

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)

2019 年 08 月 26 日

智能网联和新能源测试基地或再下一城

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

证券分析师: 何俊艺

hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080001

事项:

公司与安徽省池州市贵池区人民政府签订《投资合作协议》，拟投资长江经济带地区新能源和智能网联汽车综合测试研发基地项目。

国信观点:

公司是汽车检测研发稀缺上市标的，行业转型（电动化、智能网联）、排放升级等带来业务稳健增长；业绩与汽车销量市场脱钩，与历年推出新车型的数量相关，业绩具备抗周期性；公司业务横向扩展进入到智能驾驶检测、氢动力燃料电池检测、机器人检测等前瞻领域，长期看转型综合性检测服务平台，估值具备弹性。国企改革带来激励机制理顺，公司治理结构和管理效率边际改善；业绩稳定性高、估值低，攻守兼备。我们将公司 2019-2021 年归母净利润小幅上调至 4.70/5.45/6.23 亿元（之前预测为 4.53/5.14/5.87 亿元），每股收益分别为 0.48 元/0.56 元/0.64 元，当前股价对应 PE 分别为 15.0x/13.0x/11.3x。我们选择 A 股对标上市公司安车检测、德赛西威、保隆科技等汽车检测类以及智能驾驶相关标的作为对标公司，考虑到公司的业绩增速比对标公司略微更低以及国企体制，给予公司 2019 年 18-20 倍 PE，对应合理估值区间为 8.64 元-9.40 元，维持“买入”评级。

评论:

■ 合作安徽池州贵池区政府，智能网联和新能源测试基地或再下一城

公司拟与安徽省池州市贵池区人民政府签订《投资合作协议》，拟投资项目为长江经济带地区新能源和智能网联汽车综合测试研发基地项目。整体项目投资约 38 亿，目前确定的投资方为中国汽研、政府制定的投资主体以及其他投资方共同投资，当前投资比例尚未确定。整体项目投资分为四期，后期会建成满足 55 吨及以下汽车的各类法规测试检验及综合研发、测试评价、部分关联的汽车驾乘体验以及产业链相关检测项目。我们认为，这是公司继 I-vista 智能汽车集成试验区、重庆西部汽车试验场、仙桃国际数据谷之后在智能驾驶和新能源检测试验场领域的又一大力作。

表 1: 长江经济带地区新能源与智能网联汽车综合测试研发基地项目投资规划

阶段	投资周期	投资额度	投资内容
第一期	18 个月	8 亿	主要建设满足新能源、智能网联和传统汽车法规性能测试试验路、部分试验室、综合办公楼、研发中心、员工倒班楼以及相应附属配套设施等
第二期	36 个月	9 亿	建设部分试验室、部分智能网联汽车测试评价系统、汽车研发测试所需的强化道路和部分配套设施等。
第三期	60 个月	6 亿	建设汽车测试的高环道路、部分试验室以及配套设施等
第四期		15 亿	按照国内外行业标准及技术发展的情况，在十年或更长期内根据技术发展逐步建设和完善。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 多方战略合作，持续推进智能网联相关领域项目

公司今年在智能网联领域频繁合作相关细分领域优秀公司与政府部门，今年 7-8 月先后与国家计算机网络与信息安全中心、海克斯康、重庆市交通局进行战略合作。

合作国家计算机网络与信息安全管理中心，共同推进智能网联与车联网领域项目合作与技术研发；2019 年 7 月 27 日，公司与国家计算机网络与信息安全管理中心签署战略合作框架协议。国家互联网应急中心作为在国内网络信息安全技术管理单位，在车联网安全监管、信息安全标准、安全攻防技术等综合安全保障方面拥有深度研究和广泛影响力，同时也是集网络信息安全研究、平台建设运行和业务应用一体化的高技术部门，是国内最为先进的网络安全监测平台，拥有国内最为强大的网络安全监测技术能力。拥有国家漏洞库、国家病毒库和国家特征库等国内最为权威的三大资源库，目前在车联网环境仿真、车载终端检测、车联网应用检测、车联网云服务检测等领域具备较强的技术储备和项目经验，后期公司将与安全中心在智能网联汽车网络与信息安全科学研究、车联网安全技术成果转化与示范应用、人才交流等 6 大方面逐步深入开展合作，其中智能网联汽车信息安全标准法规研究、汽车信息安全基础漏洞库建设、汽车信息安全测评等被列为首期合作计划并已开始工作对接

合作海克斯康，战略推进智能网联基础设施、主动安全、ADAS 领域；2019 年 8 月 16 日，公司与海克斯康签署战略合作协议，协同研发智能网联汽车基础设施与仿真测试设备，后期将在智能网联、主动安全、高级辅助驾驶系统领域开展合作，海克斯康是全球数字化信息技术解决方案全球领导者，海克斯康主要包括智慧农业，地理空间信息，测量，制造智能，智慧矿山，定位智能，PPM 和安全与基础设施等 8 个产业单元，历年研发投入高达 10%-12%。

与重庆市交通局共建两大联合实验室，打造国内领先的事故管理与研究一体化平台；8 月 16 日，公司与重庆市交通局战略合作进行共建“交通事故深度调查”和“车辆及驾驶人安全风险智能化防控”两大联合实验室，前期将紧贴重庆交通管理工作需求为重庆道路交通管理提供高度契合的行业解决方案。交通事故深度调查联合实验室将在疑难复杂交通事故及涉车伤亡案件事故再现，事故可视化，预警及对策管理，道路交通事故深度调查和事故预防，典型交通事故深入研究，事故现场证据采集的新技术、新方法、新设备研发等领域展开深度合作。车辆及驾驶人安全风险智能化防控联合实验室将在驾驶员应急处置技能培训、宣传教育及综合评定，车辆年检差异化，车辆技术鉴定，智能、健康驾乘技术，车辆查验、检验及车驾管业务办理智能化等领域进行深度的交流、合作与研究，针对驾驶员精准识别、分类与针对性教育如应急处置技能培训、心理健康知识、典型事故案例警示教育等方面强化合作，同时加强汽车安全技术研究和促进新技术应用领域合作，共同开展科研项目立项、技术开发和试点应用，进一步拓展车辆技术鉴定领域合作，联合开展车辆及驾乘安全社会公众教育活动，建立理论与实际相结合的交通安全评价体系。后期随着战略合作协议的签署及联合实验室的建成，共建的联合实验室将进一步打造国内领先的**集事故研究、事故预防、车驾管理**等应用技术于一体的研究平台。

■ 智能驾驶检测业务布局前瞻，指数、检测、试验场业务齐全

指数：通过“四大指数”扩大市场影响力，同步带动相关检测业务

前瞻发布“中国智能汽车指数”，有望成为标准引领者。“中国智能汽车指数”即“i-VISTA”指数，针对目前市场大规模应用的 L1、L2 等智能驾驶产品进行单独评价，后续将根据技术发展及应用情况，从安全、体验、能耗、效率等四个维度，分阶段引入高等级自动驾驶的产品评价。目前智能汽车相关检测规程仅有公司发布的“中国智能汽车指数”和中汽中心的“汽车智能化指数”，中国智能汽车指数已经发布三批共计 25 款车型的检测结果，且通过举办“i-Vista”自动驾驶汽车挑战赛获得较高的市场关注度，通过对智能汽车客观公正的第三方评价结果取得极强的市场影响力。

检测技术：掌握 ADAS 一流测评能力，拥有全球最全通信检测制式

智能驾驶主要包括单车智能和车际智能，实现途径分别是 ADAS 与车联网，目前公司在这两方面检测技术上均有储备且在国内领先。ADAS 层面，公司从 1995 年开始着手进行智能汽车相关研究并成为智能交通专家组成员，负责智能交通相关标准的起草工作，2003 年开始搭建 ADAS 相关检测框架，到 2015 年已具备国际先进、国内一流的 ADAS（先进驾驶辅助系统）测试评价能力，并通过 ADAS 标准的 CNAS 认证。车际互联方面，2016 年 5 月公司

拿到 5G 规程检测许可，目前公司拥有全球最全的通信检测制式（囊括 WIFI，DSRC，LTE-V 等），公司智能网联及智能驾驶检测达到国际先进水平。

试验场：拥有 i-Vista 智能汽车集成系统试验区和综合智能网联汽车试验基地等多个测试试验场

Vista 智能汽车集成系统试验区：位于重庆礼嘉园区，是公司联合长安、一汽、易华录、中国移动、中国联通、华为、大唐、中国信通院、清华、东软等单位建成的具有国际先进水平的智能汽车集成系统试验示范区，综合服务于 4G/5G、智能汽车与智慧交通，移动通信、移动互联网、电子信息、汽车制造等产业发展。i-Vista 试验区将建成先进驾驶辅助系统、V2X、自动驾驶、智慧交通等涉及的环境感知传感器、系统、整车的虚拟仿真测试、实验室测试、封闭、半封闭以及开放道路测试环，可满足安全、舒适、节能环保、道路交通状况舒适性、信息服务娱乐、交通管理等 5 大类测试示范需求，最终可覆盖 90%以上特殊路况以及 85%以上的道路环境、通信环境，可同时进行 10000 辆智能汽车测试评价。目前 i-Vista 试验区一期已于 2016 年 11 月开始运营。全长 6 公里，集成智能传感器、北斗高精度定位、LTE-V/DSRC 车路实时通信、智能交通管理等基础设施以及 3D 模拟车辆、行人等测试设备，可以进行盲区预警、变道预警、行人预警、紧急制动、车速诱导、自动泊车、隧道行驶等 50 多种交通场景测试。

综合智能网联汽车试验基地：位于重庆大足区邮亭工业园，智能网联汽车试验基地总规划占地面积 3500 余亩，涵盖智能网联汽车、清洁能源汽车以及传统动力车辆正向开发、驾评调校、法规检测、C 端用户体验所需要的测试道路、测评场景、高端试验室、保密车间及其它相关配套设施。可模拟乘用车和商用车在高速路、城市快速路、越野和乡村道路的各种工况和细分场景。该基地拥有国内最长的汽车性能测试道路以及国内第一条 ADAS 测试专用道路；该项目一期工程涵盖了传统大型汽车综合试验场 80%以上功能，各项功能设计均达到国内之最，包括基地内单就汽车性能试验道规划建设多达 8 条，长达 2.8 公里，属国内之最；该基地建成后将拥有国内第一条智能汽车 ADAS 测试专用道路，为智能汽车的正向开发、测试评价保驾护航。工程一期工程占地 860 亩，主要建设办公区、试验道路、ADAS 智能测试系统、部分主要试验室及配套车间，试验道路总长 50 余公里，试验场景百余种，配套试验室及车间万余平，2018 年一期工程开工，预计 2019 年一期工程将全部建成并投入使用，2021 年满产。

图 1：城市交通场景试验区



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 2：重庆西部汽车试验场规划



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

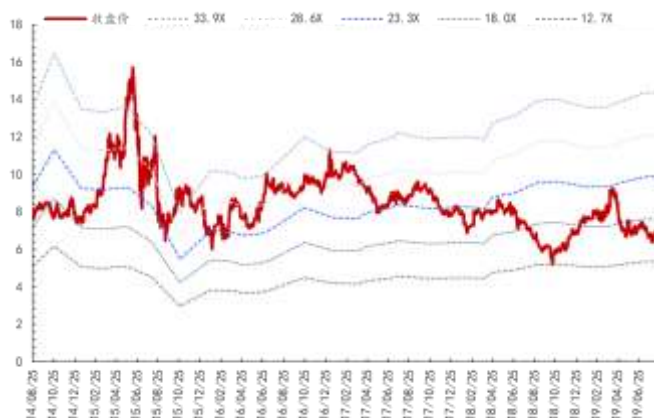
■ 风险提示

- 第一， 行业需求回暖不及预期，整车厂外包的研发类项目总量延迟或减少；
- 第二， 资本开支过大转固集中短时间内拖累毛利率；
- 第三， 长期看，具备政策壁垒打开风险。

■ 投资建议：攻守兼备的汽车研发检测服务商，稳步推进智能网联相关业务

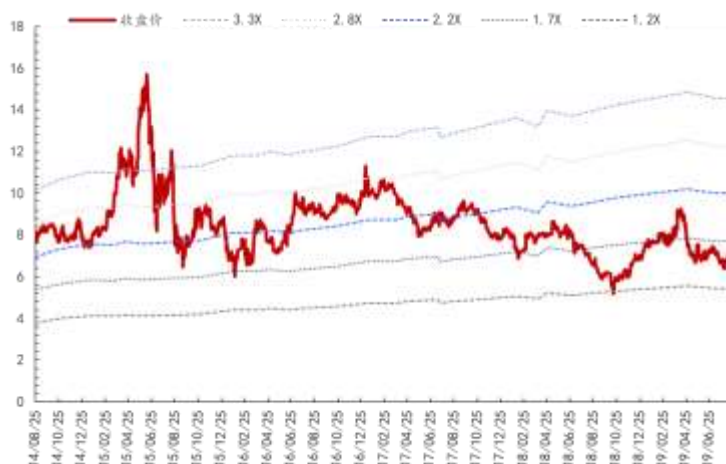
公司是汽车检测研发稀缺上市标的，行业转型（电动化、智能网联）、排放升级等带来业务稳健增长；业绩与汽车销量没有严格正相关，与历年推出新车型的数量相关，业绩具备抗周期性；公司业务横向扩展进入到智能驾驶检测、氢动力燃料电池检测、机器人检测等前瞻领域，长期看转型综合性检测服务平台，估值具备弹性。国企改革带来激励机制理顺，公司治理结构和管理效率边际改善；业绩稳定性高、估值低，攻守兼备。考虑到产业制造板块毛利率有所提升，我们将公司 2019-2021 年归母净利润小幅上调至 4.70/5.45/6.23 亿元（之前预测为 4.53/5.14/5.87 亿元），每股收益分别为 0.48 元/0.56 元/0.64 元，当前股价对应 PE 分别为 15.0x/13.0x/11.3x。我们选择 A 股对标上市公司安车检测、德赛西威、保隆科技等汽车检测类以及智能驾驶相关标的作为对标公司，考虑到公司的业绩增速比对标公司略微更低以及国企业体制，给予公司 2019 年 18-20 倍 PE，对应合理估值区间为 8.64 元-9.40 元，维持“买入”评级。

图 3：公司 PE-Band



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 PB-Band



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 4.53/5.14/5.87 亿元，对应同比增速分别为 12.3%/13.4%/14.3%，实现每股收益分别为 0.47 元/0.53 元/0.60 元，给予 2020 年 18-20 倍 PE，对应合理估值区间为 9.54 元-10.60 元。相对 2019 年 5 月 29 日股价存在约 28%-42%涨幅空间，维持“买入”评级。

表 2：可比公司对标分析

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603730.SH	中国汽研	7.28	70.61	0.48	0.56	0.64	15.17	13.00	11.38	买入
300572.SZ	安车检测	49.99	96.81	1.00	1.53	2.20	49.99	32.67	22.72	增持
002920.SZ	德赛西威	22.78	125.00	0.63	0.81	1.00	36.16	28.12	22.78	增持
603197.SH	保隆科技	19.78	32.85	1.54	1.81	2.22	12.84	10.93	8.91	买入

资料来源：WIND，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）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1274	1274	1354	1524	营业收入	2758	2885	3234	3585
应收款项	740	774	868	962	营业成本	2043	2096	2327	2564
存货净额	240	243	268	294	营业税金及附加	22	29	32	36
其他流动资产	444	465	281	179	销售费用	73	115	129	143
流动资产合计	2699	2756	2771	2959	管理费用	145	188	210	232
固定资产	2440	2637	2800	2932	财务费用	(32)	(32)	(30)	(35)
无形资产及其他	236	227	217	208	投资收益	17	17	19	22
投资性房地产	143	143	143	143	资产减值及公允价值变动	(8)	(8)	(8)	(8)
长期股权投资	189	250	312	374	其他收入	(37)	60	69	79
资产总计	5707	6013	6243	6616	营业利润	477	556	646	738
短期借款及交易性金融负债	0	52	55	0	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	468	474	375	411	利润总额	478	557	647	739
其他流动负债	587	617	682	750	所得税费用	74	86	100	115
流动负债合计	1055	1143	1112	1161	少数股东损益	1	1	1	2
长期借款及应付债券	3	3	3	3	归属于母公司净利润	403	470	545	623
其他长期负债	169	145	124	125					
长期负债合计	172	148	127	128					
负债合计	1228	1290	1238	1289					
少数股东权益	16	17	17	17					
股东权益	4463	4706	4988	5310					
负债和股东权益总计	5707	6013	6243	6616					

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	403	470	545	623
资产减值准备	0	2	1	1
折旧摊销	161	198	233	265
公允价值变动损失	8	8	8	8
财务费用	(32)	(32)	(30)	(35)
营运资本变动	30	(44)	11	88
其它	0	(1)	(1)	(1)
经营活动现金流	603	633	797	984
资本开支	(529)	(396)	(396)	(396)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(591)	(458)	(458)	(458)
权益性融资	53	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(195)	(227)	(263)	(301)
其它融资现金流	87	52	3	(55)
融资活动现金流	(249)	(175)	(260)	(356)
现金净变动	(237)	0	79	170
货币资金的期初余额	1512	1274	1274	1354
货币资金的期末余额	1274	1274	1354	1524
企业自由现金流	63	144	300	472
权益自由现金流	149	222	329	447

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.42	0.48	0.56	0.64
每股红利	0.20	0.23	0.27	0.31
每股净资产	4.60	4.85	5.14	5.47
ROIC	10%	9%	10%	11%
ROE	9%	10%	11%	12%
毛利率	26%	27%	28%	28%
EBIT Margin	17%	16%	17%	17%
EBITDA Margin	23%	23%	24%	24%
收入增长	15%	5%	12%	11%
净利润增长率	7%	16%	16%	14%
资产负债率	22%	22%	20%	20%
息率	2.8%	3.2%	3.7%	4.3%
P/E	17.5	15.0	13.0	11.3
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.0	12.8	10.8	9.5

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-攻守兼备的优质汽车检测服务商》——2019-05-30
 《中国汽研-601965-2019 年一季报业绩点评：盈利能力改善，一季报略微低于预期》——2019-04-29
 《中国汽研-601965-2018 年年报业绩点评：年报符合预期，后期业绩有保障》——2019-03-28
 《中国汽研-601965-2018 年三季报业绩点评：产业制造扭亏，业绩符合预期》——2018-10-25
 《中国汽研-601965-2018 年中报点评：产业化扭亏+技术服务稳健，中报业绩略超预期》——2018-08-30

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