

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

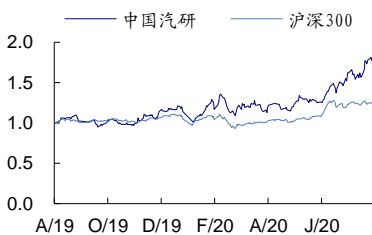
中国汽研(601965)
买入

2020 年中报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 989/965 |
| 总市值/流通(百万元) | 12,455/12,154 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,404/13,851 |
| 12 个月最高/最低(元) | 12.85/6.75 |

相关研究报告:

《中国汽研-601965-重大事件快评: i-Dawns 车路协同设备落地, 智能网联布局国内领先》——2020-06-02

《中国汽研-601965-2020 年一季报点评: 业绩稳健, 行业升级迎来新空间》——2020-05-07

《中国汽研-601965-重大事件快评: 2019 年 Q4 收入、利润创上市来新高》——2020-01-09

《中国汽研-601965-2019 年三季报业绩点评: 符合预期, 业绩持续提速》——2019-10-29

《中国汽研-601965-2019 年三季报业绩点评: 业绩符合预期, 有望持续提速》——2019-09-02

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814
 E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

独立性声明:

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。

财报点评

业绩符合预期, 电动智能打开长期成长空间

● 业绩符合预期, 新签合同稳步提升

公司上半年实现营收 15.41 亿元, +42.32%, 归母净利润 1.99 亿元, +4.89%, 扣非 1.88 亿元, +6.55%。单二季度实现营收 10.5 亿元, +80.4%, 归母净利润 1.37 亿元, +44%, 扣非 1.28 亿元, +49.09%。上半年新签合同 18.06 亿元, +45.45%。整体而言, 上半年业绩符合预期, 收入、利润、新签合同稳步提升。收入快于利润增速原因主要有: 1) 固定资产折旧增加 4700 万 (风动、智能网联试验场); 2) 低毛利装备制造板块收入快速增长。

● 毛利率结构性下降, 费用端管控见效

公司上半年毛利率 24.79%, -4.46pct (主要由于毛利率较低的专用车业务占比提升所致), 净利率 13.09%, -4.49pct。报告期内四费比例 9.30%, -1.34pct, 其中销售费用率为 2.08%, -0.33pct, 管理费用率为 5.41%, -1.22pct, 财务费用率为 -0.83%, +0.59pct。

● 技术服务: 客户拓展、新能源和智能化业务升级

公司上半年技术服务收入 6.5 亿元, +17.4%, 主要增长原因在于客户拓展、排放升级、河南、广东分公司并表; 新能源中心完成纯电动评价规程升级, 完成国家氢能中心勘察设计总图布置和设计方案; 智能中心签订多个城市及整车厂自动驾驶领域建设项目, 并重点打造车路协同集成解决方案, 完成了智能路灯功能样件开发。

● 产业化: 受益于新基建, 轨交订单突破

公司上半年装备制造收入 8.9 亿元, +68.2%, 大幅增长原因在于新基建投资、国三货车淘汰等驱动下工程重卡及环卫产品等订单增加。轨交业务目前已陆续开始单轨订单交付, 同时获得地铁齿轮箱上车扩大验证机会, 地铁市场取得关键突破; 燃气系统国 VI 产品销量增加。

● 风险提示: 汽车行业景气度大幅低于预期; 公司新业务布局不及预期。

● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级

维持盈利预测, 预计 20-22 年归母净利分别为 5.3/6.2/7.6 亿元, 对应 EPS=0.54/0.64/0.79 元, 对应 PE=23/20/16x, 维持“买入”评级。

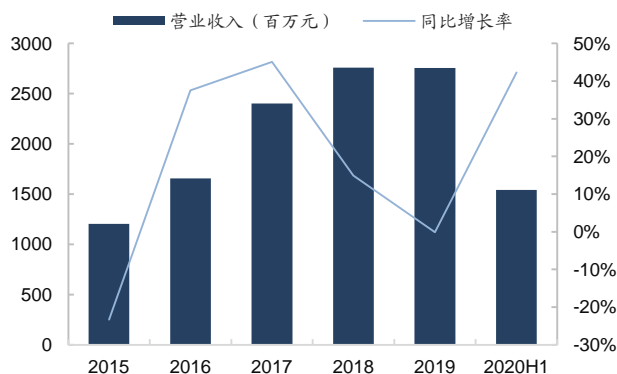
盈利预测和财务指标

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,758 | 2,755 | 2,813 | 3,257 | 3,778 |
| (+/-%) | 14.9% | -0.1% | 2.1% | 15.8% | 16.0% |
| 净利润(百万元) | 403 | 467 | 525 | 619 | 762 |
| (+/-%) | 7.5% | 15.8% | 12.4% | 18.0% | 23.1% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.42 | 0.48 | 0.54 | 0.64 | 0.79 |
| EBIT Margin | 17.2% | 19.8% | 20.8% | 21.8% | 22.9% |
| 净资产收益率(ROE) | 9.0% | 9.9% | 10.4% | 11.3% | 12.6% |
| 市盈率(PE) | 21.2 | 18.6 | 23.3 | 19.7 | 16.0 |
| EV/EBITDA | 13.1 | 13.8 | 17.1 | 14.6 | 12.3 |
| 市净率(PB) | 1.59 | 1.85 | 2.41 | 2.22 | 2.03 |

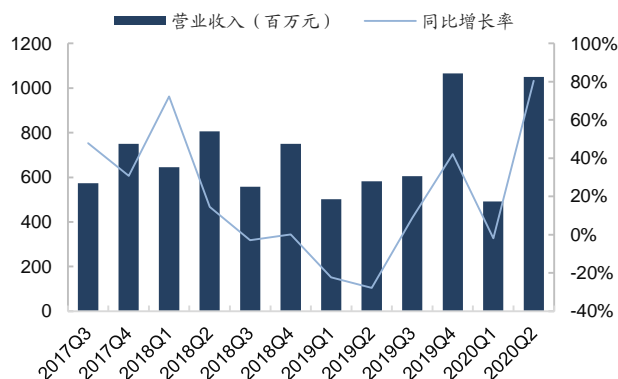
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

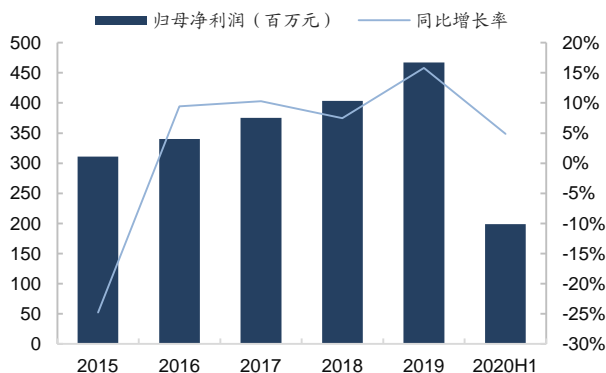
业绩符合预期，新签合同稳步提升。公司上半年实现营收 15.41 亿元，同比增加 42.32%，归母净利润 1.99 亿元，同比增加 4.89%，扣非 1.88 亿元，同比增加 6.55%。单二季度实现营收 10.50 亿元，同比增加 80.41%，归母净利润 1.37 亿元，同比增加 44.00%，扣非 1.28 亿元，同比增加 49.09%。上半年新签合同 18.06 亿元，同比增长 45.45%。整体而言，上半年业绩符合预期，收入、利润、新签合同稳步提升。收入快于利润增速原因主要有：1) 固定资产折旧增加 4700 万（风动、智能网联试验场）；2) 低毛利装备制造板块收入快速增长。

图 1：公司营业收入及增速


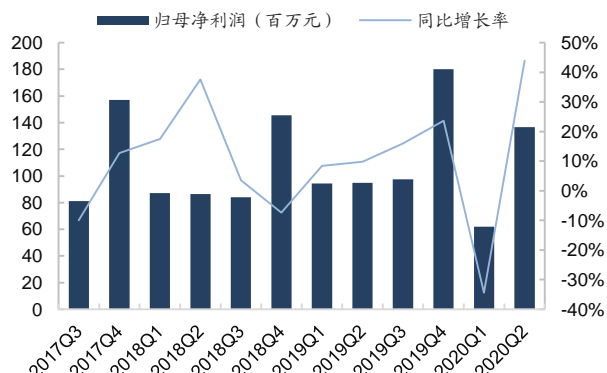
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速


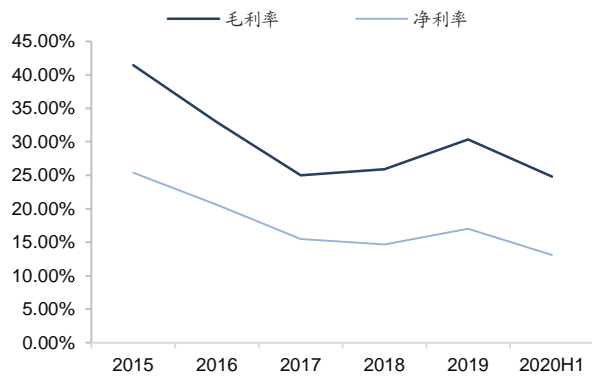
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

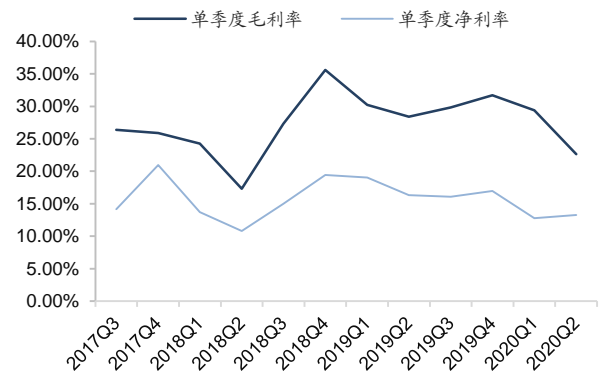
毛利率结构性下降，费用端管控见效。公司上半年毛利率 24.79%，同比下降 4.46pct（主要由于毛利率较低的专用车业务营收占比提升所致），净利率 13.09%，同比下降 4.49pct。报告期内四费比例 9.30%，同比下降 1.34pct，其中销售费用率为 2.08%，同比下降 0.33pct，管理费用率为 5.41%，同比下降 1.22pct，财务费用率为 -0.83%，同比增加 0.59pct。

图 5：公司毛利率和净利率



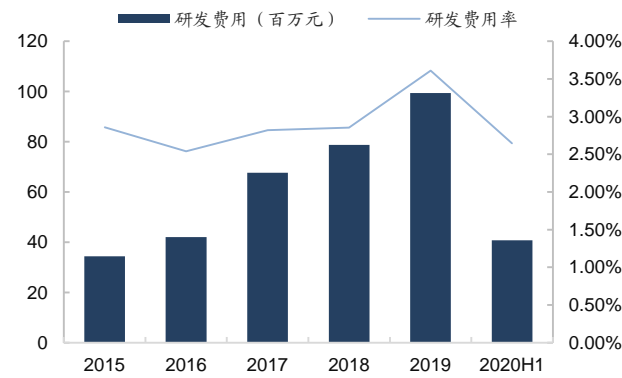
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



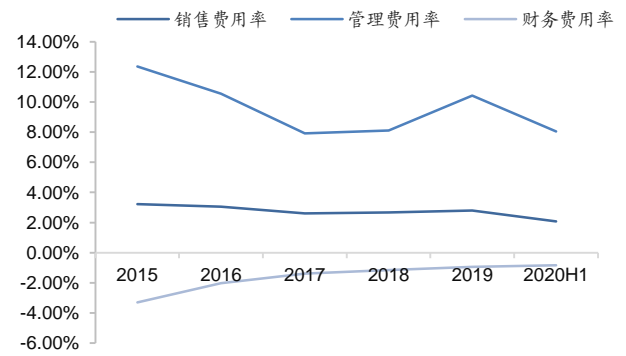
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：研发费用及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

