

安车检测（300572）深度研究报告

大行业小公司的成长之路

- ❖ **公司主营业务是机动车检测系统，积极整合运营业务。**公司是国内机动车检测领域整体解决方案的主要提供商，是国内少数集机动车检测系统、检测行业联网监管系统、机动车尾气遥感检测系统与智能驾驶员考试与培训系统四大业务于一身的综合服务龙头。公司近年通过并购转型，实现向下游机动车检测服务运营领域延伸。得益于汽车保有量的增加与2019年环检升级带来的需求释放，公司2019年实现营业收入9.73亿元，同比增长84.3%；归母公司净利润为1.89亿元，同比增长50.6%。
- ❖ **乘用车迎来检测周期，市场空间巨大。**截至2019年底，我国保有车辆平均车龄约4.9年，将迎来检测高峰期。虽然受新规影响，2021年汽车检测需求将同比下降7%。随着汽车保有量不断增长，2022年后汽车检测市场或将恢复正增长，我们预计2021-2025年年均复合增速约为11%。截止2019年底，国内每万辆机动车对应的检测站数量仅0.42个，日本该指标达3.51个/万辆，美国为2.50个/万辆。对标发达国家，测算得出未来国内检测站数量需达5.2万，检测系统潜在市场空间约1300亿元，年均运营收入理论规模约1300亿元。且在开放机动车检测市场定价后，价格有望不断上行，行业量价催化并存。
- ❖ **国际比较，收购扩张是检测行业的优选之路。收购扩张模式得到验证：**Opus通过不断收购车检公司，快速占领市场份额成为行业龙头的模式是成立且可以借鉴的。**区域扩张与多业务结合打开新局面：**Opus除了经营车检业务之外，还发展了智能车辆支持业务；Applus+作为车检领先企业，而其车检业务仅占其总收入的22%，多区域开拓多业务经营的模式是巨头企业的重要策略。**品牌战略是长期路线：**Applus+的四个业务均属于工业测试行业，相辅相成，互筑名声，在行业各细分领域共同打造公司品牌，稳走长期品牌发展路线。**形象建设吸引潜在客户：**Applus+不仅重点投资于作为工业企业基石的创新与专有技术，还大力发展企业领导力、提高员工满意度等，从而提高企业声誉，为企业带来更多潜在业务。
- ❖ **内生+并购，转型运营。**公司通过并购转型，实现向下游机动车检测服务运营领域延伸。公司通过参与设立德州常盛新动能、临沂新动能、收购兴车检测70%的股权、临沂正直70%股权及中检汽车部分股权正式进入机动车检测运营领域。临沂正直平均产能利用率为41.5%，净利率高达37%。通过并购培育优质检测站，公司的盈利能力将得到极大提升。
- ❖ **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2020-2022年实现营业收入9.8、12.6、16.9亿元，归母净利润2.0亿元、3.0亿元和4.7亿元，同比增长5%、50%、57%；考虑增发影响，对应EPS为1.03、1.34、2.09，对应PE为36、28、18。据测算，2020-2025年，公司归母净利年均复合增速40%，我们给予公司2021年40倍PE估值，对应目标股价53.47元/股，较当前股价有43%的提升空间，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**并购不及预期；检测政策风险；检测行业竞争加剧；检测价格不及预期；新能源车检测不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	973	983	1,257	1,686
同比增速(%)	84.3%	1.1%	27.9%	34.1%
归母净利润(百万)	189	199	297	465
同比增速(%)	50.6%	5.2%	49.7%	56.5%
每股盈利(元)	0.97	1.03	1.34	2.09
市盈率(倍)	38.3	36.4	27.9	17.8
市净率(倍)	8.5	7.6	3.6	3.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2021年01月27日收盘价

强推（首次）

目标价：53.47元

当前价：37.33元

华创证券研究所

证券分析师：庞天一

电话：010-63214659

邮箱：pangtianyi@hcyjs.com

执业编号：S0360518070002

证券分析师：张程航

电话：021-20572543

邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519070003

证券分析师：黄秀杰

电话：021-20572561

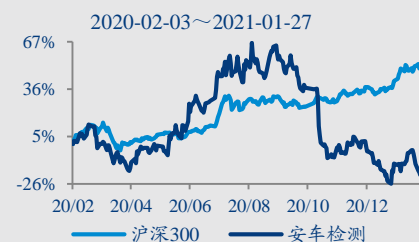
邮箱：huangxiujie@hcyjs.com

执业编号：S0360520050002

公司基本数据

总股本(万股)	19,364
已上市流通股(万股)	13,911
总市值(亿元)	72.29
流通市值(亿元)	51.93
资产负债率(%)	36.3
每股净资产(元)	5.1
12个月内最高/最低价	79.95/34.17

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

市场空间：通过国际对标，测算得出未来国内检测站数量需达 5.2 万，检测系统潜在市场空间约 1300 亿元，年均运营收入理论规模约 1300 亿元。

国际比较：通过与 Opus 和 Applus+两家公司的对比，得出收购扩张是检测行业的优选之路，验证安车检测的并购策略。

投资逻辑

乘用车迎来检测周期，市场空间巨大。截止 2019 年底，国内每万辆机动车对应的检测站数量仅 0.42 个，日本该指标达 3.51 个/万辆，美国为 2.50 个/万辆。对标发达国家，测算得出未来国内检测站数量需达 5.2 万，检测系统潜在市场空间约 1300 亿元，年均运营收入理论规模约 1300 亿元。

公司布局运营，将极大提升盈利能力。公司通过并购转型，实现向下游机动车检测服务运营领域延伸。公司通过参与设立德州常盛新动能、临沂新动能、收购兴车检测 70%的股权、临沂正直 70%股权及中检汽车部分股权正式进入机动车检测运营领域。临沂正直平均产能利用率为 41.5%，净利率高达 37%。通过并购培育优质检测站，公司的盈利能力将得到极大提升。

关键假设、估值与盈利预测

关键假设：公司未来 5 年内，通过临沂基金并购 800 家汽车检测站进行培育，并逐步注入上市公司体内。

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 9.8、12.6、16.9 亿元，归母净利润 2.0 亿元、3.0 亿元和 4.7 亿元，同比增长 5%、50%、57%；考虑增发影响，对应 EPS 为 1.03、1.34、2.09，对应 PE 为 36、28、18。据测算，2020-2025 年，公司归母净利年均复合增速 40%，我们给予公司 2021 年 40 倍 PE 估值，对应目标股价 53.47 元/股。

目 录

一、检测系统龙头，运营服务整合领导者	5
（一）公司发展历程及股权结构	5
（二）受益环检升级，2019 年业绩高增	7
（三）内生+并购，转型运营	8
1、兴车检测	9
2、临沂正直	9
3、中检汽车	10
二、乘用车迎来检测周期，市场集中度亟需整合	11
（一）应用场景丰富，市场空间较大	11
1、主要应用场景	11
2、市场空间测算：保有量增长和车龄增长拉动需求	13
3、行业分散，亟需整合	15
（二）新政刺激整合加速，行业量价催化并存	16
1、量：对标美日车龄有提升空间	16
2、价：价格管制放开，市场整合有利于稳定供需关系	17
三、国际比较	18
（一）Opus	18
1、公司简介	18
2、并购整合特点	18
3、财务表现	18
（二）Applus+	19
1、公司简介	19
2、主营业务概况	19
3、车检业务	20
（三）收购扩张是汽车检测行业的优选之路	20
四、投资建议	20
五、风险提示	21

图表目录

图表 1	公司发展历程	5
图表 2	公司股权结构	6
图表 3	公司产品类别	6
图表 4	机动车检测业务占绝对主导	7
图表 5	公司近年营收保持高速增长	8
图表 6	公司近年净利润保持稳健增长	8
图表 7	公司整体盈利能力突出	8
图表 8	经验性现金流改善	8
图表 9	临沂正直业务构成	9
图表 10	临沂正直净利润持续增长	9
图表 11	近年公司投资并购活动	10
图表 12	机动车检测分类	11
图表 13	机动车检测行业发展阶段	12
图表 14	机动车检测产业链中下游应用场景丰富	13
图表 15	机动车检测市场保持稳健增速	13
图表 16	机动车检测服务市场占比 85%	13
图表 17	汽车保有量持续高增长	14
图表 18	国千人汽车保有量仍处低水平(2019 年)	14
图表 19	各类机动车检测频率规定	14
图表 20	汽车检测市场测算	15
图表 21	对标发达国家，可释放市场空间巨大	15
图表 22	可比上市公司在检测领域的布局情况	16
图表 23	我国平均车龄有提升空间	17
图表 24	中日美每万辆车拥有的检测站数量（个）	17
图表 25	临沂正直环检单价近年稳步提升	17
图表 26	临沂正直安检单价 2019 年大幅提升	17
图表 27	Opus 收购及其他重大事件	18
图表 28	Opus 公司营收增长	19
图表 29	Opus 公司车检业务各国分布	19
图表 30	Applus+公司整体盈利相对稳定	19
图表 31	Applus+公司车检业务收入突出	19
图表 32	Applus+公司车检业务详情	20

一、检测系统龙头，运营服务整合领导者

（一）公司发展历程及股权结构

公司是国内机动车检测领域整体解决方案的主要提供商，是国内少数集机动车检测系统、检测行业联网监管系统、机动车尾气遥感检测系统与智能驾驶员考试与培训系统四大业务于一身的综合服务龙头，能够全面满足客户在产品与系统方案的设计、安装集成、运营维护以及行业监管等各方面的需求。主要客户包括全国各地的机动车检验机构、汽车制造厂、科研机构、维修企业以及交通、环保和公安等行业管理部门。

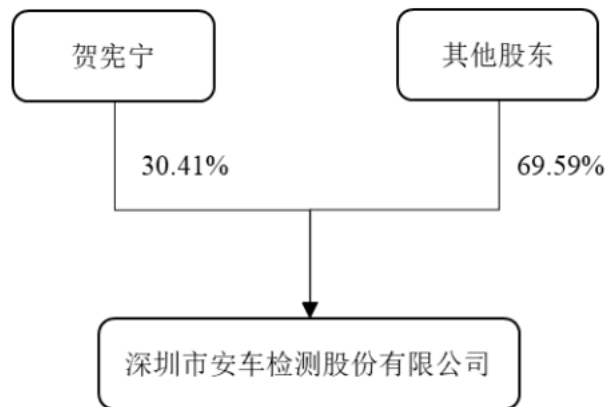
公司于 2006 年注册成立；2008 年，承建并成功交付国内第一个 I/M 信息化监控平台，成功研发 ABS 检测系统、前束检测系统等产品；2011 年，机动车驾驶考试系统、安检联网“云”解决方案投入使用；2013 年，被评选为“中国汽保 30 强”、“中国汽保最具成长型企业”和“中国汽保科技创新优秀企业”；2016 年，公司在深圳创业板上市，同年布局了宁波基地新能源汽车整车下线检测线；2018 年，机动车遥感监测平台系统投入使用，收购兴车检测进入汽车检测服务行业；2019 年，OBD 诊断仪研发成功并正式投入使用。2020 年，收购临沂正直 70% 股权。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

实控人技术出身，行业认可度高。贺宪宁先生为上市公司控股股东、实际控制人，直接持有上市公司股权比例 30.41%。贺宪宁先生长期从事机动车检测设备及系统的研发工作，参与了《GB/T17993-2005 汽车综合性能检测站能力的通用要求》、《GB/T13564-2005 滚筒反力式汽车制动检验台》、《JT/T445-2008 汽车底盘测功机》、《JT/T478-2002 汽车检测站计算机控制系统技术规范》等行业标准的起草。贺宪宁先生为机动车运行安全技术检测设备标准化技术委员会委员兼副秘书长，中国汽车保修设备行业协会副会长。

图表 2 公司股权结构


资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 公司产品类别

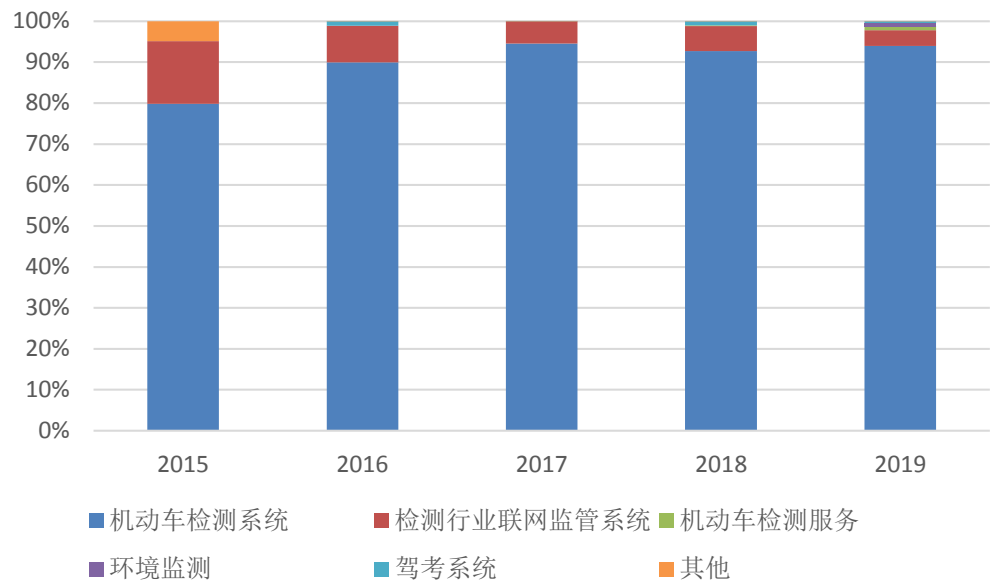
产品类别	具体产品	产品介绍	应用领域
机动车检测系统	安检系统	检测机动车行驶安全性项目	机动车检验机构、汽车制造厂、维修企业、二手车评估机构等
	环检系统	检测机动车行驶尾气排放状况	
	综检系统	检测营运车辆的安全、经济、动力性能等	
	新车下线检测系统	根据客户需求定制化设计,满足不同车辆的下线检测需求	各类汽车制造厂、科研机构等
检测行业联网监管系统	安检联网监管系统	实现公安管理部门与机动车安全技术检验机构的联网监督与管理	机动车检测、维修行业的联网监督与管理
	环检联网监管系统	实现环保管理部门与机动车环保检验机构的联网监督与管理	
	综检联网监管系统	实现交通管理部门与汽车综合性能检验机构的联网监督与管理	
	维修企业联网监管系统	实现交通管理部门与二类以上维修企业的联网监督与管理	
机动车尾气遥感检测系统	固定式机动车尾气排放遥感检测系统	水平式：固定安装于道路两侧,可对单向和双向车道上行驶的车辆排气污染物进行实时遥感检测的系统。 垂直式：固定安装于龙门架上,可对单向车道上行驶的车辆排气污染物进行实时遥感检测的系统。	城市机动车排放污染监测监控管理
	移动式机动车尾气排放遥感检测系统	临时安置于道路两侧,可以对单向和双向车道上行驶的车辆排气污染物进行实时遥感检测的系统	
智能驾驶员考试培训系统	智能驾驶员考试系统	是基于高精度 GPS 定位和惯性导航的机动车驾驶人科目二、科目三考试系统,采用新的虚拟传感器技术的全方位解决方案,可直接输出科目二、科目三在场地及道路考试中的判定结果	车管所、驾驶考试培训学校

产品类别	具体产品	产品介绍	应用领域
		果。	
	智能驾驶教练机器人训练系统	集智能教学、智能评判与安全防护于一体，将普通教练车与智能系统相结合，实现无教练培训、安全培训。	

资料来源：公司公告，华创证券

主营业务以机动车检测系统为主。公司业务分为三大体系，（1）传统主营业务——机动车检测系统和行业信息化联网解决方案，2019年受益于环检升级，机动车检测设备销量大幅提升至4400套以上，机动车检测系统业务实现营业收入9.14亿元，增速高达87%，占主营业务收入的93.98%，占据绝对主导地位；（2）尾气遥感与行业联网监管系统，属公司响应“蓝天保卫战”政策号召的衍生业务，2019年营业收入实现稳定增速16%，占主营业务收入约4%；（3）其他类车检预约系统、智能驾驶员考试与培训系统解决方案，属增值服务类业务，占比不及1%仍待扩展。

