标	目标客户	主要市场
集成式三级减压系列	减压调节器类型：3级减压，适用各种车型 燃料类型——CNG 加热：发动机冷却循环水 工作压力：≤20MPa	发动机厂、公交公司、在用车改装用户	主机市场，在用车市场
电喷减压系列	减压调节器类型：2级减压，适用各种车型 燃料类型：CNG（压缩天然气） 加热：发动机冷却循环水 工作压力：≤20MPa	发动机厂、公交公司、在用车改装用户	主机市场、在用车市场
高压管路系统及阀门	燃料类型：CNG（压缩天然气） 工作压力：≤20MPa	客车厂、公交公司、在用车改装用户	主机市场
电控混合器系统	满足国三排放要求	客车厂、公交公司、在用车改装用户	主机市场、在用车市场
电控多点喷射系统	满足国三、国四排放标准	客车厂、公交公司、在用车改装用户	主机市场

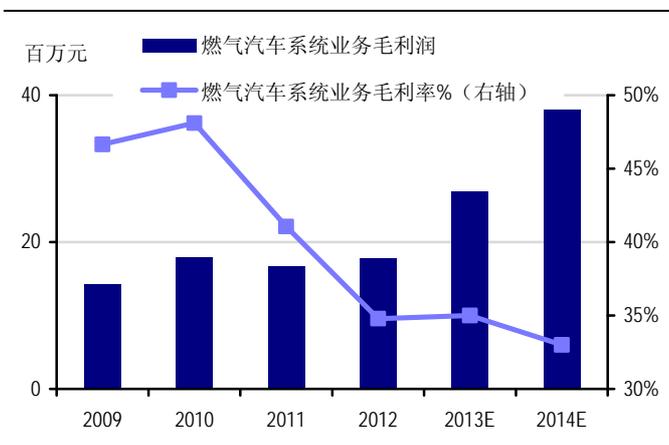
数据来源：公司数据

图19: 我们预计未来燃气系统业务收入增长将提速



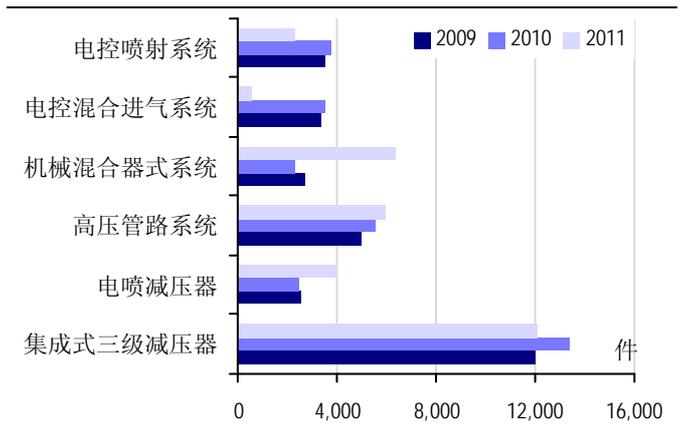
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图21: 我们预计未来燃气系统的利润贡献将加大并保持较高的盈利水平



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图20: 公司汽车燃气系统产品历史销量



数据来源: 公司数据

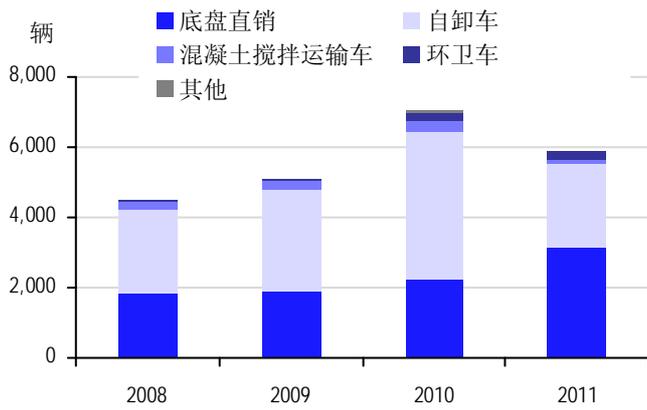
专用车业务: 产销规模已缩小, 未来利润贡献将有限

长期以来, 专用汽车业务作为公司产业化重要平台, 一直是公司主要的收入来源, 其09~11年的收入占比分别为87%/91%/81%。

然而, 公司的专用汽车产品结构中, 低毛利的自卸车占了较大比重, 09~11年自卸车的销量占比分别为54%/58%/60%。较为低端的产品结构极大地影响了专用汽车业务的盈利能力, 一直以来专用汽车业务毛利率水平维持在4~5%, 基本处于盈亏平衡之间。

