

## UBS Investment Research

### 中国汽研

#### 短期业绩增长有望提速，长期相对估值提升可期

##### ■ 公司完成整体搬迁后，新基地投产状况良好

近期我们调研了公司刚在10月正式投入使用的新基地，各实验室已基本完成设备的采购，目前正在安装和调试。据我们了解，目前已经开始使用的包括碰撞、NVH、排放和EMC实验室，整车和零部件实验室预计14Q1使用。

##### ■ 短期内，季节性和新基地产能释放有望提升公司业绩增速

我们认为13Q4技术服务业务将拉高公司整体业绩增速，单季增速有望实现全年最高：1、季节性因素所致，母公司（技术服务业务为主）Q4毛利贡献度一般为全年最高（12Q4占全年毛利39.4%）；2、3Q13公司进行整体搬迁，技术服务业务增速理论上会受到拖累；3、4Q13搬迁完成后，新增的技术服务产能将投放，技术服务利润增速有望明显提升。

##### ■ 长期内，业务结构变化和资本市场的重新认识预计将提升公司整体估值

由于技术服务业务毛利贡献比例不断加大且利润增速(13~15年毛利CAGR为42%)高于产业化业务，长期看公司整体估值有望提升。技术服务业毛利占公司毛利比例从09年51%提升至12年59%，我们预计13年为71%，15年为85%。随着公司汽车技术服务供应商的属性不断强化，市场有望给予更高估值。

##### ■ 估值：小幅上调盈利预测，目标价13.2元，重申“买入”评级

由于新基地投产，我们小幅上调13~15年EPS至0.56/0.72/0.94元（原0.54/0.71/0.92元），基于瑞银VCAM现金流贴现模型（WACC8.7%）推导出目标价13.2元，对应公司14E年PE18x，公司为我们行业中最看好个股之一。

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	1,465	1,786	2,223
息税前利润 (UBS)	235	306	380	500	671
净利润 (UBS)	200	298	358	460	605
每股收益 (UBS, Rmb)	0.45	0.53	0.56	0.72	0.94
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.00	0.10	0.11	0.14	0.18

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	25.9	28.0	30.2
ROIC (EBIT) %	-	28.2	24.4	26.7	33.9
EV/EBITDA (core) x	-	7.8	12.1	8.5	5.8
市盈率 (UBS) (x)	-	12.8	19.8	15.4	11.7
净股息收益率 (%)	-	1.5	1.0	1.2	1.6

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11月11日17时56分的股价 (Rmb11.03) 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

## 全球证券研究报告

中国

汽车制造业

12个月评级

**买入**  
保持不变

12个月目标价

**Rmb13.20/US\$2.17**  
保持不变

股价

**Rmb11.03/US\$1.81**

路透代码: 601965.SS 彭博代码601965 CH

2013年11月12日

#### 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	Rmb7.07十亿/US\$1.16十亿
已发行股本	641百万 (ORDA)
流通股比例	32%
日均成交量 (千股)	5,623
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb58.0

#### 资产负债表数据 12/13E

股东权益	Rmb3.18十亿
市净率 (UBS)	2.2x
净现金 (债务)	Rmb1.41十亿

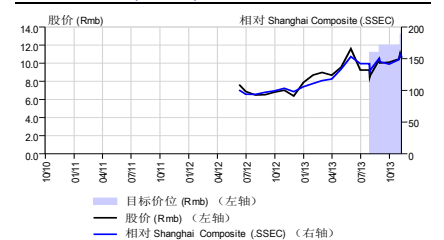
#### 预测回报率

预测股价涨幅	+19.7%
预测股息收益率	1.2%
预测股票回报率	+20.9%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+11.9%

#### 每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E		12/12	12/15E
	从	到市场预测		
Q1	0.09	0.09	-	0.10
Q2	0.13	0.13	-	0.16
Q3	0.13	0.13	0.13	0.11
Q4E	0.19	0.21	0.19	0.16
12/13E	0.54	0.56	0.54	
12/14E	0.71	0.72	0.71	

#### 股价表现 (Rmb)



www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第9页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2013/11/12 06:11

## 公司完成整体搬迁后，新基地投产状况良好

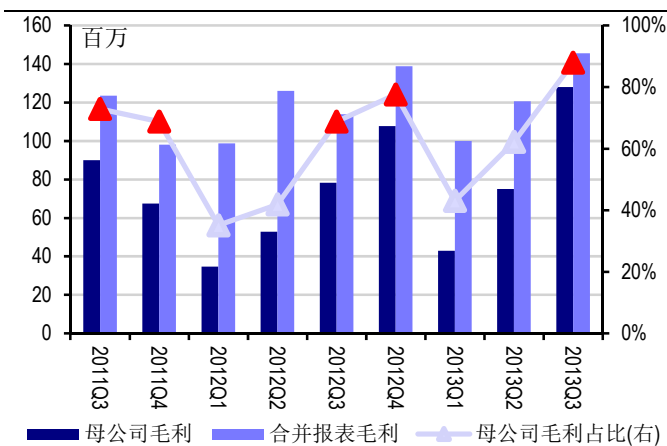
近期我们调研了公司刚在10月正式投入使用的新基地，该基地是中国汽研投资约15亿元、历时3年打造，其多项技术指标已经达到国际先进水平。根据公司介绍，新建的碰撞实验室的规模为亚洲最大，整体技术水平为亚洲最先进。新碰撞实验室可进行5吨以下汽车时速120公里正面碰撞、侧面碰撞、尾部碰撞、侧面柱撞、斜坡翻滚、螺旋翻滚、路肩翻滚以及多角度、不等速车车对碰；还可进行25吨汽车时速80公里正面碰撞，台车动态模拟、商用车驾驶室乘员保护，行人碰撞保护等试验。我们相信，随着新基地建成投产，会有越来越多的外资OEM将开发过程中的碰撞试验外包给中国汽研。

从调研的情况看，各实验室已基本完成设备的采购，目前正在安装和调试。据我们了解，目前已经开始使用的包括碰撞、NVH、排放、EMC实验室，整车和零部件实验室预计14Q1使用。整体来看，新基地运营良好。我们认为新检测和研发设备的投入有利于短期内明显提升公司业绩增速。

## 短期内，季节性和新基地产能释放有望提升公司业绩增速

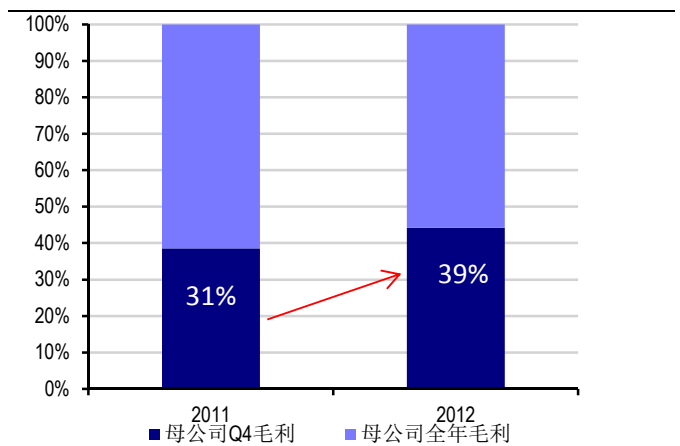
由于整车厂通常会在第四季度集中确认收入和对外支出，所以作为技术服务商的中国汽研每年第四季度的技术服务业务毛利占全年整体毛利比例最大。

