

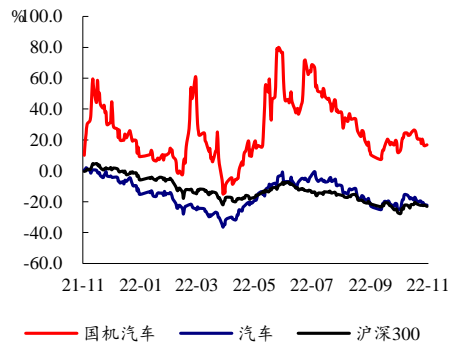
## 国机汽车 (600335.SH): 汽车贸易+汽车工程双轮驱动, 积极开拓新能源业务

评级 推荐 (首次覆盖)

### 报告作者

作者姓名 郑倩怡  
资格证书 S1710521010002  
电子邮箱 zhengqy@easec.com.cn  
联系人 赵启政  
电子邮箱 zhaoqz739@easec.com.cn

### 股价走势



### 基础数据

总股本(百万股)	1456.88
流通A股/B股(百万股)	1456.88/0.00
资产负债率(%)	65.29
每股净资产(元)	7.39
市净率(倍)	1.06
净资产收益率(加权)	2.31
12个月内最高/最低价	12.06/5.73

### 相关研究

### 核心观点

公司为大型汽车综合服务企业, 过往十余年均处于行业领先地位。公司稳定位列中国经销商集团百强榜前十名, 2022年名列第10, 同年位列财富中国500强排行榜第286位。公司具备央企背景, 股权结构稳定。截至2022年9月30日, 公司前十大股东合计持股72.97%, 控股股东国机集团持股70.54%, 实际控制人为国务院国资委。

**汽车贸易服务板块: 稳固核心业务, 延伸服务链条。**汽车批发及贸易服务收入占比最高, 2021年公司汽车批发及贸易服务收入占比59.78%, 工程承包及工程技术服务、汽车零售服务分别占比21.84%、13.70%, 三者收入占比合计超95%。在汽车批售与贸易服务方面, 公司先后与多家知名跨国汽车企业建立良好合作关系, 核心业务优势显著; 在汽车租赁方面, 公司以toB、toG模式为主, 坚持差异化、高端化发展, 着力开拓央企总对总市场; 在汽车零售方面, 公司汽车零售业务致力于打造批零联动优势、提高存量运营质量, 专注于进口品牌、高端豪华品牌和中高端合资品牌。目前公司参、控股4S店30余家, 旗下4S店主要集中在京津冀及长三角等地区, 形成了区域规模效应。

**汽车工程业务: 巩固核心业务, 积极发展新业务。**公司主要客户包括宝马、奔驰、特斯拉、沃尔沃、大众、通用等众多国际知名主机厂。与此同时, 公司积极拓展国内外新客户, 目前已经获得陕汽重卡、比亚迪、广汽丰田等多个车企和华域汽车等Tier1的新订单。同时公司积极把握新能源汽车快速发展的市场机遇, 与新能源汽车头部车企积极推进EPC模式合作, 并且强化高端铸造EPC业务, 与亚新科汽车零部件签订智造园EPC项目。另一方面公司也持续加强发展智能装备AGV产品、轨道交通业务以及三电业务, 未来有望打开新的成长空间。

### 投资建议

我们预计2022-2024年公司营业收入分别为445.47/462.83/481.37亿元, 归母净利润分别为3.31/3.37/3.89亿元, EPS分别为0.23/0.23/0.27元/股。基于2022年12月2日收盘价8.02元计算, 对应2022-2024年PE分别为35.31/34.70/30.02倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

### 风险提示

宏观经济超预期波动; 新冠疫情风险; 国际化经营风险; 汇率大幅波动。

### 盈利预测

项目(单位: 百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	43945.25	44546.97	46282.58	48137.37
增长率 (%)	-0.43	1.37	3.90	4.01
归母净利润	256.12	330.89	336.69	389.22
增长率 (%)	-40.08	29.20	1.75	15.60
EPS (元/股)	0.18	0.23	0.23	0.27
市盈率 (P/E)	48.22	35.31	34.70	30.02
市净率 (P/B)	1.19	1.09	1.06	1.04

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 以上数据基于2022年12月2日收盘价8.02元计算

## 正文目录

1. 央企背景汽车综合服务企业，“贸易服务+技术服务”两大平台驱动发展	3
1.1. 深耕汽车贸易服务领域，常年位列百强经销商前十	3
1.2. 营收规模近年相对稳定，技术服务平台拉升整体盈利水平	6
1.3. 公司资源优势显著，深化改革叠加优化战略赋能长远发展	8
2. 汽车批售与贸易服务：夯实核心业务基础，产业链条不断延伸	8
2.1. 市场端+政策端：行业回暖+政策完善，公司核心业务受益	8
2.1.1. 市场端：国内汽车市场回暖，进口汽车市场高端化趋势明显	8
2.1.2. 政策端：平行进口车制度完善，总对总模式持续发力	10
2.2. 公司端：夯实核心业务，进口车龙头地位稳固	11
2.3. 租赁、零售产业链延伸，业务价值持续提升	12
3. 汽车工程服务：产业链协同能力强，一体化服务优势持续拓展新客户	13
3.1. 汽车工程服务同步化趋势明显，“设计+采购+施工”一体化协同并进	13
3.2. 重组推动公司产业链延伸，协同效应提升公司核心竞争力	14
3.3. 技术实力卓越，客户已基本涵盖全球各大汽车集团	15
4. 盈利预测与投资建议	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 投资建议	17
5. 风险提示	17

## 图表目录

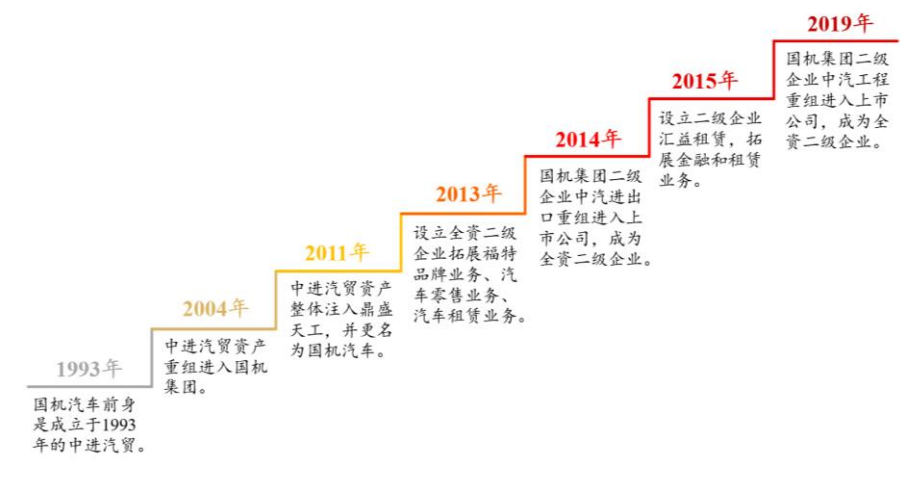
图表 1. 公司发展历程	3
图表 2. 公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）	4
图表 3. 公司管理团队	5
图表 4. 公司多环节、全链条贸易服务核心能力体系	6
图表 5. 公司具备一体化工程系统服务能力	6
图表 6. 公司营收规模近年保持相对稳定	6
图表 7. 2022Q1-3 归母净利润同比大幅增长	6
图表 8. 2019 年以来公司毛利率水平有所提升	7
图表 9. 2022 年前三季度期间费用率同比下降明显	7
图表 10. 公司业务结构	7
图表 11. 公司主要合作品牌	8
图表 12. 2012-2021 年国内汽车销量	9
图表 13. 2012-2021 年国内汽车产量	9
图表 14. 2021 年我国进口汽车品牌结构变化	9
图表 15. 2015-2022 年（截至 11 月）我国进口汽车单价	10
图表 16. 总对总平行进口模式优势	11
图表 17. 平行进口车进口流程	11
图表 18. 公司汽车贸易服务领域合作伙伴	12
图表 19. 部分公司零售品牌	13
图表 20. EPC 工程总包图示	14
图表 21. 中汽工程业务布局	15
图表 22. 2021 年公司新签项目	16
图表 23. 公司科研成果及专利（2021 年）	17

## 1. 央企背景汽车综合服务企业，“贸易服务+技术服务”两大平台驱动发展

### 1.1. 深耕汽车贸易服务领域，常年位列百强经销商前十

公司为大型汽车综合服务企业，过往十余年均处于行业领先地位。公司是世界 500 强企业国机集团旗下一家大型汽车综合服务企业，是行业领先的进口汽车贸易服务商和世界领先的汽车工程技术服务商。公司稳定位列中国经销商集团百强榜前十名，2022 年名列第 10，同年位列财富中国 500 强排行榜第 286 位。

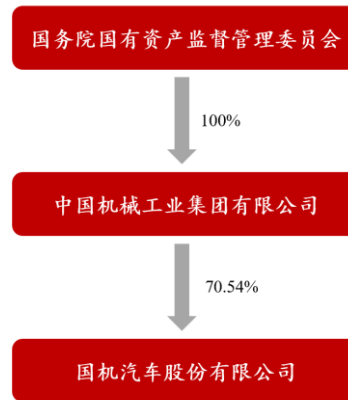
图表1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司具备央企背景，股权结构稳定。公司股权结构长期稳定，截至 2022 年 9 月 30 日，公司前十大股东合计持股 72.97%，控股股东国机集团持股 70.54%，实际控制人为国务院国资委。作为汽车贸易服务领域为数不多的具有央企背景的上市公司，公司以高效的管理体系、完善的治理结构以及稳健的经营业绩，树立了合规、透明、高效的良好形象，在行业内拥有良好的口碑和较高的知名度。

图表2. 公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

**新领导班子激发组织活力。**2021 年公司深化内部改革，组建了年富力强、勇于担当的新领导班子，完成新董事长彭原璞、总经理贾屹、副总经理戴昊、杨吉胜的聘任，助力企业长远发展。公司现任管理团队拥有丰富的从业经验，其中彭原璞、贾屹、从容等曾担任国机集团或其子公司要职，另有多名团队核心人员拥有行业协会、学界背景。

图表3. 公司管理团队

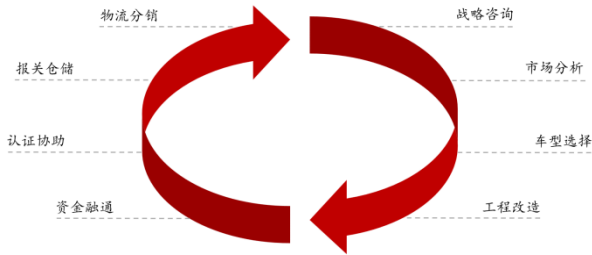
姓名	职务	主要工作经历
彭原璞	董事长、 党委书记、 代董事会秘书	历任江苏苏美达机电有限公司董事长，总经理，苏美达股份有限公司副总经理。现任本公司董事，党委副书记，江苏苏美达德隆汽车部件股份有限公司董事长。
贾屹	董事、总经理	历任本公司副总经理，中国进口汽车贸易有限公司总经理，中进汽贸（天津）进口汽车贸易有限公司董事长。
从容	董事、党委副书 记（正职级）	历任中国机械工业集团有限公司人力资源部(党委组织部)副部长，党委工作部(党委宣传部、党委统战部、企业文化部、工会工作办公室)部长，中国机械工业集团有限公司党校（国机大学）副校长。
陈仲	董事	历任桂林电器科学研究所所长，桂林电器科学研究院院长，桂林电器科学研究院有限公司董事长、总经理。
郝明	董事	历任中国机床总公司总经理、党委副书记，兼任中国机床销售与技术服务有限公司董事长、总经理。
胡克	董事	历任中国恒天集团公司总经理助理、经济运行部部长、副总经理，中国恒天集团有限公司副总经理、副总裁。
王都	独立董事	历任中国商业年鉴社副社长，期间兼任中国汽车市场年鉴编辑部主任（1995年至2003年）。现任中国汽车流通协会副秘书长。
崔东树	独立董事	历任中国汽车流通协会市场营销研究分会副主任兼秘书长、乘用车市场信息联席会副秘书长。现任中国汽车流通协会汽车市场研究分会秘书长，乘用车市场信息联席会秘书长，中国汽车流通协会专家委员会专家委员，中国市场学会（汽车）营销专家委员会学术顾问。
祝继高	独立董事	历任对外经济贸易大学国际商学院会计学讲师、副教授。现任对外经济贸易大学国际商学院会计学教授、博士生导师，北京莱伯泰科仪器股份有限公司独立董事，中国医药健康产业股份有限公司独立董事，方正富邦基金管理有限公司独立董事。
赵飞	监事会主席	历任中国国机重工集团有限公司副总经理，中国机械工业集团有限公司装备制造部(安全生产部)副部长、装备制造事业部总监、科技发展部(军工管理办公室)副部长（部门正职级）。现任国机集团派驻监事会主席，中国福马机械集团有限公司监事会主席，国机重型装备集团股份有限公司监事会主席。
臧晓逊	监事	历任中国机械工业集团有限公司审计稽查部审计二处处长、审计与法律风控部风险管理处处长、审计处处长、资产财务部会计处处长。现任国机集团派驻监事会专职监事，中国福马机械集团有限公司监事。
罗敏	职工监事、 工会主席	历任本公司党委工作部部长、工会办公室主任。
戴昊	副总经理	历任中国汽车工业工程有限公司副总经理、党委副书记。
杨吉胜	副总经理	历任本公司职工监事、总经理助理，中进汽贸服务有限公司董事长、总经理，汇益融资租赁（天津）有限公司总经理。
李京卫	财务总监	历任中国机械设备工程股份有限公司财务总部副总经理兼预算办公室主任，总经理兼预算办公室主任，财务投资管理部总经理兼预算办公室主任。

资料来源：Wind，公司公告，东亚前海证券研究所

公司围绕汽车产业链，打造“贸易服务+技术服务”两大平台。汽车贸易服务板块，是公司的核心业务，囊括汽车批售与贸易服务、汽车租赁、汽车零售业务等领域，现已构建起涵盖战略咨询、市场分析、车型选择、工程改

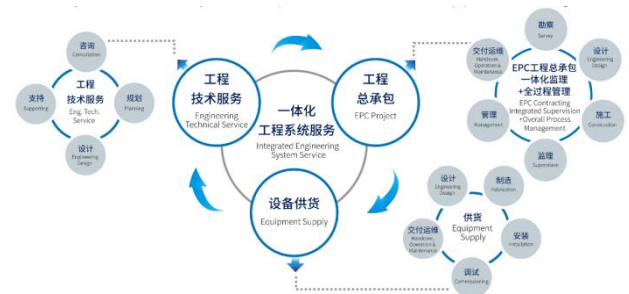
造、资金融通、认证协助、报关仓储、物流分销等多环节、全链条的贸易服务核心能力体系。汽车技术服务板块，是公司的优势业务，涵盖工程技术服务、工程 EPC 及项目管理、装备供货等领域。全资子公司中汽工程是国内最大的汽车工程承包和技术服务商之一。

图表4. 公司多环节、全链条贸易服务核心能力体系



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表5. 公司具备一体化工程系统服务能力

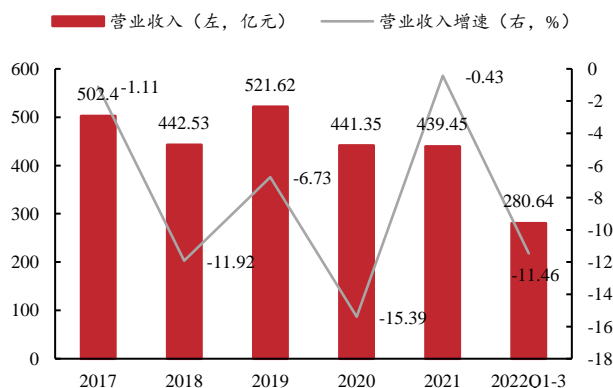


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

## 1.2. 营收规模近年相对稳定，技术服务平台拉升整体盈利水平

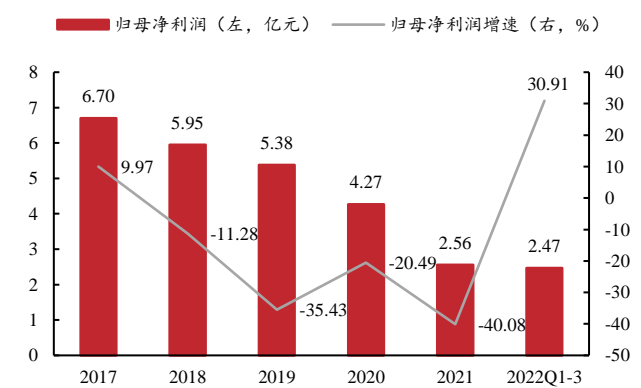
2022 年受外部环境变化影响公司营收有所下滑，受益于美元升值归母净利润大幅攀升。公司营收、净利润于 2011-2014 年期间高速增长；2015-2016 年受进口车市场需求下滑、汇兑损失和其他多重因素影响有所波动；2017 年以来，公司营收规模保持相对稳定。2022 年，公司继续强化与厂商的战略合作，努力提升客户满意度，巩固发展高端客户长租业务，着力推进“厂商通”模式等以积极应对疫情频发、芯片短缺和海外船运价格上涨等情况。前三季度实现营收 280.64 亿元，同比下降 11.46%，实现归母净利润 2.47 亿元，同比增长 30.91%。

图表6. 公司营收规模近年保持相对稳定



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表7. 2022Q1-3 归母净利润同比大幅增长

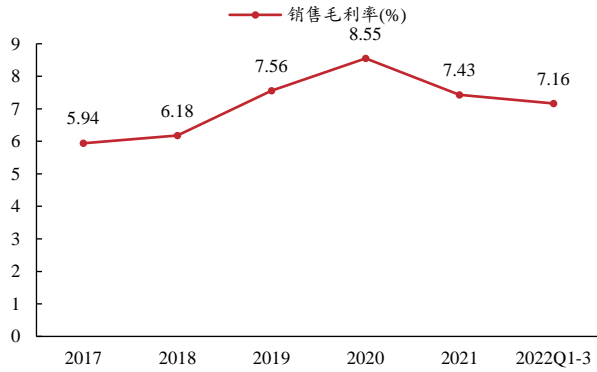


资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

公司毛利率长期来看位于上行通道，费控能力稳定。一方面，2019 年

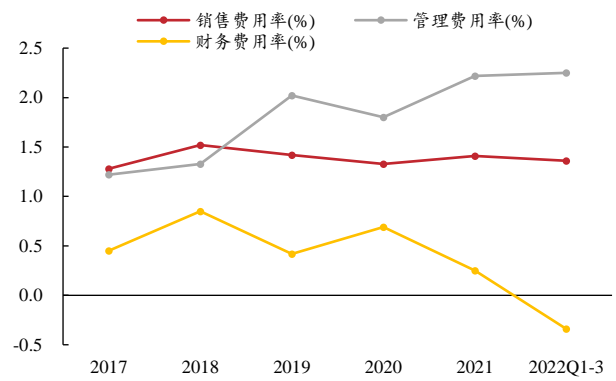
公司重组中汽工程催化整体毛利率水平提升，2022 年前三季度公司毛利率为 7.16%，同比增加 0.71pct，较 2011 年毛利率 2.97%有明显提升。另一方面，公司期间费用率近五年稳定在 3.80%左右，2022 年前三季度受美元升值影响，财务费用率大幅下降拉动期间费用率下探至 3.27%，同比下降 0.47pct。

图表8. 2019 年以来公司毛利率水平有所提升



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

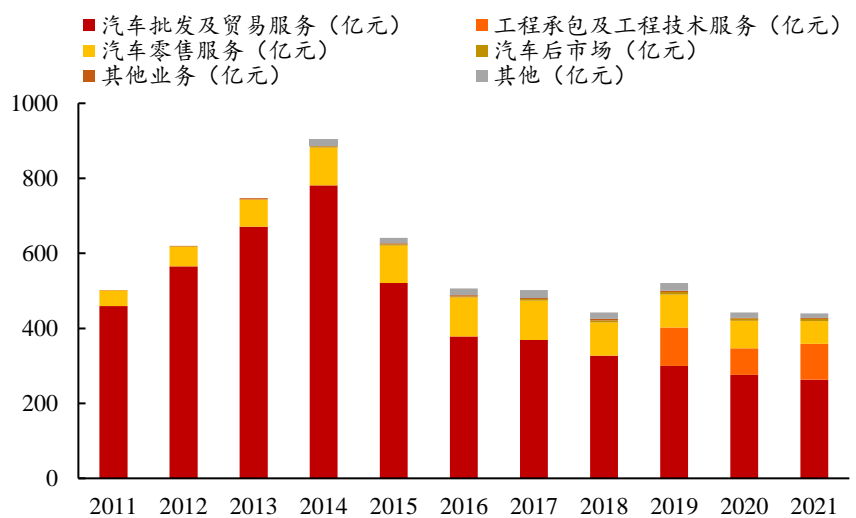
图表9. 2022 年前三季度期间费用率同比下降明显



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

**汽车批发及贸易服务收入占比最高，前三大业务收入占比超 95%。** 2015 年前，进口汽车为公司核心主业；2015-2018 年期间，围绕“聚焦主业，适度多元化”的战略目标，公司在汽车零售、融资租赁等方面加速布局；2019 年重组中汽工程后，工程承包及工程技术服务业务纳入公司业务版图。2021 年年报显示，公司汽车批发及贸易服务收入占比 59.78%，位列第一，工程承包及工程技术服务、汽车零售服务分别占比 21.84%、13.70%，三者收入占比合计超 95%。

图表10. 公司业务结构



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

### 1.3. 公司资源优势显著，深化改革叠加优化战略赋能长远发展

公司股东实力雄厚，拥有优质客户资源。一方面，公司背靠国机集团，是国机集团的核心企业及汽车业务板块重要的资本运作平台。央企背景予公司品牌优势，奠基客户资源拓展能力、资金融通能力。另一方面，基于长期稳健经营及良好的品牌形象，目前公司已与大众、菲亚特克莱斯勒、捷豹路虎、福特、通用、特斯拉、保时捷、林肯、阿斯顿马丁、沃尔沃、阿尔法罗密欧等多家知名跨国汽车企业建立了良好的合作关系。2022年，公司进一步挖掘新能源汽车市场，获得比亚迪汽车集团高度认可并签署战略合作协议。

图表11. 公司主要合作品牌



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司深化改革以激发组织活力，把握汽车出口市场机遇优化发展方向。2021年，公司优化调整总部组织机构，重组整合公司部分企业业务，将原来的10个职能部门缩减为7个，优化资源配置，提升了业务协同效应。同时公司稳步推进国企改革三年行动方案，进一步完善“三重一大”制度，公司治理主体权责边界更加清晰，组织活力有望进一步提升。

## 2. 汽车批售与贸易服务：夯实核心业务基础，产业链条不断延伸

### 2.1. 市场端+政策端：行业回暖+政策完善，公司核心业务受益

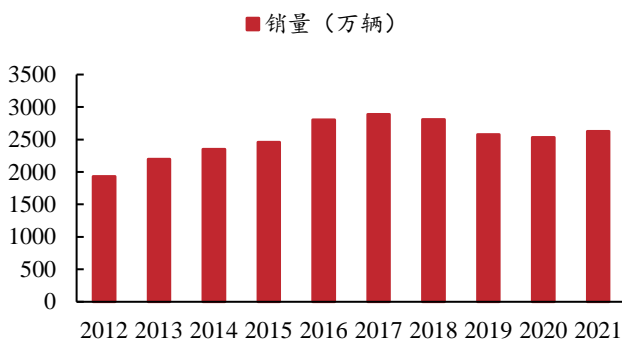
#### 2.1.1. 市场端：国内汽车市场回暖，进口汽车市场高端化趋势明显

国内汽车市场呈现回暖态势，结束三年负增长。2021年，受疫情影响，世界汽车市场持续低迷。尽管面对经济下行压力显现、国内疫情散点爆发、汽车芯片短缺和原材料价格持续高位等不利局面，中国汽车市场仍展现出



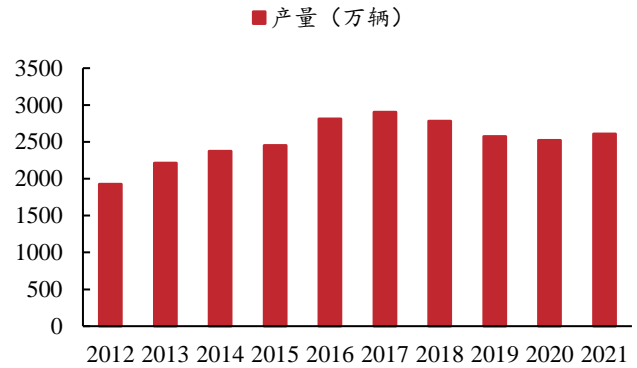
强大的韧性。在国家和地方出台多项政策措施助推下，全年产销分别完成 2608.2 万辆和 2627.5 万辆，同比分别增长 3.4%和 3.8%，结束了 2018 年以来连续三年下降的局面。

图表12. 2012-2021 年国内汽车销量



资料来源: marklines, 东亚前海证券研究所

图表13. 2012-2021 年国内汽车产量



资料来源: marklines, 东亚前海证券研究所

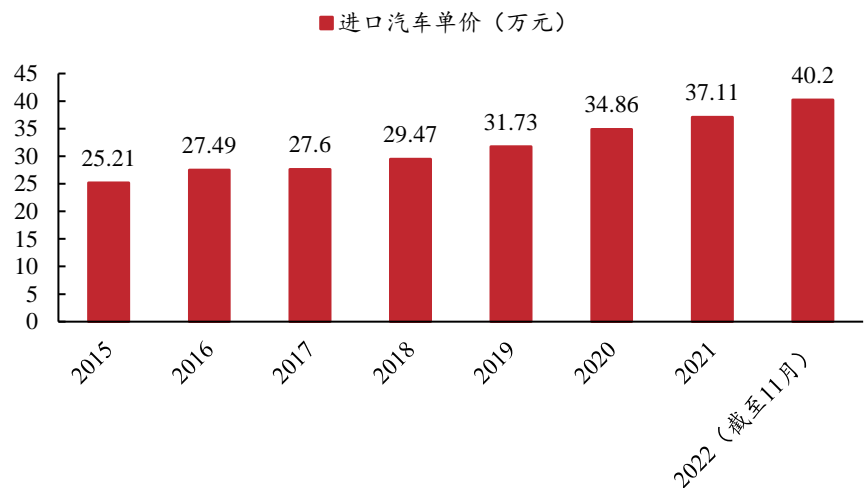
中国进口汽车市场结构分化明显，单价逐年提升。超豪华车更受消费者追捧，2021 年超豪华品牌累计销量同比增长 33.3%，豪华品牌销量同比增长 4.9%，非豪华品牌销量下滑 53.9%，市场结构高端化趋势明显。进口汽车单价逐年提升，从 2015 年到 2022 年，我国进口汽车单价从 25.21 万元提升到 40.2 万元，突破 40 万大关，消费升级趋势显著。

图表14. 2021 年我国进口汽车品牌结构变化

品牌	12 月 (辆)				1-12 月累计 (辆)			
	2021	2020	同比	占比	2021	2020	同比	占比
超豪华	631	1113	-43.3%	0.8%	8067	6052	33.3%	0.9%
豪华	69180	93073	-25.7%	0.8%	843713	804274	4.9%	89.8%
非豪华	8472	25040	-66.2%	10.8%	87329	189454	-53.9%	9.3%

资料来源: 中国汽车流通协会, 东亚前海证券研究所

图表15. 2015-2022年（截至11月）我国进口汽车单价



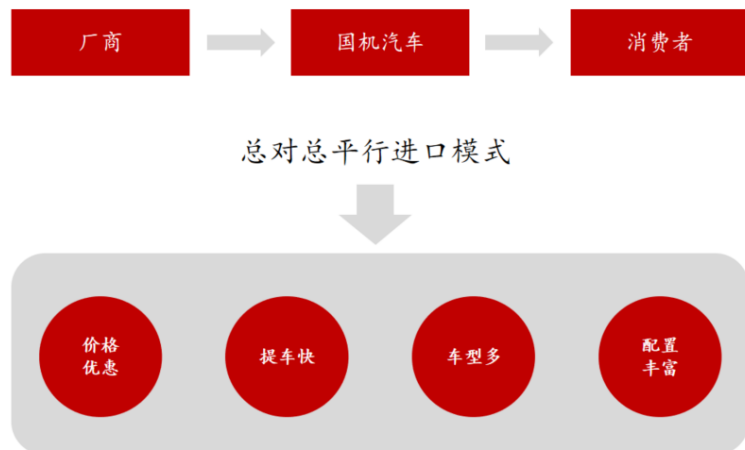
资料来源：中国汽车流通协会，东亚前海证券研究所

### 2.1.2. 政策端：平行进口车制度完善，总对总模式持续发力

**支持汽车消费，平行进口车制度不断完善。**2022年7月5日，商务部等17部门发布《关于搞活汽车流通，扩大汽车消费若干措施的通知》。其中表明支持汽车整车进口口岸地区开展汽车平行进口业务，经省级人民政府批准汽车平行进口工作方案并报商务部备案，汽车整车进口口岸即可开展汽车平行进口业务。且指出完善平行进口汽车强制性产品认证和信息公开制度，允许企业对进口车型持续符合国六排放标准作出承诺，在环保信息公开环节，延续执行对平行进口汽车车载诊断系统(OBD)试验和数据信息的有关政策要求。

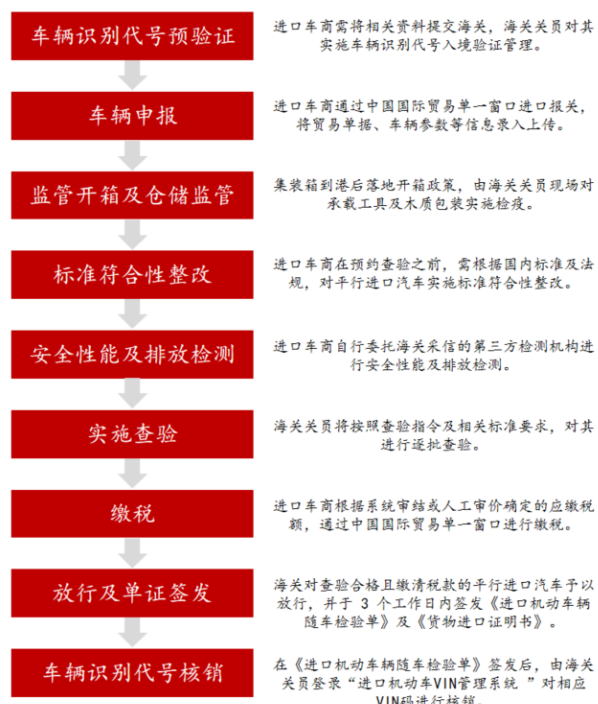
**公司创新推出总对总平行进口模式。**平行进口车指绕过总经销商、大区经销商、4S店等销售环节，贸易商从海外市场购买，并引入中国市场进行销售的汽车，一般价格上有10%~20%优惠。公司在业界首创了总对总模式，总对总模式可大幅提高公司毛利率，同时消费者可以享受三包、售后、保险与4S店相同的待遇，对于消费者来说更加友好。

图表16. 总对总平行进口模式优势



资料来源：太平洋汽车，东亚前海证券研究所

图表17. 平行进口车进口流程



资料来源：搜狐汽车，东亚前海证券研究所

## 2.2. 公司端：夯实核心业务，进口车龙头地位稳固

公司深耕汽车贸易服务领域，进口车龙头地位稳固。公司先后与大众、菲亚特克莱斯勒、捷豹路虎、福特、特斯拉、保时捷、林肯、阿斯顿马丁、阿尔法罗密欧等多家知名跨国汽车企业建立良好合作关系，为其构建起涵

盖战略咨询、市场分析、车型选择、工程改造、资金融通、认证协助、报关仓储、物流分销等多环节、全链条的贸易服务核心能力体系，其中港口和物流服务覆盖天津港、上海港和广州港。公司依靠自身核心竞争力，中标梅赛德斯—奔驰（中国）、进口大众等新业务，开拓宾利、兰博基尼、沃尔沃等新品牌合作，拓宽与依维柯（中国）在商务车、房车领域的合作。

图表18. 公司汽车贸易服务领域合作伙伴



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

### 2.3. 租赁、零售产业链延伸，业务价值持续提升

**在汽车租赁方面：**公司以 toB、toG 模式为主，坚持差异化、高端化发展，着力开拓央企总对总市场。在全力稳存量促增量的思路下，公司新签合同额与新增客户均稳健发展。

**在汽车零售方面：**公司汽车零售业务致力于打造批零联动优势、提高存量运营质量，专注于进口品牌、高端豪华品牌和中高端合资品牌，合作品牌包括：捷豹路虎、宝马、奥迪、雷克萨斯、玛莎拉蒂、大众、吉普、福特、丰田、本田、日产等。公司参、控股 4S 店 30 余家，旗下 4S 店主要集中在京津冀及长三角地区等地区，形成了区域规模效应。

图表19. 部分公司零售品牌

 沃尔沃	 英菲尼迪	 三菱	 道奇	 雷诺	 日产
 广汽传祺	 DS	 菲亚特	 进口大众	 克莱斯勒	 捷豹
 欧宝	 奔驰	 菲亚特	 丰田	 广汽本田	 东风本田

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

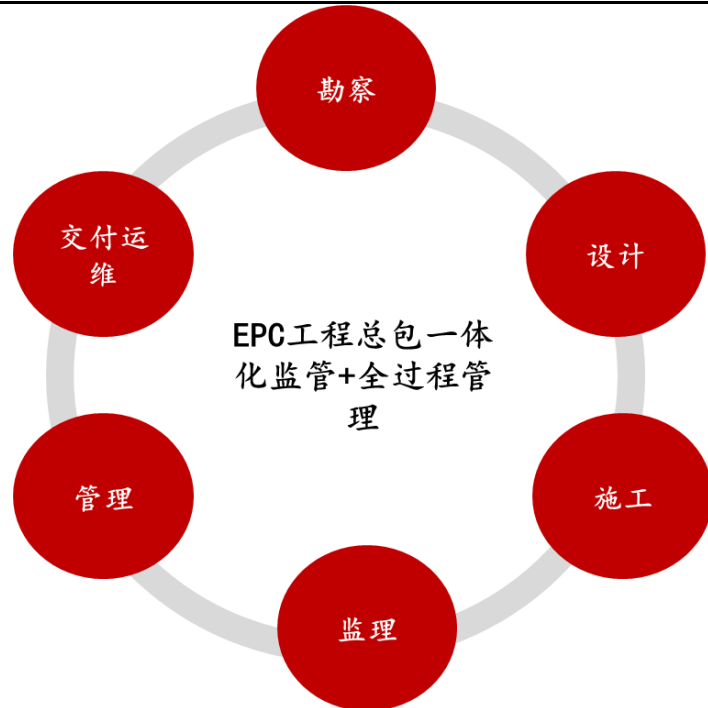
### 3. 汽车工程服务：产业链协同能力强，一体化服务优势持续拓展新客户

#### 3.1. 汽车工程服务同步化趋势明显，“设计+采购+施工”一体化协同并进

汽车同步化工程服务有助于提高车企核心竞争力。同步化的工程服务是对整个产品开发过程实施同步、一体化设计，促使开发者始终考虑从概念形成直到用后处置的整个产品生命周期内的所有因素的系统方法。其过程中包括四个主要因素，分别为：质量、成本、进度和用户要求。目前由于终端车企具有快速推出新产品，降低产品生产周期及成本的诉求，因此多数采用汽车工程服务商采用同步管理的方法进行汽车产品开发工作。通过汽车服务工程的同步化，可以实现：（1）减轻企业成本压力，使制造成本降低30%-50%；（2）缩短产品制造周期，全周期缩短40%-60%；（3）产品方案修改次数将大幅减少，由此可以使得整车制造商能把有限的资源集中在本企业的核心业务上，使其不断巩固和提升核心竞争力。

“设计+采购+施工”一体化，EPC模式将成为主流工程外包模式。EPC模式是指工程总承包企业按照合同约定，承担工程项目的勘察、设计、施工、监理、管理、交付运维等工作，并对承包工程的质量、安全、工期、造价全面负责。相较于传统承包模式，EPC模式强调充分发挥设计在整个工程建设过程中的主导作用，其优势在于：（1）对设计在整个工程建设过程中的主导作用的强调和发挥，有利于工程项目建设整体方案的不断优化。（2）有效克服设计、采购、施工相互制约和相互脱节的矛盾，有利于设计、采购、施工各阶段工作的合理衔接，有效地实现建设项目的进度、成本和质量控制符合建设工程承包合同约定，确保获得较好的投资效益。目前，随着光伏能源和新能源汽车的发展，光伏电站、新能源充电桩数量不断增加，其主要采用EPC模式，通过公开招标的方式外包给企业负责，这也为具有“设计+采购+施工”一体化协同能力的企业带来了机会。

图表20. EPC 工程总包图示

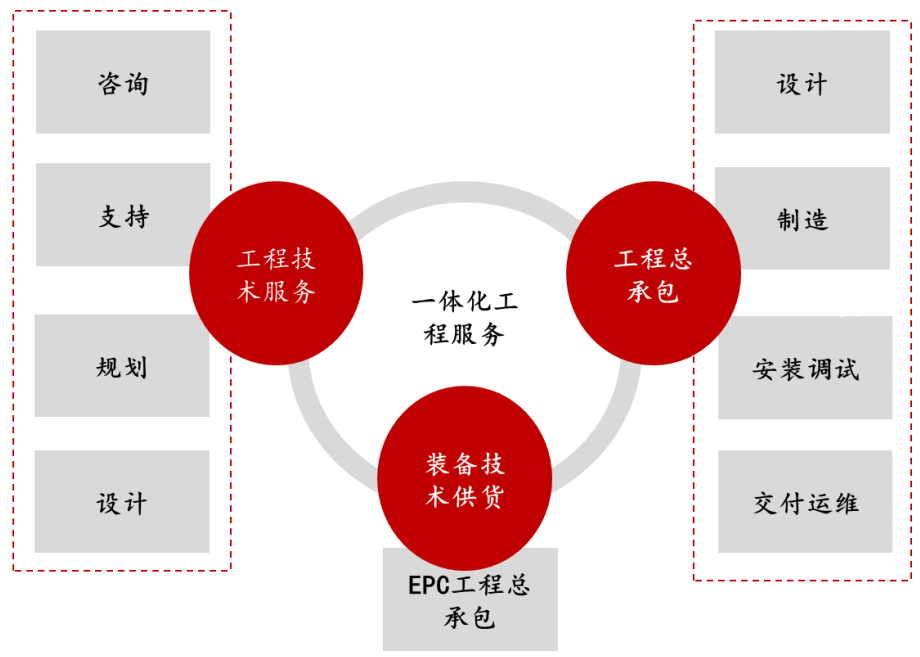


资料来源：中汽工程官网，东亚前海证券研究所

### 3.2. 重组推动公司产业链延伸，协同效应提升公司核心竞争力

**全资子公司中汽工程：从设计院向汽车工程服务转型。**中汽工程自成立之初由原机械工业第四设计研究院和机械工业第五设计研究院合并重组而成。2000年中汽工程利用其自身优势进行价值链融合，实现了从设计到工程服务的转型。而后2005年8月，根据国机集团发展战略要求，四院、五院与中国电动工具联合公司合并重组，中国汽车工业工程公司正式成立，实现了从以设计为主导的工程服务到技术研发、装备制造，从局部供货到整体项目EPC的跨越式发展。目前中汽工程基于其60年技术积累已经由设计院转型为汽车工程服务综合供应商，主要包含三大业务板块：(1) 装备供货：服务于汽车及其他装备制造行业的涂装、总装、焊装、铸造生产线的装备研发、制造和供货；(2) 工程技术服务：提供工程咨询、设计、项目管理、勘察、监理的全过程工程咨询服务；(3) 工程总承包：提供工厂建设项目EPC的全产业链一体化系统服务。目前中汽工程在汽车工程规划设计、工程总承包和汽车生产装备全产业链方面已确立了自身的优势地位。

图表21. 中汽工程业务布局



资料来源：中汽工程官网，东亚前海证券研究所

**收购中汽工程，实现“客户+技术”双重协同效应。**公司于2018年收购中汽工程，此次重组交易推进了国机汽车的产业链延伸与资源整合，所实现的协同效应有以下两方面：**(1) 客户协同，有助于实现业务全球化布局：**目前中汽工程国际业务已拓展延伸至德国、美国、阿根廷、俄罗斯、印度、南非、泰国等8个国家和地区，客户包括以奔驰、宝马、沃尔沃、通用、大众、雷诺、日产等为代表，涵盖德系、美系、日系众多国际高端品牌客户和国内各大汽车集团客户，汽车品牌市场覆盖率超过70%，因此收购有利于拓展公司的海外业务。**(2) 技术协同，有助于实现“设计+采购+施工”一体化。**中汽工程是具有国家颁发的工程勘察、设计、咨询、制造、监理、环评等甲级资质证书26项，其中拥有工程设计综合甲级资质，是国内最强的大型机械工业设计院和中国机械行业规模最大、拥有甲级资质最多的工程公司之一，具有装备供货、工程技术服务、工程总承包等全产业链优势，可以提升公司高技术、短周期、优管理、低成本的一体化服务能力。因此并购重组促进了双方资源共享、优势互补，推动整体业务发展，进一步提升了公司的核心竞争力和品牌影响力。

### 3.3. 技术实力卓越，客户已基本涵盖全球各大汽车集团

**深耕老客户，积极拓展新客户。**公司主要客户包括宝马、奔驰、特斯拉、沃尔沃、大众、通用等众多国际知名主机厂。与此同时，公司积极拓展国内外新客户，2021年获得陕汽重卡、比亚迪、广汽丰田等多个车企的新订单。

随着汽车行业积极扩建产能，公司汽车工程业务有望进一步扩张。

**强化 EPC 业务，发展智能装备以及新能源三电业务。**公司积极把握新能源汽车快速发展的市场机遇，与新能源汽车头部车企实现积极推进 EPC 模式合作，并且强化高端铸造 EPC 业务，2021 年公司与亚新科汽车零部件签订智造园 EPC 项目。另一方面，随着新能源电池和智能装备的发展，公司加强智能装备 AGV 产品持续研发迭代，成功进入高端品牌和德国、美国等海外市场，应用于众多乘用车品牌，同时持续发力三电业务，在锂电、氢燃料电池项目领域取得突破。

图表22. 2021 年公司新签项目

业务名称	合作企业	项目
EPC 项目	陕汽重卡	扩能 EPC 总承包一期项目
	华域汽车	车身零部件厂房改扩建 EPC 项目
	亚新科	亚新科汽车零部件智造园 EPC 项目
涂装	华晨宝马	华晨宝马工程设计服务框架合同，并成功中标全产线涂装车间总承包项目
焊装	比亚迪	多个基地装备总承包项目
智能装备及新能源三电项目	/	智能装备 AGV 产品、锂电、氢燃料电池项目领域

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

**强化科研创新，打造技术“护城河”。**公司开展全链条设计、联合协同攻关，2021 年设置重大技术专项课题 7 个。同时加大研发投入力度，科研成果颇丰：其中全资子公司中汽工程作为牵头单位承担的首个国家重大科技专项“乘用车多材质车身高效柔性涂装生产线”、首个国家级重点研发计划项目“新能源汽车全铝车身制造柔性机器人自动化生产线关键技术与示范应用”成功通过验收；与此同时公司在 2021 年全年获得授权专利 126 件，其中发明专利 10 件，PCT 国际发明专利 1 件；获得软件著作权 31 项。另外主编或参编标准共 27 项：包括国际标准 1 项、国家标准 8 项、行业以上标准 18 项；获得行业以上科技成果奖励 8 项；申报并中标国家及省部级课题项目 5 个。



图表23. 公司科研成果及专利 (2021年)

名称	数量	项目内容
重大技术专项课题	7	“乘用车多材质车身高效柔性涂装生产线”、首个国家级重点研发计划项目“新能源汽车全铝车身制造柔性机器人自动化生产线关键技术与示范应用”成功通过验收
专利	126	发明专利 10 件, PCT 国际发明专利 1 件; 获得软件著作权 31 项
主编或参编标准	27	国际标准 1 项、国家标准 8 项、行业以上标准 18 项
科技成果奖励	8	/
国家及省部级课题项目	5	/

资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

关键假设:

1. 公司具有央企背景和上市公司平台支撑的品牌优势、汽车贸易服务板块运营能力优势, 我们预计 2022-2024 年公司汽车贸易业务收入增速为 0%、2%、2%, 对应毛利率分别为 2.00%、2.00%、2.00%。
2. 公司汽车技术服务板块核心技术与能力世界领先, 同时拥有较强的资源构建能力, 我们预计 2022-2024 年公司工程承包及工程技术服务业务收入增速为 10%、10%、10%, 对应毛利率分别为 18.00%、19.83%、18.35%。

### 4.2. 投资建议

基于以上假设, 我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 445.47/462.83/481.37 亿元, 归母净利润分别为 3.31/3.37/3.89 亿元, EPS 分别为 0.23/0.23/0.27 元/股。基于 2022 年 12 月 2 日收盘价 8.02 元计算, 对应 2022-2024 年 PE 分别为 35.31/34.70/30.02 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

## 5. 风险提示

**宏观经济超预期波动:** 若未来宏观经济发生不利变化, 则公司可能存在

经营业绩下降的风险。

**新冠疫情风险:**目前新冠疫情仍在全球蔓延并出现病毒变异,未来仍可能对公司所处行业上下游产生一定影响,给公司的经营带来一些不利因素和不确定性。

**国际化经营风险:**公司业务与海外联系较大,若国际贸易增速放缓或贸易保护盛行,公司海外业务发展或将受到不利影响。

**汇率大幅波动:**若人民币汇率大幅波动,公司有可能会产生一定汇兑损失。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>43945.25</b>	<b>44546.97</b>	<b>46282.58</b>	<b>48137.37</b>
%同比增速	-0.43%	1.37%	3.90%	4.01%
营业成本	40682.33	41268.61	42577.74	44373.09
毛利	3262.92	3278.36	3704.84	3764.28
%营业收入	7.42%	7.36%	8.00%	7.82%
税金及附加	144.31	122.46	131.92	144.70
%营业收入	0.33%	0.27%	0.29%	0.30%
销售费用	619.04	652.73	670.23	705.23
%营业收入	1.41%	1.47%	1.45%	1.47%
管理费用	977.23	1093.34	1119.28	1147.01
%营业收入	2.22%	2.45%	2.42%	2.38%
研发费用	609.21	607.45	631.07	656.54
%营业收入	1.39%	1.36%	1.36%	1.36%
财务费用	111.70	-26.06	47.86	79.01
%营业收入	0.25%	-0.06%	0.10%	0.16%
资产减值损失	-80.90	-201.37	-111.38	-76.36
信用减值损失	-430.10	-439.81	-505.32	-458.41
其他收益	48.59	31.18	32.40	33.70
投资收益	-25.72	445.47	231.41	240.69
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	57.51	-10.00	-100.00	20.00
资产处置收益	61.60	20.00	20.00	20.00
<b>营业利润</b>	<b>432.40</b>	<b>673.91</b>	<b>671.60</b>	<b>811.41</b>
%营业收入	0.98%	1.51%	1.45%	1.69%
营业外收支	-4.05	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>428.35</b>	<b>673.91</b>	<b>671.60</b>	<b>811.41</b>
%营业收入	0.97%	1.51%	1.45%	1.69%
所得税费用	150.78	315.30	306.71	389.59
净利润	277.57	358.61	364.88	421.82
%营业收入	0.63%	0.81%	0.79%	0.88%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>256.12</b>	<b>330.89</b>	<b>336.69</b>	<b>389.22</b>
%同比增速	-40.08%	29.20%	1.75%	15.60%
少数股东损益	21.45	27.71	28.20	32.60
EPS (元/股)	0.18	0.23	0.23	0.27

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.18	0.23	0.23	0.27
BVPS	7.26	7.38	7.54	7.74
PE	48.22	35.31	34.70	30.02
PEG	—	1.21	19.82	1.92
PB	1.19	1.09	1.06	1.04
EV/EBITDA	10.29	7.45	5.98	5.58
ROE	2%	3%	3%	3%
ROIC	2%	5%	6%	6%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5224	3208	2891	4296
交易性金融资产	713	1103	703	423
应收账款及应收票据	6886	8266	8788	8969
存货	3541	5498	4973	4840
预付账款	3598	2912	3265	3106
其他流动资产	4013	3767	3621	3414
流动资产合计	23974	24755	24241	25048
长期股权投资	73	33	43	53
投资性房地产	136	138	138	136
固定资产合计	2279	2327	2370	2406
无形资产	691	601	511	421
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	410	421	424	425
其他非流动资产	2530	2237	2474	2685
资产总计	30093	30513	30200	31174
短期借款	1528	1827	1370	1156
<b>应付票据及应付账款</b>	<b>7343</b>	<b>7560</b>	<b>7106</b>	<b>7192</b>
预收账款	9	22	23	24
应付职工薪酬	435	502	482	506
应交税费	485	267	278	289
其他流动负债	8752	8422	8463	8867
流动负债合计	18552	18601	17722	18034
长期借款	80	260	440	620
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	272	268	268	267
其他非流动负债	649	654	774	935
负债合计	19554	19784	19205	19856
归属于母公司的所有者权益	10583	10745	10984	11274
<b>少数股东权益</b>	<b>-44</b>	<b>-17</b>	<b>11</b>	<b>44</b>
股东权益	10539	10728	10996	11318
负债及股东权益	30093	30513	30200	31174

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3137</b>	<b>-1988</b>	<b>-67</b>	<b>1395</b>
投资	24	-170	15	-85
资本性支出	-251	-200	-200	-200
其他	220	621	196	278
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6</b>	<b>251</b>	<b>11</b>	<b>-7</b>
债权融资	-6027	-60	222	261
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	3798	479	-277	-34
筹资成本	-333	-197	-106	-111
其他	-99	32	1	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2661</b>	<b>254</b>	<b>-161</b>	<b>117</b>
<b>现金净流量</b>	<b>455</b>	<b>-1584</b>	<b>-317</b>	<b>1405</b>

## 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。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019年加入东亚前海证券。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>