

证券研究报告—动态报告/公司快评
汽车汽配
汽车零部件 II
中国汽研 (601965)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2017年12月20日

股权激励靴子落地，长期受益于汽车智能化、电动化

证券分析师： 梁超 0755-22940097 liangchao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001
联系人： 唐旭霞 tangxx@guosen.com.cn

事项：

中国汽研公告：公司拟向董事、中高层管理者、核心技术人员及子公司高管和核心骨干共 146 人授予 960.56 万股股票，约占总股本的 1%。限制性股票的授予价格为 5.97 元/股。本次限制性股票将在 60 日内完成授予，授予完成后的 2 年内为限售期，限售期结束后在 3 年内分三期解禁。

评论：

■ 股权激励靴子落地，划定 10% 利润年均复合增速底线

央企控股，大股东 16 年董事长新任。中国汽研是央企二级直属企业，大股东中国通用技术（集团）控股有限责任公司是中央直接管理的国有重要骨干企业。2006 年以来，通用技术集团先后重组了 5 家中央企业和部分地方骨干企业，实行母子公司管理架构，具有小总部、大网络、轻资产、国际化的特点。目前，通用技术集团拥有 21 家境内二级经营机构，其中 3 家上市公司（中国医药 600056.SH、中国汽研 601965.SH、环球医疗 02666.HK）；拥有境外机构 63 家，2016 年通用技术集团营业收入 1469 亿元人民币，利润总额 55 亿元人民币，资产总额 1450 亿元人民币。2016 年 7 月，原一汽集团总经理许宪平正式调任通用技术集团，接替贺同新任董事长。

激励方案绑定团队利益利好长期发展。本次激励方案中，中国汽研拟向董事、中高层管理者、核心技术人员及子公司高管和核心骨干共 146 人授予 960.56 万股股票，约占总股本的 1%。限制性股票的授予价格为 5.97 元/股。本次限制性股票将在 60 日内完成授予，授予完成后的 2 年内为限售期，限售期结束后在 3 年内（预期 2020-2022 年）分三期解禁。

表 1：激励对象的限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票的份额（万股）	占授予总量的比例	占目前总股本的比例
李开国	董事长	19.23	2.00%	0.0200%
万鑫铭	总经理	19.23	2.00%	0.0200%
谢飞	副总经理	15.38	1.60%	0.0160%
苏自力	总会计师	15.38	1.60%	0.0160%
周舟	副总经理	15.38	1.60%	0.0160%
刘安民	副总经理、董事会秘书	15.38	1.60%	0.0160%
其他管理人员和核心骨干 共计 140 人		860.58	89.59%	0.8953%
合计（146 人）		960.56	100.00%	0.9994%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

解锁条件划定 10% 利润年均复合增速底线。本激励计划授予的限制性股票，预计在 2020-2022 年的 3 个会计年度中，分年度进行绩效考核并解除限售（计划三次分别解锁 40%、30%、30%），每个会计年度考核一次，以达到公司业绩考核目标作为激励对象的解除限售条件。

表 2：公司层面业绩考核指标

解除限售期	考核指标
第一个解除限售期	(1) 解除限售日前一财务年度净资产收益率不低于 8.00%；(2) 以 2016 年为基础，解除限售日前一个财务年度净利润复合增长率不低于 10.00%；(3) 解除限售日前一个财务年度 EVA (经济增加值) 达到集团公司下达的考核目标，且 Δ EVA 大于 0；(4) 解除限售日前一个主营业务收入占比不低于 98%。上述 (1)、(2) 指标均不低于公司近三年平均水平、公司上一年度实际水平以及对标企业 75 分位水平。
第二个解除限售期	(1) 解除限售日前一财务年度净资产收益率不低于 8.50%；(2) 以 2016 年为基础，解除限售日前一个财务年度净利润复合增长率不低于 10.00%；(3) 解除限售日前一个财务年度 EVA (经济增加值) 达到集团公司下达的考核目标，且 Δ EVA 大于 0；(4) 解除限售日前一个主营业务收入占比不低于 98%。上述 (1)、(2) 指标均不低于公司近三年平均水平、公司上一年度实际水平以及对标企业 75 分位水平。
第三个解除限售期	(1) 解除限售日前一财务年度净资产收益率不低于 9.00%；(2) 以 2016 年为基础，解除限售日前一个财务年度净利润复合增长率不低于 10.00%；(3) 解除限售日前一个财务年度 EVA (经济增加值) 达到集团公司下达的考核目标，且 Δ EVA 大于 0；(4) 解除限售日前一个主营业务收入占比不低于 98%。 上述 (1)、(2) 指标均不低于公司近三年平均水平、公司上一年度实际水平以及对标企业 75 分位水平。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 智能网联先行者，测试标准制定方

中国汽研是重庆智能互联示范区牵头企业，i-Vista 园区 16 年底开园 (全国两个，另一个是上海国际汽车城)，目前已经为整车企业进行智能路试。智能端：2003 年公司开始布局 ADAS，16 年已实现 ADAS 试验室的创收；网联端：目前汽研拥有全世界最全的通信检测 (囊括 WIFI, DSRC, LTE-V 等)，16 年 5 月汽研拿到了两个通信方面的项目 (5G 规程)。有望通过 5G 实现中国智能驾驶领域的“换道超车”。17 年 7 月汽研董事长李开国带队出席百度 AI 开发者大会，或有望成为百度无人驾驶的核心合作者之一，17 年 11 月汽研全球首发智能网联汽车评价规程并公布 6 款车型评价结果，后续看好具备技术储备和先发优势的智能化业务铺开。

i-Vista 布局国内汽车智能最前沿。智能汽车集成系统试验区 (i-Vista, Intelligent Vehicle Integrated Systems Test Area)，是中国汽研联合长安、一汽、中国移动、华为、大唐等单位共同建设的基于宽带移动互联网的智能汽车和智慧交通应用示范工程及产品工程化公共服务平台。定位于向国内外政府机构、企业、高校和行业组织提供测试服务、政策咨询及活动支持，为智能汽车和智慧交通的发展提供公共服务平台。i-Vista 示范区的建设工程一共分为 3 期，2016 年 11 月 16 号一期工程中国汽研礼嘉园区正式投入运营，并受到业界高度的关注。

目前 i-Vista 一期工程位于重庆两江新区礼嘉镇，城市场景完备，拥有 50 个城市交通测试场景，涵盖城镇道路、高速公路、立交桥、桥梁、隧道等混合交通场景的开放道路，搭建 LTE-V2X、北斗导航测试网络，可开展涵盖西部地区 90% 以上的特殊路况、全国 85% 以上路况环境下的开放交通场景测试评价，形成可同时进行 10000 辆智能汽车测试评价的能力和大范围的智能汽车和智慧交通应用示范工程。

交通安全场景(35 个):前向碰撞预警,盲区告警/换道辅助,左转辅助/告警,交叉路口碰撞预警(有路侧通讯系统),交叉路口碰撞预警(没有路侧通讯系统),超车辅助,紧急制动预警等。

效率类场景(3 个):绿波通行,红绿灯优化控制,最小间距车队行驶。

信息服务类场景(6 个):智能交通数据平台,地上智慧停车库信息引导,地下智慧停车库引导,加油站引导,充电桩引导,商店/食堂/ATM 引导等。

通信和定位能力测试场景(6 个):高密度建筑群测试,隧道测试,林荫道测试,地上智慧停车库测试,地下智慧停车库测试,高精度定位精度测试。

图 1：封闭道路测试场景



资料来源：i-Vista官网、国信证券经济研究所整理

图 2：开放道路测试范围



资料来源：i-Vista 官网、国信证券经济研究所整理

多家企业参访，体现合作意向。今年以来，国内外的政府机构、汽车企业（日产、丰田、西门子、北汽、广汽、长安等）、互联网企业（腾讯、百度、大唐、华为、移动等）、高校和科研机构（清华大学、吉大、北航、天津中汽中心等）、行业组织等相关机构纷纷到访中国汽研参观交流，中国汽研园区已接待参观、提供自动驾驶驾乘体验 80 余次。

表 3：2017 年 4 月以来的访问企业

时间	来访企业或机关	交流项目
2017 年 4 月	密歇根州	就中国和美国的无人驾驶试验场的发展，中美相关产业合作对接等方面进行交流
2017 年 5 月	华为、移动	来访并参观交流
2017 年 5 月	TIAA	调研中国汽研 LTE-V 频率测试场地
2017 年 6 月	国务院督导组	来访，参观并乘坐体验了示范区车辆
2017 年 6 月	百度	来访并参观交流
2017 年 7 月	工信部	调研智能网联汽车电子基础技术与应用示范开展情况
2017 年 7 月	广汽研究院	访问并交流
2017 年 7 月	新加坡经济发展局	访问并交流
2017 年 8 月	重庆市委	参观并调研中国汽研
2017 年 12 月	佛山市高明区政府	参观访问，深度交流未来智能网联汽车的发展和产业链带动问题

资料来源：i-Vista 官网、国信证券经济研究所整理

11 月全球首发智能网联汽车评价规程。2017 年 11 月 17 日，在 i-Vista 正式开园一周年之际，中国汽研首次发布了智能网联汽车评价规程，并公布了首批 6 款车型评价结果。从技术发展来看，智能网联汽车已经成为行业的发展共识，智能网联汽车尤其是 ADAS 已经开始进入大规模市场化普及阶段，但目前市场上销售的 ADAS 产品缺乏统一标准，在产品性能、消费者接受度、中国工况适应性等方面参差不齐，迫切需要一个中立的、第三方权威的机构对其进行测试评价。汽研正式对 ACC、AEB、LDW、BSD、APS 五个系统进行测试规程的发布，明年将针对中国典型的强行切入危险工况、开门事故等设定试验评价规程，并通过 i-Vista 官网和合作媒体定期发布市场在售车型的评价结果，意向车企均可以通过 i-Vista 官网进行测试预约。汽车行业电动化、智能化背景下，智能检测业务有望成为中国汽研一大业绩增长点。

图 3：6 款车型评价结果

i-VISTA		ADAS测试评价规程验证试验结果					CAE RI
	A1	B1	B2	C1	SUV1	SUV2	
ACC	未搭载	一般 ++	优秀 ++++	良好 +++	一般 ++	较差 +	
AEB	一般 ++	优秀 ++++	较差 +	良好 +++	良好 +++	良好 +++	
LDW	较差 +	未搭载	优秀 ++++	良好 +++	良好 +++	良好 ++	
BSD	一般 ++	优秀 ++++	一般 ++	优秀 ++++	优秀 ++++	未搭载	
APS	未搭载	良好 +++	良好 +++	较差 +	优秀 ++++	未搭载	

i-VISTA (Intelligent Vehicle Integrated Systems Test Area)

资料来源：i-Vista 官网、国信证券经济研究所整理

■ 轨交行业空间巨大，CW350 (D) 齿轮箱进入“复兴号”

中国汽研 1) 前期通过单轨关键零部件（转向架+减速机）打入轨交市场，配套重庆跨座式单轨 2 号线、3 号线（累计配套 2、3 号线的轨交收入约 9 个亿），汽研在跨座式单轨上每车可供应的零部件收入在 150 万左右，其主要客户重庆长客公司产能 500 辆，考虑满产和 100% 配套，汽研单轨零部件收入空间在 7.5 亿；2) 2017 年，轨道交通零部件 CW350 (D) 齿轮箱进入“复兴号”，打破国外厂商如采埃孚的长期垄断，以汽研 20% 市占率和 30% 销售净利率假设，高铁齿轮箱业务潜在利润空间超 7000 万。

➢ 单轨零部件市场空间估计：汽研增长空间 7.5 亿，已知行业空间 200 亿

以重庆 2、3 号线为计算基准，跨座式单轨每辆车可供应的零部件收入在 150 万左右，目前 1) 汽研空间：重庆长客公司产能达 500 辆，汽研作为重庆长客的零部件核心配套商，在重庆长客满产的前提下，汽研轨交业务收入将达 7.5 亿。

2) 轨交行业空间：我们收集的目前已公示的 14 个跨座式城轨城市的规划总里程约 1600 公里，大部分在 2020 年之前完成建设，考虑到汽研累计配套重庆 2、3 号线的轨交收入 9 个亿，配套总里程 75 公里，那么现有规划中单轨关键零部件（转向架+减速机）的市场空间约 200 亿。

➢ 高铁核心零部件市场空间估计：复兴号市场空间 13 亿

假如按照复兴号潜在市场空间年需求 400 标准列，以标准 4 节驱动车厢，每驱动车厢 2 个转向架，每转向架 2 个齿轮箱，齿轮箱单价 20 万元，则高铁齿轮箱市场空间=400*4*2*2*20=12.8 亿元，按照 20% 市占率（主要供应商是采埃孚、威野堰等，未来随着高铁传动箱核心零部件加快国产化，汽研市占率有望提升）、30% 销售净利润（汽研单轨零部件毛利率 55%）假设，则中国汽研潜在利润空间 0.768 亿元（2016 年中国汽研净利润 3.4 亿）。

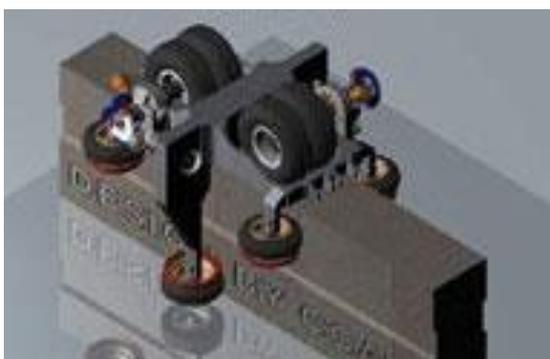
齿轮箱之于高铁，正如变速器之于汽车，CW350 (D) 齿轮箱是“复兴号”上最关键的的核心零部件之一。自 2014 年初，铁总召开首次 350 公里标准动车组统型启动会，面向全球公开招募零部件供应商以来，包括凯瑞传动在内的国内外 8 家轨道交通行业顶尖齿轮传动供应商投入到激烈研发竞争中。最终，中国汽研旗下全资子公司凯瑞传动率先研发成功并通过了装车考核，于 2017 年 1 月完成中铁检验认证中心 CRCC 产品认证。

轨交零部件子公司凯瑞传动技术领先，后续有望持续开拓轨交业务。中国汽研旗下重庆凯瑞车辆传动制造有限公司（以下简称“凯瑞传动”）是“复兴号”自主关键核心部件—CW350 (D) 齿轮箱研发制造单位之一。凯瑞传动从 2014 年 2 月启动研发开始，在短短两年内完成 CW350 (D) 齿轮箱研发、验证，并抢先一步实现整车配套供货，这背后是近 20 年的技术积淀和艰苦的努力。

凯瑞传动从上个世纪末开始涉足轨道交通领域，是一家集研究开发、生产制造轨道交通车辆转向架关键零部件的专业化高新技术企业，产品覆盖城轨、高铁等各种制式轨道车辆传动、基础制动、联轴器和关键零部件，技术均处于业内先进水平。相关产品在重庆单轨 2、3 号线、长春、沈阳、成都、埃塞俄比亚等国内、国际项目上得到广泛应用。此前，350 公里以上动车组列车齿轮箱几乎全部由国外公司垄断，高铁技术虽然在欧洲或日本等国家和地区经过了验证，但面对中国复杂的高铁运营、环境气候，屡屡出现“水土不服”，为中国本土高铁零部件企业提供切入机会。

通过“复兴号”齿轮箱研发制造，凯瑞传动获得 6 项专利，全面系统掌握了高铁齿轮箱关键技术，构建了自主研发体系，形成了核心竞争能力。但凯瑞传动并未止步，已投入更高速度等级齿轮箱研发储备，未来在中国和世界各地的高铁项目中有望进行持续拓展。

图 4：单轨转向架安装总成



资料来源：百度、国信证券经济研究所整理

图 5：CW350 (D) 齿轮箱



资料来源：百度、国信证券经济研究所整理

■ 智能网联纯正标的，长期受益于汽车智能化、电动化发展趋势

政策和市场双重激励下，汽车智能化、电动化已成为行业共识。在近期工信部人工智能三年规划、蔚来 ES8 上市等多重催化下，2018 年我们继续看好汽车智能网联。中国汽研作为纯正的智能网联标的，近年来积极投入智能网联测试研发，拥有先进的技术储备和丰富的检测数据，伴随智能辅助系统发展的开放性检测成为检测企业新增长点。我们认为，国企改革最核心的问题在于激励机制的理顺，公司国改预期落地，绑定团队利益。考虑三季报技术服务业务订单释放不达预期，我们下调盈利预测，将 17/18/19 年 EPS 从 0.46/0.59/0.73 元下调至 0.40/0.49/0.60 元，下调后的对应 PE 分别为 20.4/16.9/13.6 倍，强制性检测具备资质垄断，智能驾驶端掌握标准制定，长期看好公司轨交（复兴号）+检测（电动化、智能化）业务拓展，维持买入评级。

特别提示：根据《发布证券研究报告暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告[2010]28 号）第十二条的规定，我公司特披露：截至 2017 年 12 月 19 日，我公司以自有资金投资持有“中国汽研”（601965）12072649 股。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1485	1300	1300	1300	营业收入	1655	2322	2799	3387
应收款项	555	763	920	1114	营业成本	1109	1584	1889	2264
存货净额	163	400	433	464	营业税金及附加	16	16	19	23
其他流动资产	450	836	1008	1219	销售费用	51	70	84	102
流动资产合计	2653	3299	3661	4097	管理费用	175	241	289	347
固定资产	1767	1892	2010	2119	财务费用	(34)	(15)	(10)	(13)
无形资产及其他	214	207	199	191	投资收益	32	32	27	26
投资性房地产	84	84	84	84	资产减值及公允价值变动	(5)	(14)	(14)	(14)
长期股权投资	62	62	62	62	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4781	5545	6016	6554	营业利润	364	445	541	676
短期借款及交易性金融负债	0	253	197	89	营业外净收支	38	21	22	22
应付款项	217	280	336	406	利润总额	402	466	563	698
其他流动负债	313	440	530	640	所得税费用	61	78	95	117
流动负债合计	531	973	1063	1135	少数股东损益	0	1	1	1
长期借款及应付债券	3	3	3	3	归属于母公司净利润	340	387	468	580
其他长期负债	208	238	268	298					
长期负债合计	211	241	271	301	现金流量表 (百万元)				
负债合计	741	1214	1334	1436	净利润	340	387	468	580
少数股东权益	20	20	21	21	资产减值准备	(11)	0	0	0
股东权益	4020	4310	4661	5096	折旧摊销	111	149	163	177
负债和股东权益总计	4781	5545	6016	6554	公允价值变动损失	5	14	14	14
					财务费用	(34)	(15)	(10)	(13)
					营运资本变动	(11)	(611)	(185)	(226)
					其它	11	0	0	0
					经营活动现金流	447	(60)	460	545
					资本开支	(164)	(281)	(287)	(292)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(190)	(281)	(287)	(292)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(98)	(97)	(117)	(145)
					其它融资现金流	51	253	(56)	(108)
					融资活动现金流	(144)	156	(173)	(253)
					现金净变动	112	(185)	0	0
					货币资金的期初余额	1373	1485	1300	1300
					货币资金的期末余额	1485	1300	1300	1300
					企业自由现金流	194	(401)	122	200
					权益自由现金流	245	(135)	74	103

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.35	0.40	0.49	0.60
每股红利	0.10	0.10	0.12	0.15
每股净资产	4.18	4.48	4.85	5.30
ROIC	7%	8%	9%	11%
ROE	8%	9%	10%	11%
毛利率	33%	32%	33%	33%
EBIT Margin	18%	18%	19%	19%
EBITDA Margin	25%	24%	24%	24%
收入增长	38%	40%	21%	21%
净利润增长率	9%	14%	21%	24%
资产负债率	16%	22%	23%	22%
息率	1.2%	1.2%	1.5%	1.8%
P/E	23.3	20.4	16.9	13.6
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	20.8	16.3	13.6	11.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《中国汽研-601965-2017 年中报点评：新订单增长稳健，专用车增收不增利》 ——2017-08-22
- 《中国汽研-601965-2017 年上半年业绩快报点评：2017 年上半年业绩符合预期，静待轨交、智能化新拓展》 ——2017-07-13
- 《中国汽研-601965-2017 年一季报点评：增长稳健：专用车放量、技术服务深化、轨交零部件静候新订单》 ——2017-04-25
- 《中国汽研-601965-年报点评：业绩稳增，打造汽车产业科技创新及公共技术服务平台》 ——2017-03-27
- 《中国汽研-601965-2016 年业绩快报点评：业绩稳健增长，向好趋势持续》 ——2017-01-17

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市

场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。