

# 中国汽研 (601965.SH)

## 21H1 点评: 业绩符合预期, 盈利稳健提升

### 核心观点:

- **公司上半年营收及归母净利润同比增长 16.9%、32.0%，符合预期。**根据中报，上半年公司实现营收、归母净利润 18.0、2.6 亿元，同比 +16.9%、+32.0%，其中 Q2 营收、归母净利润 9.6、1.4 亿元，同比 -8.4%、+5.4%，环比 +14.5%、+21.9%。公司 Q2 营收同比下滑主要受装备制造板块影响，主营技术及研发咨询服务的母公司 Q2 营收 3.8 亿元，同比增长 27.4%，一方面得益于传统检测业务稳步提升，另一方面新能源、智能网联及风洞业务开拓取得初步成效。根据 20 年报，公司 21 年经营目标为营业收入、利润总额达到 38.0、7.1 亿元，上半年营收及业绩符合市场预期。
- **毛利率同环比均明显提升，现金流健康。**公司 Q2 毛利率 29.7%，同环比分别提升 7.1、1.5pct，得益于提质增效力度、强化精细化管理与核心能力提升。公司 14-20 年公司分红率由 16% 提升至 53%，分红率维持高位。同时公司账面现金流情况较好，Q2 经营性净现金流 1.8 亿元，同比增长 30.2%，同时公司有息负债率常年处于非常低的水平。
- **国内稀缺的独立汽车检测机构，法规升级推动检测业务量价齐升。**公司拥有汽车完整检测资质，检测行业壁垒高，汽车法规升级、新标准出台将推动检测业务量价齐升，中长期看点是转型数据服务商及指数平台的建立。根据中报，公司汽车风洞中心市场开拓效果显著；新能源中心三电公告检测业务大幅提升，氢能国检中心建设有序推进；智能中心完成车路协同业务市场体系构建，车路协同产品成功在多个项目应用；数据中心“数据+”、“咨询+数据”等业务持续落地。
- **盈利预测与投资建议：**公司是汽车检测稀缺标的，受益汽车电动化、智能化新机遇，预计公司 21-23 年 EPS 为 0.65/0.75/0.84 元/股，给予公司 22 年 30 倍 PE，对应合理价值 22.39 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新车种类及政策推进力度放缓；新项目推进不达预期。

### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,755	3,418	3,831	4,230	4,640
增长率 (%)	-0.1	24.1	12.1	10.4	9.7
EBITDA (百万元)	627	794	858	992	1,129
归母净利润 (百万元)	467	558	645	739	833
增长率 (%)	15.8	19.6	15.6	14.4	12.8
EPS (元/股)	0.48	0.56	0.65	0.75	0.84
市盈率 (P/E)	17.20	26.22	29.84	26.07	23.11
ROE (%)	9.9	11.1	11.3	11.5	11.5
EV/EBITDA	10.99	16.79	20.61	17.62	15.14

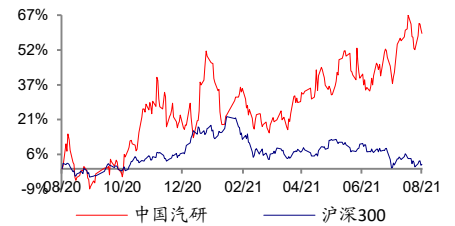
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

当前价格	19.46 元
合理价值	22.39 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-29

### 相对市场表现



分析师: 张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师: 闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师: 李爽



SAC 执证号: S0260519070003



021-38003684



fzlishuang@gf.com.cn

分析师: 邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

请注意, 张乐, 闫俊刚, 李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

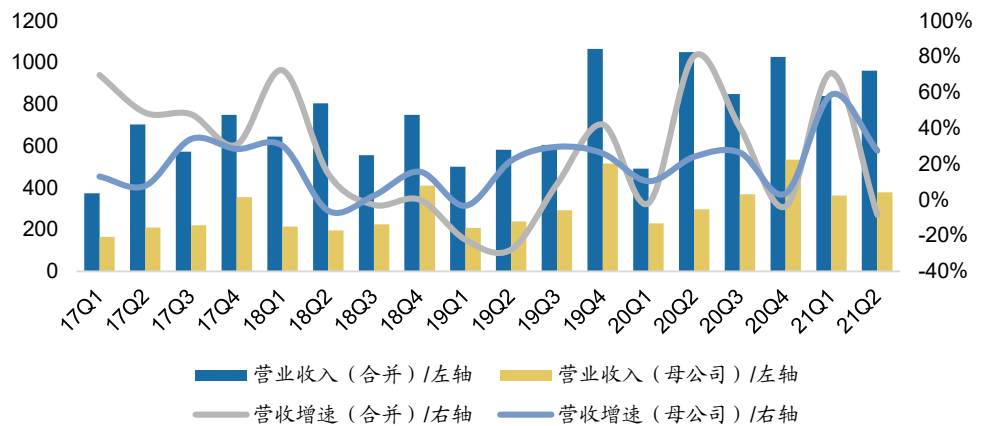
### 相关研究:

- 中国汽研 (601965.SH):20 2021-04-25 年报及 21Q1 点评: 业绩超预期, 分红率维持高位
- 中国汽研 (601965.SH):20 2021-01-10 年归母净利润同比增长 20.2%, 超预期
- 中国汽研(601965.SH):20Q3 2020-10-29 点评: 业绩持续提速, 毛利率改善明显

## 一、公司上半年营收及归母净利润同比增长 16.9%、32.0%，符合预期

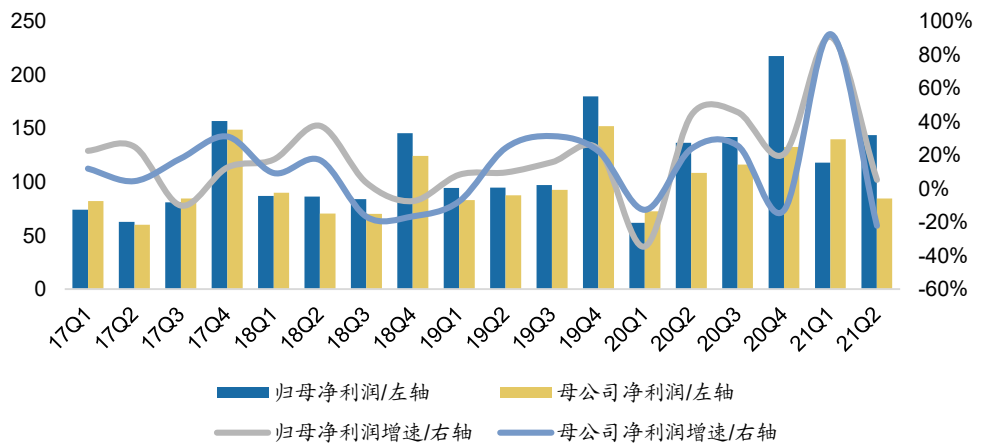
根据中报，上半年公司实现营收、归母净利润18.0、2.6亿元，同比+16.9%、+32.0%，其中Q2营收、归母净利润9.6、1.4亿元，同比-8.4%、+5.4%，环比+14.5%、+21.9%。公司Q2营收同比下滑主要受装备制造板块影响，主营技术及研发咨询服务的母公司Q2营收3.8亿元，同比增长27.4%，一方面得益于传统检测业务稳步提升，另一方面新能源、智能网联及风洞业务开拓取得初步成效。根据20年报，公司21年经营目标为营业收入、利润总额达到38.0、7.1亿元，上半年营收及业绩符合市场预期。

图 1：公司合并口径、母公司单季度营收（百万元）及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：公司合并口径、母公司单季度归母净利润（百万元）及同比增速

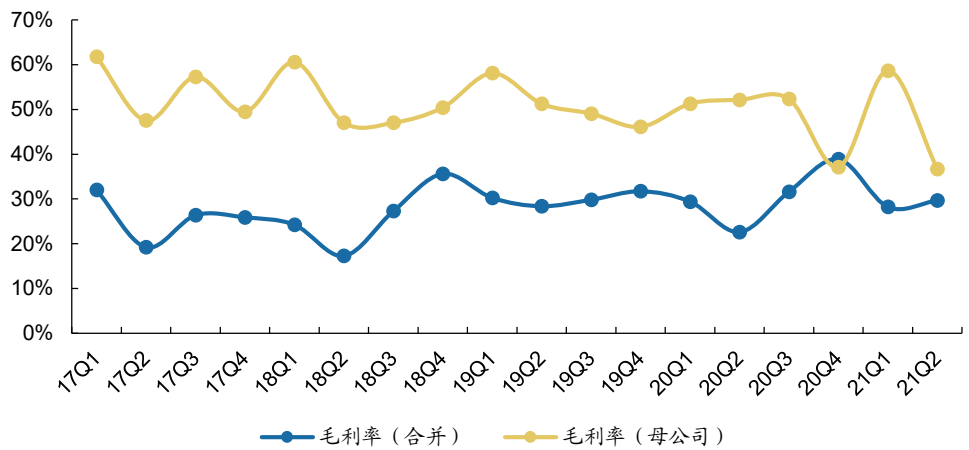


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 二、毛利率同环比均明显提升，现金流健康

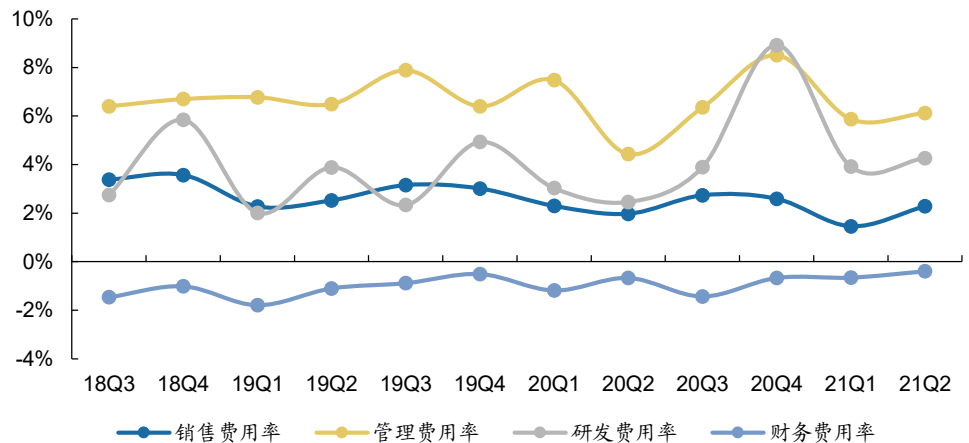
公司Q2毛利率29.7%，同环比分别提升7.1、1.5pct，得益于提质增效力度、强化精细化管理与核心能力提升。公司14-20年公司分红率由16%提升至53%，分红率维持高位。同时公司账面现金流情况较好，Q2经营性净现金流1.8亿元，同比增长30.2%，同时公司有息负债率常年处于非常低的水平。

图 3：公司合并口径、母公司单季度毛利率



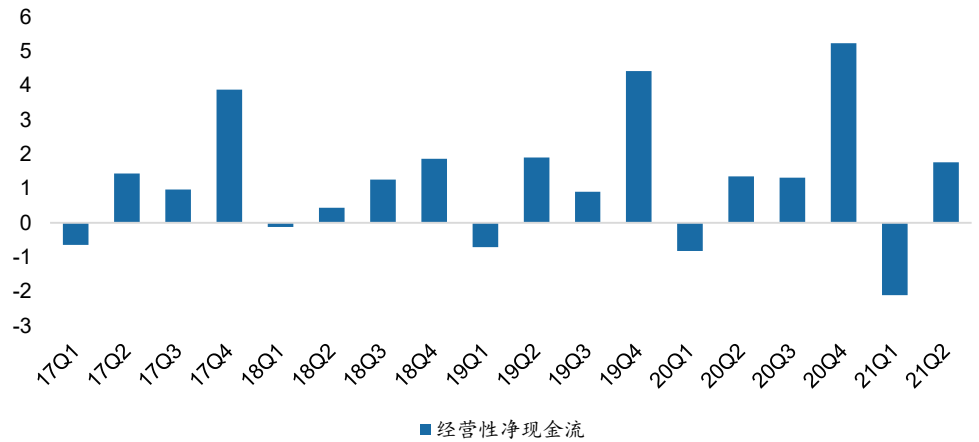
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：公司合并口径单季度费用率



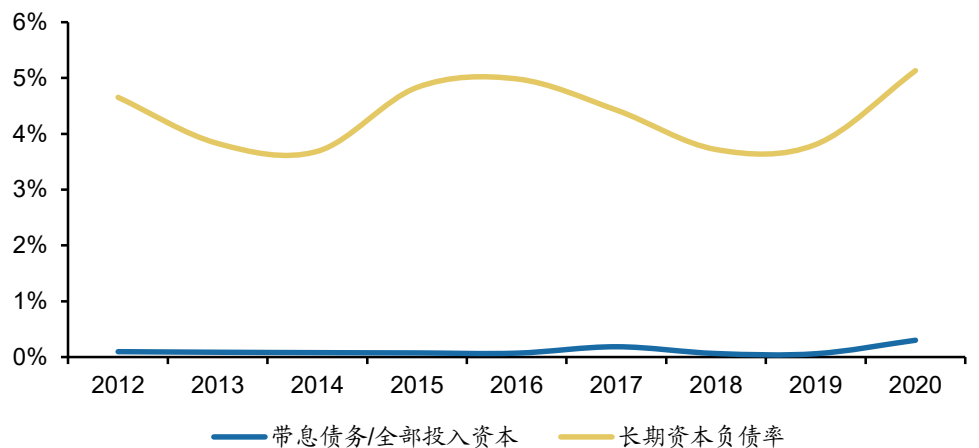
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5: 公司单季度经营性净现金流 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 公司有息负债率及长期资本负债率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 三、国内稀缺的独立汽车检测机构, 法规升级推动检测业务量价齐升

公司拥有汽车完整检测资质, 检测行业壁垒高, 汽车法规升级、新标准出台将推动检测业务量价齐升, 中长期看点是转型数据服务商及指数平台的建立。根据中报, 公司汽车风洞中心市场开拓效果显著; 新能源中心三电公告检测业务大幅提升, 氢能国检中心建设有序推进; 智能中心完成车路协同业务市场体系构建, 车路协同产品成功在多个项目应用; 数据中心“数据+”、“咨询+数据”等业务持续落地。

## 四、盈利预测与投资建议

公司是汽车检测稀缺标的，受益汽车电动化、智能化新机遇，预计公司21-23年EPS为0.65/0.75/0.84元/股，给予公司22年30倍PE，对应合理价值22.39元/股，维持“买入”评级。

## 五、风险提示

新车种类及政策推进力度放缓；新项目推进不达预期。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2,605</b>	<b>2,543</b>	<b>2,954</b>	<b>3,303</b>	<b>3,809</b>
货币资金	1,146	1,321	1,581	1,805	2,177
应收及预付	639	753	884	961	1,053
存货	284	253	319	344	365
其他流动资产	535	216	170	193	213
<b>非流动资产</b>	<b>3,454</b>	<b>4,102</b>	<b>4,602</b>	<b>5,118</b>	<b>5,574</b>
长期股权投资	246	97	97	97	97
固定资产	2,633	2,816	3,247	3,686	4,066
在建工程	92	84	89	97	107
无形资产	319	390	458	529	599
其他长期资产	164	715	712	709	705
<b>资产总计</b>	<b>6,059</b>	<b>6,645</b>	<b>7,557</b>	<b>8,421</b>	<b>9,383</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,159</b>	<b>1,142</b>	<b>1,397</b>	<b>1,506</b>	<b>1,611</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	937	528	893	931	971
其他流动负债	222	615	503	575	640
<b>非流动负债</b>	<b>186</b>	<b>273</b>	<b>273</b>	<b>273</b>	<b>273</b>
长期借款	3	3	3	3	3
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	183	270	270	270	270
<b>负债合计</b>	<b>1,345</b>	<b>1,415</b>	<b>1,669</b>	<b>1,779</b>	<b>1,884</b>
股本	970	989	990	990	990
资本公积	1,462	1,567	1,567	1,567	1,567
留存收益	2,312	2,623	3,269	4,007	4,841
归属母公司股东权益	4,696	5,044	5,691	6,429	7,263
少数股东权益	17	186	197	213	237
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,059</b>	<b>6,645</b>	<b>7,557</b>	<b>8,421</b>	<b>9,383</b>

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>653</b>	<b>709</b>	<b>950</b>	<b>949</b>	<b>1,059</b>
净利润	468	585	657	755	857
折旧摊销	179	252	215	237	258
营运资金变动	19	-151	103	-16	-28
其它	-14	24	-25	-27	-29
<b>投资活动现金流</b>	<b>-460</b>	<b>-475</b>	<b>-691</b>	<b>-725</b>	<b>-686</b>
资本支出	-436	-338	-710	-746	-709
投资变动	-58	405	0	0	0
其他	33	-542	19	21	23
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-295</b>	<b>-111</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	138	1	0	0
其他	-295	-249	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-101</b>	<b>123</b>	<b>260</b>	<b>224</b>	<b>373</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,181</b>	<b>1,080</b>	<b>1,321</b>	<b>1,581</b>	<b>1,805</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,080</b>	<b>1,203</b>	<b>1,581</b>	<b>1,805</b>	<b>2,177</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-0.1%	24.1%	12.1%	10.4%	9.7%
营业利润增长	15.0%	22.6%	13.7%	14.6%	13.3%
归母净利润增长	15.8%	19.6%	15.6%	14.4%	12.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.3%	30.7%	31.9%	33.1%	34.0%
净利率	17.0%	17.1%	17.1%	17.8%	18.5%
ROE	9.9%	11.1%	11.3%	11.5%	11.5%
ROIC	8.1%	9.0%	9.3%	9.7%	10.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.2%	21.3%	22.1%	21.1%	20.1%
净负债比率	28.5%	27.1%	28.4%	26.8%	25.1%
流动比率	2.25	2.23	2.12	2.19	2.36
速动比率	1.99	1.86	1.81	1.88	2.05
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.45	0.51	0.51	0.50	0.49
应收账款周转率	7.57	10.44	8.94	9.10	9.24
存货周转率	9.68	13.53	12.00	12.31	12.71
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.48	0.56	0.65	0.75	0.84
每股经营现金流	0.67	0.72	0.96	0.96	1.07
每股净资产	4.84	5.10	5.75	6.50	7.34
<b>估值比率</b>					
P/E	17.20	26.22	29.84	26.07	23.11
P/B	1.71	2.90	3.38	3.00	2.65
EV/EBITDA	10.99	16.79	20.61	17.62	15.14

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,755</b>	<b>3,418</b>	<b>3,831</b>	<b>4,230</b>	<b>4,640</b>
营业成本	1,919	2,368	2,610	2,830	3,062
营业税金及附加	24	36	57	63	70
销售费用	77	82	100	112	123
管理费用	188	225	253	279	306
研发费用	99	165	169	190	209
财务费用	-26	-32	-29	-34	-40
资产减值损失	-5	-2	0	0	0
公允价值变动收益	1	-3	0	0	0
投资净收益	16	-1	19	21	23
<b>营业利润</b>	<b>549</b>	<b>673</b>	<b>766</b>	<b>877</b>	<b>994</b>
营业外收支	1	-2	2	2	1
<b>利润总额</b>	<b>551</b>	<b>671</b>	<b>768</b>	<b>879</b>	<b>995</b>
所得税	82	87	111	124	138
<b>净利润</b>	<b>468</b>	<b>585</b>	<b>657</b>	<b>755</b>	<b>857</b>
少数股东损益	1	26	11	16	24
<b>归属母公司净利润</b>	<b>467</b>	<b>558</b>	<b>645</b>	<b>739</b>	<b>833</b>
EBITDA	627	794	858	992	1,129
EPS (元)	0.48	0.56	0.65	0.75	0.84

## 广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，11年卖方研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，7年卖方研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐鸣爽：研究助理，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。