图表 4 机动车检测业务占绝对主导

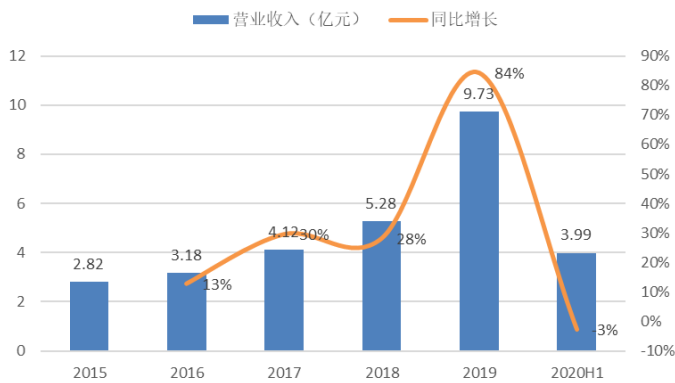


资料来源：公司公告，华创证券

（二）受益环检升级，2019年业绩高增

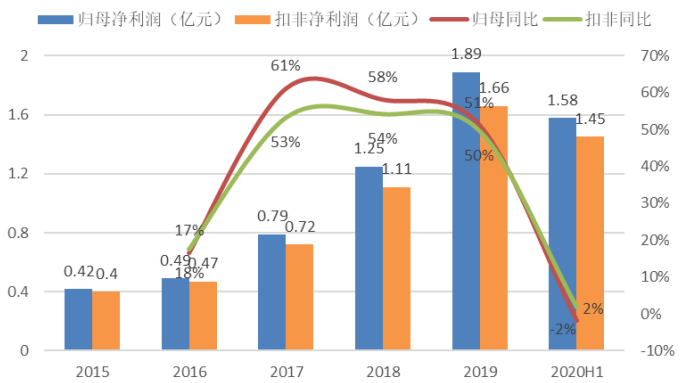
公司近年业绩保持快速增长，2020H1出现下滑。公司2019年实现营业收入9.73亿元，同比增长84.3%。实现归母公司净利润和扣非净利润1.89亿、1.66亿元，分别同比增长50.6%、49.9%。公司业绩高增主要得益于汽车保有量的增加与2019年环检升级带来的需求释放，推动机动车检测系统业务稳健增长。2020上半年受国内疫情冲击，公司业绩出现下滑，共实现营收3.99亿元，同比下降2.8%；实现归母净利润与扣非净利润1.58亿、1.45亿元，分别同比增长-1.7%、1.8%。

图表 5 公司近年营收保持高速增长



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 6 公司近年净利润保持稳健增长

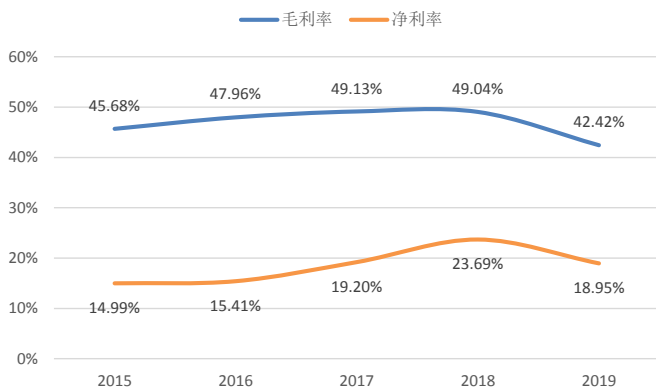


资料来源: 公司公告, 华创证券

公司盈利能力强劲, 2019 年略有下滑。2019 年公司毛利率为 42.2%, 同比下降 6.8pct, 其中机动车检测系统毛利率为 42.3%, 同比下降 6.4pct; 检测行业 (联网) 监管系统毛利率为 57.1%, 同比上升 2.3pct。受毛利率下滑影响, 净利润水平同比下降 4.7pct, 为 19.0%。机动车检测系统毛利率降低主要受 2019 年环检升级影响, 公司环检部分废气分析仪均为外采, 叠加环检产品销量大幅提升但本身毛利率较低, 拉低整体毛利率水平。考虑到环检升级将在 2020 年 5 月结束, 且经过 2019 年的研发攻关与投入, 环检领域设备已投入使用, 毛利率水平有望在 2020 年回升。

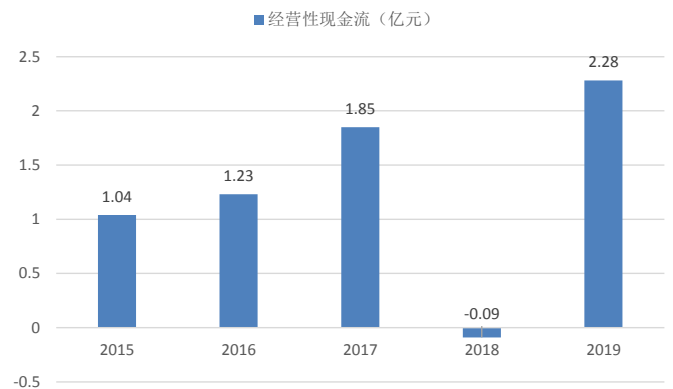
经营性现金流情况转好。2018 年公司采取扩张性策略, 为增加市场占有率对新增业务逐步放宽了合同预收条款, 致经营性现金流大幅下滑。2019 年公司回款顺利, 实现经营性现金流 2.28 亿元, 同比由负转正且改善显著。

