

# 业绩见底，主业有望迎来 $\beta$ 与 $\alpha$ 共振，多点布局新能源业务

## 核心观点

公司业绩见底，主业尾气催化剂将迎来  $\beta$  和  $\alpha$  共振。疫情放开、国五库存消化叠加宏观修复将带动商用车需求修复，预计 23 年重卡销量 75-85 万辆，带动尾气后处理行业迎来  $\beta$  行情。公司天然气车拿到潍柴和重汽主力机型公告，23Q2 起份额有望达 60%。柴油非道路国四落地带来 80-100 亿元增量市场，公司积极抢占，道路方面公司新增公告量产助力份额提升。汽油车进入长安供应链实现大客户突破，23 年收入有望大幅增长。整体而言，主业  $\alpha$  显著。此外，公司积极推进储能与钠离子电池、工业催化剂、氢燃料电池、固态电池等四大业务布局，打开中长期成长空间。

## 事件

### 公司发布业绩快报，22 年业绩承压

2023 年 2 月 27 日晚公司发布业绩快报，预计 2022 年度实现营收 4.48 亿元，同比减少 53.4%；实现归母净利润-0.88 亿元，同比由盈转亏。实现扣非后归母净利润-1.29 亿元，同比由盈转亏。其中 22Q4 预计实现营收 1.38 亿元，环比增长 19.2%，实现归母净利润-0.36 亿元，实现扣非后归母净利润-0.52 亿元，环比亏损加大主因是 22 年底计提资产减值 0.26 亿元。

### 2023 年 1 月天然气重卡销量 3254 辆，同比+30%

根据第一商用车网数据（交强险口径，不含出口和军品），2023 年 1 月份，国内天然气重卡实销 3254 辆，同比增长 30%，环比 22 年 12 月下降 9%。考虑到春节因素和天然气价格仍处高位（23 年 1 月国内 LNG 出厂均价约 7000 元/吨），1 月天然气重卡销量仍维持在 3000 辆上方，成功实现开门红。

## 简评

疫情管控放开叠加经济复苏预期，商用车销量预期向好有望带动尾气后处理行业迎来  $\beta$  行情

2022 年商用车市场下滑幅度较大，整体销量 330 万辆，同比下降 31.2%，其中重卡销量 67.2 万辆，同比下滑 51.8%，受此影响公司业绩出现较大幅度下滑。展望 2023 年，随着疫情管控放开、国五库存车的充分消化，叠加宏观经济逐步复苏，商用车市场整体有望复苏。

## 中自科技 (688737.SH)

### 首次评级

### 买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

邓皓焯

denghaozhu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522120001

发布日期：2023 年 02 月 28 日

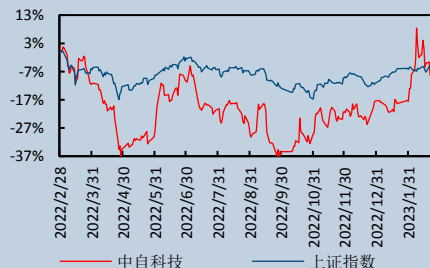
当前股价：41.28 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.40/10.61	18.08/13.04	-10.12/-4.52
12 月最高/最低价 (元)		49.62/28.90
总股本 (万股)		8,603.50
流通 A 股 (万股)		4,602.18
总市值 (亿元)		35.52
流通市值 (亿元)		19.00
近 3 月日均成交量 (万)		107.11
主要股东		
陈启章		32.39%

### 股价表现



### 相关研究报告

国内重卡发动机龙头企业潍柴动力在商务年会上预测 2023 年重卡销量将达到 77 万辆，同比增长 15%。同时，陕汽集团也在商务年会上预测 2023 年重卡销量在 80-87 万辆之间，同比增长 20%-30%。从重卡的换车周期而言，未来行业的销量中枢也可能重新达到 100-120 万辆。总之，商用车见底修复将给尾气后处理行业业绩拐点带来坚实支撑。

### 公司尾气催化剂多产品份额均有望显著提升，进一步助力业绩见底修复

在天然气车板块，公司已取得 17 款天然气重卡国六机型公告，位列行业第一。其中 22Q4 公司取得潍柴动力 WP13NG 机型和中国重汽 MT13 机型的公告，整车公告正在办理中。由于这两款机型在天然气重卡市场占有率较高，公司 23Q2 起份额有望达到 60%。在柴油车板块，公司已取得 13 款柴油道路国六机型公告和 15 款柴油非道路国四机型公告，其中 8 款柴油道路和 11 款柴油非道路已经批量生产。在非道路方面，2021 年国内非道路移动机械销量中仅拖拉机和各类工程机械就超过 430 万台，大多以柴油机为动力，随着非道路国四标准于 2022 年 12 月 1 日起正式实施，给尾气催化剂市场带来全新的增量空间达 80-100 亿元，而且该市场内资相比外资的竞争劣势不明显，公司有望取得更高份额。在道路方面，随着商用车行业修复和公司新增公告的陆续量产，销量有望显著提升。在汽油车板块，2022 年公司成功进入长安汽车供应链，实现乘用车大客户突破。目前已获得深蓝 SL03 增程版车型、P201 揽拓者皮卡和 MDS201 轻货车型的环保公告，其中 SL03 已实现量产，其它多款车型也将在 23H1 陆续获得公告并量产，2023 年公司汽油车产品线收入有望大幅增长。

### 积极推进储能与钠离子电池、工业催化剂、氢燃料电池、固态电池等业务，打开中长期成长空间

储能与钠离子电池板块：2022 年底公司大圆柱磷酸铁锂 PACK 中试线已建成并实现模组批量销售。公司钠离子电池采用层状氧化物正极加硬碳负极的技术路线，应用于电动两轮车的 10Ah 软包电池试验品已于 2023 年 2 月初成功下线，23H1 将逐步推进中试线建设，投产后给下游客户送样测试。工业催化剂板块：公司拟在四川彭山经济开发区投资 6 亿元，新增工业催化剂产能 800 吨/年，其中 VOCs 催化剂 200 吨/年，BDO 等系列催化剂 600 吨/年，利用此前在催化材料的技术积累以及在工业 VOCs 催化剂领域的产业化经验，进一步拓展工业催化细分领域市场，项目预计于 2024 年建成投产。在氢燃料电池板块，公司铂碳催化剂公斤级制备线已经建成并具备规模化中试生产能力，并参与“十三五”国家重点研发计划，预计于 2023 年 10 月底前结题并形成公斤级的铂合金催化剂的制备能力。在固态电池板块，公司固态氧化物燃料电池目前已经具备 10cm\*10cm 的单电池制备技术，初始性能达到国内同类公司水平，正开展质量提升和放大技术开发；同时公司已完成短堆实验，测试性能良好。未来 3-5 年，公司依靠自主研发平台，持续深耕新能源新材料等领域，有助于打开中长期成长空间。

### 盈利预测与估值：

假设 23-24 年公司天然气车催化剂销量为 2.4 万套、3 万套；柴油道路为 10 万套、20 万套；柴油非道路为 10 万套、20 万套；汽油车为 50 万套、100 万套。预计公司 22-24 年归母净利润为-0.85、0.80、2.31 亿元，EPS 分别为-0.99、0.93、2.68 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示：

商用车销量修复不及预期（公司所处行业市场需求与商用车市场特别是重卡市场产销量高度相关。公司主要产品的销售价格和销量随宏观经济发展状况、市场供求关系的变化而呈现出一定波动变化。随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求和价格可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带

来不利影响)；公司新增公告进度和份额提升不及预期(国五向国六切换初期，国内公司丢失较多份额，随着新增公告的开发和量产，公司份额有望逐步提升，如果提升幅度不及预期将影响公司利润)；公司新项目进度不达预期(公司规划了储能与钠电池、工业催化剂等多个项目，若上述项目不能如期达产，将对公司的产销、经营成本等造成影响，进而影响收益)。敏感性测试：假设 23-24 年公司柴油道路和非道路销量均为 5、10 万套(即相比原假设减半)，则对应 23-24 年归母净利润为 0.73 亿元、2.07 亿元，相比原预测分别下滑 9%、12%。

**图表1：盈利预测和财务比率**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,577	962	451	1,799	3,237
增长率(%)	157.4	-62.7	-53.1	298.9	79.9
净利润(百万元)	218	10	-85	80	231
增长率(%)	152.3	-95.2	-920.1	扭亏	188.2
毛利率(%)	17.2	15.1	8.8	12.7	14.5
净利率(%)	8.5	1.1	-18.9	4.4	7.1
ROE(%)	38.5	0.5	-4.6	4.1	10.6
EPS(摊薄/元)	3.38	0.12	-0.99	0.93	2.68
P/E(倍)	10.3	288.3	-35.2	37.5	13.0
P/B(倍)	4.02	1.52	1.61	1.55	1.39

资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 卢昊

中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 5 年行业研究经验。

### 邓皓烛

中信建投证券中小盘研究员，同济大学土木工程硕士，法国国立路桥大学工程师，重点关注科技成长高端制造领域、新股研究。

## 研究助理

### 林伟昊

复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖原油煤炭、聚氨酯、氯碱和部分新材料行业。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2106 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk