

2013年12月31日

证券研究报告·公司研究·交运设备

中国汽研(601965)深度报告

买入(维持)

当前价: 13.37元



检测能力释放, 研发任重道远

投资要点

- **推荐逻辑:** 中国汽车技术服务行业目前正处于高速发展期, 我们认为中国汽研作为行业的领军者, 通过新基地的投产已经完全具备了测试评价业务的核心竞争力, 后续检测能力的释放将能支撑公司未来几年的业绩; 公司通过三种途径建立研发业务的核心竞争力, 我们认为研发能力的建设是一个长期积累过程, 任重而道远, 从目前公司该业务拓展的情况来看, 我们对公司研发核心竞争力的提升持积极态度。
- **检测: 基地投产能力释放, 检测业务扬帆起航。** 我们认为测试评价行业的核心竞争力在三个方面: 检测资质的权威性、检测能力的先进性、检测标准的话语权。随着公司新基地的投产, 公司在三个核心上已经具备了强大的竞争力, 后续通过检测能力的释放将能支撑公司未来的业绩
- **研发: 以测带研战略清晰, 能力建设任重道远。** 我们认为研发咨询行业的核心竞争力在三个方面: 研发团队的专业性、研发体系的完备性、研发设备的先进性。除了研发设备外, 公司目前正在积极建立另两个核心竞争力, 我们有理由相信, 随着各领域高端技术人才的逐渐到位以及研发项目经验的不断积累, 公司在研发咨询业务上的突破也指日可待。
- **产业: 短期处于新品空窗, 在研项目竞争力强。** 公司目前的轨交零部件新品仍处于开发阶段, 虽然短期内轨交业务会承受较大的压力, 但公司目前在研产品具备较强的竞争力, 乐观估计明年能陆续投产; 汽车零部件随着明年公司新的生产线投产后将极大丰富燃油的产品线, 极大拓展其市场空间。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司所处行业正处于黄金发展时期, 公司的检测与研发业务核心竞争力不断提升, 我们预计 2013~2015 年公司的 EPS 分别为 0.68 元、0.72 元、0.85 元, 给予公司 2014 年 25 倍估值, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 募投项目不达预期, 折旧大幅提升; 产业化业务不确定性增加。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1143.20	1411.84	1723.43	2146.08
增长率	-41.29%	23.50%	22.07%	24.52%
归属母公司净利润(百万元)	297.79	437.68	462.58	545.32
增长率	48.81%	46.97%	5.69%	17.89%
每股收益 EPS(元)	0.465	0.683	0.722	0.851
净资产收益率 ROE	10.32%	13.17%	12.22%	12.59%
PE	27.80	18.92	17.90	15.18
PB	2.87	2.49	2.19	1.91

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

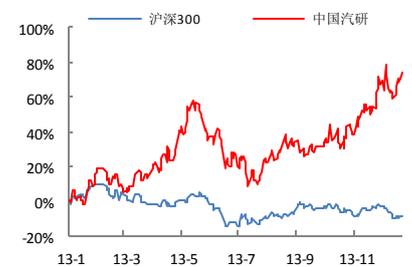
分析师: 徐永超
 执业证号: S1250512110002
 电话: 023-67791263
 邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理: 高翔
 电话: 023-67898841
 邮箱: gaoo@swsc.com.cn

研究助理: 梁超
 电话: 023-67898871
 邮箱: lchao@swsc.com.cn

研究助理: 简洁
 电话: 023-67610282
 邮箱: jjie@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	6.41
流通 A 股(亿股)	1.92
52 周内股价区间(元)	8.2-13.85
总市值(亿元)	85.67
总资产(亿元)	36.81
每股净资产(元)	4.75

相关研究

1. 中国汽研(601965): 新基地投产带来新气象 (2013-10-29)
2. 中国汽研(601965): 技术服务稳增长, 轨交业务承压 (2013-08-15)
3. 中国汽研(601965): 短期业绩承压, 长期增长不变 (2013-07-22)

目 录

一、公司概况：国内领先的汽车技术服务机构	1
二、技术服务行业迎来高速增长期.....	2
1、新车研发的测试评价与新车上市的国家强检	2
2、行业法规的更新完善与测评内容的扩展丰富	3
3、国内厂商的研发外包与国外厂商的测评转移	4
三、中期看检测能力释放，长期看研发能力提高	5
四、盈利预测与投资建议.....	11

插图目录

图 1: 公司 2013 年 H1 主营业务结构情况 (百万元)	1
图 2: 公司 2013 年 H1 主营业务毛利情况 (百万元)	1
图 3: 公司 2008 年以来营业收入及增速 (百万元, %)	2
图 4: 公司 2008 年以来净利润及增速 (百万元, %)	2
图 5: 2008 年 (第 173 批) 至今 (253 批) 上市新车数量	3
图 6: 新车种类分布 (乘用车、商用车、特种车)	3
图 7: 国内厂商研发投入的情况 (亿元, %)	5
图 8: 2012 年全球主要汽车企业研发投入情况 (亿欧元, %)	5
图 9: 全球汽车研发外包业务稳定增长	5
图 10: 动力总成与电子电器在外包业务中占比较高	5
图 11: 公司业务板块划分	6
图 12: 中国汽研新基地布局	7
图 13: 母公司技术服务业务保持高增长 (百万元, %)	8
图 14: 技术服务业务净利润占比不断加大 (百万元, %)	8

表格目录

表 1: 中国与欧盟各阶段排放法规执行时间比较	3
表 2: 中国与欧盟各阶段排放法规测试内容比较	4
表 3: 中国汽研与中汽中心测评核心竞争力比较	7
表 4: 天汽中心与中国汽研母公司主要财务指标对比 (百万元)	8
表 5: 中国汽研研发能力建设情况	9
表 6: 国外典型研发机构汇总	10
附录: 财务预测表 (单位: 百万元)	12

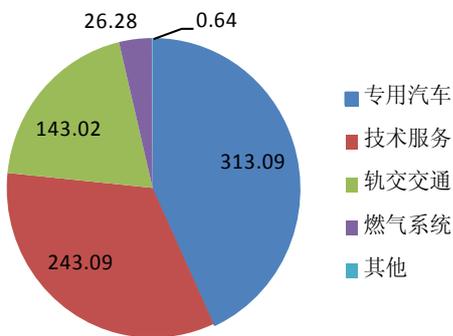
一、公司概况：国内领先的汽车技术服务机构

中国汽车工程研究院股份有限公司（中国汽研，601965）始建于1965年3月，原名重庆重型汽车研究所，系国家一类科研院所，2012年6月11日，公司在上海证券交易所正式挂牌上市。