图表 7 公司整体盈利能力突出



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 8 经营性现金流改善



资料来源: 公司公告, 华创证券

(三) 内生+并购, 转型运营

拓展主营机动车检测系统业务, 巩固设备领先优势。公司拥有山东安车、杭州安车两家全资子公司。山东安车成立于 2010 年 8 月, 为公司的生产基地, 负责机动车检测设备的制造和销售; 杭州安车成立于 2008 年 7 月, 主要从事区域性市场开拓及机动车检测系统等发行人产品的售后维护。同时, 为进一步优化产业布局、有效发掘投资机会、加强与巩固公司设备领先优势, 公司前后参与成立安讯伟业、设立德州市常盛新动能产业基金与临沂市常盛新动能产业发展基金、增资昇辉检测等, 其主营业务/主要投资项目涵盖多

类检测服务、监控系统的开发与运营，进一步衍生出了公司产业链，增强公司整体竞争力。

并购转型，实现向下游机动车检测服务运营领域延伸。公司通过参与设立德州常盛新动能、临沂新动能、收购兴车检测 70% 的股权、临沂正直 70% 股权及中检汽车部分股权正式进入机动车检测运营领域。

1、兴车检测

2018 年 9 月，公司收购了兴车检测 70% 股权，开始由传统机动车检测设备供应商向检测服务运营商转型。当前，兴车检测在运 8 个检测站，在建 1 个检测站。兴车检测 2019 年机动车安检检测量为 3.8 万辆，平均产能利用率为 21.5%，且检测站前期投入固定资产投入较大，导致兴车检测检测站前期经营业绩较差，2020 年 1-9 月，实现营业收入和扣非净利润分别为 633.70 万元、-664.13 万元。

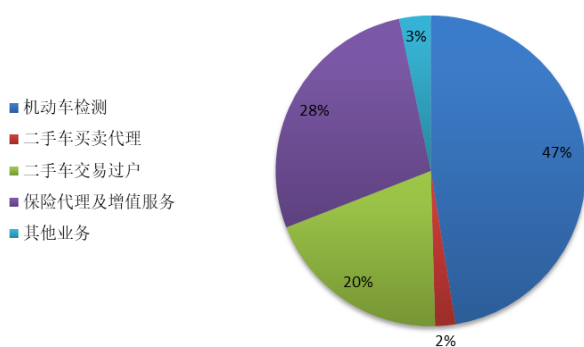
兴车检测产能利用率相对较低主要是由于其位于青岛的检测站多位于非市中心的相对偏远区域，且兴车检测的部分检测站于 2019 年和 2020 年开始营运，目前尚处于客户导入期。未来随着城市进一步发展带来的溢出效应愈加明显、客户的逐步导入，预计兴车检测的产能利用率将逐步提高。

2、临沂正直

临沂正直检测站利用率高，将极大提升公司盈利能力。2020 年 7 月，公司收购临沂正直 70% 股权。临沂正直拥有 4 个检测站，2019 年机动车安检检测量为 15.52 万辆，平均产能利用率为 41.48%。2019 年，临沂正直营业收入 9915 万元，其中机动车检测、保险代理、二手车交易过户分别占比 47%、28%、20%，为公司的主营业务，净利润 3600 万元，净利率高达 37%。

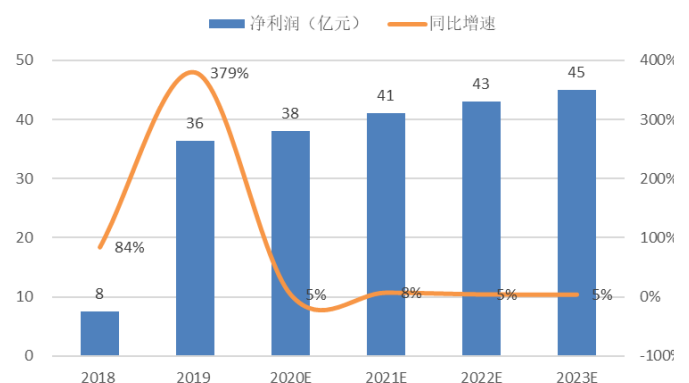
根据上市公司与业绩承诺方签署的《业绩补偿协议》，各方同意，本次交易的业绩承诺期间为 2020 年、2021 年、2022 年、2023 年，承诺净利润分别为 3,800 万元、4,100 万元、4,300 万元、4,500 万元。2020 年 1-9 月，临沂正直实现的营业收入为 7,170.64 万元，扣除非经常性损益前后孰低的净利润为 2,858.53 万元，已完成全年承诺净利润的 75.2%，考虑到春节和疫情因素，临沂正直 2020 年 1-9 月经营情况良好，总体上符合收购预期。

图表 9 临沂正直业务构成



资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 临沂正直净利润持续增长



资料来源：公司公告，华创证券

3、中检汽车

2020年11月24日,临沂基金、公司与湖州市芍药企业管理咨询合伙企业(有限合伙)、周春光、张弦签署了《投资协议》,其中临沂基金、公司按75.0262%、24.9738%的比例受让芍药企业持有的深圳市保源升投资咨询有限公司(以下简称“保源升”)的66.67%股权,由于保源升持有中检汽车检测75%的股权,临沂基金、公司以此方式实现对中检汽车检测的收购。截止本协议签署日,中检汽车检测的估值为2.4亿元。保源升持有中检汽车检测75%的股份,保源升的估值为1.8亿元(本公告中“元”均指人民币)。保源升的66.67%股权作价1.2亿元(以下简称“交易价款”)。该交易价款中临沂基金支付9,003.144万元,公司支付2,996.856万元。

当前,中检汽车在运12个检测站。2018年,中检汽车固定资产0.9亿,营业收入0.36亿,净利润130万元。

图表 11 近年公司投资并购活动

时间	公司名称	形式	股权比例	投资额	主营业务	状态
2018.7	安讯伟业	投资新设	51%	2550万	城市静态交通实时监控系統、停车场系統及新能源汽车充电设施的开发、销售和运营管理;	已完成
2018.9	兴车检测	股权收购	70%	3500万	主营机动车安全技术及尾气检测,旗下包括7家子公司,2家分公司,其中包括多个机动车检测站,在青岛地区检测站市场具备一定知名度与市场份额。	已完成
2018.11	德州市常盛新动能产业发展基金	投资新设	20%	3000万	主要投资于机动车检测、环境遥感监测等产业相关的基础设施建设、设备智能化升级、信息化改造、检测与监测大数据 SAAS 落地等项目。	已完成
2019.3	昇辉检测	参股增资	20%	200万	开展电子产品质量与可靠性技术开发;环境试验设备、环保产品、软件产品的研发与销售;仪器设备租赁;软件测试服务;工程项目管理服务;专利代理;环境与生态监测;贵金属检测服务;无线通信网络系统性能检测服务;汽车电子及机电产品检测服务;工程技术咨询服务;电子产品检测;电气防火技术检测服务;安全生产技术服务;企业管理服务。	已完成
2019.6	荣青顺通检测	投资新设	70%	300万	机动车安全技术检测,机动车尾气检测,房屋租赁,物业管理,企业管理信息咨询。	已完成
2020.1	临沂市常盛新动能产业发展基金	投资新设	20%	1亿	投资项目包括但不限于机动车检测、智能交通、大数据、环保、智能制造及其他符合新旧动能转换基金精神的项目,以及投决会同意的其他项目;	已完成
2020.5	山东正直	股权收购	70%	3.02亿	临沂正直、兰山正直、河东正直主营排放尾气检测、安全性能检测、综合性能检测等服务;正直二手车主营买卖双方提供车辆查验、转移登记等;正直汽车保险主营机动车保险代理业务,主要包括机动车交通事故责任强制保险、机动车商业保险等。	已完成
2020.11	浙江车检检汽车服务公司	合资	45%	2250万	机动车检测服务	进行中
2020.11	中检集团	股权收购	1250%	2997万	大型检测站运营公司,经营范围包括机动车整车	进行中

时间	公司名称	形式	股权比例	投资额	主营业务	状态
					检测、润滑油性能检测、机动车零配件检测等，旗下检测站主要分布于北京市（在建）、深圳市、成都市、长沙市、岳阳市与厦门市等地，在全国范围内具有一定的知名度。	

资料来源：公司公告，华创证券

二、乘用车迎来检测周期，市场集中度亟需整合

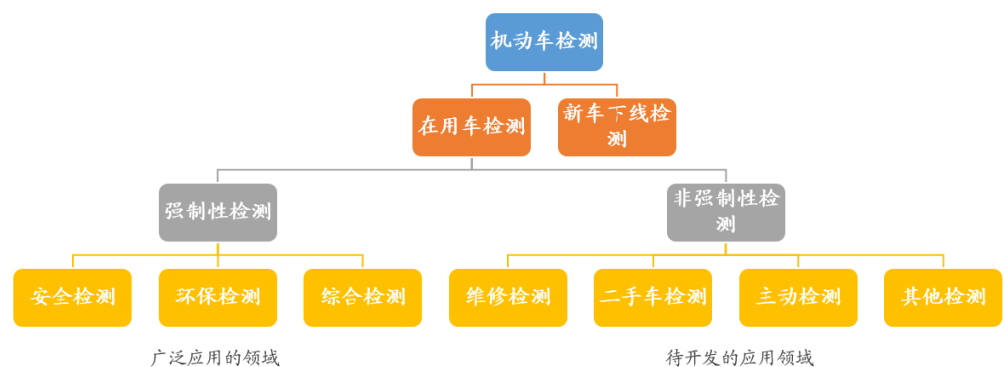
（一）应用场景丰富，市场空间较大

1、主要应用场景

我国机动车检测市场以在用车的强制性检测为主。机动车检测分为在用车检测与新车下线检测，其中在用车检测又分为强制性检测与非强制性检测。

- 强制性检测又称定期检测，是由政府通过法律法规规定必须定期参加的检测，主要受监管驱动。自上世纪 60、70 年代以来，世界多数国家已建立起严格的法律体系，在政府相应机构（大多是交通部、运输部或陆运部）主持下强制执行机动车年检制度。我国强制性检测分为安全检测、环保检测和综合检测三类，分别对应政府主管部门公安部、环保部与交通部。前两者分别检测机动车的安全性能和环保性能，后者的检测对象为营运车辆，检测内容包含安全性能、动力性能、经济性能等。通过建立并不断修订和完善相关的法律法规和检测技术标准，我国已经逐步形成了较为完整的机动车检测体系。
- 非强制性检测多为机动车生产及服务企业因业务活动而开展的主动检测，包括二手车检测、维修检测等，主要受市场驱动。目前非强制性检测市场尚未普及，潜在需求尚待开发。未来随着驾驶人安全环保意识提升，主动检测需求有待释放。