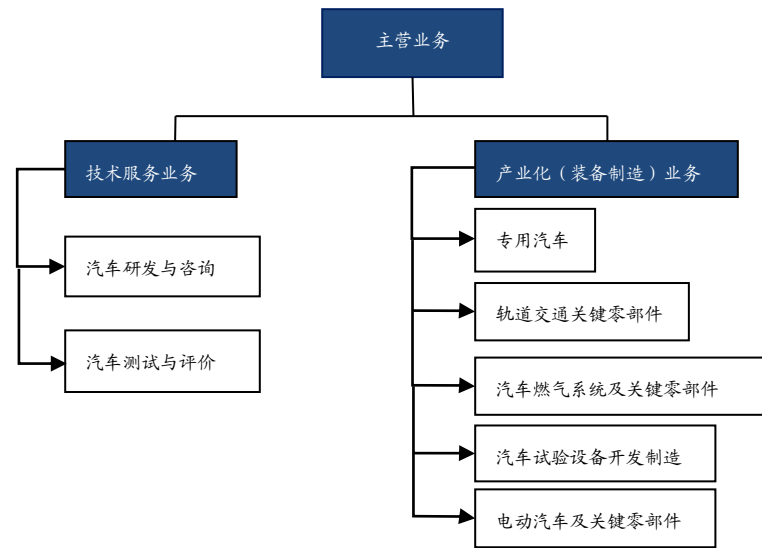
图 8：三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（其中管理费用率中包含研发费用率）

拆分业务来看，公司主要有技术服务和产业化（装备制造）两大业务板块，技术服务业务又包含研发咨询和测试评价两大细分业务，产业化（装备制造）业务包含专用车、轨道交通关键零部件、汽车燃气系统及关键零部件、汽车试验设备开发制造、电动汽车及关键零部件等业务。2019 年年报根据公司战略部署安排，对业务板块进行重新划分，其中：技术服务及装备业务含技术服务业务（即原技术服务业务）和技术服务装备业务（即原汽车试验设备开发制造业务）；原电动汽车及关键零部件业务因战略调整划分为其他业务。

图 7: 中国汽研主营业务拆分



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理(2019年之后汽车试验设备开发制造业务并入技术服务及装备业务,以下简称“技术服务”)

2020H1 公司技术服务业务营收占比 42%, 毛利率 48.7%, 同比下降约 5pct(主要由于能力提升项目转固导致折旧费增加), 产业化(装备制造)业务营收占比 58%; 2019 年公司实现营收 27.5 亿元, 其中技术服务业务营收占比 53.5%(毛利率 49.6%), 产业化(装备制造)业务营收占比 46.5%(毛利率 8.2%)。

1. 技术服务板块: 客户拓展、新能源和智能化业务升级

公司上半年技术服务收入 6.5 亿元, +17.4%, 主要增长原因在于客户拓展、排放升级、河南、广东分公司并表。2020 年上半年——

检测事业部在靶向营销和新型产研关系上集中发力, 重点突破, 实现了中国载货汽车生产企业联席会八家联席会成员单位(C8)、中国汽车 T10 峰会十家企业(T10)业务全覆盖; 推出旅居车、关爱儿童校车、低风阻汽车等特色自愿性认证项目, 紧抓消费热点, 不断提升行业影响力。

工程中心在市场方面突破部分高端客户, 客户转型初见成效。产品方面通过与国内外行业龙头企业对标分析, 聚焦以“体验”为核心, 构建“工程服务+测试工具+仿真软件”全流程的转型升级方案。

新能源中心完成纯电动评价规程升级, 并积极开拓业务, 同时加快混合动力规程的开发; 抢抓重庆两江新区燃料电池车示范运行项目机遇, 带动业务增长; 完成国家氢能中心勘察设计总图布置和设计方案。智能中心利用核心技术优势和汽车产业合作经验, 抓住“5G 新基建”机遇, 成功签订多个城市及整车厂自动驾驶领域建设项目, 并重点打造车路协同集成解决方案, 完成了智能路灯功能样件开发。

数据中心通过《碰撞与洞察》、“安全同行”六一特别活动、《汽车健康诊所》等栏目的发布和活动的开展, 使公司整体品牌影响力大幅提升; 同时咨询业务以国家部委服务和政研工作为主线, 逐步推进地方数据平台工作, 后续将持续为公司各板块业务赋能。试验装备业务, 围绕“前端抓市场、后端抓交付”的工作思路。坚持每单必争, 每标必投, 中标率超过 40%, 二季度中标金额创单季度历史新高; 同时完成高级驾驶辅助系统(ADAS)测试系统驾驶机器人工程

样机开发，并进入道路试验验证阶段。

2. 装备制造板块：受益于新基建，轨交订单突破

公司上半年装备制造收入 8.9 亿元，+68.2%，大幅增长原因在于新基建投资、国三货车淘汰等驱动下工程重卡及环卫产品等订单增加。2020 年上半年——

专用车业务，开展生产“百日大攻坚”活动，产销同比增长显著。通过工艺布局调整、产品标准化规范、加大外协竞争提升生产积极性，产能突破性提升，创历史新高。同时，通过钢材锁价、直购，材料利用率提升等途径，工程产品毛利率提升。

轨道交通业务，收入、利润、新签合同均实现同比增长，目前已陆续开始单轨订单交付；同时通过多渠道攻关，赢得地铁齿轮箱上车扩大验证机会，地铁市场取得关键突破。

清洁能源业务，受利国 VI 产品先发并批量供货优势和新能源技术服务业务增长，收入、利润同比增长。二季度产销逐步恢复，燃气系统国 VI 产品销量增加，毛利率改善。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。短期来看，公司基本面与汽车增量市场关联性较弱，防御性强，同时业绩受益排放升级以及新业务风洞实验室投产。长期看，公司属于掌握核心技术的汽车领域检测龙头，前瞻布局智能网联，叠加管理改善，有望迎来业绩稳健增长与估值提升。我们基本维持此前盈利预测，预计 20-22 年归母净利润分别为 5.3/6.2/7.6 亿元，对应 EPS=0.54/0.64/0.79 元，对应 PE=23/20/16x，此前给予的 20 年目标估值现已达到，我们更新一年期(2021 年)目标估值 16.1-19.3 元(对应 21 年 PE 25-30x)，当前距离目标估值仍有 28%-53%提升空间，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 | 总市值 | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|--------|--------|-----|------|------|------|-------------|------|------|------|
| | | 200830 | 亿元 | 19E | 20E | 21E | 19E | 20E | 21E | |
| 002920.SZ | 德赛西威 | 70.9 | 390 | 0.53 | 0.92 | 1.04 | 133.5 | 77.1 | 68.2 | 增持 |
| 300572.SZ | 安车检测 | 76.83 | 149 | 0.97 | 1.34 | 1.86 | 98.1 | 71.0 | 51.2 | 增持 |
| 603197.SH | 保隆科技 | 28.53 | 47 | 1.06 | 1.27 | 1.57 | 73.0 | 60.9 | 49.3 | 增持 |
| | 平均 | | | | | | 101.5 | 69.7 | 56.2 | |
| 601965.SH | 中国汽研 | 12.6 | 125 | 0.48 | 0.54 | 0.64 | 26.2 | 23.3 | 19.7 | 买入 |
| | 目标估值区间 | | | | | | 16.1-19.3 元 | | | |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 现金及现金等价物 | 1146 | 1300 | 1300 | 1300 | 营业收入 | 2755 | 2813 | 3257 | 3778 |
| 应收款项 | 660 | 925 | 1071 | 1242 | 营业成本 | 1919 | 1912 | 2178 | 2488 |
| 存货净额 | 284 | 234 | 270 | 310 | 营业税金及附加 | 24 | 26 | 31 | 36 |
| 其他流动资产 | 91 | 563 | 651 | 756 | 销售费用 | 77 | 70 | 81 | 94 |
| 流动资产合计 | 2605 | 3444 | 3714 | 4031 | 管理费用 | 188 | 218 | 257 | 296 |
| 固定资产 | 2724 | 2833 | 2931 | 3016 | 财务费用 | (26) | 1 | 13 | 1 |
| 无形资产及其他 | 319 | 308 | 296 | 284 | 投资收益 | 16 | 17 | 17 | 17 |
| 投资性房地产 | 164 | 164 | 164 | 164 | 资产减值及公允价值变动 | 6 | 4 | 4 | 4 |
| 长期股权投资 | 246 | 246 | 246 | 246 | 其他收入 | (46) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 6059 | 6995 | 7351 | 7741 | 营业利润 | 549 | 606 | 717 | 884 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 872 | 637 | 317 | 营业外净收支 | 1 | 10 | 10 | 10 |
| 应付款项 | 613 | 328 | 377 | 435 | 利润总额 | 551 | 616 | 727 | 894 |
| 其他流动负债 | 546 | 497 | 573 | 661 | 所得税费用 | 82 | 89 | 105 | 130 |
| 流动负债合计 | 1159 | 1697 | 1588 | 1412 | 少数股东损益 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 长期借款及应付债券 | 3 | 3 | 3 | 3 | 归属于母公司净利润 | 467 | 525 | 619 | 762 |
| 其他长期负债 | 183 | 213 | 243 | 273 | | | | | |
| 长期负债合计 | 186 | 216 | 246 | 276 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 1345 | 1913 | 1833 | 1688 | 净利润 | 467 | 525 | 619 | 762 |
| 少数股东权益 | 17 | 19 | 20 | 22 | 资产减值准备 | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 4696 | 5064 | 5497 | 6031 | 折旧摊销 | 178 | 239 | 254 | 270 |
| 负债和股东权益总计 | 6059 | 6995 | 7351 | 7741 | 公允价值变动损失 | (6) | (4) | (4) | (4) |
| | | | | | 财务费用 | (26) | 1 | 13 | 1 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 482 | (990) | (114) | (142) |
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 其它 | 5 | 1 | 1 | 2 |
| 每股收益 | 0.48 | 0.54 | 0.64 | 0.79 | 经营活动现金流 | 1122 | (228) | 757 | 888 |
| 每股红利 | 0.25 | 0.16 | 0.19 | 0.24 | 资本开支 | (452) | (333) | (336) | (339) |
| 每股净资产 | 4.84 | 5.22 | 5.67 | 6.22 | 其它投资现金流 | (423) | 0 | 0 | 0 |
| ROIC | 11% | 11% | 11% | 13% | 投资活动现金流 | (933) | (333) | (336) | (339) |
| ROE | 10% | 10% | 11% | 13% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 30% | 32% | 33% | 34% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 20% | 21% | 22% | 23% | 支付股利、利息 | (243) | (157) | (186) | (229) |
| EBITDA Margin | 26% | 29% | 30% | 30% | 其它融资现金流 | 168 | 872 | (235) | (320) |
| 收入增长 | 0% | 2% | 16% | 16% | 融资活动现金流 | (317) | 715 | (421) | (549) |
| 净利润增长率 | 16% | 12% | 18% | 23% | 现金净变动 | (128) | 154 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 22% | 28% | 25% | 22% | 货币资金的期初余额 | 1274 | 1146 | 1300 | 1300 |
| 息率 | 2.0% | 1.3% | 1.5% | 1.9% | 货币资金的期末余额 | 1146 | 1300 | 1300 | 1300 |
| P/E | 26.2 | 23.3 | 19.7 | 16.0 | 企业自由现金流 | 672 | (582) | 411 | 528 |
| P/B | 2.6 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 权益自由现金流 | 841 | 289 | 164 | 207 |
| EV/EBITDA | 18.7 | 17.1 | 14.6 | 12.3 | | | | | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032