

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

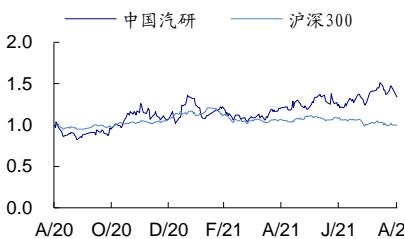
汽车零部件 II

中国汽研(601965)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 31 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)	990/967
总市值/流通(百万元)	/
上证综指/深圳成指	3,544/14,328
12 个月最高/最低(元)	21.25/11.10

相关研究报告:

《中国汽研-601965-2020 年业绩快报点评: 利润略超预期, 电动智能打开新增量空间》——2021-01-11

《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

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

营收利润高增长, 加强研发助力业务转型升级

● H1 营收利润双高增长, 业绩表现持续向好

中国汽研 2021H1 实现营收 18.01 亿, 同比+16.87%, 实现归母净利润 2.62 亿, 同比+32.00%, 实现扣非 2.41 亿, 同比+28.64%。单 Q2 来看, 公司实现营收 9.61 亿, 同比-8.41%, 环比+14.48%, 实现归母净利润 1.44 亿, 同比+5.37%, 环比+21.93%。总体来看, 公司 2021H1 营收利润双高增长, 业绩表现持续向好, 营收增长主因在于 1) 检测业务深挖新老客户, 强化自身资质和能力建设, 推动业务量提升; 2) 新能源、智能网联及风洞业务聚焦产能释放和市场布局, 完善市场体系建设, 业务开拓取得初步成效。

● 产能释放致毛利率上升, 业务拓展和研发投入增加

公司 2021H1 毛利率为 29.00%, 同比上升 4.21pct, 净利率为 15.16%, 同比上升 2.07%。单 Q2 毛利率为 29.68%, 同比上升 7.06pct, 净利率为 16.51%, 同比上升 3.27pct。2021H1 四费率为 11.50%, 同比上升 2.20pct, 单 Q2 四费率 12.28%, 同比上升 4.08pct, 其中销售/管理/研发/财务费率分别为 2.28%/6.13%/4.27%/-0.39%, 同比分别提升 0.31/1.69/1.81/0.27pct。公司费用率总体增加, 2021 上半年加强技术服务业务拓展, 充分释放产能, 持续推进技术服务转型升级, 毛利率和研发投入均有所上升。

● 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。

● 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 21-23 年净利润分别为 6.7/8.3/10.5 亿元, 对应 PE=27/22/17x, 低估值智能检测服务商, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,418	4,240	4,999	6,000
(+/-%)	24.1%	24.1%	17.9%	20.0%
净利润(百万元)	558	667	828	1049
(+/-%)	19.6%	19.4%	24.1%	26.7%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.67	0.84	1.06
EBIT Margin	20.7%	18.5%	19.8%	21.0%
净资产收益率(ROE)	11.1%	12.1%	13.6%	15.4%
市盈率(PE)	32.6	27.3	22.0	17.3
EV/EBITDA	20.5	19.8	16.3	13.2
市净率(PB)	3.61	3.30	2.99	2.67

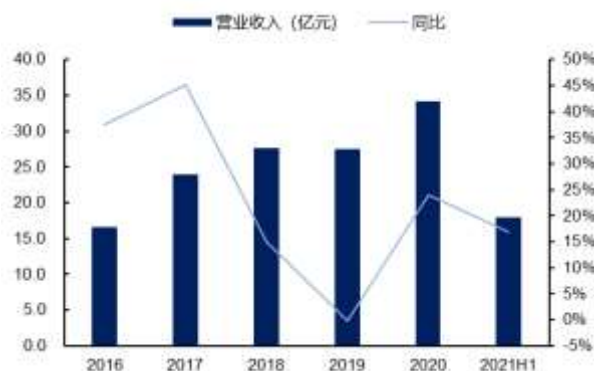
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

H1 营收利润双高增长，业绩表现持续向好。中国汽研 2021H1 实现营收 18.01 亿，同比+16.87%，实现归母净利润 2.62 亿，同比+32.00%，实现扣非 2.41 亿，同比+28.64%。