图表 12 机动车检测分类

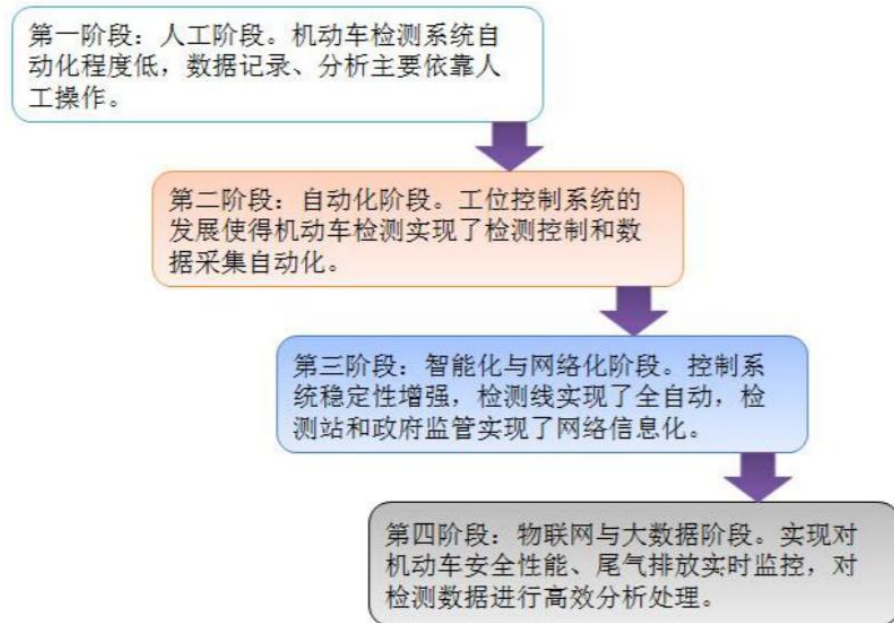


资料来源：公司公告，华创证券整理

我国处于行业发展第三阶段，与发达国家尚有一定差距。从行业发展角度看，发达国家已经实现了机动车检测从人工低效向高度智能化的跨越，正在步入行业发展的第四（物流网与大数据）阶段。目前在美国、德国和法国等国家，检测站均实现网络化管理，对机动车安全性能、尾气排放的实时监控均通过网络汇集到信息中心统一进行管

理与高效分析处理，为交通事故处理、公安监理、车辆盗抢和保险赔付等提供数据支持。我国进入 21 世纪后汽车保有量才开始快速增加，而机动车检测需求的释放往往滞后于汽车保有量增长，因此行业整体发展较晚，当前仍处于行业发展的第三（智能化与网络化）阶段。根据安车检测《招股说明书》，目前我国与发达国家的差距主要体现在 1) 检测系统的控制精度、数据采集分析的准确性，管理系统和测量系统的效率，检测过程的自动化与智能化程度，设备的生产工艺水平等方面均有待提升；2) 联网监管系统覆盖面较窄，联网监管与管理模式仅在部分省级行政区及发达城市运行。

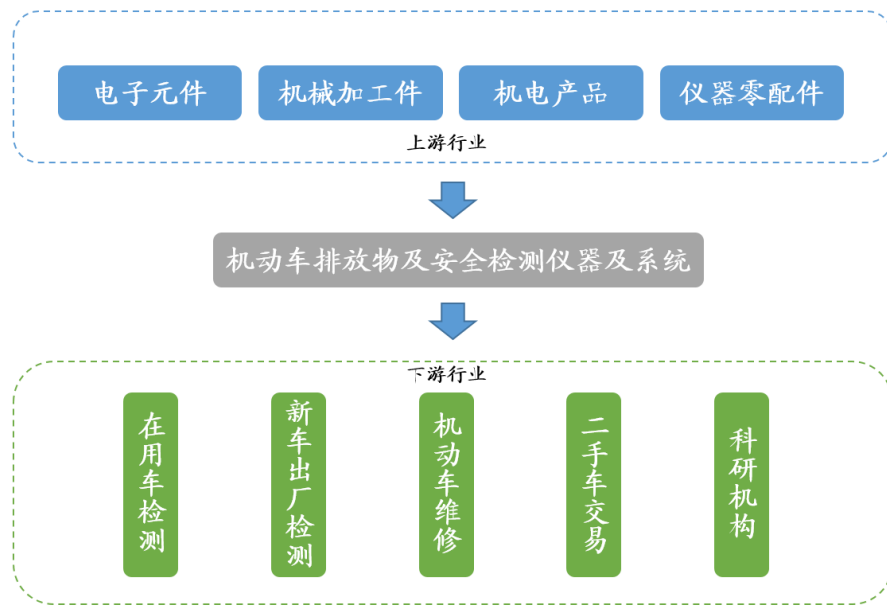
图表 13 机动车检测行业发展阶段



资料来源：公司招股说明书

机动车检测产业链下游应用场景有望不断突破。从产业链角度看，机动车检测系统上游主要包含电子元器件、机械加工件、机电产品、仪器零配件等原材料行业领域，下游主要包含在用车检测、新车出厂检测、机动车维修和相关科研机构等领域。目前机动车检测系统主要应用在机动车检验机构和汽车制造厂，即服务于在用车检测与新车出厂检测。随着我国机动车保有量的增加和汽车后市场的迅速发展壮大，未来机动车检测系统的应用范围料将不断拓宽，逐步由国家强制检测领域向汽车维修检测、二手车交易检测等企业应用领域渗透。