公司主要从事汽车技术服务业和产业化制造业务，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；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。经过40多年的发展，中国汽研已拥有较强的汽车技术研发能力、一流的试验设备和较高的行业知名度，“十二五”期间，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业务”的发展思路，建设汽车全方位碰撞、汽车振动与噪声、电磁兼容、汽车节能与排放、电动汽车、替代燃料汽车、汽车整车、发动机、零部件等试验室和汽车工程研发中心，努力建设成为我国汽车产业的科技创新平台和公共技术服务平台。

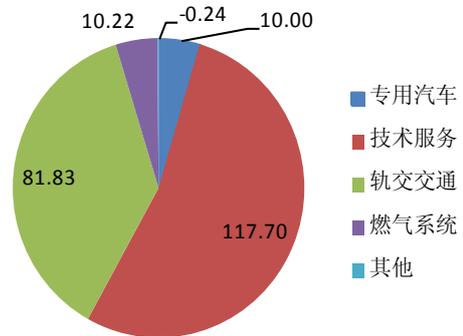
公司主营业务结构：公司主营业务可以分为两大板块，五个部分。两大板块是指技术服务与产业制造，五个部分包括研发咨询与测试评价（隶属于技术服务），专用车制造、轨道交通零部件制造、燃气系统零部件制造（隶属于产业制造）。由于业务属性不同，导致公司各板块与部分之间的盈利能力差异巨大：技术服务业务高营收高利润，公司拥有较强的定价能力；产业制造业务处于市场充分竞争状态，面临上游原材料提价与下游客户压价的压力。

图 1：公司 2013 年 H1 主营业务结构情况（百万元）



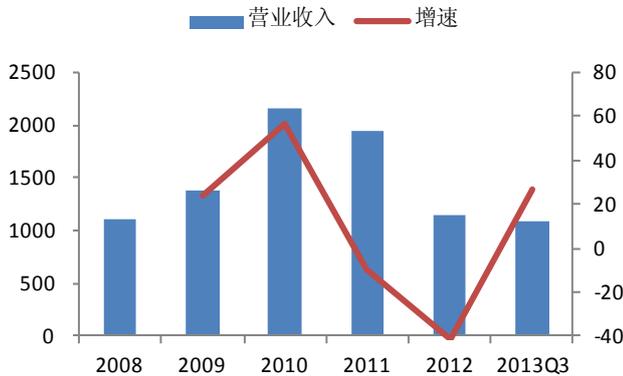
数据来源：公司公告，西南证券

图 2：公司 2013 年 H1 主营业务毛利情况（百万元）

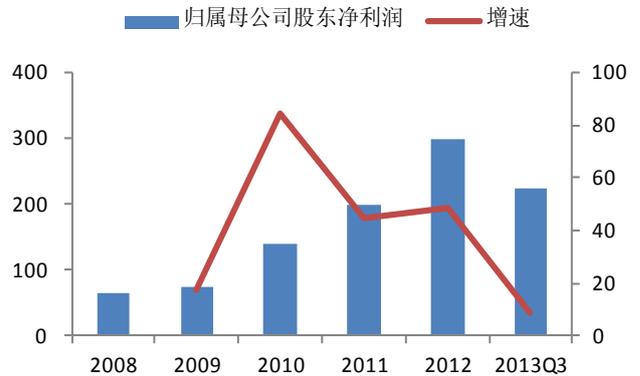


数据来源：公司公告，西南证券

公司历史业绩情况：公司的营业收入受专用车影响较大，08年国家四万亿投入使得应用于基础设施建设的专用车在09年和10年增长迅猛，带动了公司营收的高速增长，11年后经济增长放缓，重卡行业开始去产能，公司营收大幅下滑，12年同比减少了40%以上。今年卡车行业整体需求回升，公司营收情况又开始好转。公司的利润主要来自于技术服务板块，得益于中国汽车技术服务行业的高速发展，公司的利润增长也十分可观，08年-12年，归属母公司净利润年均复合增速达到46.94%，远超过汽车行业整体水平，2013年公司新基地搬迁在一定程度上影响了技术服务业务的开展，加上公司在手的轨道交通零部件订单执行完毕，对整体利润产生一定负面影响。

图 3: 公司 2008 年以来营业收入及增速 (百万元, %)


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 公司 2008 年以来净利润及增速 (百万元, %)


数据来源: 公司公告, 西南证券

二、技术服务行业迎来高速增长期

公司的主要产品包括 5 个部分: 研发咨询业务主要为国内各大汽车主机厂以及零部件厂商提供产品开发, 技术咨询, 性能提升等方面的服务, 也承接国家部委与汽车相关的新技术研究与应用工作; 测试评价业务主要为主机厂与零部件厂商提供产品性能测试, 国家法规强制检测认证等方面的服务。专用车主要产品包括吸污车、环卫车、搅拌车、垃圾车, 自卸车等, 主要应用于交通运输、地质石油、农林牧渔、公安消防等国民经济各个领域; 轨交零部件主要产品包括单轨减速机、单轨制动装置、低地板列车减速机、高铁传动箱等, 主要为下游客户为轨交设备生产商, 例如中国北车长春轨道客车股份有限公司等; 燃气系统零部件主要产品包括电控系统、减压调节器、气瓶阀、喷嘴及喷射控制系统, 主要客户为国内各大主机厂, 例如郑州宇通、福建金龙等。

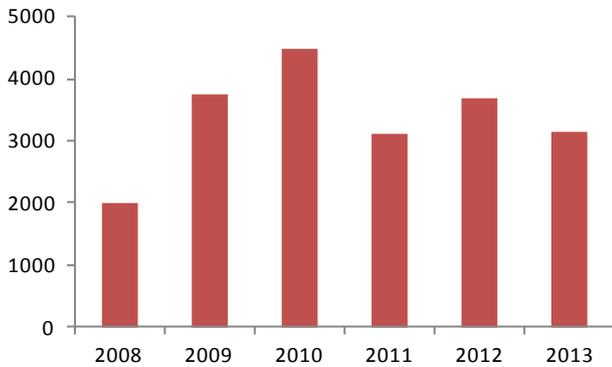
公司技术服务板块近几年增长迅猛, 尤其是测试评价业务对利润的贡献更是逐年加重, 2012 年, 技术服务贡献毛利 2.79 亿, 毛利率 49.22%, 毛利占比 52.55%, 2013 年 H1, 实现毛利 1.18 亿, 毛利率 48.42%, 毛利占比 53.56%。技术服务行业的发展直接影响公司未来的业绩状况。公司与国内大部分主机厂与零部件厂商如长安汽车、广汽集团、长城汽车、力帆股份、江淮汽车、奇瑞汽车、潍柴动力等公司均有战略合作关系, 今年上半年更是承接了德国奔驰的碰撞测试业务。

目前国内汽车市场整体增速放缓, 市场竞争加剧, 技术跟新换代频率提高。中国汽车产业要实现由大到强的转变, 提升自主研发水平是重点。汽车厂商要在同质化的市场中生存, 必须不断增加研发投入, 提升技术水平, 才能增强产品竞争力, 在竞争中胜出, 技术服务行业迎来了高速发展的黄金时期。我们分析行业的主要驱动因素如下:

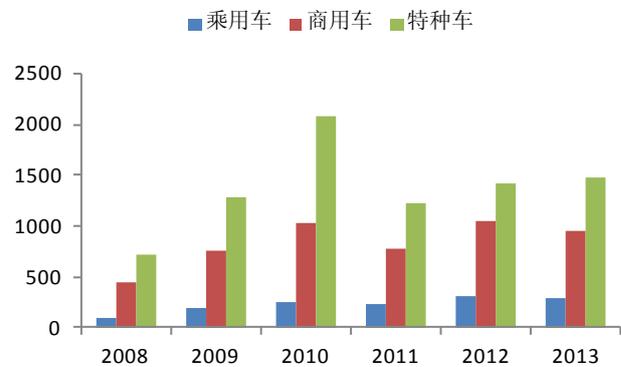
1、新车研发的测试评价与新车上市的国家强检

我们统计了 2008 年 8 月第 173 批至 2013 年 10 月第 253 批公告的新车数量 (包括乘用车、商用车、特种车), 新车数量在 2011 年回落之后, 12 年、13 年出现恢复性增长, 乘用车新车每年维持在 300 种左右, 商用车稳定在 1000 种左右, 特种车稳定在 1400 种左右。以乘用车认证为例, 每种新车每个配置车型的公告认证费用在 2-3 百万元, 每种新车一般涉

及到四套动力总成(发动机+变速箱),高、中、低三个版本的共约 6-10 款配置,每年乘用车新车的公告认证费用基本维持在 40-90 亿元,而研发过程中类似试验的费用是其 2-3 倍。

图 5: 2008 年(第 173 批)至今(253 批)上市新车数量


数据来源: 中机网, 西南证券

图 6: 新车种类分布(乘用车、商用车、特种车)


数据来源: 中机网, 西南证券

2、行业法规的更新完善与测评内容的扩展丰富

我国汽车行业采用标准基本沿袭欧洲的体系,但在推行时间上要晚于欧洲 5-10 年,随着新技术的应用以及环保要求的不断提高,汽车标准加严已成必然趋势。以国内轻型车排放标准的实施为例,国内实施的滞后时间越来越短,但重型车排放标准的推广进度比较缓慢。从实施内容来看,即将推行的轻型车国 V 排放标准,在污染物限值上加严 25%-50%,在耐久里程上加严 60%。已经执行的重型车国 IV 排放标准,在污染物限值上加严 30%-90%,并增加了耐久试验项目。国家第三阶段油耗标准更是比第二阶段加严 20%,该指标对每个汽车 OEM 生产的所有车型平均油耗进行限制,必然倒逼车厂进行技术升级。

表 1: 中国与欧盟各阶段排放法规执行时间比较

类别	中国法规	实施日期	欧盟法规	实施日期	中国滞后时间	EU(EEC)指令	
轻型车	国 I	2001-1-11	EU-I	1992-7-1	9 年	91/441/EEC	
	国 II	2004-7-1	EU-II	1996-1-1	8 年	94/12/EC	
	国 III	2007-7-1	EU-III	2000-1-1	7 年	98/69/EC	
	国 IV	2010-7-1	EU-IV	2005-1-1	5 年		
	国 V	2018-1-1	EU-V	2009-9-1	8 年	R(EC)715/2007	
	国 VI			EU-VI	2014-9-1		R(EC)692/2008
重型车	国 I	2000-9-1	EU-I	1992-7-1	8 年	91/542/EEC	
	国 II	2003-9-1	EU-II	1996-10-1	7 年		
	国 III	2007-7-1	EU-III	1999-10	8 年	1999/96/EC	
	国 IV	2013-7-1	EU-IV	2005-10	8 年		
	国 V			EU-V	2008-10		
	国 VI			EU-VI	2013-1		595/2009/EC

数据来源: 环保部, 西南证券

表 2：中国与欧盟各阶段排放法规测试内容比较

类别	型式认证项目	I 阶段		II 阶段		III 阶段		IV 阶段		V 阶段	
		EU	国	EU	国	EU	国	EU	国	EU	国
轻型车	I 型试验（污染物）	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	I 型试验（PM）	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	II 型试验	○	-	○	-	○	○	○	○	○	○
	III 型试验	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	IV 型试验	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	V 型试验	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	VI 型试验					○	○	○	○	○	○
	OBD 试验					○	○	○	○	○	○
	使用一致性									○	○
	CO2 排放与油耗									○	○
重型车	烟度试验	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	ECE R-49	○	○	○	○						
	ESC					○	○	○	○	○	○
	ELR					○	○	○	○	○	○
	ETC					○	○	○	○	○	○
	耐久性							○	○	○	○
	OBD							○	○	○	○
ECE R24					○	○	○	○	○	○	

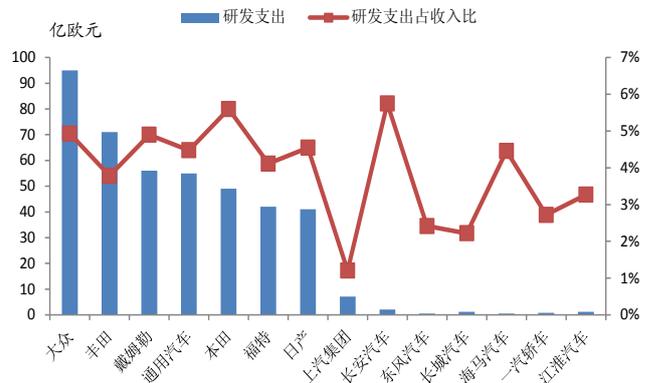
数据来源：环保部，西南证券

3、国内厂商的研发外包与国外厂商的测评转移

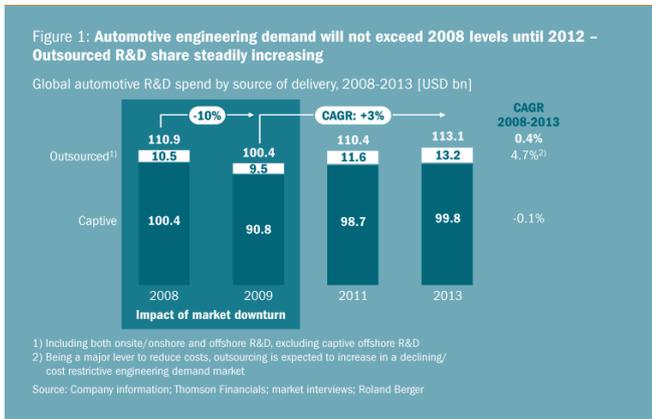
汽车行业的研发投入逐年递增，2011 年已经到达 550 亿，增长迅速。我国汽车行业整体技术水平较低，自主开发能力普遍不强，产销量的增加与技术水平的提高严重失衡，在汽车关键技术：动力总成技术、NVH 技术、整车造型技术、底盘调校技术、排放控制技术上的储备严重不足。而对于国内 100 多家主机厂来说，技术能力也参差不齐，除了几个大集团与部分技术能力较强的自主品牌外，其他主机厂在技术实力上依然比较薄弱，存在较大研发外包的需求。参考国外市场的情况，在汽车技术日益细分完善的大环境下，国外主机厂在研发能力上已经具备了强大的能力，但研发外包依然是比较常见的现象，在汽车关键技术的开发上，国外主机厂与国外知名设计公司的合作也非常紧密，例如：Magna_Steyr 就先后参与了 Audi TT、BMW X3、Fiat Bravo、MINI Countryman、Benz SLS AMG 以及观致汽车等项目的设计工作。一般来说，整车开发流程包括研发设计、开发试验、国家强检三个部分。目前，自主品牌乘用车全新平台开发需要投入 3-5 个亿，后续新车型开发需要投入 1-3 个亿，开发费用在三个部分的分配大约为 30%、60%、10%。研发外包占比在 30% 左右，随着国内主机厂与研发机构能力日益完善，该比例有望稳步提高，特别在汽车的关键技术领域，合作将越加紧密。根据国际咨询公司罗兰·贝格的估计，全球汽车行业的研发外包业务将维持稳定的增长，对于新兴的汽车产业国家来说，需求会更旺盛。通过外包方式将部分研发工作委托给专业机构，对于主机厂来说可以更好的协调自身资源，节省研发费用，特别在动力总成与电子电器等专业领域，主机厂这样的需求更多。

图 7：国内厂商研发投入的情况（亿元，%）

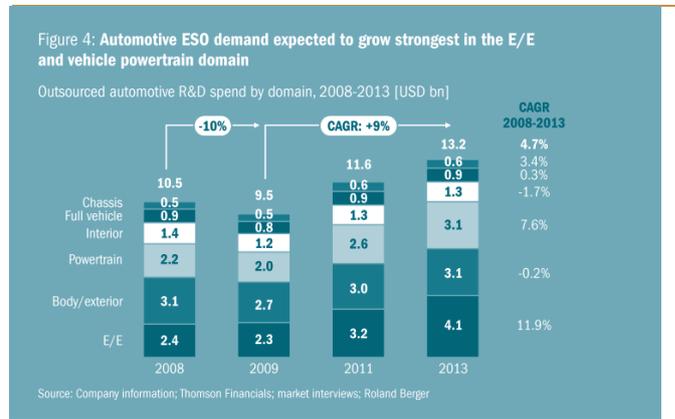

数据来源: wind, 西南证券

图 8：2012 年全球主要汽车企业研发投入情况（亿欧元，%）


数据来源: wind, 西南证券

图 9：全球汽车研发外包业务稳定增长


数据来源: 罗兰·贝格报告, 西南证券

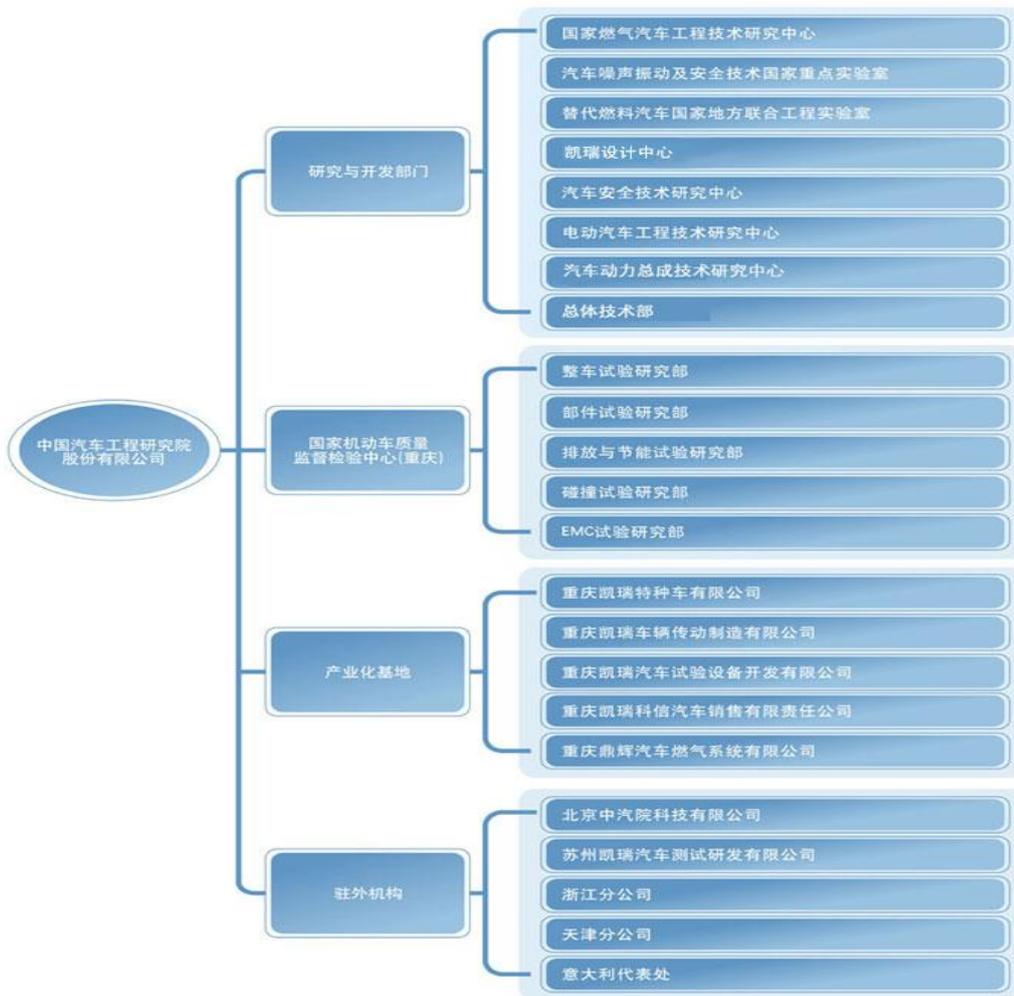
图 10：动力总成与电子电器在外包业务中占比较高


数据来源: 罗兰·贝格报告, 西南证券

三、中期看检测能力释放，长期看研发能力提高

公司新的汽车技术研发与测试基地位于重庆北部新区，总投资 15 亿元，建筑面积 25 万平方米，新基地拥有一流的试验设备和先进的科研技术，可以涵盖包括整车安全、振动噪声、尾气排放、电磁兼容等全方位的汽车检测评价工作。随着新基地的落成，公司对各个业务板块也进行了重新划分，分为研发中心、检测中心、产业基地、驻外机构，各部门之间采用独立核算，分别考核的奖励机制，鼓励各部门依托公司资源独立对外承接业务。事业部员工的绩效收入与部门整体业绩挂钩，拉开个人收入差距。这样的“狼性”管理，有利于提高员工的积极性，增强公司的运营效率。

图 11: 公司业务板块划分



数据来源: 公司网站, 西南证券

新基地投产后, 公司的整车测试评价能力将跃居国内一流, 国际领先的水平。碰撞安全方面, 可以按照各种法规进行新车碰撞试验。具备 5 吨以下, 时速 120 公里以内的正面、侧面、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, 时速 80 公里以内的正碰, 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。

排放控制方面, 公司拥有进行轻型汽车欧 VI 排放测试的环境仓 (-40°C ~ 60°C) 与带红外阳光模拟的重型车四驱底盘测功机。拥有 43 套耐久性底盘测功机、9 套发动机电力测功机和全流稀释排放系统。可进行整车、发动机排放测试、燃烧分析、性能对标; 开展柴油机电控系统、后处理系统研究开发。

噪声振动方面, 公司拥有整车、发动机半消声室、整车和零部件环境振动室、混响室、声品质分析等 10 个试验室, 具备整车及动力总成 NVH 性能正向开发、振动噪声控制、声品质优化等研发能力。

电磁兼容方面, 公司拥有 10 米法半电波暗室 (转台直径 11 米、四驱转鼓、每个转鼓 108 千瓦)、3 米法全电波暗室, 能够提供整车和零部件的电磁兼容性能开发与评测服务。

图 12: 中国汽研新基地布局


数据来源: 公司网站, 西南证券

我们认为, 测试评价行业的核心竞争力在三个方面: **检测资质的权威性、检测能力的先进性、检测标准的话语权**。随着公司新基地的投产, 公司在三个核心上已经具备了强大的竞争力。我们对比国内另一家第三方权威检测机构——中国汽车技术研究中心可以看到, 两家的竞争实力可以说不相伯仲。

表 3: 中国汽研与中汽中心测评核心竞争力比较

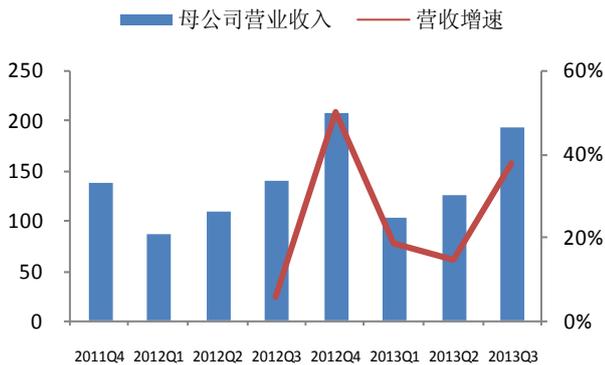
核心竞争力	中国汽车技术研究中心	中国汽车工程研究院股份有限公司
权威性	国家轿车质量监督检测中心	国家机动车质量监督检验中心（重庆）
	国家汽车新产品申报公告检测机构	国家汽车新产品申报公告检验机构
	国家强制性产品认证（CCC）检测机构	中国汽车产品强制性认证检验机构
	国家汽车环保产品认可与排放检测机构	国家机动车排放污染物监测机构
	道路运输车辆燃料消耗量检测机构	道路运输车辆燃料消耗量检测机构
	国家科技成果鉴定实验机构	国家汽车行业科技成果检测鉴定机构
	免于强制性产品认证的特殊用途进口产品检测机构	进口汽车整车产品强制性认证检测机构
	国家进出口汽车认可实验室	小批量进口汽车整车检测机构
		进出口汽车产品检测机构
先进性	整车强检承担整车、改装车、专用车等产品强制性标准检验和定型试验以及进口车 3C 认证工作。满足全部汽车强制性标准以及相关的国外标准法规, 试验设备 30 多套。	整车试验研究部下设四室, 拥有满足国家强制性标准和国外法规的机动车综合检测试验室、客车翻滚试验室、高低温环境试验室、三坐标测量室等, 总面积 3800 平方米, 试验仪器设备 118 台。
	零部件室主要进行汽车主动、被动安全零部件的性能测试以及试验研究工作。主要包括底盘系统、车身系统以及车身附件中各零部件的性能、耐久以及环模试验等, 可进行 GB、ISO、ECE、EEC、FMVSS、SAE、等标准的试验	部件试验研究部拥有车身、车架、传动、转向、制动、悬架、车轮、电器仪表、车身附件、发动机附件、强度、灯光、环境、金属非金属材料专业试验室、总面积 11000 平方米, 各种大中型试验设备 320 余台（套）。
	排放节能室主要承担汽车整车排放和燃油消耗、环保节能产品性能和排放方面的检验。拥有环境仓排放测试系统、欧 M/V 排放测试系统、蒸发污染物排放测试系统等	排放与节能试验研究部拥有满足（欧 IV）及国家强制性排放法规要求的试验室, 6 个发动机试验间, 10 套耐久转鼓和发动机欧 III、IV 测试系统, 面积 4500 平方米, 主要设备 100 台（套）。
	实车碰撞室主要承担汽车整车碰撞试验、C-NCAP 评价试	碰撞试验研究部拥有满足国家强制性标准和 ECE 法规要求的机

核心竞争力	中国汽车技术研究中心	中国汽车工程研究院股份有限公司
	<p>验、和安全带以及安全气囊的匹配开发试验研究。可以根据中国以及国外标准进行认证试验以被动安全开发</p> <p>EMC 实验室主要承担汽车整车和零部件电磁兼容以及其他电子系统的测试和研究。主要包括 EMI 和 EMS 两方面的内容。拥有的整车测试系统、电子电器部件测试系统等。</p>	<p>动车碰撞安全试验室, 主要仪器设备有: 牵引系统、试验假人及标定设备、车载数据采集系统、高速摄像系统、时间控制器等。</p> <p>EMC 试验研究部拥有十米法半电波暗室、三米法全/半电波暗室、混响室、多个屏蔽室、高端接收机 (40GHz)、系列 RF 功率放大器、E/H 场发生器等国际一流的测试仪器、设备和设施。</p>
话语权	<p>中汽中心汽车标准所是全国汽车标准化技术委员会秘书处单位, 主要工作包括: 研究行业标准发展规划和标准体系; 组织制订国家标准和行业标准制修订计划; 组织并负责标准的起草和技术审查工作等</p>	

数据来源: 公司网站, 西南证券

对比公司历年检测业务的财务数据, 无论是业务规模还是盈利能力, 中国汽研与天汽中心还存在一定差距, 我们判断随着新基地的投产带来核心竞争力的提高, 公司检测业务的收入规模和盈利能力将与天汽中心逐渐接近。

图 13: 母公司技术服务业务保持高增长 (百万元, %)



数据来源: wind, 西南证券

图 14: 技术服务业务净利润占比不断加大 (百万元, %)



数据来源: wind, 西南证券

表 4: 天汽中心与中国汽研母公司主要财务指标对比 (百万元)

主要财务指标		2008	2009	2010	2011	2012	2013Q3
营业收入	中国汽研	159.55	238.08	264.19	405.19	545.58	423.10
	天汽中心	510.48	556.54	598.59	722.25	980.02	825.71
营业成本	中国汽研	66.40	125.21	115.21	188.42	272.02	176.70
	天汽中心	141.36	128.97	152.57	198.59	251.52	194.07
净利润	中国汽研	55.84	62.38	103.62	128.52	203.34	181.80
	天汽中心	231.31	272.46	278.62	341.91	444.97	429.70
毛利率	中国汽研	58.38%	47.41%	56.39%	53.50%	50.14%	58.24%
	天汽中心	72.31%	76.83%	74.51%	72.50%	74.34%	76.50%
净利率	中国汽研	35.00%	26.20%	39.22%	31.72%	37.27%	42.97%
	天汽中心	45.31%	48.96%	46.55%	47.34%	45.40%	52.04%
ROE (摊薄)	中国汽研	9.06%	9.19%	13.12%	13.49%	7.63%	6.53%
	天汽中心	29.64%	25.83%	21.04%	20.93%	21.56%	17.31%

数据来源: 公司年报, 西南证券

我们认为，与测试评价业务相比，研发咨询业务要求更高，测试评价需要发现问题，研发咨询则需要解决问题。研发咨询行业的核心竞争力在三个方面：**研发人员的专业性、研发体系的完备性、研发设备的先进性**。我们认为公司除了在研发设备具备竞争力外，目前尚未完全具备另外两个核心竞争力。公司也强调在“十二五”期间，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业务**”的发展思路，建设汽车全方位碰撞、汽车振动与噪声、电磁兼容、汽车节能与排放、电动汽车、替代燃料汽车、汽车整车、发动机、零部件等试验室和汽车工程研发中心，努力建设成为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应用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，具体到研发业务方面，公司将围绕**安全、NVH、EMC和轻量化培育产品性能开发能力，围绕产品设计、电动汽车、替代能源汽车、动力总成和数据中心，培育整车和系统的集成开发、性能对标分析能力**，增强为企业提供工程技术开发服务的能力，进一步建立和完善研发体系及流程，提高技术服务水平及质量，打造公司的研发品牌。

表 5：中国汽研研发能力建设情况

研发方向	研发平台	开展业务
汽车安全技术	汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室	拥有满足国家强制性标准和 ECE 法规要求的机动车碰撞安全试验室，主要仪器设备有：牵引系统、试验假人及标定设备、车载数采系统、高速摄像系统、时间控制器等。可承担正面碰撞、侧面碰撞、追尾碰撞、转向机构对驾驶员的伤害等强制性标准检验及座椅动态试验、气囊匹配试验等。致力于开展：亚洲(中国)新型碰撞试验假人的研究，车辆碰撞对行人、乘员的伤害研究，新型汽车安全防护技术研究，汽车碰撞中肝脾损伤评估方法的研究，提高车辆安全防护性能的研究，汽车碰撞安全（被动安全）评估体系的建立
汽车 NVH 技术	车辆 NVH 工程技术研究中心	中心的目标是致力于推动我国汽车整车及零部件产品 NVH 性能的提升，主要从事与车辆 NVH 性能相关的测试、研发工作。工程中心建成后拥有国际一流的汽车整车半消声室、发动机半消声室、整车疲劳异响试验室等先进的试验机构并依托专业的工程服务团队和一流的实验手段为整车企业提供整车 NVH 性能集成、发动机 NVH 性能开发及相关的技术服务，并为零部件供应商提供 NVH 性能的解决方案。
产品设计	汽车产品研发中心	中心于 2006 年合并汽车设计研究部、CAE 工程中心及材料工艺研究部成立从事汽车整车设计开发的专业研发机构，致力于研发高品质的汽车精品，为客户提供全方位的细致服务。汽车产品研发中心目前已形成了“3 国 5 地”的战略布局，实行矩阵式管理，即横向专业、纵向项目负责制。产品研发中心现已基本形成完善的全链条产品开发的能力。包括汽车产品规划和调研分析、汽车产品设计、工程技术分析、材料工艺分析、产品试制、试验、投产技术支持和项目管理等。
电动汽车技术	电动汽车工程技术研发中心	中心是面向行业服务的新能源汽车专业工程咨询机构，是重庆市电动汽车生产力促进中心的依托单位。中心可根据客户需要，重点开展中度混合动力、增程式混合动力、纯电动乘用车和商用车的集成开发，提供目标市场预测到产品量产的全过程技术服务，包括对标车型选择、技术路线制定、动力系统匹配设计、整车总线通讯网络设计开发、整车及核心电控系统控制策略开发、关键零部件设计和选型、整车集成、试制和试验等。
替代能源汽车技术	国家燃气汽车工程技术研究中心	着力于研发并推广应用燃气汽车及其他相关的代用燃料汽车。中心自成立以来在燃气汽车开发、测试与标定、发动机控制系统等方面积累了丰富的经验。现已成功开发出具有自主知识产权的轻型车燃气多点顺序喷射 EMS 系统，使发动机具备优良的燃料经济性、动力性，并能够满足欧 III、IV 排放法规的要求。目前，工程中心已为丰田、北汽、长安等众多国内外 OEM 开发了数十款天然气汽车，同时在澳门、中东和东南亚等地区进行了推广应用。

研发方向	研发平台	开展业务
动力总成技术	汽车动力总成技术研究中心	中心主要从事发动机电控系统、排气后处理系统开发、发动机及整车匹配标定、对标分析、发动机常规性能检测等业务。中心拥有先进的电控系统开发、测试平台和发动机开发、测试设备，已承担多项国家 863 和重庆市科研项目。中心开发的高性能共轨柴油机电控单元和 SCR 智能计量装置已具备产业化能力。中心依托专业的技术研发团队和检测设施为发动机及整车企业提供发动机、电控系统及后处理系统等相关的开发、检测、匹配服务，以及发动机的常规性能检测、发动机 benchmark 分析工作。
整车开发	总体技术部	总体技术部是从事传统汽车和新能源汽车（整车级）性能对标研究、底盘性能开发、耐久性能开发等的专业性研发团队，我部为客户提供性能对标分析、目标设定、CAE 分析、试验验证/对标/调校及底盘性能、耐久性能开发等工程服务，同时提供基于知识工程的测试评价、专家系统和工程数据服务。目前我部服务的客户涵盖乘用车、商用车、轨道交通、汽车零部件等领域。

数据来源：公司网站，西南证券

我们将公司与国外类似的研发机构进行比较可以看到，公司的营收规模以及盈利水平与国外相比还有一定差距。我们认为，公司中短期内依靠检测能力的释放足以支撑其盈利的增长，但长期来看，随着国内汽车行业兼并重组的加剧以及各大主机厂研发设备投入的不断增多，单纯的检测业务（尤其是研发类检测）发展会遇到瓶颈。因此，建立自身研发咨询服务的能力才是公司长期发展的核心竞争力，公司的管理层也看到了这样情况，所以将研究开发业务作为公司“十二五”发展的重点方向，在汽车共性技术的几个重点领域形成竞争优势。目前公司的研发水平与国外还有差距，公司通过三个方面来提升研发能力：一、通过自身积累，培养研发能力。公司在 6 年前，启动内部对标工程，建立数据库，自我培养能力。二、通过对外合作，增强研发能力。公司通过政府支持，启动了国际合作项目，与英、德、美、澳建立合作项目，学习国外的开发体系和同时研发经验，共享资源；三、通过人才储备，提升研发能力。公司通过聘请国外权威机构的专家，每年进行相互的学习与合作，以及直接引进国外主机厂的高端人才组建研发团队。目前公司在汽车安全、NVH、电动汽车三个领域已经组建起较为完整的研发团队，技术带头人均是在国外汽车行业工作多年的专家。我们有理由相信，随着各领域高端技术人才的逐渐到位以及项目经验的不断积累，公司在研发咨询业务上的突破也指日可待。

表 6: 国外典型研发机构汇总

机构介绍	从事业务	财务状况
西班牙 IDIADA，成立于 1990 年，隶属于加泰罗尼地方州政府，1992 年迁移至距巴塞罗那 52 英里的，并投资 1.75 亿欧元建设汽车试验场，是世界著名的汽车开发、认证和检测机构。目前该公司总人数为 600 多人	目前已经在德国、英国、日本等 25 个国家设有分公司或办公室，协助总部处理所在地的项目，其中包括各类认证项目。IDIADA 是具有欧盟认可的整车型式认证机构，也取得了日本和澳大利亚的认证授权，同时参与了新的 ECE 法规和 EEC 规范的工作。工程与设计服务包括主动安全、被动安全、动力系统、噪声、舒适性、可靠性、电子干扰、材料工程等。	总收入由 2001 年的 2190 万欧元增长到 2005 年的 4 890 万欧元，其中 70% 来自海外业务收入，在收入中认证收入占 15%，工程设计研发收入占 75%。
英国 MIRA，成立于 1946 年，位于英格兰的中部，占地 737 英亩，最早由英国政府和英国汽车工业界共同出资建设，自 1975 年开始，从政府独立出来，成为面向世界汽车工业提供服务的独立机构。MIRA 现有职工 480 多名，其中包括 330 名有资质的工程师、科学家和辅助人员	MIRA 是为全球汽车工业提供产品工程、研究、测试、信息和认证的独立供应商，一直以来以提供各种试验服务而著称，2003 年，并购了一家汽车工程公司，业务拓展到了汽车工程开发领域。业务领域涉及汽车、航天、军用车辆、摩托车、远程通讯等领域，其中 80% 收入来源于包括轿车、商用车、军车及工程机械的交通领域。MIRA 是一个成员协会性质的汽车工程技术研究与服务机构，截止到 2006 年末，共有 50 个会员单位。	2012 年公司净资产 1.35 亿英镑，实现营业额 4.35 亿英镑。

机构介绍	从事业务	财务状况
美国 NATC, 即美国内华达州汽车检测中心, 成立于 1957 年, 位于内华达州首府卡森城东 30 英里, 总面积约 100 万英亩。	NATC 是一家具有独立地位的集汽车试验、评价、研究、开发于一体的机构, 主要为国内外政府机构、生产商、消费者提供车辆及零部件评价及认证业务、汽车检测、工程技术、模拟试验等服务。	
麦格纳国际总部位于加拿大安大略省, 为世界第三大汽车零部件供应商, 财富 500 强企业之一, 2007 年全球销售额 228 亿美金。集团现拥有 224 家工厂, 73000 名员工。	麦格纳拥有强大的产品范围, 包括内饰系统, 座椅系统, 闭锁系统, 金属车身和底盘系统, 车镜系统, 电子系统, 塑料车身, 车灯外饰系统, 动力和驱动系统, 顶蓬系统以及整车工程研发和总装。至 2006 年麦格纳在中国共有 18 个实体, 员工近 3000 名。	2012 年中国区工程技术业务实现销售收入 3.2 亿元, 实现净利润 1.8 亿元。

数据来源: 公司网站, 西南证券

四、盈利预测与投资建议

按照公司的估计, 募项目投产后将新增固定资产 8 亿多, 项目建成第二年折旧摊销额为 4223 万元, 达到正常年后, 年折旧及摊销金额为 8861 万元, 项目建成第二年将增加销售收入 22820 万, 达产后可新增业务收入 48000 万, 在扣除其他费用后, 第二年将新增利润总额 8657 万, 正常年达产后公司将年新增利润总额 19920 万元。

假设 1: 汽车技术服务行业增长迅速, 预计可保持年均 30% 以上的增速, 2013 年公司由于新基地搬迁, 实验设备调试等问题, 将在一定程度上影响业务的开展。14 年随着新基地的正常运营, 公司将有望超越行业增长。预计 2013-2015 年, 公司技术服务业务的毛利率将维持在 45% 左右。

假设 2: 公司专用车业务 13 年受益于商用车行业的回暖, 可实现 65% 的增长, 后续将伴随专用车行业维持 10% 的增长率, 由于公司专用车产品在结构性上难有突破, 毛利将维持 3% 的低水平。

假设 3: 公司轨交业务短期内受订单下降的影响, 将出现下滑, 13 年增速为 -30%, 14 年随着公司轨交新产品的投产, 将弥补公司部分订单的下滑。毛利率会随着下游厂商压价以及成本上升出现小幅下滑。

假设 4: 公司燃气系统业务随着产业化项目的投产将实现快速增长, 13 年增速为 25%, 后续保持 60% 的增长率, 但由于行业竞争的加剧, 产品价格将出现下降, 毛利率会小幅降低。

我们预计 2013~2015 年 EPS 分别为 0.68 元、0.72 元、0.85 元, 给予公司 2014 年 25 倍估值, 给予“买入”评级。

附录：财务预测表 (单位：百万元)

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1947.34	1143.20	1411.84	1723.43	2146.08
减：营业成本	1560.20	665.61	942.15	1163.62	1460.04
营业税金及附加	31.99	34.00	27.32	33.35	41.52
营业费用	28.91	33.01	27.08	33.06	41.17
管理费用	85.15	94.59	76.81	93.76	116.75
财务费用	-7.42	-24.85	-41.22	-46.00	-55.65
资产减值损失	6.13	10.12	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-2.34	-3.05	-2.70	-2.80	-1.90
营业利润	240.04	327.67	378.51	444.35	542.35
加：其他非经营损益	12.61	29.16	141.27	105.00	105.00
利润总额	252.66	356.83	519.78	549.35	647.35
减：所得税	42.70	56.50	78.37	82.82	97.39
净利润	209.96	300.33	441.40	466.52	549.96
减：少数股东损益	9.85	2.54	3.73	3.94	4.64
归属母公司股东净利润	200.11	297.79	437.68	462.58	545.32
资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	330.61	1644.63	2070.91	2061.63	2929.13
应收和预付款项	285.98	313.79	199.63	428.98	355.33
存货	329.30	270.48	67.28	349.88	173.55
其他流动资产	0.34	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	42.56	42.52	39.52	36.52	34.52
投资性房地产	0.00	0.00	6.26	5.56	4.87
固定资产和在建工程	701.12	1084.54	1461.56	1613.24	1661.91
无形资产和开发支出	239.83	232.99	226.86	223.17	222.26
其他非流动资产	3.77	3.25	1.89	0.52	0.52
资产总计	1933.52	3592.21	4073.90	4719.51	5382.08
应付和预收款项	689.59	533.12	574.56	759.88	879.98
其他负债	106.14	118.11	118.11	118.11	118.11
负债合计	805.73	654.06	692.67	877.99	998.09
资本公积	285.14	1603.65	1603.65	1603.65	1603.65
留存收益	343.57	641.36	1079.04	1541.62	2086.94
归属母公司股东权益	1077.49	2885.79	3323.47	3786.05	4331.37
少数股东权益	50.30	52.35	56.08	60.01	64.66
股东权益合计	1127.79	2938.14	3379.54	3846.07	4396.03
负债和股东权益合计	1933.52	3592.21	4072.22	4724.06	5394.12
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营现金净流量	-86.63	200.73	707.99	139.25	963.96
投资现金净流量	-218.50	-408.96	-320.59	-195.02	-152.61
筹资现金净流量	-4.07	1537.08	38.89	46.49	56.15
现金流量净额	-309.20	1328.85	426.28	-9.28	867.50

数据来源：Wind，西南证券

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收益率					
毛利率	19.88%	41.78%	33.27%	32.48%	31.97%
三费/销售收入	5.48%	8.99%	4.44%	4.69%	4.77%
EBIT/销售收入	12.56%	29.03%	33.86%	29.18%	27.55%
EBITDA/销售收入	14.50%	32.38%	38.60%	36.85%	36.28%
销售净利率	10.78%	26.27%	31.26%	27.07%	25.63%
资产获利率					
ROE	18.57%	10.32%	13.17%	12.22%	12.59%
ROA	12.65%	9.24%	11.73%	10.65%	10.98%
ROIC	181.99%	30.76%	21.86%	25.53%	22.92%
增长率					
销售收入增长率	-9.72%	-41.29%	23.50%	22.07%	24.52%
EBIT 增长率	31.39%	35.65%	44.07%	5.19%	17.57%
EBITDA 增长率	30.47%	31.15%	47.20%	16.56%	22.58%
净利润增长率	33.69%	43.04%	46.97%	5.69%	17.89%
总资产增长率	-8.03%	85.79%	13.41%	15.85%	14.04%
股东权益增长率	27.92%	167.83%	15.17%	13.92%	14.40%
资本结构					
资产负债率	41.67%	18.21%	17.00%	18.60%	18.54%
投资资本/总资产	42.75%	36.41%	32.47%	38.17%	27.65%
带息债务/总负债	1.24%	0.43%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.35	4.18	4.07	3.74	3.93
速动比率	0.88	3.67	3.95	3.28	3.73
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产管理效率					
总资产周转率	1.01	0.32	0.35	0.37	0.40
固定资产周转率	6.71	3.79	5.30	1.81	1.47
应收账款周转率	12.34	5.28	93.25	6.43	25.39
存货周转率	4.74	2.46	14.00	3.33	8.41
业绩和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
EBIT	244.62	331.82	478.06	502.85	591.20
EBITDA	282.27	370.19	544.93	635.16	778.61
NOPLAT	192.41	254.29	285.86	337.76	412.99
净利润	200.11	297.79	437.68	462.58	545.32
EPS	0.312	0.465	0.683	0.722	0.851
PE	41.37	27.80	18.92	17.90	15.18
PEG	1.28	1.24	N/A	N/A	N/A
PB	7.68	2.87	2.49	2.19	1.91
PS	4.25	7.24	5.86	4.80	3.86

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn