

公司研究/首次覆盖

2020年07月15日

公用事业/环保II

投资评级：增持（首次评级）

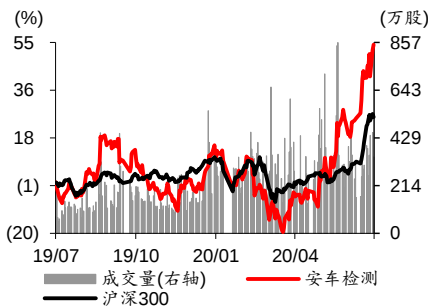
当前价格(元): 74.00
合理价格区间(元): 81.06~87.50

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

黄波 执业证书编号: S0570519090003
研究员 0755-82493570
huangbo@htsc.com

施静 执业证书编号: S0570520040003
研究员 010-56793967
shi_jing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

设备基石牢固，车检品牌初见雏形

安车检测(300572)

深耕机动车检测领域，“设备+运营”齐头并进

公司深耕机动车检测领域，已建立稳固的行业地位，正处于从检测设备供应商向检测服务运营商战略延伸阶段。公司检测设备收入与净利润有望保持稳步增长，检测站并购整合提速，净利润快速增长可期。预计 20-22 年公司 EPS 为 1.29/1.88/2.58 元，给予公司 20 年 63-68 倍目标 PE，每股目标价 81.06~87.50 元。首次覆盖，“增持”评级。

车检蓝海市场，2025 年规模迈向千亿级别

国内车检市场化方兴未艾，仍属于蓝海市场。根据我们测算，2020 年国内机动车检测次数将达到 2.09 亿次，潜在市场空间将达到 637 亿元；21-25 年，机动车检测的潜在市场空间 CAGR 达到 11%，25 年有望突破千亿级别。推动机动车检测市场增长的主要因素包括：1) 机动车保有量持续增长拉动检测需求；2) 政府定价放开等积极政策引导机动车检测行业向市场化发展；3) 检测业务多样化和检测频次的提升。

检测设备优势稳固，有望充分受益车检市场红利

车检设备为公司核心产品，19 年收入占比 94%，16-19 年收入 CAGR=47%，公司市场份额领先且地位稳固。20-22 年国内检测站有望年均增长 10%，新站规模扩大需配备更多设备，尾气遥感等新设备招标逐步落地。我们预计公司检测系统业务仍将较快增长，20-22 年收入分别为 10.2/13.1/15.6 亿元，19-22 年 CAGR=20%，贡献净利润预计为 1.7/2.2/2.8 亿元。

检测运营蓄势待发，着力打造车检龙头品牌

国内车检机构分散，经营质量参差不齐。公司以收购作为切入检测运营的主要手段之一，吸收站点运营成熟经验，输出品牌连锁模式。截至目前，公司并表检测站保有量为 9 家，临沂正直 70% 股权已过户，19 年报披露拟收购中检汽车。公司参与设立两家产业基金，收购和培育小规模检测站。我们预计 20-22 年公司机动车检测服务收入为 0.67/1.33/1.47 亿元，19-22 年 CAGR=148%；并表检测站贡献净利润预计为 0.15/0.40/0.50 亿元；产业基金检测站收购有望提速，检测站投资收益预计为 0.11/0.43/1.04 亿元。

设备龙头转型服务品牌，首次覆盖给予“增持”评级

公司机动车检测系统业务保持稳步增长，检测站运营业务蓄势待发，迎来未来 3 年净利润贡献向上的拐点。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.5/3.6/5.0 亿元，对应 EPS 分别为 1.29/1.88/2.58 元，BPS 分别为 5.57/7.21/9.46 元。当前股价对应 2020-2022 年 P/E 为 58/39/29x，P/B 为 13.3/10.3/7.8x。参考行业内可比公司 2020 年 Wind 一致预期 P/E 平均值为 60x，考虑到公司在机动车检测行业处于领先地位，新布局业务进入快速成长阶段，给予公司 2020 年 63-68 倍目标 PE，对应目标价为 81.06~87.50 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；检测站新建速度放缓；遥感业务不及预期；非公开发行人和收购进度存在不确定性。

公司基本资料

总股本 (百万股)	193.64
流通 A 股 (百万股)	139.11
52 周内股价区间 (元)	38.70-74.00
总市值 (百万元)	14,329
总资产 (百万元)	1,325
每股净资产 (元)	4.46

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	527.77	972.67	1,179	1,548	1,833
+/-%	28.17	84.30	21.26	31.25	18.42
归属母公司净利润 (百万元)	125.30	188.86	249.17	363.22	499.78
+/-%	58.51	50.73	31.93	45.78	37.59
EPS (元, 最新摊薄)	0.65	0.98	1.29	1.88	2.58
PE (倍)	114.36	75.87	57.51	39.45	28.67

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心推荐逻辑及投资概要	3
报告亮点	3
机动车检测领域龙头，前景大有可为	4
深耕国内机动车检测行业，产品覆盖全面	4
核心产品收入快速增长，盈利能力突出	5
2025 年检测市场规模迈向千亿级别，公司竞争优势明显	8
2025 年国内车检行业市场空间有望突破 1000 亿元	8
机动车保有量的持续增长拉动在用车检测需求	9
积极政策引导机动车检测行业向市场化发展	9
国内机动车检测站数量及机动车检测频次均显著较低	11
安车检测竞争优势突出，规模优势明显	13
综合服务能力强与销售机构建设成熟是公司的竞争优势	14
尾气遥感设备有望成为新增长点	15
机动车检测服务蓄势待发，并购整合有望提速	16
汽车后市场空间不断扩大，检测机构迎来整合机遇	16
收购成为公司扩大检测站运营规模的主要手段	16
2018 年收购兴车检测 70% 股权，正式切入检测运营领域	16
拟参与收购中检汽车 75% 股权，打造品牌输出模式	17
收购临沂正直 70% 股权，获得检测运营成熟经验	17
首次覆盖给予“增持”评级，目标价 81.06~87.50 元	19
收入预测：2020-2022 年收入增速 21.3%/31.3%/18.4%	19
毛利率预测：2020-2022 年毛利率 43.0%/44.3%/44.9%	20
四项费用率预测：预计 2020-2022 年费用率为 23.1%/22.9%/22.4%	20
净利润预测：预计 2020-2022 年净利率为 21.1%/23.5%/27.3%	21
现金流预测：预计 2020-2022 年长期投资支出为 4.49/0.37/2.10 亿元	21
首次覆盖给予“增持”评级，目标价 81.06~87.50 元	21
风险提示	22
PE/PB - Bands	22

核心推荐逻辑及投资概要

公司正处于从检测设备供应商向检测服务提供商战略延伸阶段。我们对报告的核心观点和推荐逻辑总结如下：

1) 深耕检测设备行业，已建立稳固的行业地位：公司不仅是机动车检测设备厂商，更是机动车检测领域解决方案提供商。相比同行业竞争对手，公司的下游客户覆盖面更广，客户集中度风险低，更能充分受益机动车检测站发展红利。随着国内针对机动车检测“三检合一”推行、尾气遥感与治超等新技术的推广，公司检测设备业务仍有稳定成长空间。

2) 战略延伸检测服务提供商，检测站运营业务蓄势待发：国内机动车检测机构行业分散，且经营质量参差不齐，提供并购整合机遇。公司作为机动车检测综合解决方案龙头提供商，在前期项目规划、政府部门报批、项目具体实施、检测设备协同等均具有成熟经验，具备切入检测机构运营行业的天然优势。2017-19 年公司在管理模式梳理、团队人员和资金储备等方面准备充分，2020 年有望迎来检测站运营业务向上增长的拐点。

3) 核心零部件完成自制，体内检测站步入正轨，利润率有望回升：公司已对环检设备高价外购零部件完成自制，2020 年环检订单毛利率有望逐步恢复至 18 年水平，安检与综检设备毛利率相对稳定。公司并表检测站运营逐步成熟，检测站边际成本递减，检测服务毛利率有望改善；公司通过产业基金收购的检测站也有望逐步贡献投资收益。

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.5/3.6/5.0 亿元，同比增长 31.9%/45.8%/37.6%，19-22 年归母净利润复合增速达 38%；对应 EPS 分别为 1.29/1.88/2.58 元。参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 P/E 平均值 60x，给予公司 2020 年 63-68 倍目标 PE，目标价为 81.06~87.50 元/股。

报告亮点

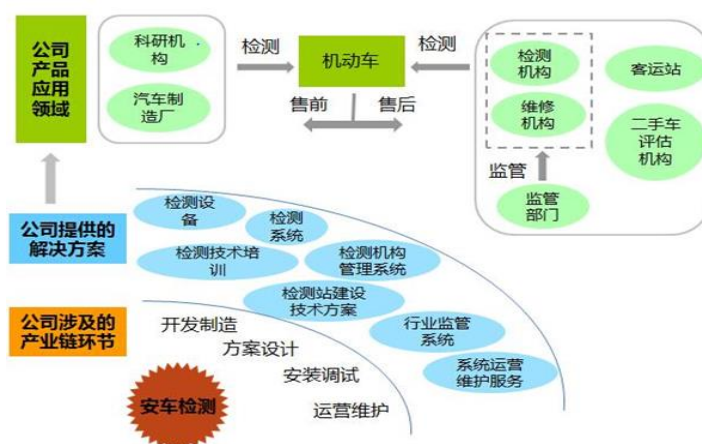
从公司业务范围、行业地位、战略延伸等方面挖掘公司发展的核心优势，对公司机动车检测系统、尾气遥感设备产品线从行业情况、公司竞争力、可比公司比较等角度做详细分析，对公司检测站并购整合做详细分析，并对未来收入、毛利、净利、投融资现金流预测做了较为详细的拆分。

机动车检测领域龙头，前景大有可为

深耕国内机动车检测行业，产品覆盖全面

安车检测是国内机动车检测领域和机动车驾驶人考试行业整体解决方案的主要提供商。公司立足汽车后市场，通过对机电一体化、互联网、多媒体等传统技术和“物联网”、“云计算”等新技术的综合应用，开发出机动车检测行业智能化系统。公司主要产品包括机动车检测系统、检测行业联网监管系统、机动车尾气遥感检测系统与智能驾驶员考试与培训系统。截至 2019 年末公司在机动车检测系统产品市场已覆盖全国 31 个省级行政区划。公司主要客户包括全国各地的机动车检测机构、汽车制造厂、科研机构、维修企业及相关行业管理部门。

图表1：安车检测涉及的产业链环节、提供的解决方案以及产品应用领域



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

截止 2019 年 12 月 31 日，公司已拥有 66 项专利、102 项计算机软件著作权和多项非专利技术，并已形成了一系列具有自主知识产权的产品和技术。公司已建立了 32 个服务网点，形成对全国市场的有效覆盖。公司拥有 200 多名工程技术人员，具体负责项目实施与客户技术服务、系统维护工作。

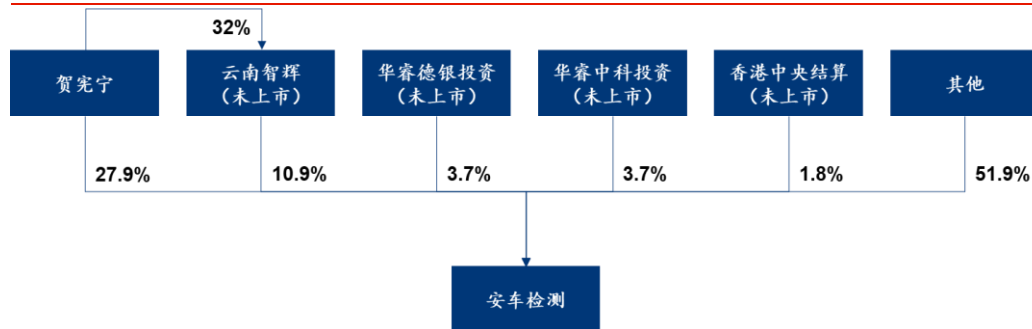
图表2：公司产品明细

产品类别	具体产品	应用领域
机动车检测系统	安检系统	机动车检测机构、汽车制造厂、维修企业、二手车评估机构等
	环检系统	
	综检系统	
检测行业联网监管系统	新车下线检测系统	各类汽车制造厂、科研机构等
	安检联网监管系统	
	环检联网监管系统	
	综检联网监管系统	
	维修企业联网监管系统	
机动车尾气遥感检测系统	固定式机动车尾气遥感检测系统	城市机动车排放污染监测监控管理
	移动式机动车尾气遥感检测系统	
	车辆限行筛选系统	
	环境气体排放监管软件	
智能驾驶员考试与培训系统	智能驾驶员考试系统	车管所、驾驶考试培训学校
	智能驾驶教练机器人训练系统	

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

截至 2020 年一季度末，控股股东及员工持股平台合计持股占比 39%。根据 2020 年一季度报，公司控股股东、实际控制人为贺宪宁，持有公司 28% 的股份。云南智辉企业管理有限公司为公司员工持股平台，持股 11%，公司主要管理人员、核心技术人员以及业务骨干等均持有公司股份，起到了绑定员工利益，共同发展的作用。2020 年 4 月 22 日，云南智辉决议解散公司，股东按持股比例分配无限售流通股。

图表3：安车检测股权结构（截至 2020 年一季度）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：公司部分董事会、高管人员与前十名自然人股东简介

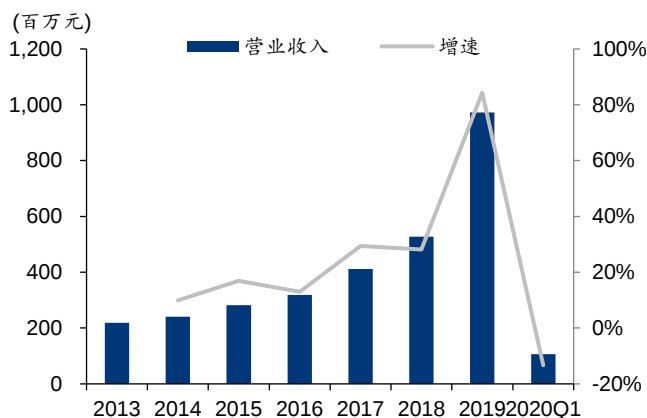
姓名	职务	任职日期	部分兼职单位及职务	备注
贺宪宁	董事长兼总经理	2012 年	机动车运行安全技术检测设备标准化技术委员会委员兼副秘书长 中国汽车保修设备行业协会副会长	
董海光	董事、副总经理	2012 年	-	*持股份约 0.19%
沈继春	董事、副总经理	2012 年	-	*持股份约 0.15%
庄立	董事	2018 年	-	*持股份约 4.38%
潘明秀	监事会主席、出纳	2012 年	-	
栾海龙	监事、客服中心负责人	2018 年	-	
周娜妮	监事、商务部副经理、销售中心支持部主任	2018 年	-	
敬天龙	副总经理兼总工程师	2012 年	-	*持股份约 0.53%
李云彬	副总经理兼财务总监、董事会秘书	2014 年	-	*持股份约 0.29%
王满根	财务投资者	-	-	持股 1.44%
曾燕妮	财务投资者	-	-	持股 1.15%

资料来源：招股说明书，公司公告，华泰证券研究所；*注部分董事会、高管人员持股比例根据云南智辉（原车佳投资）股权结构计算

核心产品收入快速增长，盈利能力突出

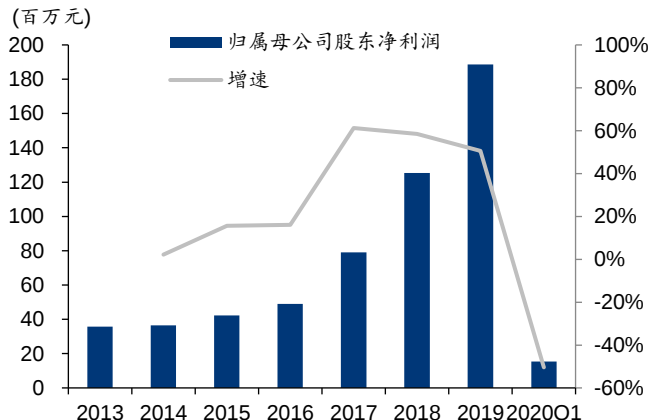
公司 2014-2019 年营业收入和归母净利润复合增速分别为 34.7% 和 39.5%，新冠疫情影响 20Q1 经营业绩。2017-2019 年，公司分别实现营业收入 4.12、5.28、9.72 亿元，归母净利润 0.8、1.25、1.89 亿元，主要得益于机动车检测系统及行业联网监管系统业务的稳步增长。2020 年初公司受到新型冠状病毒肺炎疫情影响，复工时间延迟，从而导致公司一季度业绩出现下滑，2020Q1 实现营收 1.06 亿元，同比下降 13.3%；归母净利润 0.15 亿元，同比下降 50.4%。

图表5：2013-2020Q1 安车检测营收情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

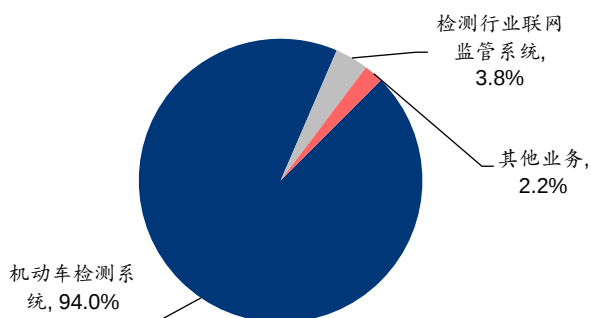
图表6：2013-2020Q1 安车检测归母净利润情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

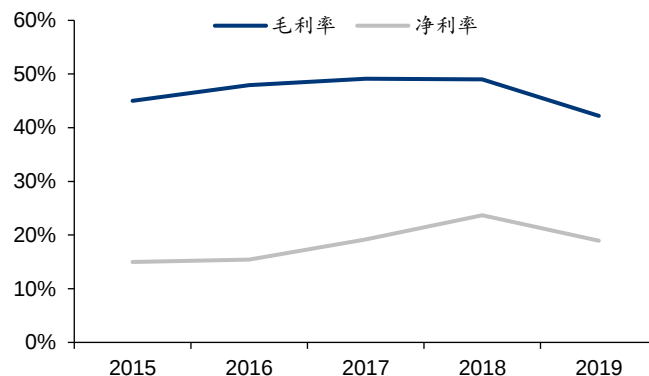
机动车检测系统贡献主要收入, 2019 年毛利率下滑。公司主要产品包括机动车检测系统、检测行业联网监管系统、机动车尾气遥感检测系统与智能驾驶员考试与培训系统。其中机动车检测系统为公司的核心产品, 2019 年收入占比 94%。2015 年至 2018 年公司盈利能力突出, 净利率从 2015 年的 15% 提升至 2018 年的 24%。2019 年公司综合毛利率为 42.21%, 同比下降 6.82 个百分点, 主要原因在于 2019 年环检设备升级需要的设备零配件市场供给紧张、供需矛盾突出, 短期环检设备外购的零配件价格高企, 导致公司环检设备成本上升, 2019 年毛利率出现短期大幅下滑; 公司现已完成原外购零配件的自行研制, 2020 年毛利率有望回升。

图表7: 安车检测营业收入拆分 (2019)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

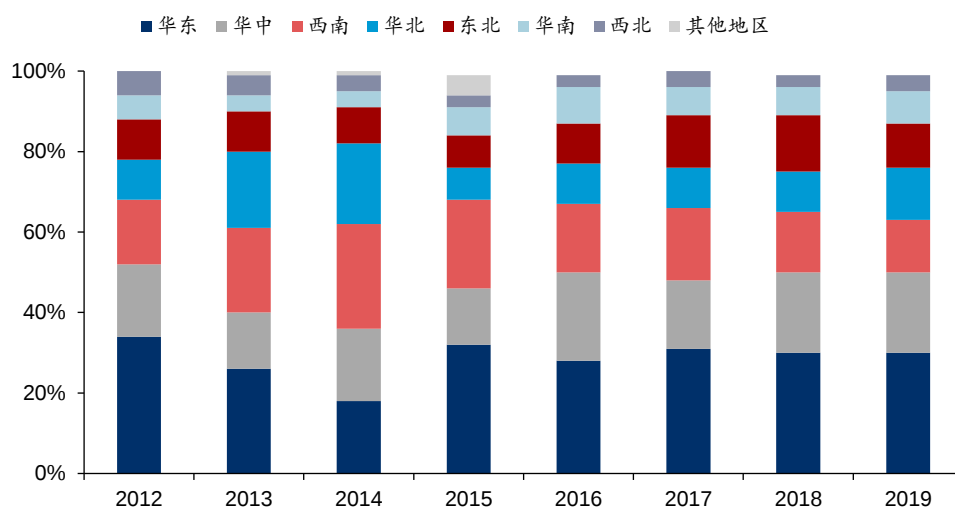
图表8: 安车检测销售毛利率与净利率 (2015-2019)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

公司营业收入主要来自华东与华中。安车检测服务客户超过两千家, 遍布全国 31 个省级行政区划, 业绩在行业内位于前列。2019 年, 安车检测一半收入来源于华东与华中地区, 分别占总收入的 30% 和 20%。未来公司将以联网监管系统的实施布点为依托, 加大市场营销力度, 深入开拓重点区域和市场力量较薄弱的地区, 稳步提升市场占有率。

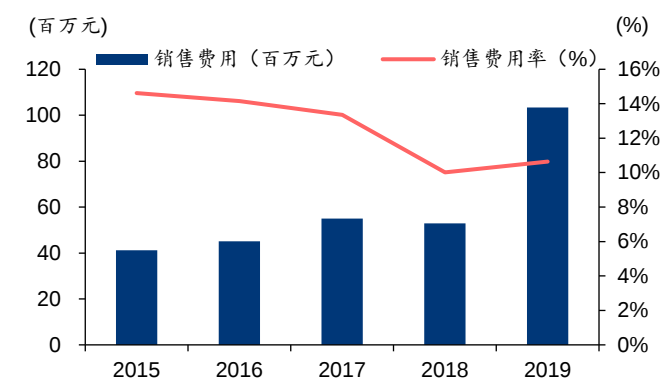
图表9: 2012-2019 安车检测营业收入拆分 (按地区)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

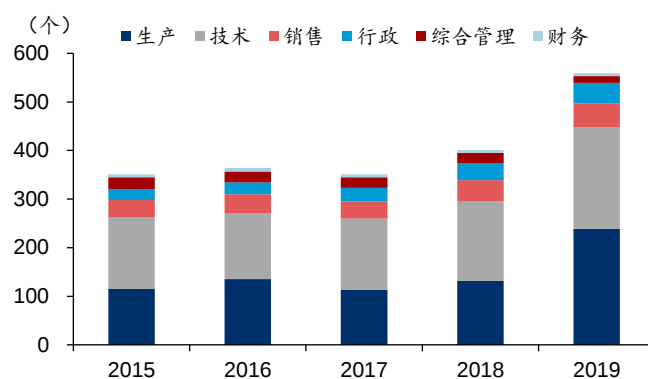
销售费用率大体呈下降趋势。公司 2015-2019 年平均销售费用率为 12.55%，2015 年至 2018 年公司销售费用率逐年下降，一方面是因为公司营业收入实现高增长，另一方面，我们认为是因为公司销售方面建设起步较早，目前全国各地区网点均已铺开。公司销售团队建设方面的支出属于固定费用，销售人数固定，预计未来销售费用会保持稳定，不随未来收入的上涨而同比例增加。

图表10： 公司 2015-2019 年平均销售费用率为 12.55%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11： 2015-2019 安车检测人员构成（按专业）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2025 年检测市场规模迈向千亿级别，公司竞争优势明显

2025 年国内车检行业市场空间有望突破 1000 亿元

基于机动车保有量、检测政策要求，我们对本土机动车检测市场测算进行如下设定：

(1) 私人汽车：报废年限不超过 15 年；2014 年 9 月以后，新车 6 年以内免检，假设每年车龄在 6-15 年之间的小、微型载客汽车具有年检需求；

(2) 营运载客汽车：报废年限大于 5 年；车龄 5 年以内，年检每年 1 次；

(3) 载货汽车：报废年限不超过 10 年；年检每年 1 次；

(4) 检测费用：各地收费差异大，参考临沂正直检测服务收费，假设 2021-25 年价格年均增长 5%。

2020 年机动车检测市场空间 637 亿元，2025 年有望突破 1000 亿元。根据我们测算，2020 年机动车检测次数（理论值）将达到 2.09 亿次，潜在市场空间将达到 637 亿元；2021-2025 年，机动车检测的潜在市场空间的 CAGR 达到 11%，2025 年有望突破千亿级别。推动机动车检测市场增长的主要因素包括：1) 机动车保有量的持续增长；2) 政府定价放开等积极政策引导机动车检测行业更加市场化；3) 检测业务多样化和检测频次的提升。

图表12： 2020-25 年国内机动车检测潜在市场空间有望突破千亿

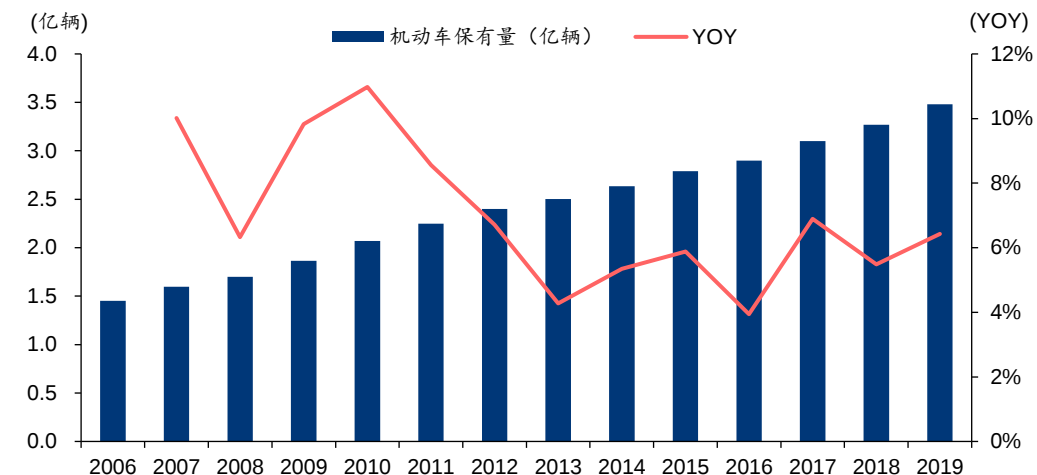
		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
合计										
检测次数	单位：万次	17,945	18,504	19,272	20,931	21,773	23,395	25,044	26,103	26,953
yoy		7.02%	3.12%	4.15%	8.61%	4.02%	7.45%	7.05%	4.23%	3.26%
市场空间	单位：亿元		321	505	637	707	801	899	986	1,073
yoy				57.15%	26.17%	10.94%	13.38%	12.11%	9.77%	8.81%
营运载客汽车										
保有量	5 年以内，1 次/年	282	275	262	247	236	224	213	203	193
	超过 5 年的，1 次/半年	129	131	134	137	139	142	145	148	151
检测次数		539	538	530	520	514	508	503	498	494
检测价格			240	300	340	357	375	394	413	434
市场规模			13	16	18	18	19	20	21	21
载货汽车										
保有量	10 年以内，1 次/年	2,341	2,570	2,694	3,484	3,529	3,608	3,674	3,780	3,928
	超过 10 年的，1 次/半年									
检测次数		2,341	2,570	2,694	3,484	3,529	3,608	3,674	3,780	3,928
检测价格			320	580	580	609	639	671	705	740
市场规模			82	156	202	215	231	247	266	291
私人汽车										
保有量	6 年以内免检，发生人员伤亡事故的 1 次/2 年	12,327	13,144	13,495	13,454	13,311	12,888	12,461	12,182	12,168
	超过 6 年的，1 次/年	6,073	7,622	9,018	10,473	11,954	13,708	15,151	16,144	16,837
	超过 15 年的，1 次/半年									
检测次数		6,073	7,622	9,018	10,473	11,954	13,708	15,151	16,144	16,837
检测价格			205	260	300	315	331	347	365	383
市场规模			156	234	314	377	453	526	589	645
摩托车										
保有量	4 年以内，1 次/2 年	5,406	6,167	6,762	7,423	8,303	8,984	9,382	9,414	8,914
	安检：超过 4 年，1 次/年	4,894	3,366	2,391	1,547	488	0	0	0	312
	环检：1 次/年									
检测次数		7,597	6,449	5,772	5,258	4,639	4,492	4,691	4,707	4,769
检测价格			90	140	160	168	176	185	194	204
市场规模			58	81	84	78	79	87	92	97
其他机动车										
保有量	1 次/年	1,394	1,325	1,258	1,195	1,136	1,079	1,025	974	925
检测次数		1,394	1,325	1,258	1,195	1,136	1,079	1,025	974	925
检测价格			90	140	160	168	176	185	194	204
市场规模			12	18	19	19	19	19	19	19

资料来源：公安部、中汽协、华泰证券研究所

机动车保有量的持续增长拉动在用车检测需求

机动车保有量继续保持快速增长态势。据公安部公布的数据显示，2013 年以来国内机动车及汽车保有量呈现逐年增长态势，2019 年中国机动车保有量达 3.48 亿辆，其中汽车保有量达 2.6 亿辆，同比 2018 年增长了 8.33%。2010-2019 年中国汽车产业蓬勃发展，产销量迅速攀升。据中国汽车工业协会统计，中国汽车年销量已从 2010 年的 1,806.2 万辆，增长至 2019 年的 2,576.9 万辆；另外，在特种车辆方面，国内建筑业、仓储物流运输业、航空业、采矿业及军工行业的快速发展带动了特种车辆的生产制造。

图表13: 国内汽车保有量持续稳健增长



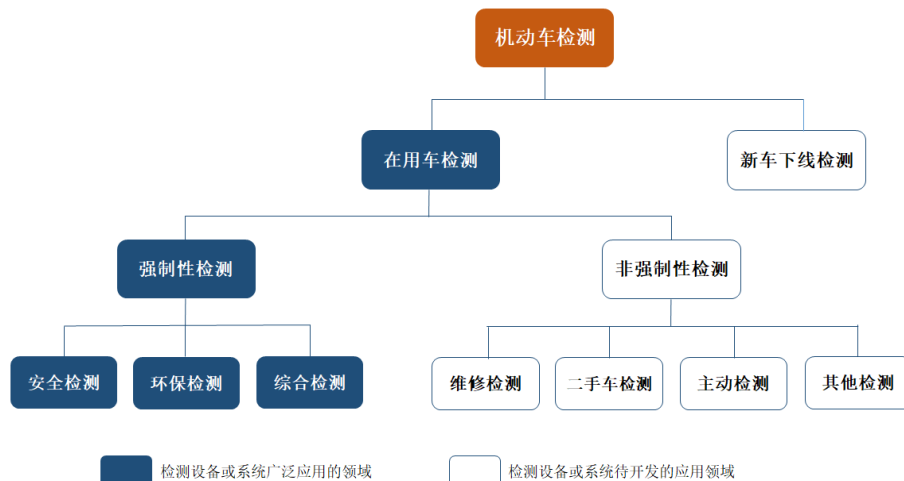
资料来源：中汽协，华泰证券研究所

与发达国家相比，国内人均汽车保有量整体偏低。2019 年，以全国总人口 14 亿计算，中国千人汽车保有量约为 186 辆，显著低于美国（837 辆）、日本（591 辆）、德国（589 辆）、英国（579 辆）等发达国家 2018 年末水平。

积极政策引导机动车检测行业向市场化发展

机动车检测入法，强制年检是机动车检测的主要内容。机动车检测主要是指强制年检，附带主动检测、新车下线检测、二手车检测。机动车强制年检分为安全技术检测、环保检测、综合性能检测，归口部门分别为公安部门、环保部门、交通部门。其中，普通非营运机动车辆仅需进行安检与环检，营运车辆则必须通过安全技术、环保和综合性能三项检测。

图表14: 强制年检是机动车检测的主要内容



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

政策鼓励民营资本进入机动车检测行业，推动检测机构社会化。近年来国家各部委出台一系列相关政策，实施吸引民营资本进入检测站行业、提高机动车检测标准等举措，有利于扩大机动车检测设备的采购与更新需求。

图表15：近年来国家出台相关政策，助力机动车检测行业快速发展

发布时间	政策或行为	发布单位	主要内容
2019.3	《道路运输条例》（2019 年修订）	国务院	提出对上路行驶的营业运输车辆需进行等级评定检测和定期维护检测
2018.10	《大气污染防治法》（2018 修正）	全国人大常委会	机动车由排放检验机构定期对其进行排放检验。经检验合格的，方可上道路行驶
2018.6	《道路旅客运输企业安全管理规范》	交通运输部、公安部、应急管理部	客运企业应按有关规定建立车辆安全技术状况检测和年度审验、检验制度，逾期未年审、年检或年审、年检不合格的车辆禁止从事道路旅客运输经营
2017.10	《道路交通安全法实施条例》（2017 年修订）	国务院	提出对不同类型的机动车，按照规定年限进行安全技术检验
2017.9	《机动车运行安全技术条件》	质检总局及国标委	规定机动车的整车及主要总成、安全防护装置等有关运行安全的基本技术要求，以及消防车、救护车、工程抢险车和警车及残疾人专用汽车的附加要求
2016.12	《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》	环境保护部	本次轻型车国六标准采用分步实施的方式，设置国六 a 和国六 b 两个排放限值方案，分别于 2020 年和 2023 年实施
2015.6	《关于放开部分检验检测经营服务费用的通知》	国家发展改革委	规定未来检验检测收费逐步市场化定价
2015.4	《检验检测机构资质认定管理办法》（总局令第 163 号）	国家质检总局	规定了依法成立并能够承担相应法律责任的法人或者其他组织取得检验检测机构资质的认定条件和程序
2014.4	《关于加强和改进机动车检验工作的意见》	公安部、国家质检总局	意见要求严格执行政府部门不准经办检验机构等企业的规定。全面推进检验机构社会化

资料来源：国家质检总局、环境保护部、国标委、发改委、公安部、华泰证券研究所

各地政府陆续放开机动车检测限价，提价有望进一步增加检测机构数量。自 2014 年《关于加强和改进机动车检验工作的意见》实施以来，广东、福建、四川、辽宁、黑龙江等各省相继发布了放开市场调节、取消定价的文件。机动车检验收费上涨，有望进一步吸引民营资本进入该行业，从而增大对新建检测机构的需求，进而增加该行业对检测设备的需求。2019 年国务院发布《进一步清理规范政府定价经营服务性收费的通知》，进一步明确提出放开机动车检测类等收费项目。

图表16：关于放开机动车检测限价的相关文件

时间	省份	文件	相关内容
2017	广东	《广东省发展改革委关于取消、下放和委托管理一批行政审批事项的通知》	明确机动车安全技术检验收费，取消定价，放开市场调节
2018	福建	《福建省人民政府关于印发福建省定价目录的通知》	电动汽车充电服务价格、机动车安全技术检验和工况法排气检测服务收费暂按现行办法管理，视体制改革进程及市场竞争程度适时放开
2018	四川	《四川省发展和改革委员会关于印发四川省定价目录的通知》	机动车安全技术检验收费未进入定价目录，定价目录表明“不属本目录的商品和服务价格品种，一律放开实行市场调节”
2018	河南	《河南省发展和改革委员会关于印发河南省定价目录的通知》	成品油价格、机动车安全技术检测检验收费暂按现行办法管理
2017	辽宁	《关于取消和放开我省部分经营服务性收费意见的通知》	明确指开放机动车安全技术检验费、机动车排放污染物环保检测收费的经营服务性收费标准，实行市场调节
2017	黑龙江	《黑龙江省物价监督管理局关于放开一批商品和服务价格等有关事项的通知》	明确指开放机动车安全技术检验费，实行市场调节

资料来源：各地政府物价局、华泰证券研究所

国内机动车检测站数量及机动车检测频次均显著较低

2020 年国内私人汽车进入检测高峰。2014 年 5 月 16 日，公安部与质检总局联合发布了《关于加强和改进机动车检验工作的意见》，对 6 年以内的非营运轿车和其他小型、微型载客汽车（面包车、7 座及 7 座以上车辆除外）自 2014 年 9 月 1 日起试行安检免检制度，但车辆如果发生过造成人员伤亡的交通事故的，仍应按原规定的周期进行检验。根据公安部与中汽协数据，截至 2019 年底，国内私人汽车保有量最高，占比约为 61%。其中符合 6 年以内免检的保有量约为 1.35 亿辆，占比约为 39%。根据免检制度推算，2020 年私人汽车需要进行年检的增量为 1,455 万辆，占整体增量的 73%。

图表17： 2017-2025 年按照机动车类型/检验标准测算的机动车保有量（单位：万辆）

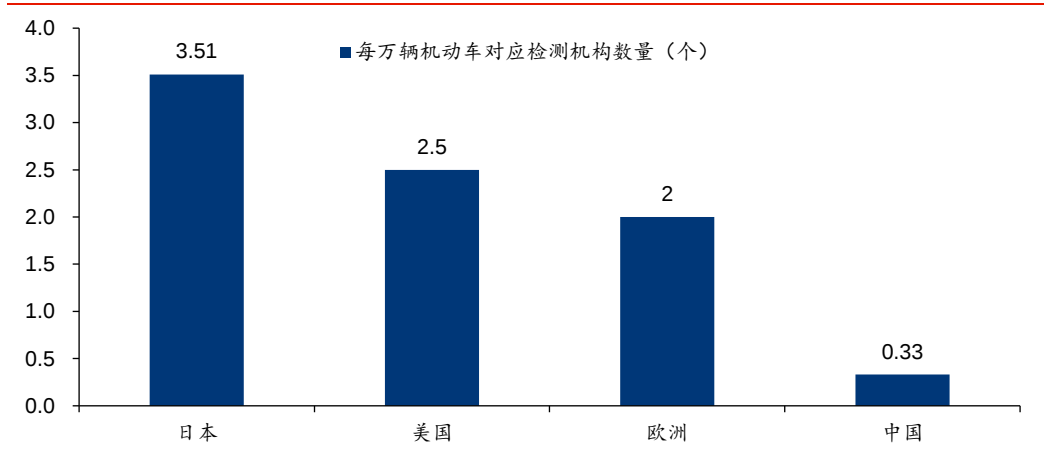
		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营运载客汽车										
保有量	5 年以内，1 次/年	282	275	262	247	236	224	213	203	193
	超过 5 年的，1 次/半年	129	131	134	137	139	142	145	148	151
载货汽车										
保有量	10 年以内，1 次/年	2,341	2,570	2,694	3,484	3,529	3,608	3,674	3,780	3,928
	超过 10 年的，1 次/半年									
私人汽车										
保有量	6 年以内免检，发生人员伤亡事故的 1 次/2 年	12,327	13,144	13,495	13,454	13,311	12,888	12,461	12,182	12,168
	超过 6 年的，1 次/年	6,073	7,622	9,018	10,473	11,954	13,708	15,151	16,144	16,837
	超过 15 年的，1 次/半年									
摩托车										
保有量	4 年以内，1 次/2 年	5,406	6,167	6,762	7,423	8,303	8,984	9,382	9,414	8,914
	安检：超过 4 年，1 次/年	4,894	3,366	2,391	1,547	488	0	0	0	312
	环检：1 次/年									
其他机动车										
保有量	1 次/年	1,394	1,325	1,258	1,195	1,136	1,079	1,025	974	925

注：各类机动车保有量总数由公安部每年披露；按照不同检测要求，根据中汽协公布的各年销量求和，统计相应级别的保有量

资料来源：公安部、中汽协、华泰证券研究所

国内每万辆车对应的检测站数量远低于国外。根据安车检测招股说明书披露，2011 年国内共有 6,224 余家检测站，其中约有 3,024 家安检机构、1,200 余家环检机构和 2,000 余家综检机构。根据智研咨询数据，截至 2017 年，在每万辆机动车对应检测机构数量方面，日本、美国、欧盟分别为 3.51 个、2.5 个、2 个，而国内仅有 0.33 个，显著低于发达国家水平。

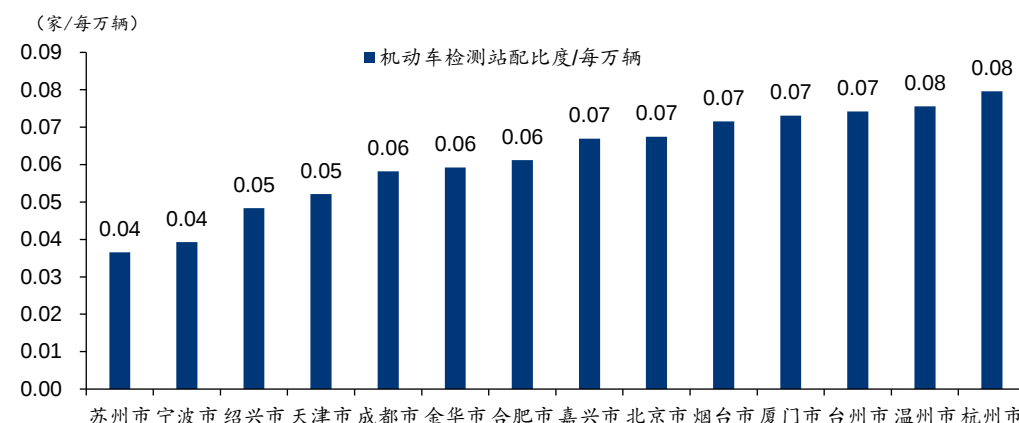
图表18： 2017 年国内汽车检测机构保有量显著低于发达国家平均水平



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

部分头部城市机动车检测站数量严重不足。截止 2017 年底，根据各省市交管局的统计，国内一线城市、新一线城市和二线城市每万辆车拥有的检测站数量平均为 0.13 家，其中接近半数的一线、新一线和二线城市每万辆车拥有的检测站数量不足 0.1 家。一方面是因为一线城市和二线城市民用汽车拥有数量较大；另一方面则是因为一线城市和二线城市土地资源比较稀缺。鉴于此类城市汽车保有量基数较大，而平均每万辆车配备的检测站数量不及国家平均水平，这或将扩大今后这些城市对机动车检测站的需求。

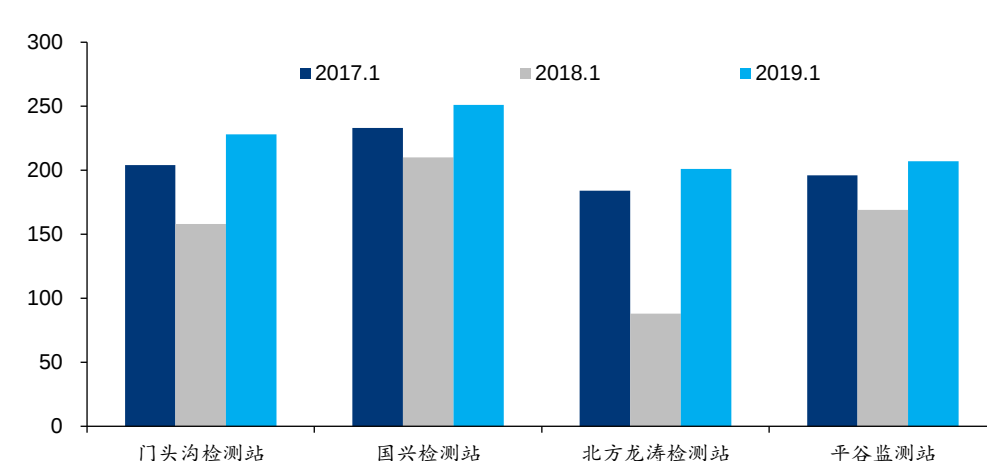
图表19： 国内部分头部城市机动车检测站数量不足（截至 2017 年底）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

偏低的检测机构保有量致使国内检测站运营负荷显著偏高。一般来说，国内机动车中型规模的检测站配备 2 条安检线、4 条环检线和 1 条综检线。从北京检测站数据来看，单个检测站每天要检测近 200 多辆。按照每万辆机动车对应检测机构数量对比，国外约为国内的 6-10 倍；在每辆机动车每年检测次数相同的情况下，国外检测站每天平均检测车辆大概 20-30 辆。国内每辆车平均检测时间较短，容易造成检测质量不高。

图表20： 北京机动车检测站运营负荷显著偏高



资料来源：北京公安交通管理局网站、华泰证券研究所

国内机动车检测频次相较发达国家仍有差距，未来检测频次有望增加。自 2014 年 9 月 1 日起国内实行小、微型非营运载客汽车 6 年免检制度。相比而言，西方发达国家的年检频次更高。我们认为机动车安全与环保问题在国内仍然相当严重，待检测机构建设相对完善后，强制检测频次有望增加。

图表21: 世界主流国家执行机动车年检制度

国名	检查对象	定期检查周期		实施年份	执行检查部门
		首次	以后		
美国	全部汽车	1 年	1 年	联邦车检 1927 年, 分州车检 1967 年	交通部, 全美汽车维修协会
	校车等专用车	定期或随时			
日本	运营车辆	1 年	1 年	1947 年	国家站: 运输省民间站: 日本自动车机械工具机协会
	轿车	3 年	2 年		
德国	运营车辆	1 年	1 年	1937 年	社会机构, 技术监督协会
	轿车	2 年	2 年		
法国	出租汽车、自用客1 年车、>3.5 吨货车	1 年	1 年	1958 年	巴黎市为警察局, 其他地区为同业者
	公共汽车	半年	半年		
澳大利亚	公共汽车	1 年	1 年	1934 年	运输部
	轿车	3 年	2 年		
	货车	3 年	1 年		
韩国	运营车辆	1 年	1 年	1989 年	交通部, 韩国交通产业团

资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

图表22: 国内现行机动车检测要求

机动车类型	安全检验	环保检测	综合检测
营运载客汽车	5 年以内, 1 次/年; 超过 5 年的, 1 次/半年		
载货汽车	10 年以内, 1 次/年; 超过 10 年的, 1 次/半年		
大、中型非营运载客汽车	10 年以内, 1 次/年; 超过 10 年的, 1 次/半年		—
小、微型非营运载客汽车	6 年以内免检, 发生人员伤亡事故的 1 次/2 年; 超过 6 年的, 1 次/年; 超过 15 年的, 1 次/半年		—
摩托车	4 年以内, 1 次/2 年; 超过 4 年的, 1 次/年	1 次/年	—
拖拉机和和其他机动车	1 次/年		—

资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

安车检测竞争优势突出, 规模优势明显

公司为机动车检测系统行业领先企业。对于公司而言, 目前行业内在用机动车检测系统领域主要竞争企业有中航电测 (300114 CH, 买入, 13.44~13.86 元) 的子公司石家庄华燕 (未上市)、南华仪器 (300417 CH, 无评级)、成都成保发展股份有限公司 (未上市)、成都弥荣科技发展有限公司 (未上市) 等企业。公司机动车检测系统产品市场目前已覆盖全国除香港、澳门、台湾之外的其余全部 31 个省级行政区划, 公司机动车检测系统市场份额持续上升。公司市场占有率多年来一直保持行业领先水平。

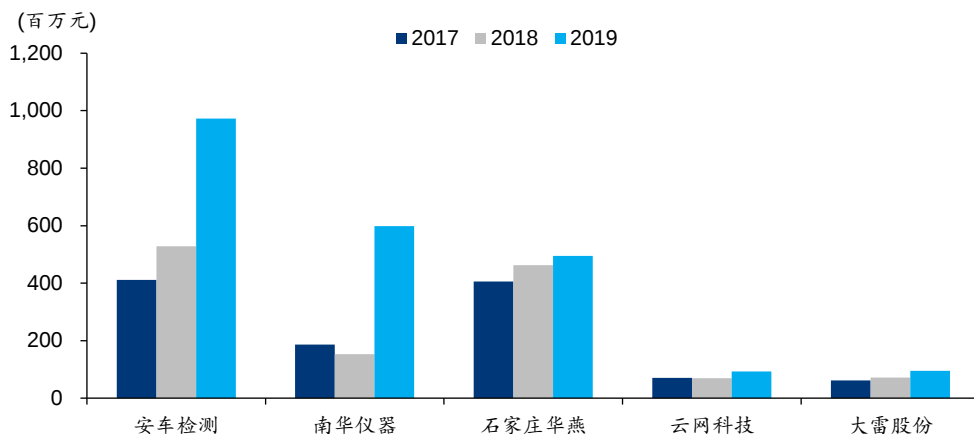
图表23: 安车检测、石家庄华燕、南华仪器同属行业领先企业

项目	中国汽保 30 强	中国汽保最具成长型企业	中国汽保科技创新优秀企业
“中国汽保 30 周年评选项目”中获奖的检测系统生产企业	安车检测 南华仪器 石家庄华燕	安车检测 石家庄华燕 南华仪器	安车检测 南华仪器 石家庄华燕

资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

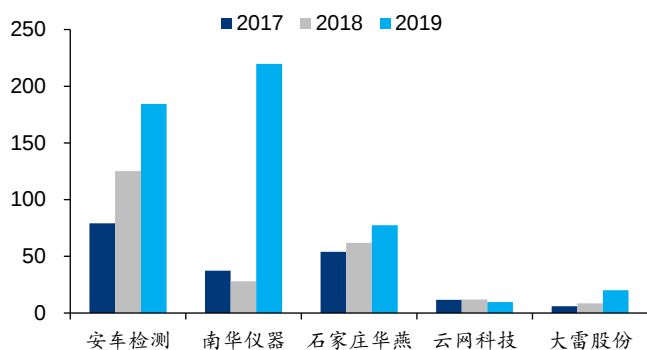
公司规模优势突出, 收入体量显著高于同业竞争对手, 净利率位于同业前列。安车检测 2019 年营收 9.7 亿元, 第二名的南华仪器营收仅 6 亿元, 为安车检测营收规模的 61.5%, 行业第三的石家庄华燕 2019 年营收规模仅为安车检测的 50.8%, 此外业内同行云网科技 (838411 CH, 无评级)、大雷股份 (870681 CH, 无评级) 在体量上与安车检测差距较大。安车检测 2019 年净利率为 19%, 高于石家庄华燕 (16%) 和云网科技 (10%), 低于南华仪器 (37%) 和大雷股份 (21%)。2019 年南华仪器与大雷股份净利率同比提升较大, 其中两家公司的毛利率同比上升、且销售和管理费用率同比下降; 而 2019 年安车检测毛利率大幅下降, 且高于销售和管理费用率的下降幅度, 导致公司净利率出现同比下滑。

图表24：安车检测营收规模显著高于同业



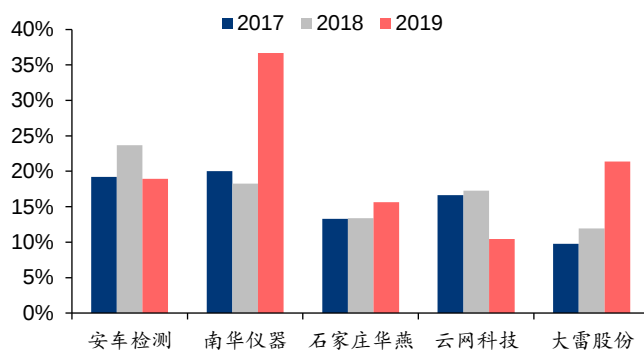
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25：安车检测净利润规模亦高于同业（百万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26：安车检测净利率位于同业前列



资料来源：Wind，华泰证券研究所

综合服务能力强与销售机构建设成熟是公司的竞争优势

公司不仅是检测设备厂商，更是机动车检测领域解决方案提供商。与同行业相比，安车检测产品价格较高，这是由于公司不仅为新建检测机构提供检测设备，同时为其提供前期规划、中期实施、后期维护更新等一揽子增值服务。相比之下，以南华仪器为例，主要生产机动车排放物及安全检测仪及系统，是机动车检测相关组件及配件的提供商。具体产品为废气分析仪、烟度计、工况法系统、前照灯检测仪和机动车安全检测系统，主要应用于机动车排放物 and 安全的检测。

图表27：南华仪器主营业务明细

产品类别	产品介绍
废气分析仪	用于测量汽油车尾气中的 HC、CO、CO ₂ 、NO、O ₂ 浓度
烟度计	用于测量自由加速工况下柴油车排出黑烟的污染程度
工况法系统	通过模拟车辆在道路上的实际运行工况测量其污染物的排放量
前车灯检测仪(自动式)	自动完成待检前照灯的搜索、定位和检测，主要应用于车辆定期检测和新车检定
前车灯检测仪(手动式)	通过手动完成待检前照灯的对准和检测工作，主要应用于车辆日常检修
机动车安全检测系统	通过控制软件将各类机动车性能检测设备进行集成，对机动车安全性能进行全方位自动检测。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司下游客户覆盖面更广，客户集中度风险低，更能充分受益行业增长。公司 2019 年前五客户贡献营业收入占比 5.74%，相比之下，南华仪器来自前五客户的收入占比达到 25.12%。我们认为，客户结构较为分散有利于降低单一客户的回款风险。

图表28：安车检测 2019 年前五客户贡献营业收入占比 5.74%

客户	安车检测	南华仪器
第一名	2.26%	8.37%
第二名	0.95%	6.24%
第三名	0.92%	4.48%
第四名	0.90%	3.65%
第五名	0.71%	2.37%
合计	5.74%	25.12%

资料来源：安车检测、南华仪器 2019 年年报、华泰证券研究所

尾气遥感设备有望成为新增长点

2020 年尾气遥感设备潜在市场空间有望达到 79.7 亿元，未来建设进度以尾气超标罚款落实情况而定。根据假设一线、新一线、二线、三线及以下城市分别需要 30、25、20、10 套遥感监测设备，每套设备 200-250 万元（参考中国政府采购网部分地市招标数据，南和县项目为 285 万元/套、盐城市/中卫市项目为 220 万元/套）。根据国家对于国六标准的落实计划，我们保守预计截止 2020 年尾气遥感设备空间有望达到 79.7 亿元。根据环保部统计，截止 2016 年底，各省市已建设完成 400 套尾气遥感设备，渗透率约为 10%。根据环保部发布的《对十二届全国人大五次会议第 7221 号建议的答复》，要求自 2017 年 5 月 1 日起，对驾驶排放检验不合格的机动车上路行驶依法实施处罚。我们认为，除京津冀地区外，未来全国各省市遥感设备建设进度有赖于相关尾气超标处罚细则的落地。

图表29：2020 年尾气遥感设备行业空间有望达到 79.7 亿元

城市类型	城市数量	单个城市遥感设备套数	单价（万元）	市场规模（亿元）
一线城市	4	30	200	2.40
新一线城市	15	25		7.50
二线城市	30	20		12.00
三线城市及以下	289	10		57.80
合计	338			79.70

资料来源：《在用柴油车排气污染物测量方法及技术(遥感检测法)》、华泰证券研究所

公司具备销售服务优势，尾气遥感设备有望成为公司新增长点。国内宝龙、多普勒公司研发遥感设备时间较早，目前该项技术方案非常成熟，国内企业基本具备能力。安车检测在检测设备领域经验丰富、服务水平高，具备先发优势，可以充分受益遥感设备放量。公司竞争优势在于主业经营机动车环保检测设备，切入该领域与其主业具备一定协同效应。同时公司与安徽宝龙为尾气遥感设备标准制定者，为公司带来一定的技术壁垒。

图表30：国内尾气遥感监测主要参与方

主要参与方	基本介绍
安徽宝龙	公司自主研发的机动车尾气立式遥感检测设备于 2016 年通过北京市计量检测科学研究院测试检定。诚志股份通过股权收购及增资的方式持有宝龙环保 70% 股权
安车检测	公司是机动车检测系统全面解决方案和行业联网监管系统龙头企业，很早布局汽车尾气遥感检测系统，系统解决方案能力强。
北京多普勒	公司自主开发研究的产品包括激光尾气遥感监测系统，同时代理美国 Sensors、Sierra、ESP 相关设备。
北京华清	公司打造出新一代机动车尾气遥感监测系统，主要致力于车辆尾气排放检测和环保标志化管理，为实现排污总量控制。
浙大鸣泉	成立于 2002 年 10 月，以浙江大学动力机械及车辆工程研究所、浙江大学激光生物医学研究所、浙江大学机械电子控制工程研究所为技术依托，专门面向大气环境监测和机动车环保、安全检测领域，从事环保监测和机动车检测产品研发的国家级高新技术企业。
先河环保	公司专注于环境监测领域，产品涵盖空气质量监测、地表水监测、地下水监测、饮用水监测、污染源监测、应急监测等全领域。2014 年，公司推出机动车尾气排放遥感监测解决方案。

资料来源：年报，Wind，华泰证券研究所

机动车检测服务蓄势待发，并购整合有望提速 汽车后市场空间不断扩大，检测机构迎来整合机遇

汽车后市场被誉为汽车的“黄金产业”，包括汽车检测、汽车维修及配件、汽车保险、二手车交易、汽车租赁、汽车养护等细分行业。按照成熟市场的规律，一般在每辆车的生命周期之内，其使用成本约为车价的 2-3 倍；汽车后市场成为汽车产业链中最稳定的利润来源，约占汽车产业链总利润的 60%-70%。伴随着国内汽车保有量以及平均车龄的增长，汽车后市场空间将不断扩大。

机动车检测机构行业分散，提供并购整合机遇。目前，国内机动车检测机构非常分散，属地性强。作为机动车检测综合解决方案龙头提供商，安车检测在前期项目规划、政府部门报批、项目具体实施、检测设备协同等均具有成熟经验，为其切入检测机构运营行业提供天然优势。

收购成为公司扩大检测站运营规模的主要手段

图表31：公司已收购兴车检测 70%股权、拟收购中检检测 75%股权，同时参与设立体外产业基金

公告日期	收购措施	详细内容
2020.6.25	非公开发行募资 11 亿元	拟非公开发行 2,965 万股，拟募资总额不超过 11 亿元。其中，3.02 亿元用于收购临沂正直 70%股权，7.98 亿元用于补流
2020.6.11	拟收购临沂正直 70%股权	拟以支付现金方式向商丘宏略、商丘鼎佳收购其持有的临沂正直 70%股权
2020.4.29	拟收购中检汽车 75%股权	安车检测、临沂新动能、其他方共同向兆方投资、海中投资收购其合计持有的中检汽车 75%的股权
2020.1.6	参与设立临沂常盛新动能产业发展基金（临沂新动能）	公司出资 1 亿元，占总出资额的 20%。该基金总规模为 5 亿元，用于投资机动车检测、智能交通、大数据、环保、智能制造及其他符合新旧动能转换基金精神的项目
2018.9.22	收购兴车检测 70%股权	拟以 0 元受让兴车检测股东于泽华所持有兴车检测 65.50%股份（均为认缴股份），并以自有资金 3,275 万元实际履行对应认缴出资额的缴纳义务；拟以 225 万元受让兴车检测股东李鹏所持有的 4.50%股权（实缴股份）
2018.7.16	参与设立德州市环保新动能基金（一公司出资 3000 万元，占总出资额的 20%。该基金规模为 3 亿期），现已改名为德州常盛新动能产业基金（德州新动能）	该基金主要投资于机动车检测、环境遥感监测等产业相关的基础设施建设、设备智能化升级、信息化改造、检测与监测大数据 SAAS 落地等项目

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2018 年收购兴车检测 70%股权，正式切入检测运营领域

2018 年，公司收购兴车检测 70%股权切入机动车检测站运营之后，参与设立德州常盛新动能产业基金，用于从事机动车检测站的收购。兴车检测在青岛及周边地区具有一定的知名度，收购兴车检测后，公司在青岛及周边地区获得一定的机动车检测市场份额，迅速开拓机动车市场。根据 Wind 全球企业库数据显示，2018 年 1-6 月兴车检测营业收入为 153 万元，归母净利润为-169 万元；2019 年公司的机动车检测服务业务营业收入为 966 万元（兴车检测并表后产生的业务收入），毛利润为-68 万元。随着兴车检测运营管理逐步完善，收入规模已实现较快增长。

拟参与收购中检汽车 75%股权，打造品牌输出模式

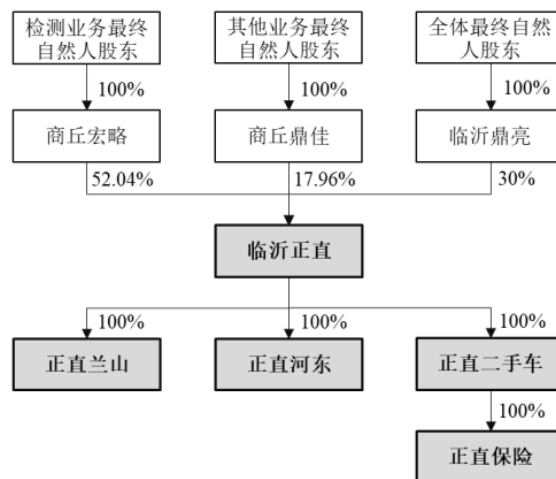
2020 年，公司拟同临沂基金（未上市）、其他方共同收购中检汽车（未上市）75%的股权，其中公司拟收购 19.5%股权，临沂基金（未上市）拟收购 55.5%股权，交易对手方为深圳兆方投资（未上市）、深圳海中投资（未上市）。中检汽车（未上市）成立于 2009 年，是由中国检验认证（集团）有限公司（未上市）主导成立的专门从事机动车及相关产品检验检测的专业机构，在全国范围内具有一定的知名度。中检汽车（未上市）与安车检测具有业务协同效应，有利于公司产品应用和客户分布的延伸，亦有利于改善公司业务结构和产业布局。截至 2020 年 2 月 23 日，收购交易双方已签订《并购意向书》，最终交易价格由交易各方另行协商。

中检汽车盈利能力存改善空间。公司 2020 年一季报显示，中检汽车（未上市）预估整体估值不高于 2.4 亿元。根据 Wind 全球企业库数据显示，2018 年中检汽车营业收入为 3,582 万元，净利润为 132 万元，净利率仅为 3.7%，存在较大的改善空间。

收购临沂正直 70%股权，获得检测运营成熟经验

3 亿元收购临沂正直 70%股权。公司以支付现金的方式，向商丘宏略（未上市）、商丘鼎佳（未上市）收购其持有的临沂正直（未上市）70%股权，交易作价为 3.024 亿元。临沂正直（未上市）围绕机动车检测服务、二手车交易过户服务、保险代理服务形成综合服务平台，安车检测是机动车检测站的上游供应商，两家公司在机动车检测业务上存在协同效应。安车检测有望借助此次交易，进一步积累检测站运营经验，和完善产业布局。

图表32：临沂正直系公司重组后架构



注：图中公司均为未上市

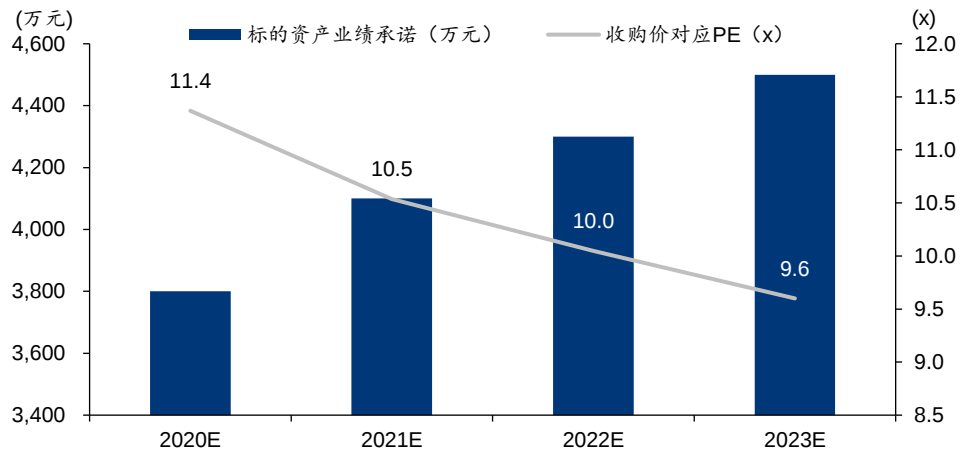
资料来源：《20200611 安车检测：重大资产购买报告书（草案）（修订稿）》、华泰证券研究所

临沂市经济环境良好，当地汽车保有量保持稳健增长。根据临沂市统计局信息显示，临沂市近五年经济运行总体平稳，全市 GDP 增速复合增长率约 5%，宏观经济环境良好。根据临沂市统计局及公安部统计数据显示，2015-2019 年临沂市汽车保有量增速较快，年均复合增长率达到 12.4%。

临沂正直具有较高市占率和区位优势。根据《临沂统计年鉴 2019》，临沂市 2018 年民用汽车保有量为 238.91 万辆，目标公司 2018 年检测量约为 29 万辆次，占比约为 12.1%。考虑，参考《2019 中国汽车后市场白皮书》数据，假设 2018 年临沂当地 5 年以上车龄占比为 47%，剔除 6 年内免检的小型、微型非营运载客汽车之后，临沂正直（未上市）检测业务市场占有率约为 25.8%。根据临沂市车管所统计信息，自 2015 年机动车检测站建设政策放开后，临沂市实际在运营的检测站数量由 2015 年的 27 家增长至 2019 年的 82 家，每万辆机动车对应检测机构数量处于全国平均水平。临沂正直目前运营的 4 个检测站均位于直辖区，其中临沂正直检测总站是山东省规模最大的机动车检测中心之一。

2020-23 年业绩承诺分别为 3,800、4,100、4,300、4,500 万元，收购价对应 20-23 年 PE 为 11.4x、10.5x、10.0x、9.6x。2019 年临沂正直（未上市）实现营业收入 9,916 万元/yoy-2.6%，净利润 3,633 万元/yoy+379%，毛利率 59.7%，净利率 36.6%。其中机动车检测服务收入 4,704 万元/yoy+55%，二手车过户服务收入 1,936 万元/yoy+67%，车辆保险代理服务收入 2,741 万元/yoy+42%。根据《购买报告书》预测，2020-23 年临沂正直营业收入分别为 1.05、1.11、1.15、1.18 亿元，毛利率分别为 61.9%、62.8%、63.4%、63.8%，净利率分别为 35.8%、36.8%、37.5%、37.8%。

图表33： 临沂正直业绩承诺及对应 PE



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 81.06~87.50 元

收入预测：2020-2022 年收入增速 21.3%/31.3%/18.4%

1) 机动车检测系统：公司是国内机动车检测系统龙头供应商，16-19 年营收 CAGR 达到 47%。2019 年机动车环检升级，公司作为国内少数有能力提供符合升级标准的设备供应商之一，订单与收入实现大幅增长，收入达到 9.14 亿元/yoy+87%。公司检测系统业务增长主要受益于：

a) 机动车检测辆次的增长，2014-2019 年，国内乘用车销量合计 1.35 亿辆，这些车辆将逐步自 2020 年进入年检阶段，根据免检制度推算，2020 年私人汽车需要进行年检的增量为 1,455 万辆，占整体增量的 73%；

b) 国内检测机构数量的增加，13-19 年，国内机动车检测机构数由 7000 家增至 1.3 万多家，CAGR 达到 12%，随着机动车保有量的增加，我们预计 20-22 年仍有望保持年均 10% 的增长；

c) 检测站规模的扩大，通常小型站配备 1 条安检+2 条环检，中型站配备 2 条安检+3-4 条环检+1 条综检，大型站配备则更加丰富，随着检测站行业并购整合，新建站点规模有望逐步扩大；

d) 尾气遥感监测系统招标落地，梳理中国政府采购网部分地市招标数据，遥感设备每套指导价为 200-250 万元。2018 年公司中标订单为 9,347 万元，对应约 30-40 套遥感设备。随着各地政府招标逐步落地，公司遥感设备有望成为新的业务增长点。

公司市场份额领先且地位稳固。相比竞争对手，公司检测设备产品价格较高，公司不仅为新建检测机构提供检测设备，同时为其提供前期规划、中期实施、后期维护更新等一揽子增值服务。我们预计 2020-22 年机动车检测系统的营业收入分别为 10.2/13.1/15.6 亿元，同比增长 11.7%/28.0%/19.5%。

2) 机动车检测服务：2018 年，公司收购兴车检测 70% 股权，开始进入机动车检测站运营市场。截至目前，公司检测站保有量为 9 家，其中本部和兴检各新建 1 家。公司拟以现金方式收购临沂正直 70% 股权，拟参与收购中检汽车 75% 股权，其中临沂正直 70% 股权过户手续及相关工商变更登记工作已完成（公告编号 2020-099）。公司 2020 年拟非公开发行募资 11 亿元，其中 3.02 亿元用于置换临沂正直 70% 股权的收购款。我们预计 2020-22 年机动车检测服务营业收入为 0.67/1.33/1.47 亿元，同比增速为 594.9%/97.7%/10.9%。

3) 其他业务：联网监督与管理目前主要在地级行政区开展，大部分省级行政区及部分发达城市已在使用或建设全省安检联网监管系统。公司该业务收入来源主要为每年的运维收费，收入相对稳定。2019 年 6 月 10 日，公司与深圳市建筑工务署工程管理中心签订驾考系统合同，总金额 3801 万元，有望于 2020 年完成验收交付。我们预计 2020-22 年公司其他业务营业收入分别为 0.91/1.08/1.24 亿元，同比增速为 85.9%/18.8%/14.7%。

综合以上分析，我们预计安车检测 2020-22 年营业收入为 11.8/15.5/18.3 亿元，收入增速分别为 21.3%/31.3%/18.4%。

图表34：分部收入预测（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	412	528	973	1,179	1,548	1,833
同比增速	29.4%	28.2%	84.3%	21.3%	31.3%	18.4%
机动车检测系统	389	489	914	1,021	1,307	1,562
同比增速	36.1%	25.7%	86.8%	11.7%	28.0%	19.5%
机动车检测服务	-	1	10	67	133	147
同比增速	-	-	903.2%	594.9%	97.7%	10.9%
其他业务	22	37	49	91	108	124
同比增速	-30.0%	67.2%	30.7%	85.9%	18.8%	14.7%

注：其他业务包括行业联网监管系统、环境监测、驾考系统

资料来源：Wind，华泰证券研究所

毛利率预测：2020-2022 年毛利率 43.0%/44.3%/44.9%

机动车检测系统毛利率有望回升。2019 年环检设备升级需要的设备零配件市场供给紧张、供需矛盾突出，短期环检设备外购的零配件价格高企，导致公司环检设备成本上升。目前公司已完成该机器设备的研发与自制，环检设备订单毛利率有望逐步恢复至 18 年水平。安检与综检设备毛利率相对稳定。尾气遥感监测系统主要采用政府公开招标方式，该销售模式导致订单毛利率与净利率低于公司传统检测系统。预计 2020-2022 年机动车检测系统毛利率分别为 42.5%/42.9%/43.4%。

自有检测站从盈亏平衡向盈利过渡，机动车检测服务毛利率有望大幅提升。2019 年公司检测服务毛利率为-7%，主要是由于兴车检测运营管理尚不完善，导致检测站盈利能力不佳；同时公司本部与兴检各自新建 1 家检测站，前期投入较大。临沂正直预测 2020-22 年毛利率为 61.9%/62.8%/63.4%，检测站经营成熟，管理模式完善。2020 年公司在检测站运营的管理模式梳理完成，团队储备到位，检测站运营有望逐步迈入盈利轨道。我们预计 2020-2022 年随着检测站运营逐步成熟，检测服务毛利率将分别达到 48.7%/57.7%/61.3%。

其他业务毛利率有望保持稳定。公司在行业联网监管系统市场份额牢固，全国主要系统建设已近完成，未来每年产生稳定的维护费用，公司该业务利润率相对稳定。我们预计 2020-2022 年其他业务毛利率为 44.8%/44.4%/44.1%，其中行业联网监管系统毛利率均为 57.1%，环境监测毛利率为 22.7%，驾考系统毛利率为 37.0%。

综合以上分析，我们预计安车检测 2020-2022 年毛利率分别为 43.0%/44.3%/44.9%。

图表35： 分部毛利润预测（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润	202	259	411	507	686	823
毛利率	49.1%	49.0%	42.2%	43.0%	44.3%	44.9%
机动车检测系统	191	238	387	434	561	678
毛利率	49.0%	48.7%	42.3%	42.5%	42.9%	43.4%
机动车检测服务	-	0.5	-0.7	32.7	77	90
毛利率	-	56.2%	-7.0%	48.7%	57.7%	61.3%
其他业务	12	20	24	41	48	55
毛利率	51.9%	53.6%	50.1%	44.8%	44.4%	44.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

四项费用率预测：预计 2020-2022 年费用率为 23.1%/22.9%/22.4%

销售费用：2018 年公司销售费用率同比下降 3.3 pct，其中销售职工薪酬与差旅费规模同比持平、占收入比例分别下降 1.1 pct 与 1.7 pct，运输费占比同比下降 1.4 pct。2019 年公司销售费用率同比上升 0.6pct，主要是公司持续加大市场开拓力度，销售人员和市场拓展费有所增加。我们预计 2020-2022 年公司销售费用率有望保持稳中有降的趋势，三年分别为 10.2%/10.0%/9.8%。

管理费用：2019 年公司管理费用率同比下降 3.7 pct，其中管理职工薪酬/租赁费占收入比例同比分别下降 2.7 pct/0.5 pct。我们预计 2020-2022 年公司管理费用率有望保持稳中有降的趋势，分别为 8.0%/7.9%/7.8%。

研发费用：2018-2019 年公司研发费用率均为 5.4%，根据公司技术研发计划，将围绕机动车污染遥感监测、环境、水质监测技术研究，预计未来研发费用占营收比重预计将稳定在 5.4%左右。

财务费用：自 2013 年以来公司无对外短期或长期借款，2018-2019 年财务费用率分别为 -1.0%/-0.5%，我们预计 2020-2022 年财务费用率分别为 -0.6%/-0.4%/-0.6%。

综合以上分析，我们预计安车检测 2020-2022 年四费费用率为 23.1%/22.9%/22.4%。

图表36： 四费费率预测（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
四项费用	127	139	230	272	355	410
费用率	30.9%	26.3%	23.7%	23.1%	22.9%	22.4%
增长率	22.5%	9.1%	66.1%	18.1%	30.5%	15.6%
销售费用	55	53	103	120	155	179
占主营业务收入	13.3%	10.0%	10.6%	10.2%	10.0%	9.8%
管理费用	78	62	79	94	122	143
占主营业务收入	18.9%	11.8%	8.1%	8.0%	7.9%	7.8%
研发费用	0	29	53	64	84	99
占主营业务收入	0.0%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
财务费用	-6	-5	-5	-7	-6	-11
占主营业务收入	-1.3%	-1.0%	-0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.6%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

净利润预测：预计 2020-2022 年净利率为 21.1%/23.5%/27.3%

2020-2022 年，我们预计公司的检测系统业务净利润分别为 1.7/2.2/2.8 亿元，对应净利率为 16.3%/16.9%/18.0%，利润率稳步回升；检测服务业务中，并表检测站贡献净利润预计为 0.15/0.40/0.50 亿元，净利率为 21.8%/30.0%/34.1%，随着公司在检测站运营经验的积累、管理模式趋于成熟，检测站收购有望提速，德州新动能和临沂新动能产业基金投资收益之和预计为 0.11/0.43/1.04 亿元；其他业务净利润预计为 0.17/0.20/0.23 亿元，净利率为 18.3%/18.2%/18.6%。

图表37： 分部净利润预测（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润	79	125	189	249	363	500
净利率 (%)	19.2%	23.7%	19.4%	21.1%	23.5%	27.3%
机动车检测系统	56	87	137	166	221	281
净利率 (%)	14.3%	17.8%	15.0%	16.3%	16.9%	18.0%
机动车检测服务		0.2	-3	15	40	50
净利率 (%)		21.3%	-26.3%	21.8%	30.0%	34.1%
检测站投资收益				11	43	104
其他业务	3	7	9	17	20	23
净利率 (%)	14.8%	19.4%	19.0%	18.3%	18.2%	18.6%
非经营性业务损益	20	29	39	46	55	60
占收入比例 (%)	4.8%	5.6%	4.0%	3.9%	3.5%	3.2%
少数股东损益	0	0.3	4.3	-5	-13	-17

注：非经营性业务损益包括现金管理收益、软件退税、政府补贴、减值损失、营业外收支净额

资料来源：Wind，华泰证券研究所

现金流预测：预计 2020-2022 年长期投资支出为 4.49/0.37/2.10 亿元

预计 2020-2022 年长期投资总支出 6.95 亿元。我们预计 2020 年公司长期投资支付的现金主要有临沂正直（3.02 亿收购 70%股权）、中检汽车（具体交易价格未定，整体估值为 2.4 亿元，公司收购 19.5%）以及参与临沂新动能基金设立（1 亿元），对应长期投资支出约为 4.49 亿元；21-22 年产业基金收购检测站数量增加，公司增加对产业基金的投入，按照现有出资比例（20%）计算，公司长期投资支出分别为 0.37/2.10 亿元。

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 81.06-87.50 元

公司机动车检测系统业务保持稳步增长，检测站运营业务蓄势待发，迎来未来 3 年利润贡献向上的拐点。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.5/3.6/5.0 亿元，对应 EPS 分别为 1.29/1.88/2.58 元，BPS 分别为 5.57/7.21/9.46 元。当前股价对应 2020-2022 年 P/E 为 58/39/29x，P/B 为 13.3/10.3/7.8x。参考行业内可比公司 2020 年 Wind 一致预期 P/E 平均值为 60x，考虑到公司在机动车检测行业处于领先地位，新布局业务进入快速成长阶段，给予公司 2020 年 63-68 倍目标 PE，对应目标价为 81.06-87.50 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表38: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价(元)	市值(mn)	市盈率(x)			市净率(x)			ROE(%)		
				2020/7/14	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E
华测检测	300012 CH	买入	19.27~21.03	39,988	71	56	45	11.0	9.3	7.9	16%	17%	18%
苏试试验	300416 CH	买入	39.84~40.67	5,216	40	31	24	5.4	4.7	4.0	13%	15%	17%
广电计量	002967 CH	增持	40.72~43.35	15,608	69	47	33	8.9	7.6	6.8	13%	17%	20%
中间值					69	47	33	8.9	7.6	6.8	13%	17%	18%
平均值					60	44	34	8.4	7.2	6.2	14%	16%	18%
安车检测	300572 CH	增持	81.06~87.50	14,329	58	39	29	13.3	10.3	7.8	26%	29%	31%

注: 华测检测、苏试试验、广电计量盈利预测数据来自 Wind 一致预期, 安车检测为华泰预测数值; 南华仪器盈利预测仅有一个样本, 参考性较低; 中航电测所属行业与公司差异较大

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

原材料价格波动风险。公司原材料成本主要有包括计算机软硬件、电控设备、传感器、钢材及线材。其中, 钢材相关成本占主营业务成本比例 10%左右, 如钢材价格大幅走高, 则对公司净利润及毛利率产生较大影响。

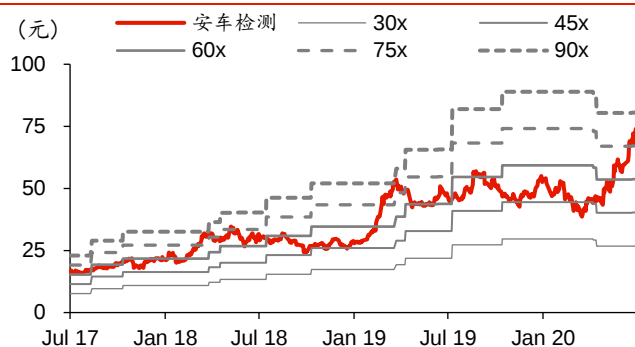
检测站新建速度放缓。受益于检测站新建加速, 我们预期 2020-2022 年新建数量同比增长 10%/12%/12%。但该行业受政策影响较大, 如未来相关部门出台对行业不利的政策, 比如继续降低机动车检测频次, 则会对公司未来盈利产生较大影响。

遥感业务不及预期。遥感业务受政策直接驱动, 订单客户多为地方环保局。因为国家推行遥感检测强制性有限, 地方政府具体落实力度尚需验证, 各地尾气超标罚款措施是否可以落地将成为关键。如各地方政府采购遥感设备进度不及预期, 会对公司未来盈利产生一定影响。

非公开发行和收购进度存在不确定性。公司拟通过非公开发行募资 11 亿元, 其中 3.02 亿元用于置换临沂正直 70%股权收购款, 7.98 亿元用于补流, 此次发行尚需经深交所审核并报中国证监会注册。若顺利发行完成, 将增厚公司股本与资产, 利好公司进行检测站收购的资金准备。若发行未能实施, 公司将面临资金压力或财务费用压力, 影响公司后续检测站并购推进速度。公司通过收购实现机动车检测站业务的快速整合, 若未来公司收购检测站进度迟缓或收购后经营质量未明显改善, 也可能对公司经营业绩产生不利影响。

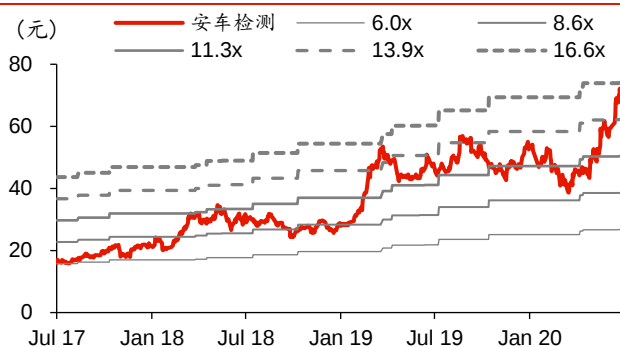
PE/PB - Bands

图表39: 安车检测历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 安车检测历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	968.48	1,303	1,158	1,606	1,937
现金	210.15	347.91	306.18	584.26	783.39
应收账款	87.27	203.40	246.65	323.73	383.36
其他应收账款	13.49	16.34	19.81	26.00	30.79
预付账款	18.01	39.60	47.34	60.75	71.15
存货	188.07	215.94	258.18	331.30	388.01
其他流动资产	451.48	480.28	280.28	280.28	280.28
非流动资产	151.37	199.95	706.02	818.06	1,116
长期投资	29.95	30.53	479.33	515.97	725.97
固定投资	50.14	62.84	82.05	108.54	143.24
无形资产	32.53	31.69	30.86	30.06	29.28
其他非流动资产	38.76	74.89	113.78	163.48	217.75
资产总计	1,120	1,503	1,864	2,424	3,053
流动负债	422.44	636.32	762.51	990.63	1,168
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	56.35	96.94	115.90	148.73	174.19
其他流动负债	366.09	539.38	646.61	841.90	994.06
非流动负债	1.20	1.12	1.12	1.12	1.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.20	1.12	1.12	1.12	1.12
负债合计	423.64	637.44	763.63	991.75	1,169
少数股东权益	21.66	17.34	22.40	35.82	52.67
股本	121.06	193.65	193.64	193.64	193.64
资本公积	227.77	157.30	157.30	157.30	157.30
留存公积	330.35	494.84	727.50	1,046	1,480
归属母公司股东权益	674.55	848.63	1,078	1,397	1,831
负债和股东权益	1,120	1,503	1,864	2,424	3,053

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(8.55)	227.61	254.82	374.83	435.55
净利润	125.30	188.86	249.17	363.22	499.78
折旧摊销	5.04	7.25	8.80	10.96	13.85
财务费用	(5.43)	(4.54)	(6.58)	(5.79)	(11.05)
投资损失	(15.49)	(16.96)	(31.11)	(65.29)	(129.97)
营运资金变动	(124.81)	46.33	29.49	58.31	46.09
其他经营现金	6.85	6.68	5.06	13.42	16.85
投资活动现金	(193.25)	(66.09)	(283.76)	(57.70)	(182.08)
资本支出	27.90	53.52	64.90	85.19	100.88
长期投资	180.00	31.20	448.80	36.64	210.00
其他投资现金	(14.65)	(18.63)	(229.94)	(64.13)	(128.80)
筹资活动现金	6.77	(98.64)	(12.79)	(39.06)	(54.33)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	53.80	72.59	(0.01)	0.00	0.00
资本公积增加	(52.99)	(70.48)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	5.96	(100.76)	(12.78)	(39.06)	(54.33)
现金净增加额	(195.02)	62.89	(41.72)	278.07	199.14

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	527.77	972.67	1,179	1,548	1,833
营业成本	268.97	562.10	672.04	862.39	1,010
营业税金及附加	8.00	10.05	12.19	16.00	18.94
营业费用	52.86	103.43	120.49	154.73	179.38
管理费用	62.49	78.58	94.11	121.98	142.61
财务费用	(5.43)	(4.54)	(6.58)	(5.79)	(11.05)
资产减值损失	(1.53)	(7.40)	(3.54)	(4.64)	(5.50)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.49	16.96	31.11	65.29	129.97
营业利润	147.10	209.84	287.19	423.17	574.89
营业外收入	0.46	6.81	5.00	5.00	5.00
营业外支出	0.85	1.59	5.00	5.00	5.00
利润总额	146.71	215.06	287.19	423.17	574.89
所得税	21.71	30.52	32.96	46.53	58.27
净利润	125.01	184.53	254.23	376.65	516.62
少数股东损益	(0.29)	(4.33)	5.06	13.42	16.85
归属母公司净利润	125.30	188.86	249.17	363.22	499.78
EBITDA	111.21	172.08	224.56	319.07	395.81
EPS (元, 基本)	0.65	0.98	1.29	1.88	2.58

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	28.17	84.30	21.26	31.25	18.42
营业利润	58.97	42.65	36.86	47.35	35.85
归属母公司净利润	58.51	50.73	31.93	45.78	37.59
获利能力 (%)					
毛利率	49.04	42.21	43.02	44.29	44.91
净利率	23.74	19.42	21.12	23.46	27.26
ROE	20.31	24.80	25.86	29.35	30.96
ROIC	27.22	26.94	27.99	31.96	33.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.83	42.40	40.96	40.91	38.30
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.29	2.05	1.52	1.62	1.66
速动比率	1.85	1.71	1.18	1.29	1.33
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.74	0.70	0.72	0.67
应收账款周转率	6.68	6.69	5.24	5.43	5.19
应付账款周转率	6.60	7.33	6.32	6.52	6.26
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.98	1.29	1.88	2.58
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.04)	1.18	1.32	1.94	2.25
每股净资产(最新摊薄)	3.48	4.38	5.57	7.21	9.46
估值比率					
PE (倍)	114.36	75.87	57.51	39.45	28.67
PB (倍)	21.24	16.89	13.29	10.26	7.83
EV_EBITDA (倍)	126.96	81.25	62.45	43.08	36.20

免责声明

分析师声明

本人，王玮嘉、黄波、施静，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师王玮嘉、黄波、施静本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司