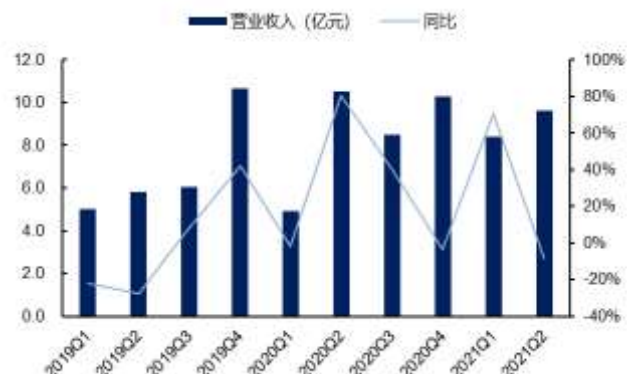
单 Q2 来看，公司实现营收 9.61 亿，同比-8.41%，环比+14.48%，实现归母净利润 1.44 亿，同比+5.37%，环比+21.93%。

图 1：公司营业收入及增速



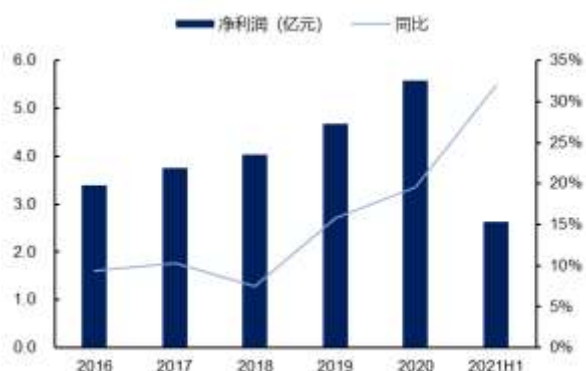
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



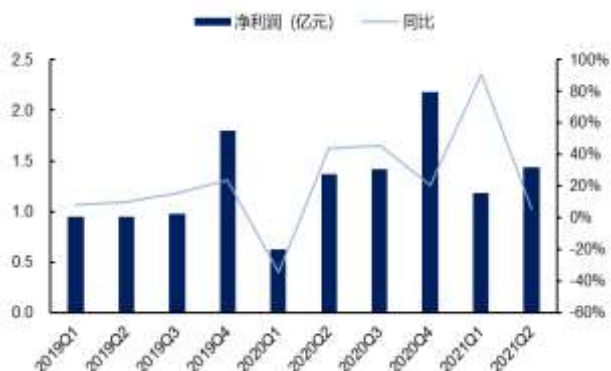
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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

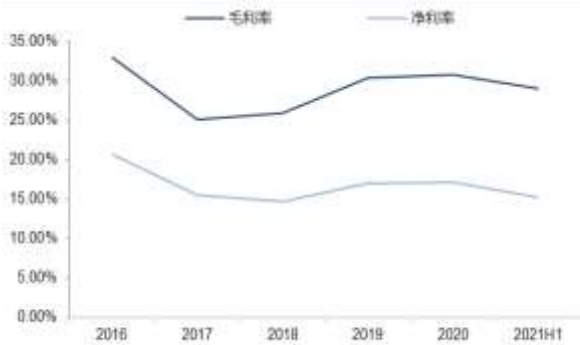
图 4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

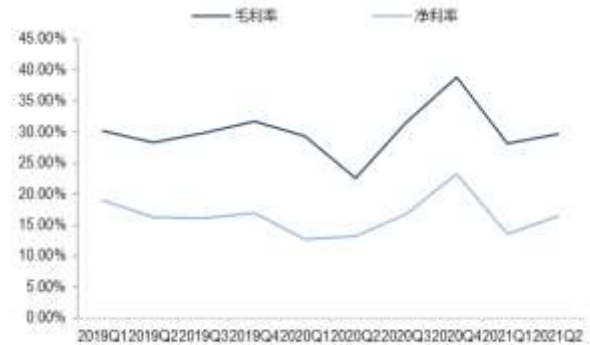
产能释放致毛利率上升，业务拓展和研发投入增加。公司 2021H1 毛利率为 29.00%，同比上升 4.21pct，净利率为 15.16%，同比上升 2.07%。单 Q2 毛利率为 29.68%，同比上升 7.06pct，净利率为 16.51%，同比上升 3.27pct。2021H1 四费率为 11.50%，同比上升 2.20pct，单 Q2 四费率 12.28%，同比上升 4.08pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 2.28%/6.13%/4.27%/-0.39%，同比分别提升 0.31/1.69/1.81/0.27。H1 公司加强技术服务业务拓展，充分释放产能，公司持续推进技术服务和装备制造业务转型升级，毛利率、业务拓展费用和研发投入均有所上升。

图 5：公司毛利率和净利率



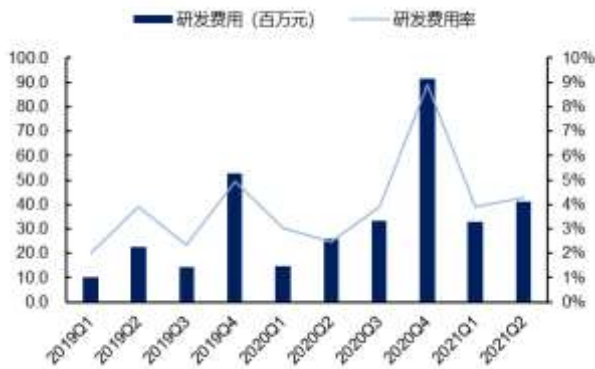
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



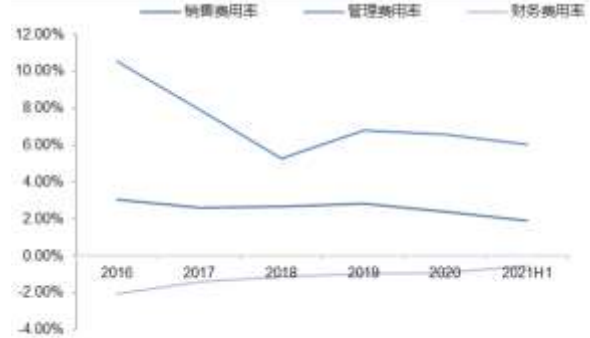
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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

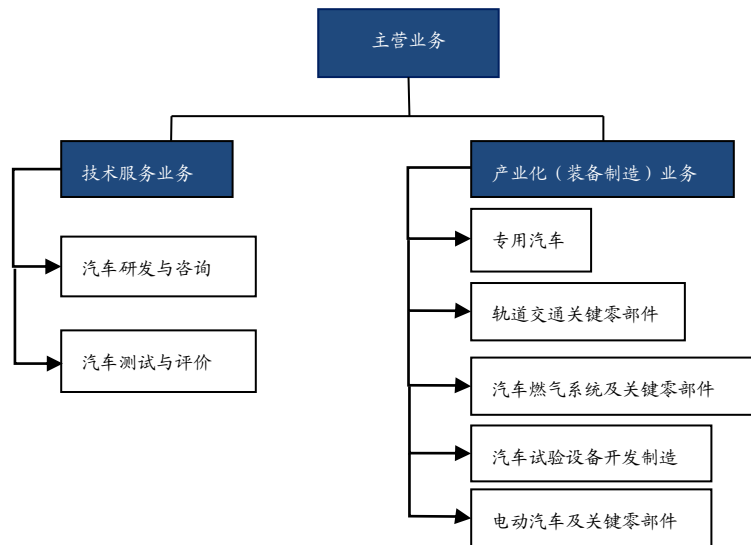
拆分业务来看，公司主要有技术服务和产业化（装备制造）两大业务板块，技术服务业务又包含研发咨询和测试评价两大细分业务，产业化（装备制造）业务包含专用车、轨道交通关键零部件、汽车燃气系统及关键零部件、汽车试验设备开发制造、电动汽车及关键零部件等业务。2019 年年报根据公司战略部署安排，对业务板块进行重新划分，其中：技术服务及装备业务含技术服务业务（即原技术服务业务）和技术服务装备业务（即原汽车试验设备开发制造业务）；原电动汽车及关键零部件业务因战略调整划分为其他业务。

2021H1 公司技术服务业务营收 8.75 亿元，同比增长 35.26%，产业化营收 9.26 亿元，同比增长 3.56%。

2021H1 公司技术服务业务营收占比 48.6%，毛利率 50.1%，同比上升 1.4pct，产业化（装备制造）业务营收占比 51.4%，毛利率 9.08%，同比上升 0.02pct；2020 年公司实现营收 34.18 亿元，其中技术服务业务营收占比 52.6%（毛利率 50.1%），产业化（装备制造）业务营收占比 46.2%（毛利率 8.1%）。

总体来看，公司 2021H1 营收利润双高增长，业绩表现持续向好，营收增长主因在于 1）检测业务深挖新老客户，强化自身资质和能力建设，推动业务量提升；2）新能源、智能网联及风洞业务聚焦产能释放和市场布局，完善市场体系建设，业务开拓取得初步成效。

图 9：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”）

从行业环境来看，汽车技术服务方面，虽然汽车相关检测服务新进入机构的逐步增加，导致汽车检测认证行业整体竞争加剧，但随着平行进口车国六环保信息公开、“大吨小标”专项治理、非道路移动机械第四阶段标准等政策的实施，为细分检测领域带来了新的市场机遇。装备制造方面，1) 专用车业务：受汽车国五、国六排放标准切换，以及政府环卫产品需求放缓等因素的影响，专用车市场产销量增速有所放缓；2) 燃气系统业务：国家计划于 2021 年下半年在全国范围内开展新能源汽车换电模式应用试点，可能对轻型燃气汽车市场产生较大冲击。同时，国内部分城市相继发布氢燃料电池相关产业发展规划，加速氢燃料电池汽车产业升级，为传统汽车燃气系统业务转型发展带来新的机遇和挑战；3) 轨道交通业务：国家核心都市圈及城市经济圈发展规划的出台有望带来新的市场增量，同时，随着新获批城市轨道交通项目的陆续建设和运营投入，轨道交通业务市场规模保持稳定增长。

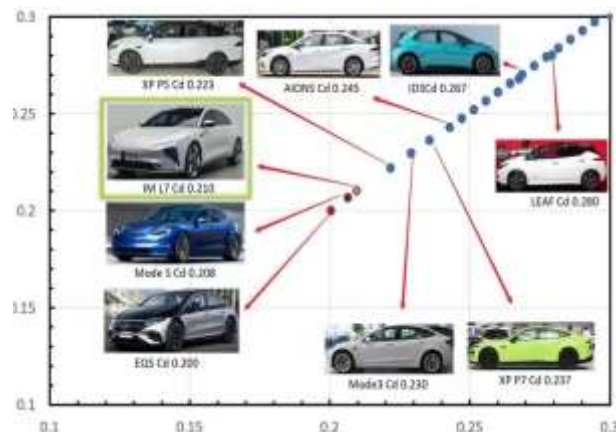
公司坚持创新驱动发展，不断增强核心技术研发能力，加快公司技术服务业务转型升级。2021 年 8 月 16 日，上汽集团&中国汽研联合研发中心（以下简称“联合研发中心”）开发的“智己 L7 实车风阻研发”项目，在联合研发中心完成实车验证测试，并以 Cd=0.210 的超低风阻系数结果完成了低风阻认证，跻身量产车全球前三，国内第一的顶尖水准。自 2021 年 4 月，联合研发中心成立以来，双方通过在整车风阻、风噪性能技术领域合作，形成了优势互补。智己 L7 项目是联合研发中心成立以来第一个重要产出，实现累计风阻系数相比初始值降低了 30%，续航里程增加超过 50 公里，是目前上汽集团所有量产车中风阻最低的一款产品，真正达到空气动力学风阻处于全球领先，国内第一的水平，实现了行业技术的高突破。

图 10: “智己 L7 实车风阻研发”项目获低风阻认证



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 智己 L7 低风阻技术业内领先



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

中国汽研开发的燃料电池汽车综合营运监控平台发布: 8月23日—25日, 2021中国国际智能产业博览会在重庆悦来国际会议中心举办。由中国汽研国家氢能动力质量监督检验中心(筹)(下简称“国家氢能中心”)开发的燃料电池汽车综合营运监控平台在现场进行发布。该平台旨在助力双碳, 推动绿色发展, 作为重庆市氢燃料电池汽车产业代表之一, 该平台在智博会重庆馆受到领导及嘉宾的高度关注。在发布会签约仪式上, 中国石化销售公司重庆分公司、明天氢能、德燃动力、庆铃汽车等就重庆市燃料电池汽车综合营运监控平台的合作进行了集中签约。

图 7: 2021 中国国际智能产业博览会



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

未来, 平台将依托国家氢能中心, 持续迭代优化, 在应对“双碳”目标的背景下, 继续与中国船级社、中国节能协会等积极开展 CCER 方法学的研究; 同时与国家能源集团、中国氢能联盟等机构合作, 优化完善碳核算、碳交易方法, 扩大应用覆盖范围, 助力构建全行业碳交易市场。

图 8: 中国氢燃料电池产业


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 9: 氢燃料电池汽车监控平台


资料来源: 公司官网, 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产能释放。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。略微上调盈利预测, 预计 21-23 年净利润分别为 6.7/8.3/10.5 亿元, 对应 PE=27/22/17x, 低估值智能检测服务商, 维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
688208.SH	道通科技	无评级	88.00	396	0.96	1.38	1.96	92	64	45
300572.SZ	安车检测	增持	20.23	46	0.98	1.86	2.50	21	11	8
603197.SH	保隆科技	增持	34.20	70	1.11	1.29	1.62	31	27	21
平均										
601965.SH	中国汽研	买入	18.40	182	0.56	0.67	0.84	33	27	22

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1321	1300	1300	1300	营业收入	3418	4240	4999	6000
应收款项	743	1394	1644	1973	营业成本	2368	2986	3457	4079
存货净额	253	381	445	529	营业税金及附加	36	40	47	56
其他流动资产	227	848	1000	1200	销售费用	82	98	115	138
流动资产合计	2543	3924	4388	5002	管理费用	225	334	391	466
固定资产	2899	3002	3092	3169	财务费用	(32)	(3)	6	(10)
无形资产及其他	390	376	361	346	投资收益	(1)	17	17	0
投资性房地产	715	715	715	715	资产减值及公允价值变动	(2)	4	4	4
长期股权投资	97	97	97	97	其他收入	(63)	0	0	0
资产总计	6645	8113	8654	9330	营业利润	673	807	1004	1275
短期借款及交易性金融负债	13	755	433	11	营业外净收支	(2)	10	10	10
应付款项	526	534	623	741	利润总额	671	817	1014	1285
其他流动负债	603	800	934	1113	所得税费用	87	118	147	186
流动负债合计	1142	2089	1990	1864	少数股东损益	26	32	39	50
长期借款及应付债券	3	3	3	3	归属于母公司净利润	558	667	828	1049
其他长期负债	270	300	330	360					
长期负债合计	273	303	333	363	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1415	2392	2323	2227	净利润	558	667	828	1049
少数股东权益	186	210	241	279	资产减值准备	(2)	0	0	0
股东权益	5044	5511	6090	6824	折旧摊销	248	257	272	288
负债和股东权益总计	6645	8113	8654	9330	公允价值变动损失	2	(4)	(4)	(4)
					财务费用	(32)	(3)	6	(10)
					营运资本变动	(683)	(1166)	(212)	(287)
					其它	17	25	30	38
					经营活动现金流	140	(221)	915	1084
					资本开支	(403)	(342)	(344)	(347)
					其它投资现金流	423	0	0	0
					投资活动现金流	169	(342)	(344)	(347)
					权益性融资	138	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(247)	(200)	(248)	(315)
					其它融资现金流	222	743	(322)	(422)
					融资活动现金流	(135)	543	(571)	(737)
					现金净变动	174	(21)	0	0
					货币资金的期初余额	1146	1321	1300	1300
					货币资金的期末余额	1321	1300	1300	1300
					企业自由现金流	(221)	(581)	563	732
					权益自由现金流	1	164	235	319

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.56	0.67	0.84	1.06
每股红利	0.25	0.20	0.25	0.32
每股净资产	5.10	5.57	6.16	6.90
ROIC	14%	12%	13%	16%
ROE	11%	12%	14%	15%
毛利率	31%	30%	31%	32%
EBIT Margin	21%	18%	20%	21%
EBITDA Margin	28%	25%	25%	26%
收入增长	24%	24%	18%	20%
净利润增长率	20%	19%	24%	27%
资产负债率	24%	32%	30%	27%
息率	1.4%	1.1%	1.4%	1.7%
P/E	32.6	27.3	22.0	17.3
P/B	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	20.5	19.8	16.3	13.2

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。

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