图1:母公司单季度毛利占合并报表比重下半年高于上半年



数据来源：公司数据，瑞银证券估算；注：母公司以技术服务业务为主

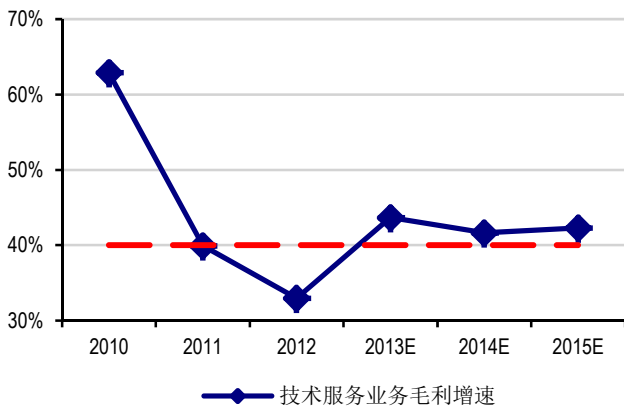
图2:技术服务业务为主母公司，Q4毛利占全年比重最大



数据来源：公司数据，瑞银证券估算；注：母公司以技术服务业务为主

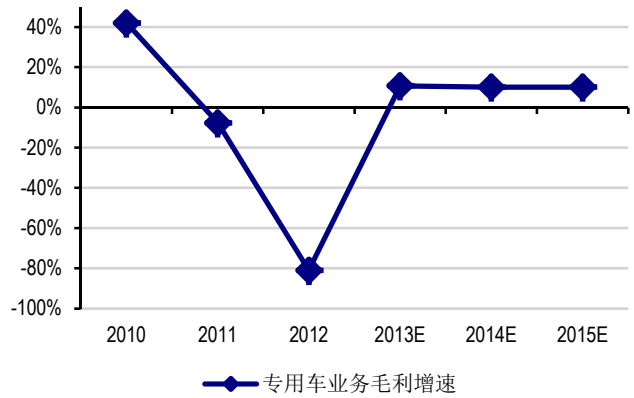
我们认为，由于每年第四季度的技术服务业务毛利占比大幅提升，加上较快的业绩增速，13Q4公司整体的业绩增速将达到全年最高水平。由于所处的子行业属性的不同，公司技术服务业务的毛利增速远高于轨交零部件和专用车业务。虽然，燃气汽车零部件毛利增速高于技术服务，但是由于基数较低，对公司整体业绩增速的影响有限。

