

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年05月15日

市场数据

目前股价	7.26
总市值（亿元）	70.43
流通市值（亿元）	69.78
总股本（万股）	97,013
流通股本（万股）	96,118
12个月最高/最低	9.90/5.35

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

☎ 021-31829693

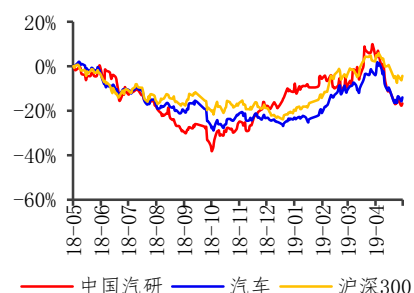
✉ jialiu@cgws.com

联系人（研究助理）：吕方 S1070118080040

☎ 010-88366060-8768

✉ lvfang@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<一季度业绩低于预期，但坚定看好其长期价值>> 2019-04-27

<<两座汽车风洞进入联合调试阶段，即将于19年下半年正式投产>> 2019-04-20

<<四季度出现业绩拐点，增长动力十足，年报明确提出多种体制机制改革措施>>
2019-03-29

工信部要求全面开展自动驾驶相关标准研制，公司有望成为重要参与者和受益者

——中国汽研（601965）公司动态点评

盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2401	2758	3126	3588	4002
YoY(%)	45.1%	14.9%	13.3%	14.8%	11.6%
净利润	375	403	495	616	716
YoY(%)	10.3%	7.5%	22.7%	24.6%	16.1%
摊薄 EPS	0.39	0.42	0.51	0.64	0.74
P/E(倍)	18.8	17.5	14.2	11.4	9.8

资料来源：长城证券研究所

■ **事件：**工信部印发《2019年智能网联汽车标准化工作要点》，要求贯彻落实智能网联汽车标准体系建设指南，加快重点标准制修订。2019年智能网联汽车标准化工作要点明确提出要贯彻落实《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》，加快基础通用和行业急需标准制定，加强标准关键技术和试验验证工作；切实贯彻《C-V2X标准合作框架协议》，研究制定汽车通信应用层相关标准，配合做好道路基础设施、智能交通管理平台等相关标准制定，协同推进车联网标准体系建设。

■ **工作要点提出要加快先进驾驶辅助系统（ADAS）、自动驾驶、汽车信息安全、汽车网联四大重点标准的制修订：**

①在推进先进驾驶辅助系统（ADAS）标准制定中，要完成乘用车和商用车自动紧急制动（AEB）、商用车电子稳定性控制系统（ESC）等标准制定，组织开展先进驾驶辅助系统盲区监测、车道保持辅助等标准的研制工作，积极推动全景影像监测、夜视系统、信号提示优先度等标准立项，全面推进全速自适应巡航、交通拥堵辅助控制及自动紧急转向等自动控制系统标准的预研工作。

②在全面开展自动驾驶相关标准研制中，要组织开展特定条件下自动驾驶功能测试方法及要求等标准的立项，启动自动驾驶数据记录、驾驶员接管能力识别及驾驶任务接管等行业急需标准的预研，积极组织开展商用车辆列队跟驰等重要标准的测试验证，组织编制智能网联汽车功能和性能评价指南等指导性文件。

③在有序推进汽车信息安全标准制定中，要系统开展汽车整车及零部件信息安全测试评价体系研究，启动车载硬件环境及操作系统相关标准体系规划及预研。

④在协同开展汽车网联相关标准制定中，要完成网联车辆方法论标准制定工作，推动智能网联汽车无线通信应用层技术要求、信息交互系统技术要

求等标准立项，启动交叉路口碰撞预警等系统应用类标准的预研，完成智能网联汽车通信需求、自动驾驶高精地图标准化需求等研究项目，提出智能网联汽车相关基础设施与服务标准项目建议。

■ 对此我们有以下点评：

- 中国汽研在智能网联汽车检测方面一直走在行业前列，曾牵头制定国内首个针对智能网联汽车电磁兼容性能的标准。自 2015 年以来公司一直致力于智能网联汽车测试、研发及基础能力建设，是我国智能网联领域产业规划、法规及标准制定研究的重要部门。2016 年开始公司开展整车及零部件智能网联系统的测试评价研究工作，并于 2016 年年底完成国内首次电波暗室内整车级 ACC 系统的工况模拟和摸底测试，2017 年完成整车车载紧急呼救系统（含整车导航系统）的电磁抗扰度摸底测试和能力建设。基于大量技术积累，中国汽研获批牵头制定国内首个针对智能网联汽车电磁兼容性能的标准——《智能网联车辆抗扰性能技术要求与测试评价方法》。
- 公司积淀深厚，有望成为中国智能网联汽车测试标准制定的重要参与者，这一行业地位有利于公司智能网联汽车检测业务得到更好的发展。公司立足汽车检测与研发多年，在自动驾驶数据、交通事故数据、环境感知数据方面的数据储备及处理方式上具备丰富的经验，能够利用这些资源搭建自动驾驶测试场景和评测标准。例如，公司已具备较完善的 ADAS 系统及整车检测能力，2016 年 ADAS 实验室就实现了创收；并且公司打造的智能指数是基于 L1、L2 级自动驾驶产品的一套统一的智能测评体系。公司作为重庆 i-VISTA 智能汽车集成系统试验区牵头企业，作为重庆市自动驾驶汽车开放道路的管理单位，积累了大量的智能网联汽车测试软硬件基础。
- 公司重金打造的智能网联综合汽车试验道项目的投产将使公司智能网联汽车业务的体量迅速增加，行业地位明显提升。公司投资 5.38 亿元的智能网联汽车综合性能试验道项目是非常稀缺的产能，将于 2020 年投产。该基地建成后公司将拥有国内第一条智能汽车 ADAS 测试专用道路，可以为智能汽车的正向开发、测试评价保驾护航。
- 投资建议：公司是量价齐升+戴维斯双击的具有成长属性的优秀标的，并且受汽车周期影响较小。从中短期维度来看，公司受益于排放标准国五升国六、近几年电动车车型数量大幅增加以及智能网联汽车的快速发展。从长期维度来看，公司受益于中国汽车企业研发支出的增长。厂商间竞争加剧、换代周期缩短、新车推出速度加快、汽车消费升级、科技含量提升、逆向开发转向正向开发都在推动汽车增加研发支出，这为中国汽研的成长提供了良好的赛道。
- 保守预计公司 2019-2021 年总营收依次为 31.26、35.88、40.02 亿元，增速依次为 13.35%、14.77%、11.55%，归母净利润依次为 4.95、6.16、7.16 亿元，增速依次为 22.7%、24.6%、16.1%，当前市值 70.41 亿元，对应 PE 依次为 14.2、11.4、9.8 倍，对应 19 年的股息率为 4.2%。考虑当前市场风险偏好、公司所处行业以及公司自身基本面，给予公司 2019 年 20-25 倍 PE 的估值水平，19 年目标价 10.20-12.76 元，5 月 15 日收盘价为 7.26 元，

维持“推荐”评级。

- **风险提示:** ①国六标准推进不及预期；②智能网联汽车普及不及预期；③汽车销量增长不及预期；

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2400.80	2758.01	3126.18	3587.97	4002.35
营业成本	1800.27	2043.02	2275.62	2547.20	2800.75
销售费用	62.77	73.37	81.28	93.29	104.06
管理费用	189.86	144.81	250.09	287.04	320.19
财务费用	-33.40	-31.63	-35.85	-41.15	-45.90
投资净收益	33.56	16.82	60.00	60.00	60.00
营业利润	436.92	477.47	582.00	724.84	843.16
营业外收支	-0.67	0.95	1.00	1.00	1.00
利润总额	436.24	478.42	583.00	725.84	844.16
所得税	63.96	74.11	88.21	109.56	128.63
少数股东损益	-2.94	1.06	0.00	0.00	0.00
净利润	375.23	403.25	494.80	616.28	715.53
资产负债表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2694.84	2698.93	2633.60	2839.92	3074.31
货币资金	1511.83	1274.38	1185.78	1141.42	1378.67
应收账款	276.06	330.08	356.98	431.57	448.05
应收票据	258.38	374.16	342.82	480.07	437.86
存货	173.77	240.02	220.88	295.02	272.23
非流动资产	2476.96	3007.74	3346.23	3756.62	4057.24
固定资产	1699.19	1697.15	2049.68	2436.81	2719.36
资产总计	5171.80	5706.66	5979.84	6596.55	7131.55
流动负债	708.95	1055.37	1076.56	1247.05	1255.00
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	378.86	468.29	475.31	580.90	580.45
非流动负债	196.84	172.27	171.99	171.70	171.20
长期借款	2.83	2.83	2.54	2.25	1.76
负债合计	905.79	1227.64	1248.55	1418.75	1426.19
股东权益	4266.01	4479.03	4731.29	5177.80	5705.36
股本	961.18	970.13	970.13	970.13	970.13
留存收益	1878.45	2086.97	2284.89	2531.40	2817.61
少数股东权益	14.97	16.03	16.03	16.03	16.03
负债和权益总计	5171.80	5706.66	5979.84	6596.55	7131.55
现金流量表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	565.15	345.97	526.31	596.48	813.35
其中营运资本减少	158.56	109.88	-2.71	-80.27	10.74
投资活动现金流	-445.35	-431.25	-408.58	-512.01	-433.60
其中资本支出	412.42	396.40	256.74	328.64	218.86
融资活动现金流	-116.92	-179.75	-206.33	-128.83	-142.50
净现金总变化	2.89	-265.02	-88.59	-44.36	237.24
主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业收入增长	45.1%	14.9%	13.3%	14.8%	11.6%
营业成本增长	62.3%	13.5%	11.4%	11.9%	10.0%
营业利润增长	20.0%	9.3%	21.9%	24.5%	16.3%
利润总额增长	8.6%	9.7%	21.9%	24.5%	16.3%
净利润增长	10.3%	7.5%	22.7%	24.6%	16.1%
盈利能力					
毛利率	25.0%	25.9%	27.2%	29.0%	30.0%
销售净利率	15.5%	14.7%	15.8%	17.2%	17.9%
ROE	8.7%	9.0%	10.5%	11.9%	12.5%
ROIC	7.5%	8.0%	9.5%	11.0%	11.7%
营运效率					
销售费用/营业收入	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用/营业收入	7.9%	5.3%	8.0%	8.0%	8.0%
财务费用/营业收入	-1.4%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
投资收益/营业利润	7.7%	3.5%	10.3%	8.3%	7.1%
所得税/利润总额	14.7%	15.5%	15.1%	15.1%	15.2%
应收账款周转率	9.30	9.10	9.10	9.10	9.10
存货周转率	10.70	9.87	9.87	9.87	9.87
流动资产周转率	0.90	1.02	1.17	1.31	1.35
总资产周转率	0.48	0.51	0.54	0.57	0.58
偿债能力					
资产负债率	17.5%	21.5%	20.9%	21.5%	20.0%
流动比率	3.80	2.56	2.45	2.28	2.45
速动比率	3.56	2.33	2.24	2.04	2.23
每股指标 (元)					
EPS	0.39	0.42	0.51	0.64	0.74
每股净资产	4.38	4.60	4.86	5.32	5.86
每股经营现金流	0.61	0.65	0.54	0.61	0.84
每股经营现金/EPS	1.59	1.57	1.06	0.97	1.14
估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
PE	18.77	17.47	14.23	11.43	9.84
PEG	-5.55	1.78	1.07	0.62	0.47
PB	1.66	1.58	1.49	1.36	1.24
EV/EBITDA	10.86	9.89	8.94	7.14	5.85
EV/SALES	2.39	2.16	1.93	1.70	1.46
EV/IC	1.29	1.29	1.24	1.14	1.00
ROIC/WACC	0.72	0.77	0.91	1.06	1.12
REP	1.79	1.66	1.36	1.08	0.89

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

**长城证券**
GREAT WALL SECURITIES