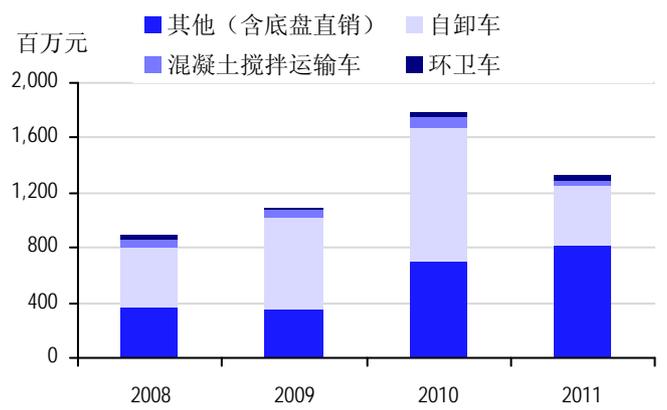
我们认为公司的核心竞争优势在于其技术服务板块, 以及盈利能力较强的轨交和汽车燃气系统等产业化板块, 而盈利不佳的专用汽车板块未来的经营策略将面临较大调整。我们认为这种调整策略已经在2012年得以体现, 公司专用汽车业务2012年的收入占比已经下降到了42%, 而毛利占比仅为2.7%。展望未来, 我们认为在控制专用汽车业务产销规模的同时, 公司将进一步减少自卸车产量占比, 并增加高毛利的环卫车等专用车的产出, 从而最大程度上改善专用汽车业务的盈利能力。

图22: 专用汽车产品结构趋势, 自卸车比重在降低



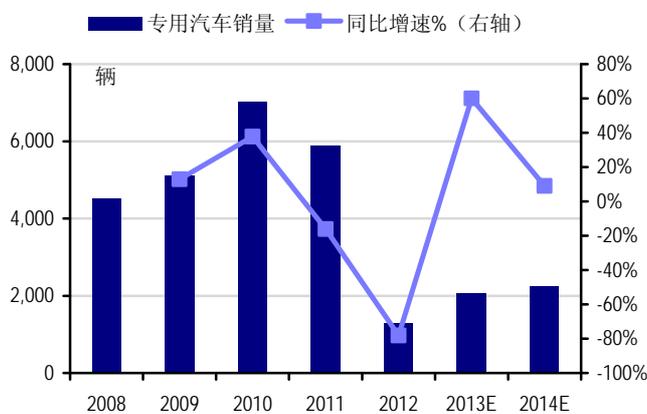
数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图23: 专用汽车收入拆分趋势, 自卸车比重在降低



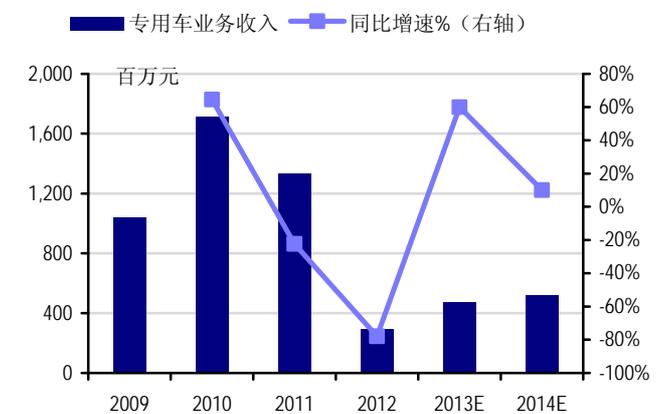
数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图24: 公司战略调整致使专用汽车产销规模大幅下降



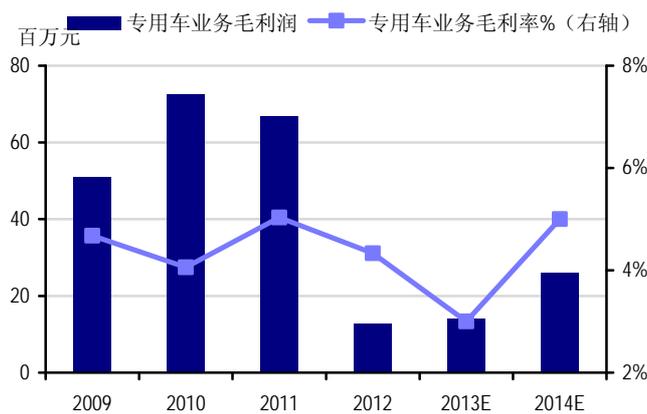
数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图25: 我们预计未来专用车业务收入的增长将趋于稳定



数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图26: 随着产销规模的缩小, 专用汽车的利润贡献将有限



数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

财务分析

总体来讲，我们认为技术服务和燃气汽车业务未来将有望保持较高的业绩增速，专用车业务未来的业绩增长将有望由负转正，而轨道交通业务由于其订单的不确定性，未来增长可能较为乏力。我们预计公司2013~15年的营业收入分别为14.5/17.7/22.0亿元，同比增长分别为27.1%/21.7%/24.2%；综合毛利率有望达到37.5%/39.8%/41.5%；净利润将分别至3.4/4.5/5.9亿元，同比增长15.5%/31.3%/29.8%；对应公司EPS分别为0.54/0.71/0.92元。

利润表

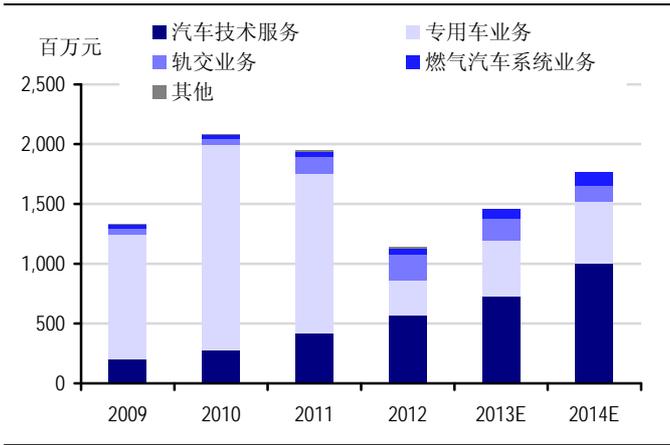
汽车技术服务业务：预计2013年将保持稳定增长，新检测研发中心投入使用后将有利于业务扩张。我们认为汽车技术服务业务未来将有望保持年均30%左右的较快的增速，但是2013年公司即将搬入新基地，我们预计相关设备的调试以及技术人员的调动将一定程度上影响公司技术服务业务的开展。随着2014年公司新基地的投产，我们认为技术服务业务的增长将有望带动公司整体业绩实现新的突破。我们预计公司2013~15年汽车技术服务业务收入约为7.3/10.0/13.8亿元，毛利润有望至3.8/5.5/7.7亿元。

轨交零部件业务：预计2013年单轨订单有所支撑。我们预计公司2012年单轨零部件共交货165套，预计2013/2014年有望分别确认138/60套的订单。我们2015年之后公司潜在的订单将来自于动车低地板，将有望成为公司新的业绩增长点。我们预计公司2013~15年轨道交通关键零部件业务收入约为1.8/1.4/0.8亿元，毛利润有望至1.2/0.9/0.5亿元。

燃气汽车业务：公司收入有望随行业的高成长而增长。公司燃气系统业务将有望随着产业化项目的投产而快速增长，但由于未来行业竞争的加剧，我们认为其产品的毛利率将有所下滑。公司计划投资1个亿投建奇瑞汽车，主要制造天然气乘用车和重卡的燃气系统，我们相信投产之后公司燃气汽车业务的增长将有望提速。我们预计公司2013~15年燃气汽车业务收入约为0.8/1.2/1.7亿元，毛利润有望至0.3/0.4/0.6亿元。

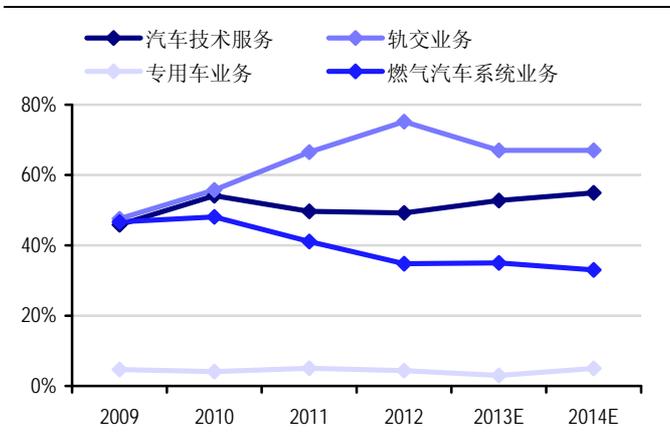
专用车业务：预计13年将受益于商用车行业的回暖。我们认为公司专用车业务13年受益于商用车行业的回暖，有望实现60%的增长，但由于未来公司发展的重心将不在专用车业务，我们预计其后续增长将趋于稳定，同时由于其专用车产品结构难有实质性的突破，我们认为专用车业务将维持较低的盈利水平。我们预计公司2013~15年专用车业务收入约为4.7/5.2/5.7亿元，毛利润有望至0.1/0.3/0.3亿元。

图27: 公司各项业务收入拆分预测



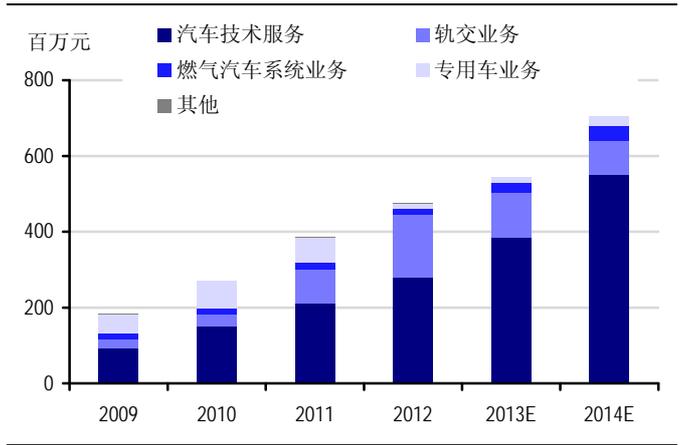
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图29: 公司各项业务毛利率趋势



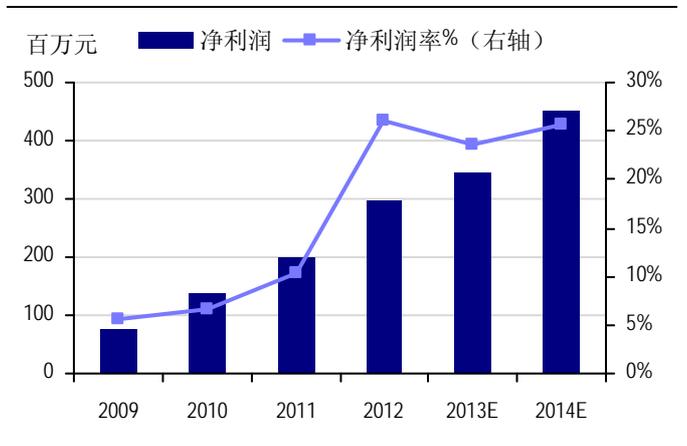
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图28: 公司各项业务毛利润拆分预测



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图30: 公司净利润及净利率趋势



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

表13: 中国汽研收入/成本拆分预测 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
汽车研发咨询业务	87	102	138	200	279
汽车测试评价业务	336	466	589	802	1,101
1、整车试验业务	86	123	178	263	368
2、部件试验业务	52	68	93	135	196
3、排放与节能测试评价	79	85	110	154	224
4、碰撞测试评价	11	15	22	34	53
5、小批量进口车检测试验	109	176	185	212	255
6、机动车交通安全检测	1	1	2	3	5
汽车技术服务业务收入	423	568	727	1,001	1,380
YOY%	52.4%	34.2%	28.0%	37.7%	37.8%
专用车业务收入	1,330	294	470	517	570
YOY%	-25.5%	-77.9%	60.0%	10.1%	10.1%
轨交业务收入	138	219	179	135	75
YOY%	146.1%	58.5%	-18.4%	-24.8%	-44.5%
汽车燃气系统业务收入	41	51	77	115	173
YOY%	9.0%	26.4%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	16	11	0	0	0
营业收入合计	1,947	1,143	1,453	1,768	2,197
汽车技术服务营业成本	213	288	343	451	603
专用车业务营业成本	1,263	281	456	492	541
轨交业务营业成本	46	55	59	44	25
汽车燃气系统业务营业成本	24	33	50	77	116
其他业务营业成本	14	8	0	0	0
营业成本合计	1,560	666	908	1,064	1,284
汽车技术服务毛利率	49.7%	49.2%	52.8%	54.9%	56.3%
专用车业务毛利率	5.0%	4.3%	3.0%	5.0%	5.0%
轨交业务毛利率	66.5%	75.1%	67.0%	67.0%	67.0%
汽车燃气系统业务毛利率	41%	35%	35%	33%	33%
综合毛利率	19.9%	41.8%	37.5%	39.8%	41.5%

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

表14:中国汽研利润表（单位：百万元）

单位：百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,377	2,157	1,947	1,143	1,453	1,768	2,197
YOY%		56.7%	-9.7%	-41.3%	27.1%	21.7%	24.2%
营业成本	1,194	1,885	1,560	666	908	1,064	1,284
毛利润	183	272	387	478	544	704	913
期间费用	94	139	152	172	181	213	263
EBIT	89	133	235	306	363	491	650
YOY%		49.1%	76.8%	30.2%	18.7%	35.1%	32.4%
财务费用	-2	-1	-7	-25	-23	-21	-23
投资收益	6	0	0	-1	0	-3	0
其他收益	0	0	0	0	0	0	0
税前利润	100	188	253	357	412	541	702
YOY%		87.0%	34.5%	41.2%	15.5%	31.1%	29.8%
所得税	17	31	43	57	65	85	110
少数股东损益	9	18	10	3	3	4	5
净利润	75	139	200	298	344	452	587
YOY%		84.2%	44.4%	48.8%	15.5%	31.3%	29.8%
基本每股收益（全面摊薄后，元）	0.12	0.22	0.31	0.46	0.54	0.71	0.92
比率分析（%）							
毛利率	13.3%	12.6%	19.9%	41.8%	37.5%	39.8%	41.5%
期间费用率	6.8%	6.4%	7.8%	15.0%	12.5%	12.1%	12.0%
营业利润率	6.5%	6.2%	12.1%	26.8%	25.0%	27.8%	29.6%
税前利润率	7.3%	8.7%	13.0%	31.2%	28.4%	30.6%	31.9%
有效税率	16.5%	16.4%	16.9%	15.8%	15.8%	15.7%	15.7%
净利润率	5.5%	6.4%	10.3%	26.0%	23.7%	25.6%	26.7%

数据来源：公司数据、瑞银证券估算

资产负债表

表15: 中国汽研资产负债表 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,059	1,436	971	2,260	2,302	2,631	3,258
货币资金	202	859	356	1,667	1,501	1,677	2,092
应收帐款	93	99	103	136	173	210	261
存货	160	252	329	270	392	460	555
其他	604	225	183	186	236	284	350
非流动资产	564	738	1,004	1,384	1,799	1,969	2,000
固定资产	214	294	290	302	746	1,067	1,264
在建工程	60	135	411	783	769	630	474
长期股权投资	28	46	43	43	39	39	39
其他	261	263	260	257	245	233	223
总资产	1,623	2,174	1,975	3,644	4,101	4,600	5,258
流动负债	836	1,186	721	565	739	886	1,088
应付帐款	124	73	161	114	155	182	220
短期借款	0	0	10	0	0	0	0
预收帐款	143	333	389	341	433	527	655
其他	569	780	160	110	151	177	213
非流动负债	59	106	127	141	141	141	141
长期借款	0	0	0	3	3	3	3
其他非流动负债	6	56	52	50	50	50	50
其他	53	50	74	88	88	88	88
权益	728	882	1,128	2,938	3,221	3,574	4,030
实收资本或股本	366	449	449	641	641	641	641
其他	330	394	629	2,245	2,525	2,874	3,325
少数股东权益	32	40	50	52	55	59	64
负债+权益	1,623	2,174	1,975	3,644	4,101	4,600	5,258
比率分析:							
流动比率%	126.7%	121.1%	134.8%	399.9%	311.5%	297.1%	299.5%
资产负债率%	55.2%	59.4%	42.9%	19.4%	21.5%	22.3%	23.4%
ROE%	11.4%	18.0%	20.8%	15.0%	11.4%	13.5%	15.7%

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

现金流量表

表16: 中国汽研现金流量表 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	84	157	210	300	347	456	592
加: 资产减值损失	0	4	6	10	6	3	4
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	17	21	28	29	70	118	158
无形资产摊销	7	7	7	7	11	11	11
长期待摊费用摊销	1	2	2	2	1	1	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0	0	0	0	0	0	0
固定资产报废损失	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	7	0	0	-23	-21	-23
投资损失	-6	-18	-2	3	3	0	0
递延所得税资产减少	-1	-5	-6	-5	0	0	0
递延所得税负债增加	-1	-1	-1	-1	0	0	0
存货的减少	-43	-92	-82	55	-127	-70	-99
经营性应收项目的减少	-119	-82	39	-68	-87	-86	-117
经营性应付项目的增加	310	344	-289	-134	174	147	202
经营活动产生现金流净额	249	345	-87	201	374	559	727

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

资本回报率

公司过去两年保持着较高的盈利水平, 而资本回报率却出现了一定的下滑。我们认为最主要的原因在于公司近两年来新扩张的产能尚未投产, 从而导致公司的资产使用效率(资产周转率)有所下降。展望未来, 我们认为募投项目的逐渐完工将有望提升公司检测和研发能力, 并扩大其产销规模, 从而有望改善公司资产使用效率并进一步提升其盈利能力, 这将驱动公司资产回报率回归较高水平。

表17: 中国汽研资本回报率

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ROE	11.4%	18.0%	20.8%	15.0%	11.4%	13.5%	15.7%
销售净利率	6.1%	7.3%	10.8%	26.3%	23.7%	25.6%	26.7%
——净利润/利润总额	83.5%	83.6%	83.1%	84.2%	83.5%	83.6%	83.6%
——利润总额/息税前利润	112.6%	141.3%	107.5%	116.7%	113.5%	110.2%	108.1%
——息税前利润/营业总收入	6.5%	6.2%	12.1%	26.8%	25.0%	27.8%	29.6%
资产周转率	1.04	1.14	0.94	0.41	0.35	0.38	0.42
权益乘数	2.01	2.47	2.16	1.42	1.36	1.38	1.41
ROIC (税后)	32.4%	42.7%	23.8%	19.7%	19.7%	22.1%	27.6%

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

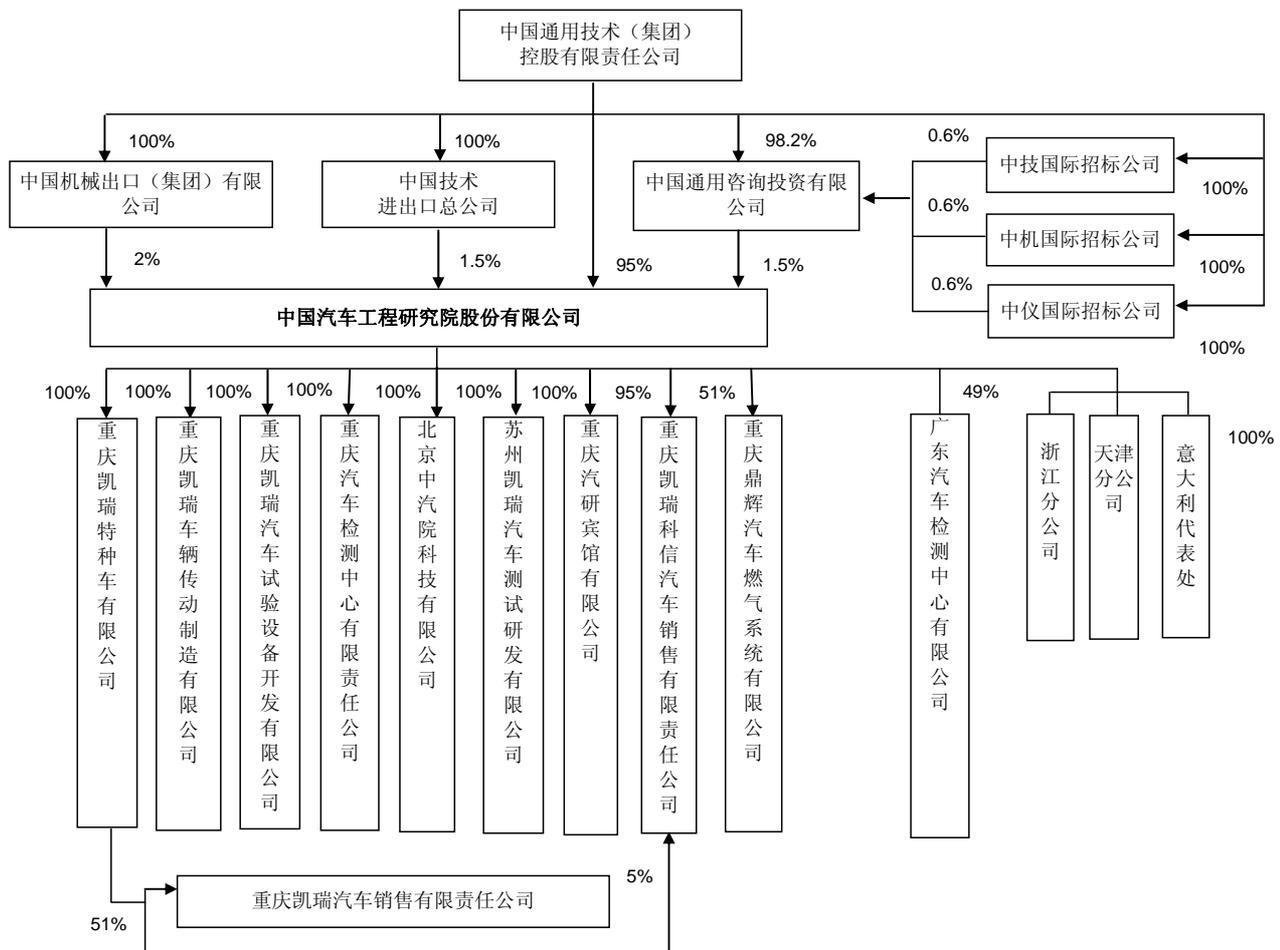
公司背景

公司前身为成立于1965年的重庆重型汽车研究所。2011年1月转制成科技型企业，并更名为重庆汽车研究所；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。

公司目前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。

图31: 中国汽研股权和业务结构图



数据来源：公司数据

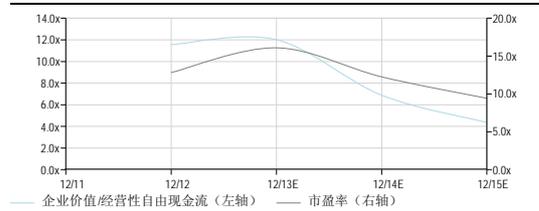
损益表 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	1,377	2,157	1,947	1,143	1,453	27.1	1,768	21.7	2,197	24.2
营业费用 (不含折旧)	(1,262)	(1,994)	(1,675)	(799)	(1,007)	26.1	(1,148)	13.9	(1,379)	20.2
息税折旧摊销前利润 (UBS)	114	163	273	344	446	29.4	621	39.3	818	31.8
折旧	(25)	(30)	(38)	(38)	(82)	114.8	(130)	57.8	(168)	29.5
营业利润 (息税前利润, UBS)	89	133	235	306	363	18.7	491	35.1	650	32.4
其他盈利和联营公司盈利	9	54	10	26	26	-0.4	29	12.2	29	0.0
净利息	2	1	7	25	23	-7.4	21	-10.1	24	14.5
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	100	188	253	357	412	15.5	541	31.1	702	29.9
税项	(17)	(31)	(43)	(57)	(65)	15.4	(85)	30.1	(110)	29.9
税后利润	84	157	210	300	347	15.5	456	31.3	592	29.9
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(9)	(18)	(10)	(3)	(3)	15.4	(4)	30.1	(5)	29.9
净利润 (本地会计准则)	75	139	200	298	344	15.5	452	31.3	587	29.9
净利润 (UBS)	75	139	200	298	344	15.5	452	31.3	587	29.9
税率 (%)	16	16	17	16	16	-0.1	16	-0.8	16	0.0
不计非正常项目税率 (%)	17	18	17	16	16	0.0	16	0.0	16	0.0
每股 (Rmb)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.17	0.31	0.45	0.53	0.54	1.3	0.71	31.3	0.92	29.9
每股收益 (UBS)	0.17	0.31	0.45	0.53	0.54	1.3	0.71	31.3	0.92	29.9
每股股息净值	0.00	0.00	0.00	0.10	0.10	1.3	0.13	31.3	0.17	29.9
每股现金收益	0.23	0.38	0.53	0.60	0.67	11.2	0.91	36.5	1.18	29.8
每股账面净值	1.09	1.31	1.68	4.50	4.94	9.7	5.54	12.2	6.33	14.1
资产负债表 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	214	294	290	302	746	146.9	1,067	43.1	1,264	18.5
无形固定资产净值	253	247	240	233	222	-4.6	212	-4.8	201	-5.1
净营运资本 (包括其他资产)	188	(359)	436	934	954	2.1	820	-14.0	674	-17.8
其他负债	(59)	(106)	(127)	(138)	(138)	0.0	(138)	0.0	(138)	0.0
运营投入资本	596	77	839	1,331	1,784	34.0	1,960	9.9	2,001	2.1
投资	28	46	43	43	39	-7.4	39	0.0	39	0.0
运用资本总额	624	123	882	1,373	1,823	32.7	1,999	9.7	2,041	2.1
股东权益	696	842	1,077	2,886	3,166	9.7	3,553	12.2	4,055	14.1
少数股东权益	32	40	50	52	55	5.6	59	6.9	64	8.4
总股东权益	728	882	1,128	2,938	3,221	9.6	3,612	12.1	4,119	14.0
净债务 / (现金)	(104)	(760)	(246)	(1,565)	(1,398)	-10.7	(1,612)	15.3	(2,078)	28.9
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	624	123	882	1,373	1,823	32.7	1,999	9.7	2,041	2.1
现金流量表 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	89	133	235	306	363	18.7	491	35.1	650	32.4
折旧	25	30	38	38	82	114.8	130	57.8	168	29.5
营运资本变动净值	148	169	(332)	(146)	(41)	-72.2	(9)	-77.4	(14)	48.5
其他 (经营性)	2	42	7	34	11	-66.3	11	-3.2	9	-16.7
经营性现金流 (税前/息前)	263	374	(52)	232	416	79.3	623	49.5	814	30.7
收到 / (支付) 利息净值	2	1	7	25	23	-7.4	21	-10.1	24	14.5
已付股息	0	0	0	0	(64)	-	(65)	1.31	(85)	31.34
已缴付税项	(17)	(31)	(43)	(57)	(65)	15.4	(85)	30.1	(110)	29.9
资本支出	(185)	(174)	(258)	(406)	(500)	23.2	(300)	-40.0	(200)	-33.3
并购/处置净值	(12)	0	2	(3)	0	-	0	-	0	-
其他	-	522	30	23	46	97.3	46	-0.1	48	4.0
股份发行	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(293)	657	(314)	(209)	(167)	-20.1	214	-	466	117.1
外汇/非现金项目	-	(1)	(200)	1,527	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	656	(514)	1,319	(167)	-	214	-	466	117.1
核心息税折旧摊销前利润	114	163	273	344	446	29.4	621	39.3	818	31.8
维护资本支出	(37)	(35)	(52)	(81)	(100)	23.2	(60)	-40.0	(40)	-33.3
维护营运资本净支出	30	34	(66)	(29)	(8)	-72.2	(2)	-77.4	(3)	48.5
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	107	162	155	234	337	44.3	559	65.6	775	38.7

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

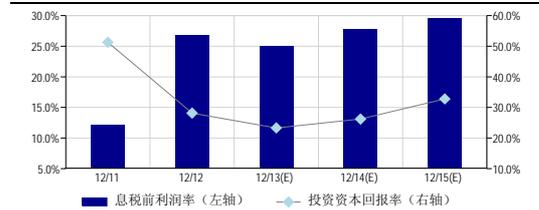
公司概况

中国汽研前身为成立于 1965 年的重庆重型汽车研究所，2007 年 11 月更名为中国汽车工程研究院。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。公司目前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。

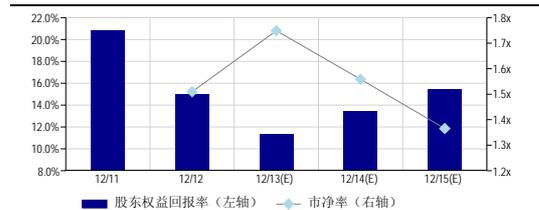
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



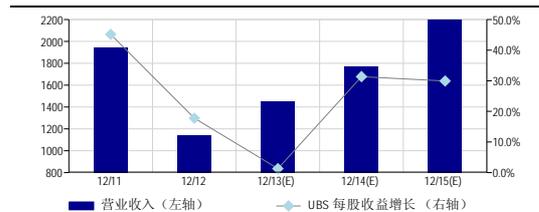
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	-	-	12.8	15.7	11.9	9.2
市盈率 (UBS)	-	-	12.8	15.7	11.9	9.2
股价/每股现金收益	-	-	11.4	12.7	9.3	7.1
净股息收益率 (%)	-	-	1.5	1.2	1.6	2.1
市净率	-	-	1.5	1.7	1.5	1.3
企业价值/营业收入 (核心)	-	-	2.4	2.7	2.1	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	-	7.8	8.8	6.0	4.0
企业价值/息税前利润 (核心)	-	-	8.8	10.8	7.5	5.0
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	-	11.6	11.6	6.6	4.2
企业价值/运营投入资本	-	-	2.5	2.5	2.0	1.6

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	-	4,357	5,395	5,395	5,395
+ 少数股东权益	50	52	55	59	64
+ 平均净债务 (现金)	(346)	(1,665)	(1,498)	(1,712)	(2,178)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(43)	(43)	(39)	(39)	(39)
核心企业价值	-	2,702	3,913	3,703	3,242

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	-	-9.7	-41.3	27.1	21.7	24.2
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	67.2	26.3	29.4	39.3	31.8
息税前利润 (UBS)	-	76.8	30.2	18.7	35.1	32.4
每股收益 (UBS)	-	45.2	17.8	1.3	31.3	29.9
每股现金收益	-	41.6	11.9	11.2	36.5	29.8
每股股息净值	-	-	-	1.3	31.3	29.9
每股账面净值	-	27.9	167.8	9.7	12.2	14.1

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	-	14.0	30.1	30.7	35.1	37.2
息税前利润/营业收入	-	12.1	26.8	25.0	27.8	29.6
净利润 (UBS) /营业收入	-	10.3	26.0	23.7	25.6	26.7

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	51.3	28.2	23.3	26.2	32.8
税后投资资本回报率	-	42.7	23.8	19.7	22.1	27.6
净股东权益回报率	-	20.8	15.0	11.4	13.5	15.4

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	-	5.3	5.3	5.3	5.3
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	-	18.9	18.9	18.9	18.9
净债务/息税折旧摊销前利润	-	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	4.2	1.1	0.9	0.9	1.1
营业收入/固定资产	-	3.6	2.1	1.9	1.6	1.6
营业收入/净营运资本	-	NM	17.3	10.0	10.7	12.7

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	-	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2
资本支出/营业收入 (%)	-	13.2	NM	NM	17.0	9.1
资本支出/折旧	-	6.8	NM	6.1	2.3	1.2

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	-	(22.8)	(54.2)	(44.2)	(45.4)	(51.3)
净债务/(净债务 + 权益)	-	(29.6)	NM	(79.1)	(83.1)	NM
净债务 (核心) / 企业价值	-	-	(61.6)	(38.3)	(46.2)	(67.2)

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS) 估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年07月29日 19时33分的股价 (Rmb8.42) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

陈实

分析师
S1460511070002
shi.chen@ubssecurities.com
+86-213-866 8854

邹天龙

分析师
S1460512070001
tianlong.zou@ubssecurities.com
+86-105-832 8775

■ 中国汽研

中国汽研前身为成立于1965年的重庆重型汽车研究所，2007年11月更名为中国汽车工程研究院。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。公司目前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。

■ 风险声明

公司可能面临的风险在于：1) 研发咨询业务开拓力度不达预期，市场竞争加剧导致毛利率下滑，2) 专用车业务盈利下滑拖累公司整体业绩，3) 检测业务对于业务资质和行业政策依赖较高；4) 单轨业务客户集中度较高。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	46%	35%
中性	持有/中性	44%	37%
卖出	卖出	10%	21%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

- 1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例
- 2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例
- 3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例
- 4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR) : 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE) : 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 陈实; 邹天龙。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国汽研	601965.SS	未予评级	不适用	Rmb8.64	2013年07月26日

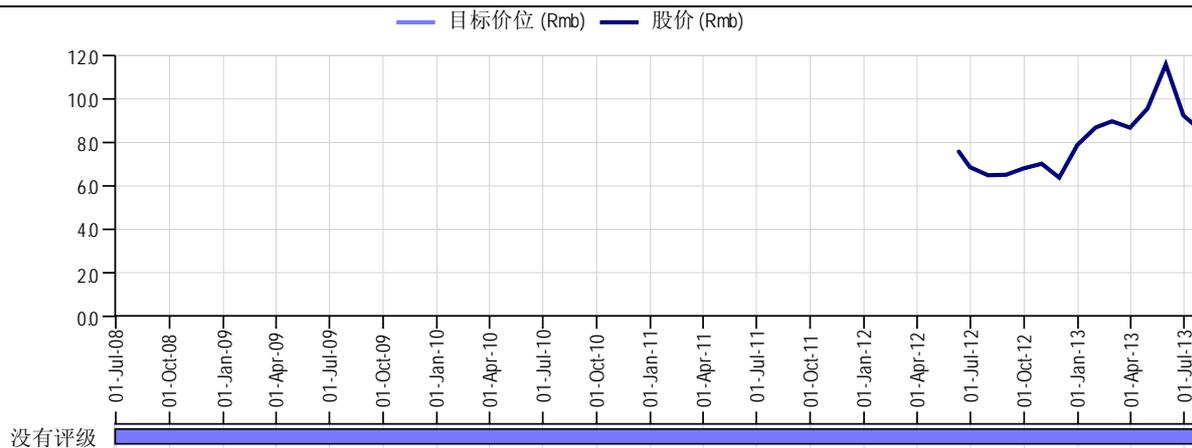
资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

这份报告在公布之前提交给发行人仅为核对事实的准确性，根据发行人的反馈并未进行重大改动

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中国汽研 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年7月26日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可不在发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用 and 解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场监管局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第 32 号法令第 15 (d) (ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯:** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利:由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。**UBS Italia Sim S.p.A** 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列:** UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号 1010257812,注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号 08113-37。**美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 033/11/2012 和 Co. Reg. No.: 198500648C)或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发行人。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。© UBS 2013 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