图3:技术服务业务毛利增速高于公司大部分产业化的业务



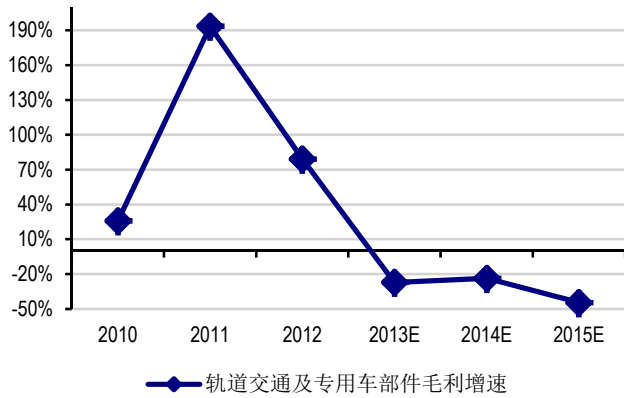
数据来源: 瑞银证券估算, 公司数据

图4:专用车业务毛利增速将维持在较低水平



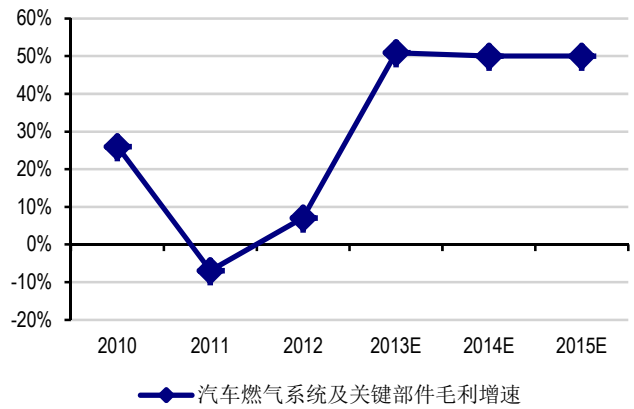
数据来源: 瑞银证券估算, 公司数据

图5:由于在手订单有限, 预计轨道交通业务增速将负增长



数据来源: 瑞银证券估算, 公司数据

图6:预计燃气汽车零部件业务将高增长, 但影响有限



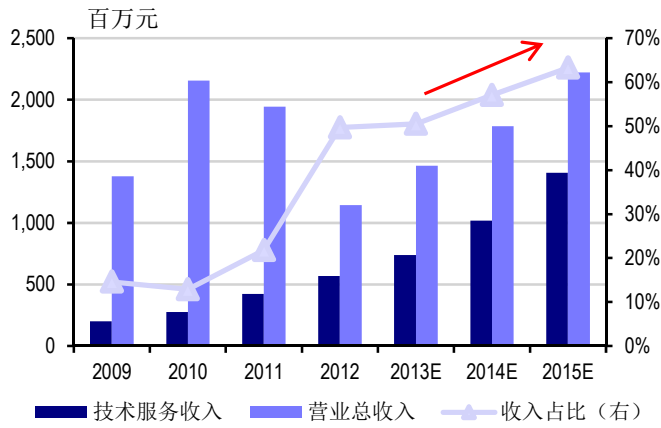
数据来源: 瑞银证券估算, 公司数据

中国汽研 2013年11月12日

## 长期内，业务结构变化和资本市场的重新认识预计将提升公司整体估值

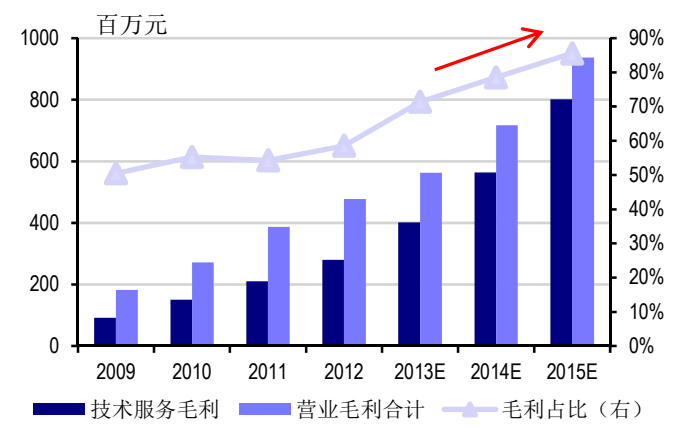
由于发展战略转变，公司核心的技术服务业务占整体公司收入和毛利的比例在近几年不断提升。09年技术服务占公司整体收入的15%，我们预计该数值将在15年达到63%；而09年技术服务占公司整体毛利的51%，我们预计该数值将在15年达到86%。

图7: 预计到15年技术服务业务占公司收入比例将达63%



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

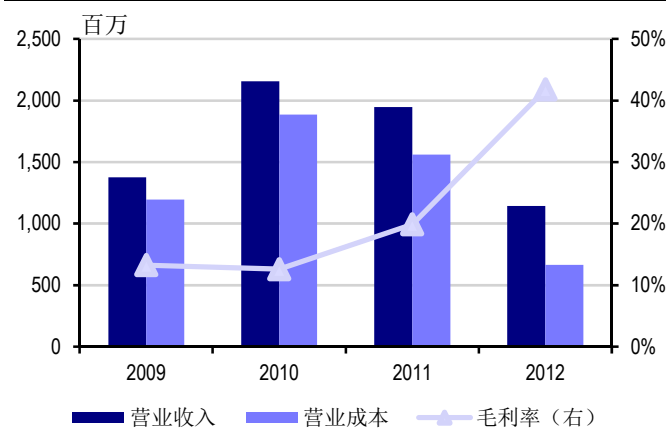
图8: 预计到15年技术服务业务占公司毛利比例将达86%



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

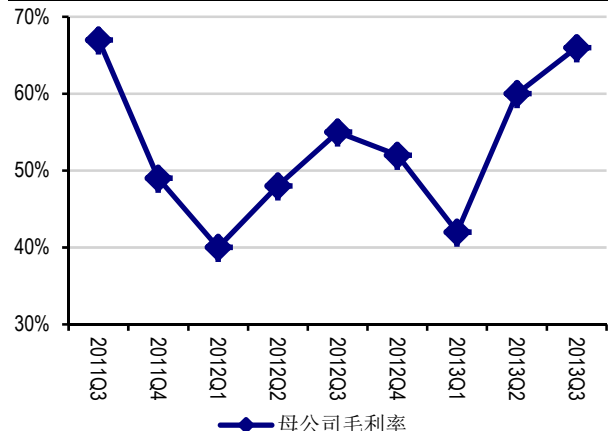
技术服务业务的毛利占比小于收入占比的原因是其附加值较高而导致毛利率水平高于公司综合毛利率。而毛利率较高的技术服务业务的占比提升也会有助于公司综合毛利率得以逐步提升。

