



徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

受益于汽车行业成长的独立检测和研发机构

——中国汽研（601965）新股点评

证券研究报告-新股点评

无投资评级（首次）

发布日期: 2012 年 6 月 8 日

报告关键要素:

作为业内独立的检测评价和研发服务机构之一, 公司受益于行业快速发展过程中对第三方检测和研发需求的提升, 特别是进口汽车检测需求的快速增长。

事件:

- **中国汽研（601965）发行新股。**公司按8.20元/股公开发行A股1.92亿股, 将于6月11日上市, 募集资金15.74亿元, 主要投向汽车技术研发与测试基地项目。

点评:

- **公司简介。**中国汽研全名中国汽车工程研究院股份有限公司, 始建于1965年, 原名重庆重型汽车研究所。公司主要从事汽车领域技术服务和产业化制造业务。自成立以来, 相继承担了上世纪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。

公司控股股东为中国通用技术集团, 持有股份占 IPO 前总股本的 95%, 并通过子公司中机公司、中技公司、通用咨询持有剩下的 5%。按发行 19200 万股计算, 发行后, 控股股东直接间接持有总股本的 67.04%。

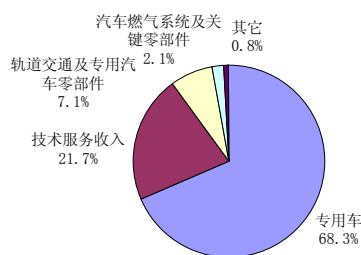
表 1: 公司 IPO 前后股权结构

股东	发行前		发行后	
	股份 (万股)	比例	股份 (万股)	比例
通用技术集团	42,634.72	95.00%	40,810.72	63.69%
中机公司	897.57	2.00%	859.17	1.34%
中技公司	673.18	1.50%	644.38	1.01%
通用咨询	673.18	1.50%	644.38	1.01%
全国社会保障基金理事会	-	-	1,920.00	3.00%
公众投资者	-	-	19,200.00	29.96%
总计	44,878.66	100.00%	64,078.66	100.00%

资料来源: 招股说明书, 中原证券

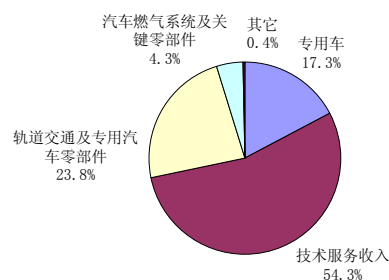
公司目前主营业务包括专用车、技术服务、轨道交通及专用汽车零部件和汽车燃气系统及其关键零件, 其中在 2011 年收入结构中, 专用车占比达到 68.3%, 但毛利仅占 17.3%; 核心业务技术服务收入占比为 21.7%, 毛利占比高达 54.3%。

图 1：2011 年主营业务收入结构



资料来源：中原证券，招股说明书

图 2：2011 年主营业务毛利结构

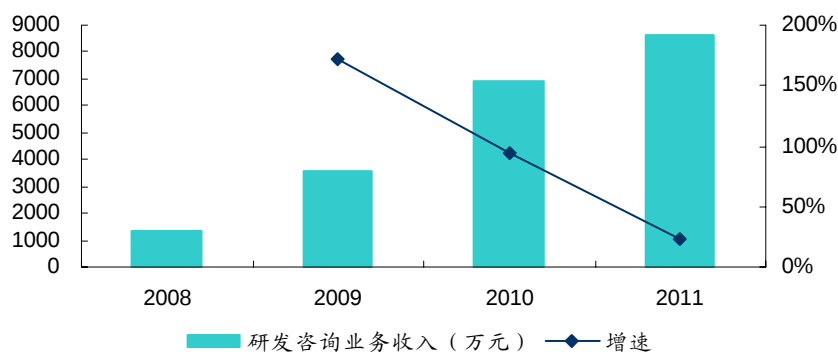


资料来源：中原证券，招股说明书

- **研发咨询业务优势独特。**随着汽车市场的增长，特别是自主品牌汽车的发展，国内汽车研发咨询行业得以快速成长。自主品牌和外资品牌并存的局面对国内研发咨询业务产生了影响。内资研发机构主要针对商用车业务和自主品牌乘用车业务，而外资研发机构更多集中于合资乘用车领域。由于汽车研发体系庞大而细致，即使是大型汽车集团也难以配置能完全满足需求的内部研发机构，很多情况下需要借助外部第三方机构力量。

公司的研发咨询业务规模较小，但借助测试评价业务的经验积累和完善的实验设施，也具备独特的优势，近几年业务规模实现较快增长。

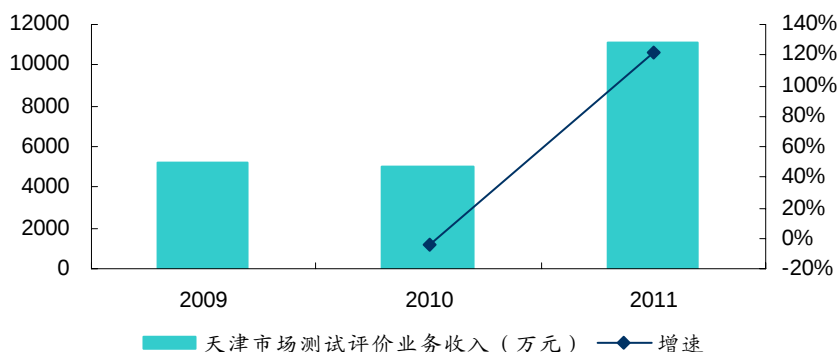
图 3：公司研发咨询收入与增速



资料来源：招股说明书，中原证券

- **测试评价业务受益于进口车快速增长。**测试评价业务主要为汽车厂商、政府监管部门或者用户提供检测、试验验证、符合性评价，可以分为普通测试评价和质量监督检验两类，各占约50%市场规模。根据公司估算，2009-2011年，由第三方汽车测试评价机构完成的业务规模为30亿元、35亿元和40亿元。我国汽车产品测试评价业务集中度较高，已获政府全面授权的6大国家级质量监督检验机构分别为天津中心、长春中心、襄樊中心、客车中心、上海中心和重庆中心，合计占有70%左右的市场份额。其中归属于中国汽研的国家机动车质量监督检验中心（重庆）占据约10%的市场份额。由于历史原因，各大检测中心业务有一定地域性。公司除服务西南地区外，也通过在江苏苏州、浙江玉环、广东佛山、天津等地建立测试基地，加强在非西南区域的业务开拓。2011年，天津口岸进口汽车数量增加，公司积极拓展进口车检测业务，当年在天津市场的收入达到1.11亿元，同比增长121.94%。

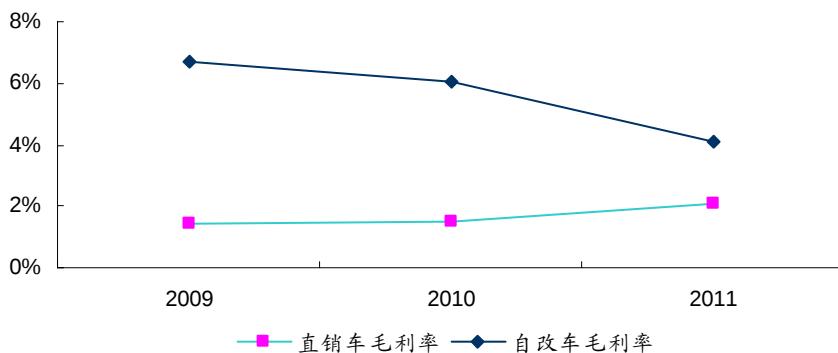
图 4：天津市场测试评价业务收入



资料来源：招股说明书，中原证券

- **专用车业务转型升级。**公司专用车业务由旗下凯瑞特种车和凯瑞科信实施，主要产品包括自卸、混凝土搅拌车等，市场集中在西南和西北地区。专用车业务包含两种模式，一种是自行改装并销售，另一种是代理销售，主要代理品牌为上汽依维柯红岩和包头北奔。由于自改车包含改装环节，因此毛利率相对较高。专用车行业极度分散，2009 年，我国拥有专用车生产企业 798 家，市场竞争激烈导致毛利率处于较低水平。有鉴于此，未来公司计划适度控制附加值较低的自卸车产品的规模，加大新产品的开发力度，实现产品转型和升级换代。预计今年专用车销售规模下降，但毛利率将有提升。

图 5：直销车和自改车毛利率。



资料来源：招股说明书，中原证券

- **轨道交通及专用汽车零部件将集中交付订单。**公司借助重庆引进单轨轨道交通的机会进入这一领域，目前已经全面掌握了“单轨列车转向架核心技术”，是长春轨道客车公司和重庆轨道交通总公司单轨列车关键零部件的主要供应商。公司尚有 300 辆单轨列车的关键零部件订单未交付，预计将在 2012-2013 年分批交付。目前国内单轨轨道交通主要在重庆应用，未来订单来源有限。公司将向其它轨道交通和高铁等领域进行拓展。

表 2：单轨列车关键零部件合同执行情况

项目	签订时间	金额（万元）	约定供货量	已交付数量
《工业品买卖合同》 (编号：CRC-CAERI-CQDG-080430)	2008 年 4 月 30 日	4,289.24	26	26
《工业品买卖合同》 (编号：CRC-CAERI-CQKR-CQDG-080430)	2009 年 11 月 18 日	17,666.68	114	114
《工业品买卖合同》 (编号：CRC-CQKR-CQDG-100525)	2010 年 5 月 25 日	19,148.34	126	12
《工业品买卖合同》 (编号：CRC-CQKR-CQDG-110722-78)	2011 年 12 月 20 日	7,896.49	78	0
《工业品买卖合同》 (编号：4900096791)	2011 年 12 月 20 日	3,127.54	78	0
《工业品买卖合同》 (编号：CRC-CQKR-CQDG-110722-001)	2012 年 1 月 20 日	9,228.82	108	0
《工业品买卖合同》 (编号：4900096794)	2011 年 12 月 20 日	4,330.45	108	0

资料来源：招股说明书，中原证券

- **燃气汽车发展迅猛。**燃气汽车是传统汽柴油车的替代品之一，具有污染排放少、燃油经济性高等优点。随着油价上涨，国内燃气汽车发展迅猛，众多城市在公共汽车和出租车开始使用天然气。截止 2009 年，我国天然气汽车保有量突破 45 万辆。根据国际天然气汽车协会统计，2000-2010 年全球天然气汽车保有量复合增速超过 25%。公司拥有汽车燃气系统三代技术，与其它两家企业合计占有 85% 市场。随着燃气汽车的进一步推广，公司业务将保持较快增长。
- **盈利预测。**按发行后总股本摊薄计算，预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为 0.39 元和 0.46 元。公司业务横跨技术服务、专用车、轨道交通设备等领域，综合对比相关上市公司估值情况，我们认为公司合理市盈率区间为 18-22 倍（2012 年动态），对应股价为 7.02 元-8.58 元。
- **风险提示：**汽车行业增长达不到预期；政策调整风险；新客户开发达不到预期。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	21.57	19.47	17.21	19.55
增长比率 (%)	56.68	-9.72	-11.65	13.63
净利润 (亿元)	1.39	2.00	2.49	2.92
增长比率 (%)	84.23	44.38	24.25	17.57
每股收益 (元)	0.22	0.31	0.39	0.46
市盈率 (倍)				

发行数据

发行价 (元)	8.20
发行数量 (万股)	19200
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	5月30日
上市日期	6月11日

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产 (元)	2.40
每股经营现金流 (元)	-0.19
毛利率 (%)	19.88
净资产收益率 (%)	20.85
资产负债率 (%)	42.90
总股本/流通股 (亿股)	4.49/
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势

相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。