

**证券研究报告—动态报告**

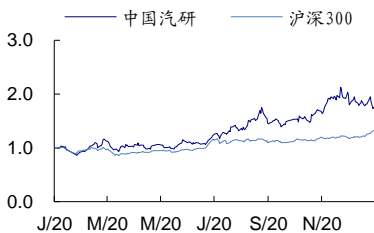
汽车汽配

汽车零部件 II

**中国汽研(601965)**
**买入**
**2020 年业绩快报点评**

(维持评级)

2021 年 01 月 11 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)	14,195/13,851
上证综指/深圳成指	3,570/15,319
12 个月最高/最低(元)	18.53/7.03

**相关研究报告:**

《中国汽研-601965-2020 年三季报点评: 营收利润双高增长, 低估值智能检测标的》——2020-10-30

《中国汽研-601965-2020 年中报点评: 业绩符合预期, 电动智能打开长期成长空间》——2020-08-31

《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

**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**

# 利润略超预期, 电动智能打开新 增量空间

**● 2020 年营收利润双高增长, Q4 利润略超预期**

中国汽研 2020 年实现营业总收入 34.17 亿 (同比+24.06%), 实现归母净利润 5.61 亿 (同比+20.17%)。单四季度来看, 公司实现营收 10.26 亿 (同比-3.73%), 实现归母净利润 2.20 亿 (同比+22.38%)。总结来看, 公司 2020 年营收、利润双高增长, 利润略超预期, 业绩增长在于 1) 完善能力布局, 强化区域合作, 不断推进业务和客户结构优化, 抓住电动化、智能化、网联化、共享化市场机遇, 技术服务业务有效提升; 2) 积极开拓新基建市场, 专用车改装及销售业务订单稳步增长, 同时公司持续加强提质增效专项工作, 利润随业务规模扩大同步提高。

**● 毛利率稳中有升, 费用端管控到位**

公司 2020 年毛利率为 30.72%, 同比上升 0.39pct, 净利率为 17.17%, 同比上升 0.17pct。单四季度毛利率为 38.87%, 同比上升 7.15pct, 净利率为 23.56%, 同比上升 6.61pct。2020 年四费率为 12.97%, 同比上升 0.69pct, 单四季度四费率 19.66%, 同比上升 5.82pct, 其中销售/管理/研发/财务费率分别 2.95%/8.14%/9.23%/-0.67%, 同比分别提升 -0.06%/+1.74%/+4.30%/-0.16pct。

**● 中短期订单充足, 长期受益于电动化、智能化**

公司属于掌握核心技术的汽车领域检测龙头, 中短期公司技术服务方面持续开拓区域市场和客户, 装备制造业务受益于新基建实现订单突破, 远期在汽车行业电动化、智能化背景下, 公司技术服务业务围绕智能网联服务检测和认证+工序装备供应+大数据平台搭建闭环发展, 有望打开新的增量空间。2020 年中国汽研新成立智能网联数据中心和新能源中心、拓展新能源汽车监控平台业务, 和宁德时代、比亚迪签署战略合作协议, 和长安汽车深化合作。

**● 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: 上调盈利预测, 维持“买入”评级**

略微上调盈利预测, 预计 20-22 年净利润分别为 5.6/6.9/8.7 亿元 (原预期 5.4/6.5/7.8 亿元), 对应 PE=25/20/16x, 维持“买入”评级。

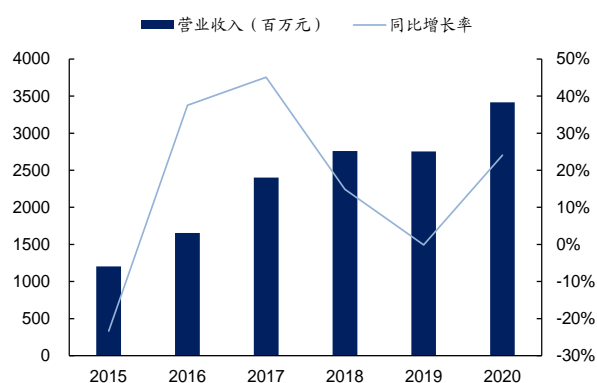
**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,758	2,755	3,417	4,029	4,836
(+/-%)	14.9%	-0.1%	24.1%	17.9%	20.0%
净利润(百万元)	403	467	561	690	872
(+/-%)	7.5%	15.8%	20.2%	22.9%	26.4%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.48	0.58	0.71	0.90
EBIT Margin	17.2%	19.8%	18.5%	19.8%	21.0%
净资产收益率(ROE)	9.0%	9.9%	11.0%	12.4%	14.1%
市盈率(PE)	26.5	25.5	24.8	20.2	16.0
EV/EBITDA	20.1	18.3	18.6	15.4	12.5
市净率(PB)	2.6	2.5	2.74	2.50	2.25

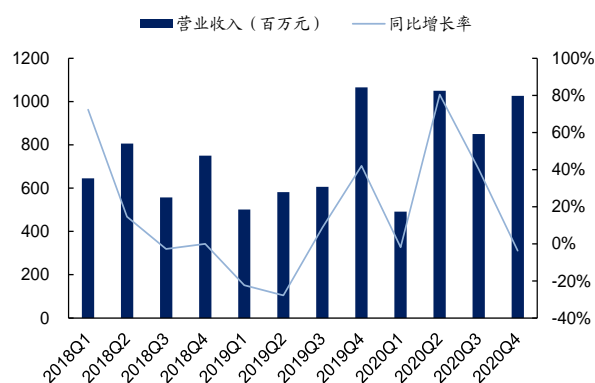
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

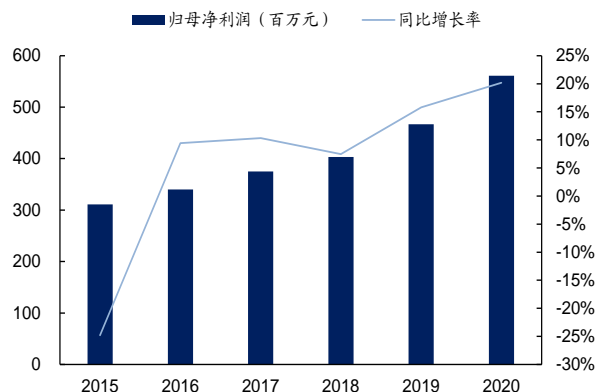
**2020 年营收、利润双高增长，业绩超预期。** 中国汽研公布 2020 年业绩快报，全年实现营业总收入 34.17 亿（同比+24.06%），实现归母净利润 5.61 亿（同比+20.17%）。单四季度来看，公司实现营收 10.26 亿（同比-3.73%），实现归母净利润 2.20 亿（同比+22.38%），主要系公司技术服务与装备制造业务双轮驱动，1）完善能力布局，强化区域合作，不断推进业务和客户结构优化，抓住电动化、智能化、网联化、共享化市场机遇，技术服务业务有效提升；2）积极开拓新基建市场，专用车改装及销售业务订单稳步增长，同时公司持续加强提质增效专项工作，利润随业务规模扩大同步提高。

**图 1：公司营业收入及增速**


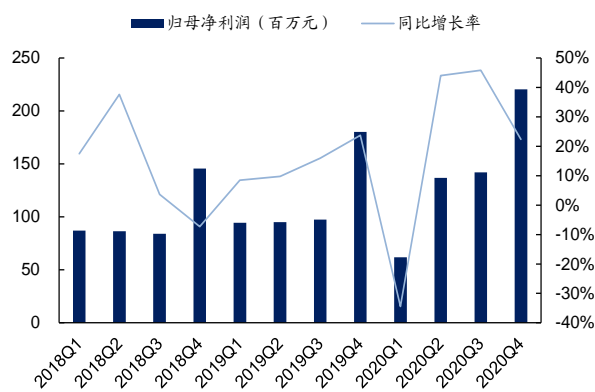
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**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**


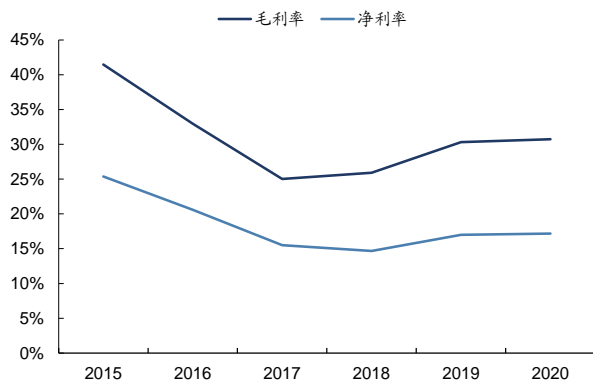
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**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

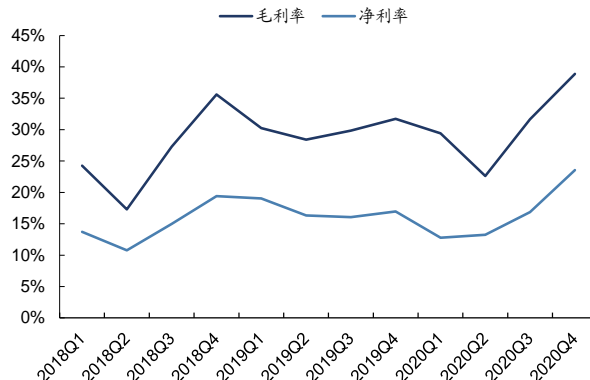
**毛利率稳中有升，费用端管控到位。** 公司 2020 年毛利率为 30.72%，同比上升 0.39pct，净利率为 17.17%，同比上升 0.17pct。单四季度毛利率为 38.87%，同比上升 7.15pct，净利率为 23.56%，同比上升 6.61pct。2020 年四费率为 12.97%，同比上升 0.69pct，单四季度四费率 19.66%，同比上升 5.82pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别 2.95%/8.14%/9.23%/-0.67%，同比分别提升 -0.06/+1.74/+4.30/-0.16pct，预计第四季度公司技术服务业务占比提升，带来毛利率和研发费用率的提升。

图 5：公司毛利率和净利率



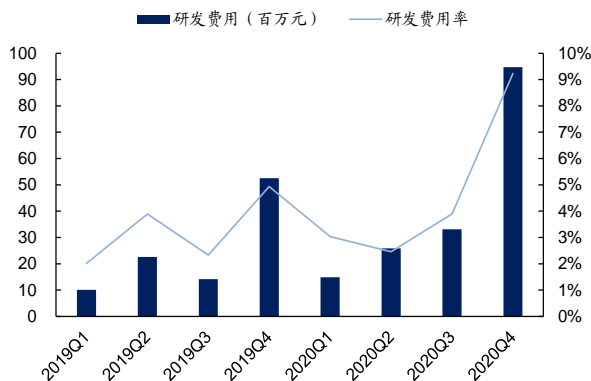
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



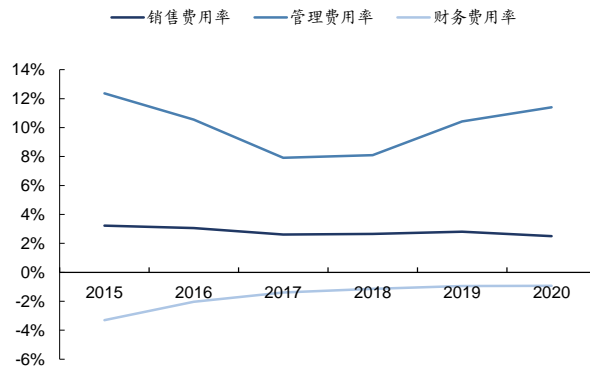
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司单季度研发费用及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

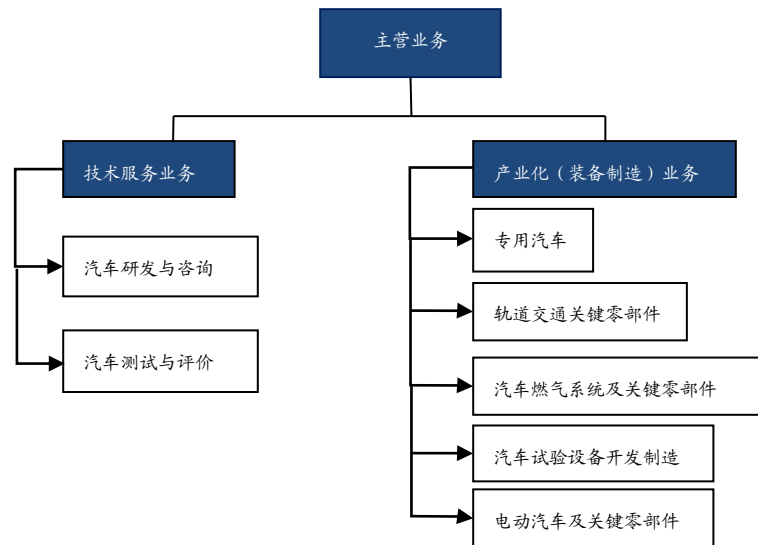
图 8：三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（注：本图管理费用率中包含管理和研发费用率）

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。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%）。2020 年考虑到公司客户结构优化、新业务（风洞中心、大足试验道）的增量、并表的增加，技术服务业务有望贡献主要利润增量。

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”）

**中短期订单充足，长期受益于电动化、智能化。**公司属于掌握核心技术的汽车领域检测龙头，中短期公司技术服务方面持续开拓区域市场和客户，装备制造业务受益于新基建实现订单突破，远期在汽车行业电动化、智能化背景下，公司技术服务业务围绕能网联服务检测和认证+工序装备供应+大数据平台搭建闭环发展，有望打开新的增量空间。

2020 年中国汽研对技术板块的业务条线进行了重新划分，以前只有检测中心和研发中心两大块，现在分为 5+1 的板块，5 包括检测中心、工程中心、智能网联中心、数据中心、新能源中心，还有 1 家装备公司，装备公司有别于别的产业公司，它的装备是针对汽车检测装备的开发和制造。其中——

**检测中心**即原来的检测中心，包含安全碰撞、电磁兼容、整车检测、排放检测、底盘检测、零部件检测等几大业务；

**工程中心**即原来的研发中心，包含智能噪声、底盘性能开发、风洞等业务；

智能网联中心、数据中心和新能源中心是新成立的三大板块，**智能网联中心**主要有 4 大业务：1) 传统智能网联汽车的测试和评价；2) 数据仿真的虚拟产品库；3) 车路协同建设，包括智能网联汽车先导示范区建设；4) 结合公司原来已有的汽车检测装备开发能力，现在在做智能网联汽车检测需要的设备开发、制造和销售；

**数据中心**有两大块业务，一块是 4 大指数平台业务，涉及到安全指数、智能指数、健康指数、驾乘指数，这一块是基于公司过去一些实验、检测、研发过程中积累形成的标准，对标国际形成的标准，相当于是过去积累数据的一个产品化体现，另外一块是咱们新能源汽车监控平台业务，数据中心对重庆路面上行驶的新能源汽车进行实时监控，对其车辆安全、电池安全进行预警；

**新能源中心**包括新能源汽车的电池电机检测业务及氢能动力相关的研发和检测业务，汽研已经拿到国家首款也是目前唯一一款氢能质检中心的国家级品牌，2020 年进入开工建设。

中国汽研内部组织架构智能化、电动化、数字化改革的过程中，也不断强化和

相关企业的业务合作。2020年下半年公司和宁德时代、比亚迪签署战略合作协议，和长安汽车深化合作，与博拉网联合作成立汽车智慧策略平台，赋能数字化业务。

2020年11月6日，中国汽研与比亚迪在中国汽研重庆本部签署战略合作协议。中国汽研董事长李开国，比亚迪总裁王传福见证签约。王传福一行参观了中国汽研动力电池测评、汽车风洞、EMC、NVH实验室，对中国汽研行业影响力和对行业贡献表示认可，同时感谢多年来对比亚迪的支持。**比亚迪下一步将加强与**中国汽研**在电池检测、NVH开发等技术、研发和生产等方面全方位合作。**

2020年11月30日，中国汽研总经理万鑫铭受邀率队拜访宁德时代，宁德时代总裁周佳、副总裁项延火、董事长助理孟祥峰等出席并亲切接待。**双方就新能源汽车安全预警、在用车与动力电池检测、新能源汽车保险等领域进行了深入交流。**在万鑫铭总经理和周佳总裁的见证下，公司总监抄佩佩与宁德时代董事长助理孟祥峰签署《宁德时代新能源科技股份有限公司与中国汽车工程研究院股份有限公司合作协议》。

2020年12月16日，中国汽研和长安汽车在中国汽研重庆总部签署深化战略合作协议。中国汽研检测事业部、工程中心、智能中心、数据中心等相关负责人参加签约和交流。根据协议，中国汽研与长安汽车将结合国内外汽车行业发展趋势和市场需要，在现有合作基础上进一步整合优势资源、深化合作内涵，基于“优势互补、讲求实效、共同提高、实现双赢”的原则，在汽车检测认证、产品性能开发、大数据服务、资本运营、人才交流等方面开展全面深化战略合作，赋能长安汽车成为全球领先的智能低碳出行科技公司。

**与博拉网联合作成立汽车智慧策略平台，赋能数字化业务。**近日，公司与博拉网络签署框架合作协议，两家公司将在汽车大数据领域长期合作，充分发挥各自优势推进汽车相关企业的智能化和数字化进程，扩大汽车产业未来发展空间。合作初期，两家公司计划共同打造汽车行业的 SaaS 化市场运营决策辅助平台——中国汽研消费者智慧策略平台，并联合开展平台运营维护和升级迭代工作。通过大数据生态技术+AI 技术的分析处理，中国汽研消费者智慧策略平台能直观呈现出可视化的网络舆情信息，让汽车相关企业从多渠道、多维度跟踪网络动向、理解用户心声，从而为汽车企业、汽车媒体、研究机构等团体在市场调研、新车规划、用户运营、精准营销和战略决策等多方面提供帮助。公司通过此次合作开拓汽车大数据应用产品和推动行业技术升级的同时，有望打造共建共赢的新型汽车数字化、智能化服务新生态。

图 8: 中国汽研与博拉网联合合作成立汽车智慧策略平台



资料来源: 博拉、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 略微上调盈利预测, 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。此外, 公司作为首个拿到唯一氢能质检中心的国家级品牌, 2020年10月开工, 建设周期两年, 有望为公司氢能相关的研发和检测业务贡献新动能。长期看, 公司属于掌握核心技术的汽车领域检测龙头, 中短期公司技术服务方面持续开拓区域市场和客户, 装备制造业务受益于新基建实现订单突破, 远期在汽车行业电动化、智能化背景下, 公司技术服务业务围绕车联网服务检测和认证+工序装备供应+大数据平台搭建闭环发展, 有望打开新的增量空间。我们略微上调盈利预测, 预计 20-22 年净利润分别为 5.6/6.9/8.7 亿元 (原预期 5.4/6.5/7.8 亿元), 对应 PE=25/20/16x, 低估值智能检测服务商, 更新一年期 (2021 年) 目标估值 17.8-21.3 元 (对应 21 年 PE 25-30x), 当前距离目标估值仍有 24%-49%提升空间, 维持“买入”评级。

**可比公司估值:** 我们选取检测业务相关的汽车诊断公司道通科技、汽车年检设备和运营公司安车检测、汽车智能化零部件企业保隆科技作为可比公司, 2021 年可比公司平均估值 27 倍, 参考可比公司估值, 我们给予中国汽研 2021 年 25-30 倍 PE, 对应目标估值 17.8-21.3 元, 当前股价距离目标估值仍有 24%-49%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 210110	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
688208.SH	道通科技	57.64	259	0.82	0.97	1.38	1.96	70.3	59.4	41.8	29.4	买入
300572.SZ	安车检测	40.91	79	0.97	1.29	1.84	2.48	42.2	31.7	22.2	16.5	增持
603197.SH	保隆科技	26.44	44	1.04	1.22	1.53	1.90	25.4	21.7	17.3	13.9	增持
	平均							46.0	37.6	27.1	19.9	
601965.SH	中国汽研	14.36	142	0.48	0.58	0.71	0.90	29.8	24.8	20.2	16.0	买入
	目标估值区间									17.8-21.3 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	3417	4029	4836
应收款项	660	1124	1325	1590	营业成本	1919	2407	2786	3288
存货净额	284	303	354	421	营业税金及附加	24	32	38	45
其他流动资产	91	683	806	967	销售费用	77	79	93	111
<b>流动资产合计</b>	<b>2605</b>	<b>3833</b>	<b>4207</b>	<b>4701</b>	管理费用	188	269	315	375
固定资产	2724	2833	2931	3016	财务费用	(26)	4	19	7
无形资产及其他	319	308	296	284	投资收益	16	17	17	0
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
<b>资产总计</b>	<b>6059</b>	<b>7384</b>	<b>7844</b>	<b>8411</b>	营业利润	549	648	799	1013
短期借款及交易性金融负债	0	999	766	453	营业外净收支	1	10	10	10
应付款项	613	424	495	590	<b>利润总额</b>	<b>551</b>	<b>658</b>	<b>809</b>	<b>1023</b>
其他流动负债	546	637	744	887	所得税费用	82	95	117	148
<b>流动负债合计</b>	<b>1159</b>	<b>2060</b>	<b>2005</b>	<b>1930</b>	少数股东损益	1	2	2	3
长期借款及应付债券	3	3	3	3	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>467</b>	<b>561</b>	<b>690</b>	<b>872</b>
其他长期负债	183	213	243	273					
<b>长期负债合计</b>	<b>186</b>	<b>216</b>	<b>246</b>	<b>276</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1345</b>	<b>2276</b>	<b>2251</b>	<b>2206</b>	净利润	467	561	690	872
少数股东权益	17	19	21	23	资产减值准备	(4)	0	0	0
股东权益	4696	5089	5572	6182	折旧摊销	178	239	254	270
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6059</b>	<b>7384</b>	<b>7844</b>	<b>8411</b>	公允价值变动损失	(6)	(4)	(4)	(4)
					财务费用	(26)	4	19	7
关键财务与估值指标					营运资本变动	482	(1142)	(165)	(226)
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	5	1	2	2
每股收益	0.48	0.58	0.71	0.90	<b>经营活动现金流</b>	<b>1122</b>	<b>(344)</b>	<b>776</b>	<b>913</b>
每股红利	0.25	0.17	0.21	0.27	资本开支	(452)	(333)	(336)	(339)
每股净资产	4.84	5.25	5.75	6.37	其它投资现金流	(423)	0	0	0
ROIC	11%	12%	12%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(933)</b>	<b>(333)</b>	<b>(336)</b>	<b>(339)</b>
ROE	10%	11%	12%	14%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	30%	30%	31%	32%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	18%	20%	21%	支付股利、利息	(243)	(168)	(207)	(262)
EBITDA Margin	26%	25%	26%	27%	其它融资现金流	168	999	(234)	(313)
收入增长	0%	24%	18%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(317)</b>	<b>831</b>	<b>(441)</b>	<b>(574)</b>
净利润增长率	16%	20%	23%	26%	<b>现金净变动</b>	<b>(128)</b>	<b>154</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
资产负债率	22%	31%	29%	26%	货币资金的期初余额	1274	1146	1300	1300
息率	1.7%	1.2%	1.5%	1.9%	货币资金的期末余额	1146	1300	1300	1300
P/E	29.8	24.8	20.2	16.0	企业自由现金流	672	(696)	435	573
P/B	3.0	2.7	2.5	2.3	权益自由现金流	841	300	185	254
EV/EBITDA	21.1	18.6	15.4	12.5					

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