图9: 技术服务业务占比的提升助公司综合毛利率逐步上升



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

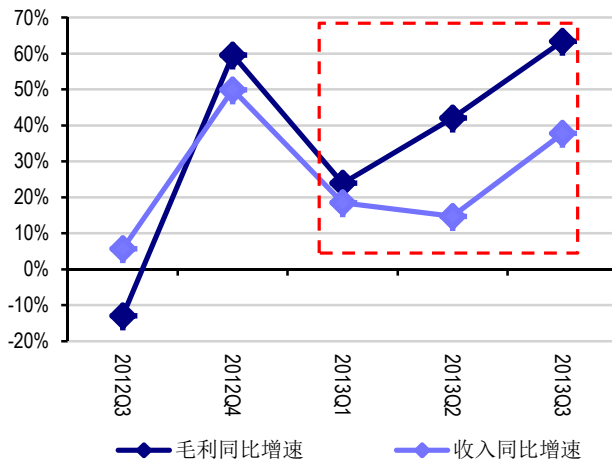
图10: 以技术服务业务为主的母公司单季度毛利率始终保持在40%以上



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

由于技术服务业务的独特商业模式，我们认为当业务到达一定规模后，其毛利增速将快于收入增速。技术服务的商业模式和普通汽车制造业有所不同，运营时所用的资产较轻，且成本以固定资产折旧和人工成本为主，原材料成本相对较少。当规模扩张到一定程度以后收入的增长往往会带来毛利率的提升，并使得毛利增速快于收入增速。

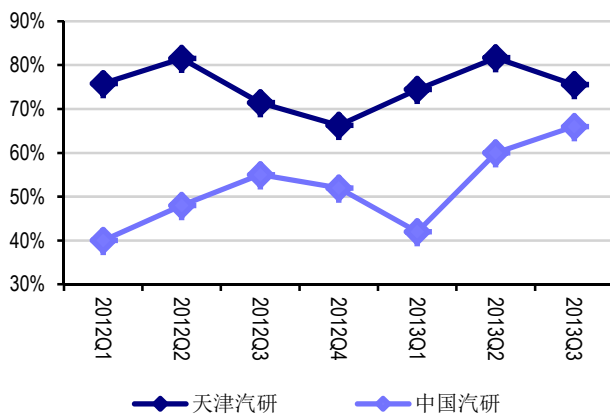
图11: 13Q1开始，母公司毛利增长快于收入增长



数据来源：公司数据，瑞银证券估算；注：数据为母公司单季度数据，母公司的主要业务为技术服务业务

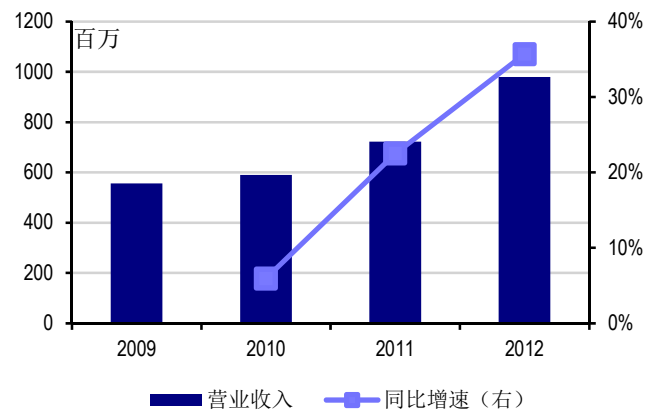
我们认为中国汽研在技术服务业务上的盈利能力仍有提升的空间。相比较天津汽研，中国汽研的技术服务毛利率水平较低。但是随着公司新设备的投产、业务开发能力的提升和管理、经营效率的改善，我们相信其技术服务业务的盈利能力还有很大的提升空间。

图12: 和业务经验更加成熟的天津汽研相比，中国汽研技术服务业务毛利率还有提升空间



数据来源：WIND；注：数据来自天津汽研母公司报表，母公司主营业务为汽车技术服务

图13: 规模更大的天津汽研自09年以来技术服务销售收入同比增长显著，显示行业景气度较高



数据来源：WIND；注：数据来自天津汽研母公司报表，母公司主营业务为汽车技术服务

我们认为随着技术服务业务占比的提升，不仅公司综合盈利能力将加强，更为重要的是资本市场将重新认识公司，并给予更高估值。在中国汽研上市前，由于其专用车业务的收入占比超过50%，中国证监会将其划分在汽车制造行业。随着1、公司发展战略的转变；和2、技术服务业务的持续高增长，我们预计技术服务业务占公司整体的收入和毛利的提升会持续提升，由此公司将成为更为纯粹的“技术服务提供商”。而在A股上市公司中，“技术服务提供商”的相对估值明显高于“汽车制造”行业。我们认为伴随市场对其认识的加深，其估值坐标也将发生变化。

**表1:A股技术服务类上市公司的估值明显高于中国汽研的估值**

公司	股票代码	股价(元)	EPS		PE		PB		增长率%		ROE%	
			2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
<b>技术服务业务同比公司</b>												
华测检测	300012 CH Equity	16.5	0.41	0.54	40.2	30.7	5.8	4.9	28%	32%	15.0	16.0
恒泰艾普	300157 CH Equity	23.5	0.42	0.60	55.6	38.9	4.1	3.8	57%	43%	7.8	10.3
潜能恒信	300191 CH Equity	20.3	0.30	0.30	67.6	68.7	5.7	5.6	7%	-2%	8.7	9.3
苏交科	300284 CH Equity	13.8	0.76	0.96	18.1	14.3	2.1	1.9	31%	27%	11.8	13.3
<b>行业平均</b>					<b>45.4</b>	<b>38.2</b>	<b>4.4</b>	<b>4.0</b>	<b>31%</b>	<b>25%</b>	<b>10.8</b>	<b>12.2</b>

数据来源: Bloomberg一致预期, 股价数据截止2013-11-11

# 中国汽研

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	1,465	28.2	1,786	21.9	2,223	24.4
营业费用 (不含折旧)	(1,262)	(1,994)	(1,675)	(799)	(1,003)	25.6	(1,156)	15.2	(1,383)	19.7
息税折旧摊销前利润 (UBS)	114	163	273	344	462	34.2	630	36.5	840	33.2
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	380	24.1	500	31.8	671	34.1
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	-9.2	24	14.7
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	100	188	253	357	429	20.1	550	28.4	724	31.6
税项	(17)	(31)	(43)	(57)	(68)	20.0	(86)	27.5	(114)	31.6
税后利润	84	157	210	300	361	20.1	464	28.6	611	31.6
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)	20.0	(4)	27.5	(5)	31.6
净利润 (本地会计准则)	75	139	200	298	358	20.1	460	28.6	605	31.6
净利润 (UBS)	75	139	200	298	358	20.1	460	28.6	605	31.6
税率 (%)	16	16	17	16	16	-0.1	16	-0.7	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	0.56	5.3	0.72	28.6	0.94	31.6
每股收益 (UBS)	0.17	0.31	0.45	0.53	0.56	5.3	0.72	28.6	0.94	31.6
每股股息净值	0.00	0.00	0.00	0.10	0.11	5.3	0.14	28.6	0.18	31.6
每股现金收益	0.23	0.38	0.53	0.60	0.69	14.8	0.92	34.1	1.21	31.1
每股账面净值	1.09	1.31	1.68	4.50	4.96	10.2	5.57	12.3	6.38	14.5
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	953	2.0	820	-13.9	673	-17.9
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	1,782	33.9	1,960	10.0	2,000	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	1,822	32.6	1,999	9.7	2,040	2.0
股东权益	696	842	1,077	2,886	3,179	10.2	3,572	12.3	4,091	14.5
少数股东权益	32	40	50	52	55	5.8	59	7.0	64	8.6
总股东权益	728	882	1,128	2,938	3,235	10.1	3,631	12.3	4,155	14.4
净债务 / (现金)	(104)	(760)	(246)	(1,565)	(1,413)	-9.7	(1,632)	15.5	(2,115)	29.6
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	1,822	32.6	1,999	9.7	2,040	2.0
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	380	24.1	500	31.8	671	34.1
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)	(39)	-73.1	(11)	-73.0	(13)	18.8
其他 (经营性)	2	42	7	34	11	-66.6	11	-2.5	9	-19.8
经营性现金流 (税前/息前)	263	374	(52)	232	434	86.9	631	45.3	836	32.5
收到 / (支付) 利息净值	2	1	7	25	23	-7.4	21	-9.2	24	14.7
已付股息	0	0	0	0	(64)	-	(68)	5.35	(87)	28.61
已缴付税项	(17)	(31)	(43)	(57)	(68)	20.0	(86)	27.5	(114)	31.6
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	0	522	30	23	46	96.8	46	0.4	48	4.0
股份发行	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(293)	657	(314)	(209)	(152)	-27.3	219	-	483	120.8
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	(152)	-	219	-	483	120.8
核心息税折旧摊销前利润	114	163	273	344	462	34.2	630	36.5	840	33.2
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)	-73.1	(2)	-73.0	(3)	18.8
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	107	162	155	234	354	51.5	568	60.5	797	40.2

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。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。



## 全球证券研究报告

中国

汽车制造业

中国汽研

12个月评级

买入

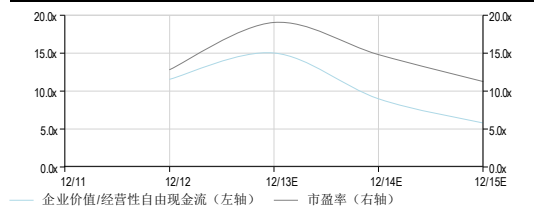
12个月目标价

Rmb13.20

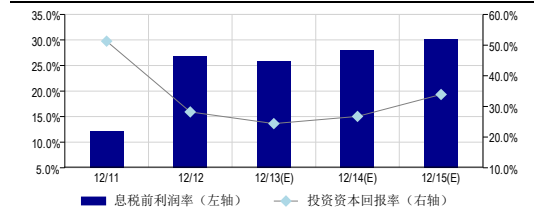
## 公司概况

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。

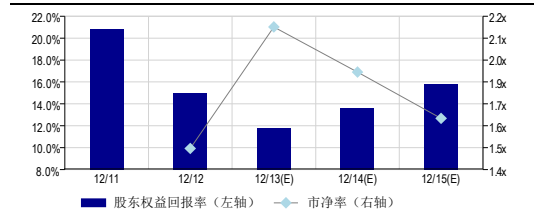
## 价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



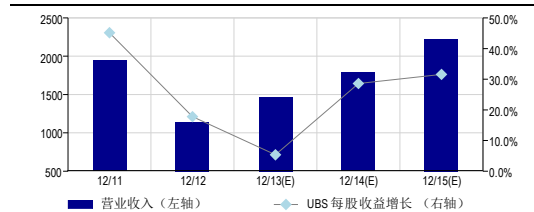
## 盈利能力



## 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	19.8	15.4	11.7
市盈率 (UBS)	-	-	12.8	19.8	15.4	11.7
股价/每股现金收益	-	-	11.4	16.1	12.0	9.1
净股息收益率 (%)	-	-	1.5	1.0	1.2	1.6
市净率	-	-	1.5	2.2	2.0	1.7
企业价值/营业收入 (核心)	-	-	2.4	3.8	3.0	2.2
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	-	7.8	12.1	8.5	5.8
企业价值/息税前利润 (核心)	-	-	8.8	14.7	10.7	7.3
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	-	11.6	15.7	9.4	6.1
企业价值/运营投入资本	-	-	2.5	3.6	2.9	2.5

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	-	4,357	7,068	7,068	7,068
+ 少数股东权益	50	52	55	59	64
+ 平均净债务 (现金)	(346)	(1,665)	(1,513)	(1,732)	(2,215)
+ 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	5,571	5,356	4,877

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	-	-9.7	-41.3	28.2	21.9	24.4
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	67.2	26.3	34.2	36.5	33.2
息税前利润 (UBS)	-	76.8	30.2	24.1	31.8	34.1
每股收益 (UBS)	-	45.2	17.8	5.3	28.6	31.6
每股现金收益	-	41.6	11.9	14.8	34.1	31.1
每股股息净值	-	-	-	5.3	28.6	31.6
每股账面净值	-	27.9	167.8	10.2	12.3	14.5

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	31.5	35.3	37.8
息税前利润/营业收入	-	12.1	26.8	25.9	28.0	30.2
净利润 (UBS) /营业收入	-	10.3	26.0	24.4	25.8	27.2

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	24.4	26.7	33.9
税后投资资本回报率	-	42.7	23.8	20.6	22.5	28.6
净股东权益回报率	-	20.8	15.0	11.8	13.6	15.8

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	1.0	1.1
营业收入/固定资产	-	3.6	2.1	2.0	1.6	1.6
营业收入/净营运资本	-	NM	17.3	10.2	10.8	12.9

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	16.8	9.0
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)	(44.4)	(45.7)	(51.7)
净债务/(净债务 + 权益)	-	(29.6)	NM	(80.0)	(84.1)	NM
净债务 (核心) /企业价值	-	-	(61.6)	(27.2)	(32.3)	(45.4)

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11月11日17时56分的股价 (Rmb11.03) 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](http://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 <sup>1</sup>	投行服务覆盖率 <sup>2</sup>
买入	买入	44%	32%
中性	持有/中性	46%	32%
卖出	卖出	10%	19%
短期评级	评级类别	所占比例 <sup>3</sup>	投行服务覆盖率 <sup>4</sup>
买入	买入	低于1%	低于1%
卖出	卖出	低于1%	低于1%

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09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

中国汽研 2013年11月12日

## 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提及内容的限制。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

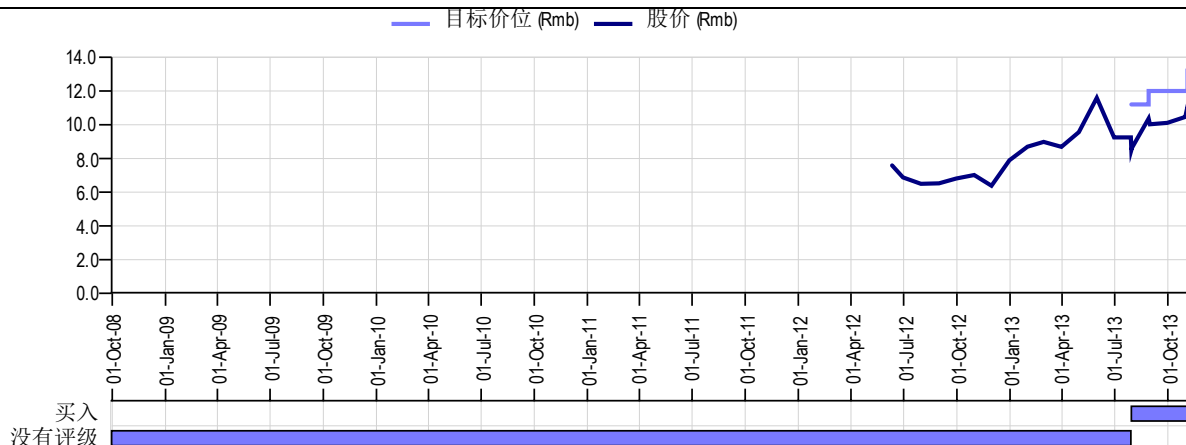
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国汽研	601965.SS	买入	不适用	Rmb10.64	2013年11月08日

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。

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11月8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在不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、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。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表述的观点不一致。

**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)和金融市场管理局(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,在未获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 C.JSC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:**本文件由UBS Limited分发,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。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的特准投资推介商。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/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市(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。

