

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年05月17日

市场数据

目前股价	7.03
总市值（亿元）	68.20
流通市值（亿元）	67.57
总股本（万股）	97,013
流通股本（万股）	96,118
12个月最高/最低	9.90/5.35

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

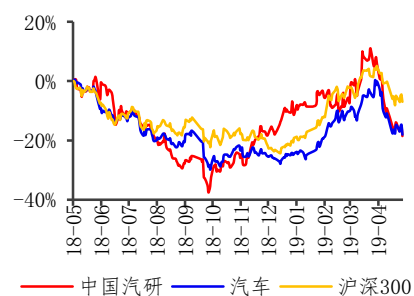
☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

联系人（研究助理）：吕方 S1070118080040

☎ 010-88366060-8768

✉ lvfang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<工信部要求全面开展自动驾驶相关标准研制，公司有望成为重要参与者和受益者>> 2019-05-15

<<一季度业绩低于预期，但坚定看好其长期价值>> 2019-04-27

<<两座汽车风洞进入联合调试阶段，即将于19年下半年正式投产>> 2019-04-20

筹建国家氢能动力检验中心，打造氢能动力检测评价高地

——中国汽研（601965）公司动态点评

盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2401	2758	3126	3588	4002
YoY(%)	45.1%	14.9%	13.3%	14.8%	11.5%
净利润	375	403	495	616	716
YoY(%)	10.3%	7.5%	22.7%	24.6%	16.1%
摊薄 EPS	0.39	0.42	0.51	0.64	0.74
P/E(倍)	18.2	16.9	13.8	11.1	9.5

资料来源：长城证券研究所

■ **事件：**近日，公司筹建“国家氢能动力质量监督检验中心”的可行性论证评审会成功举行。专家组一致认为公司提出的国家氢能动力质量监督检验中心建设方案目标明确、定位清晰，内容较为完整、具有可操作性，并且该建设项目得到了重庆市人民政府及重庆两江新区管理委员会的大力支持，具有较好的工作基础，预期可以实现建设目标。专家组建议通过论证抓紧项目建设并尽早通过国家验收，努力打造国际一流的氢能动力检测评价高地。

■ 对此我们有以下点评：

■ 目前国内尚未形成国家氢能动力产品测试评价和研发的机构，公司筹建的**国家氢能动力质量监督检验中心**凭借重庆市人民政府提供的土地支持以及公司已有的能力和资源，**将打造成国内第一所氢能动力质检机构**。该项目以氢燃料电池汽车相关产品检测研发为重点，以全面服务氢能产业为目标，是中国汽研推动能源结构调整，制造业转型升级中研发和测试评价业务的重要突破，并且项目得到了重庆市人民政府及重庆两江新区管理委员会的大力支持，重庆两江新区管理委员会在两江新区鱼复开发区地块支持190亩土地用于国家氢能动力质检中心的建设。建设氢能动力质检中心可以填补国家氢能动力产品测试评价和研发机构的空白，有利于提高重庆乃至全国氢能动力产品测试评价与研发能力。

■ **国内氢燃料电池汽车在国家政策支持下正在快速发展，中国汽研筹建氢能动力检测中心是很有必要的。**随着能源日益减少、污染日益严重，氢燃料电池以其零污染、高能量密度、加氢耗时短（类似于加油）等优点被认为是汽车的完美技术方案。今年以来氢燃料电池行业国家政策利好不断，地方政府纷纷响应加速其落地，可见国家对燃料电池汽车的重视程度和布局决心。目前国内主流客车企业基本都有燃料电池客车的布局，并且部分企业的产品已经正式交付运营；乘用车的系统集成难度较高，尚处于研发导入期。在国内氢燃料电池汽车快速发展的情况下，中国汽研筹建氢能动力

力检测中心是很有必要的。

- **公司率先打造氢能动力产品的国家级研发检测基地，随着氢燃料电池汽车的快速发展，将为公司业绩贡献新增量。**公司前瞻布局氢能动力检测中心，以氢燃料电池汽车相关产品检测研发为重点，未来随着氢燃料电池汽车的发展，公司可以成为氢燃料电池产品检测机构，并为各大主机厂、零部件厂商提供领先技术的研发服务，将为公司检测业务和研发业务贡献业绩新增量。
- **投资建议：公司是量价齐升+戴维斯双击的具有成长属性的优秀标的，并且受汽车周期影响较小。从中短期维度来看，**公司受益于排放标准国五升国六、近几年电动车车型数量大幅增加以及智能网联汽车的快速发展。**从长期维度来看，**公司受益于中国汽车企业研发支出的增长。厂商间竞争加剧、换代周期缩短、新车推出速度加快、汽车消费升级、科技含量提升、逆向开发转向正向开发都在推动汽车增加研发支出，这为中国汽研的成长提供了良好的赛道。
- 保守预计公司 2019-2021 年总营收依次为 31.26、35.88、40.02 亿元，增速依次为 13.35%、14.77%、11.55%，归母净利润依次为 4.95、6.16、7.16 亿元，增速依次为 22.7%、24.6%、16.1%，当前市值 68.2 亿元，对应 PE 依次为 13.8、11.1、9.5 倍，对应 19 年的股息率为 4.4%。考虑当前市场风险偏好、公司所处行业以及公司自身基本面，给予公司 2019 年 20-25 倍 PE 的估值水平，19 年目标价 10.20-12.76 元，5 月 15 日收盘价为 7.03 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**①国六标准推进不及预期；②智能网联汽车普及不及预期；③汽车销量增长不及预期；

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2400.80	2758.01	3126.18	3587.97	4002.35	成长性					
营业成本	1800.27	2043.02	2275.62	2547.20	2800.75	营业收入增长	45.1%	14.9%	13.3%	14.8%	11.6%
销售费用	62.77	73.37	81.28	93.29	104.06	营业成本增长	62.3%	13.5%	11.4%	11.9%	10.0%
管理费用	189.86	144.81	250.09	287.04	320.19	营业利润增长	20.0%	9.3%	21.9%	24.5%	16.3%
财务费用	-33.40	-31.63	-35.85	-41.15	-45.90	利润总额增长	8.6%	9.7%	21.9%	24.5%	16.3%
投资净收益	33.56	16.82	60.00	60.00	60.00	净利润增长	10.3%	7.5%	22.7%	24.6%	16.1%
营业利润	436.92	477.47	582.00	724.84	843.16	盈利能力					
营业外收支	-0.67	0.95	1.00	1.00	1.00	毛利率	25.0%	25.9%	27.2%	29.0%	30.0%
利润总额	436.24	478.42	583.00	725.84	844.16	销售净利率	15.5%	14.7%	15.8%	17.2%	17.9%
所得税	63.96	74.11	88.21	109.56	128.63	ROE	8.7%	9.0%	10.5%	11.9%	12.5%
少数股东损益	-2.94	1.06	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.5%	8.0%	9.5%	11.0%	11.7%
净利润	375.23	403.25	494.80	616.28	715.53	营运效率					
资产负债表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	销售费用/营业收入	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
流动资产	2694.84	2698.93	2633.60	2839.92	3074.31	管理费用/营业收入	7.9%	5.3%	8.0%	8.0%	8.0%
货币资金	1511.83	1274.38	1185.78	1141.42	1378.67	财务费用/营业收入	-1.4%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
应收账款	276.06	330.08	356.98	431.57	448.05	投资收益/营业利润	7.7%	3.5%	10.3%	8.3%	7.1%
应收票据	258.38	374.16	342.82	480.07	437.86	所得税/利润总额	14.7%	15.5%	15.1%	15.1%	15.2%
存货	173.77	240.02	220.88	295.02	272.23	应收账款周转率	9.30	9.10	9.10	9.10	9.10
非流动资产	2476.96	3007.74	3346.23	3756.62	4057.24	存货周转率	10.70	9.87	9.87	9.87	9.87
固定资产	1699.19	1697.15	2049.68	2436.81	2719.36	流动资产周转率	0.90	1.02	1.17	1.31	1.35
资产总计	5171.80	5706.66	5979.84	6596.55	7131.55	总资产周转率	0.48	0.51	0.54	0.57	0.58
流动负债	708.95	1055.37	1076.56	1247.05	1255.00	偿债能力					
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	17.5%	21.5%	20.9%	21.5%	20.0%
应付款项	378.86	468.29	475.31	580.90	580.45	流动比率	3.80	2.56	2.45	2.28	2.45
非流动负债	196.84	172.27	171.99	171.70	171.20	速动比率	3.56	2.33	2.24	2.04	2.23
长期借款	2.83	2.83	2.54	2.25	1.76	每股指标 (元)					
负债合计	905.79	1227.64	1248.55	1418.75	1426.19	EPS	0.39	0.42	0.51	0.64	0.74
股东权益	4266.01	4479.03	4731.29	5177.80	5705.36	每股净资产	4.38	4.60	4.86	5.32	5.86
股本	961.18	970.13	970.13	970.13	970.13	每股经营现金流	0.61	0.65	0.54	0.61	0.84
留存收益	1878.45	2086.97	2284.89	2531.40	2817.61	每股经营现金/EPS	1.59	1.57	1.06	0.97	1.14
少数股东权益	14.97	16.03	16.03	16.03	16.03	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和权益总计	5171.80	5706.66	5979.84	6596.55	7131.55	PE	18.18	16.91	13.78	11.07	9.53
现金流量表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	PEG	-5.37	1.72	1.04	0.60	0.45
经营活动现金流	565.15	345.97	526.31	596.48	813.35	PB	1.60	1.53	1.45	1.32	1.20
其中营运资本减少	158.56	109.88	-2.71	-80.27	10.74	EV/EBITDA	10.44	9.52	8.61	6.88	5.63
投资活动现金流	-445.35	-431.25	-408.58	-512.01	-433.60	EV/SALES	2.30	2.08	1.86	1.63	1.41
其中资本支出	412.42	396.40	256.74	328.64	218.86	EV/IC	1.24	1.24	1.19	1.10	0.96
融资活动现金流	-116.92	-179.75	-206.33	-128.83	-142.50	ROIC/WACC	0.72	0.77	0.91	1.06	1.12
净现金总变化	2.89	-265.02	-88.59	-44.36	237.24	REP	1.72	1.60	1.31	1.04	0.86

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>