图表 14 机动车检测产业链中下游应用场景丰富

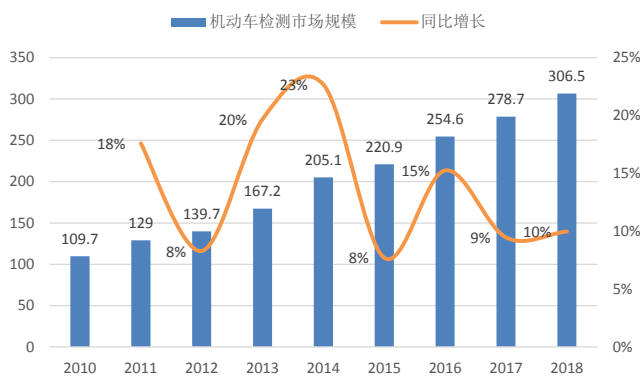


资料来源：公司招股说明书，华创证券整理

2、市场空间测算：保有量增长和车龄增长拉动需求

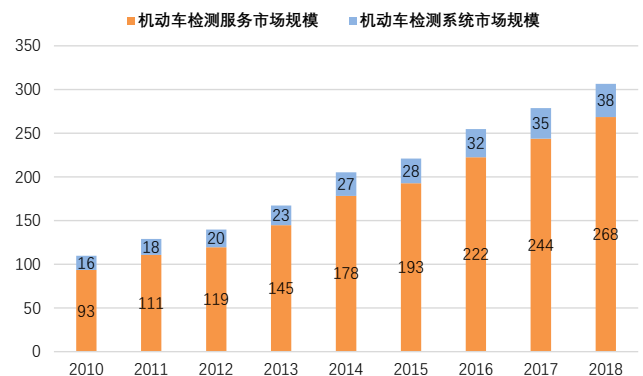
机动车检测存量市场超 300 亿。根据安车检测招股说明书，截止 2018 年底，我国机动车检测市场规模达到 307 亿元，过去 8 年复合增长率达 13.7%，其中机动车检测服务市场规模为 268.4 亿元，同比增长 10.14%；机动车检测系统市场规模为 38.1 亿元，同比增长 8.86%。

图表 15 机动车检测市场保持稳健增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 16 机动车检测服务市场占比 85%



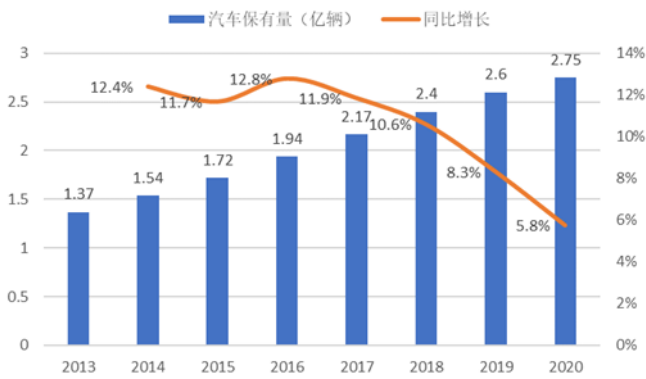
资料来源：公安部，安车检测公告，华创证券

汽车检测作为汽车后市场/存量市场，其核心驱动需求来源于（1）汽车保有量的提升；（2）平均车龄的增加。

（1）汽车保有量：快速增长拉动在用车检测需求，且仍有较大上升空间。截止 2020 年 9 月，全国机动车保有量已达 3.65 亿辆，同比增长 4.9%，居世界第一，其中汽车保有量达 2.75 亿辆，同比增长 5.8%。随着国内经济的高速发展，自 2014 至 2017 年，我国汽车保有量以每年 12-13% 的较高增速持续增长，为机动车检测市场的长足发展奠定

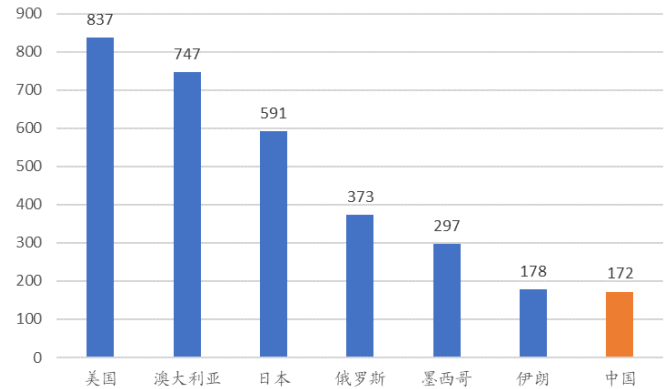
了有力的基础。虽然近年来由于汽车需求趋于饱和增速略有下滑，但保有量与国际成熟汽车市场比仍整体偏低。根据 2019 年世界银行公布的 20 个主要国家千人汽车拥有量调查数据来看，中国的千人汽车拥有量仅 172 辆/千人，排名 17 位，与美国等发达国家相比仍有较大增长空间。

图表 17 汽车保有量持续高增长



资料来源：公安部，华创证券

图表 18 国千人汽车保有量仍处低水平(2019 年)



资料来源：世界银行，华创证券

(2) 机动车车龄增加拉动在用车检测需求。随着在用车的车龄增长，检测频率要求也相应发生变化。《中华人民共和国道路交通安全法实施条例》、《机动车环保检验合格标志管理规定》等法律法规，对不同类型机动车的检测频率要求作出了明确规定。2014 年 5 月 16 日，公安部、国家质检总局联合印发《关于加强和改进机动车检验工作的意见》，其中对非营运乘用车正式试行 6 年内免检制度。根据德勤《2019 中国汽车后市场白皮书》，中国保有车辆平均车龄约 4.9 年，平均车龄还在持续增长，将迎来检测高峰期。

图表 19 各类机动车检测频率规定

车型	安全检测	环保检测	综合检测
营运载客汽车	5 年之内 1 次/年；超过 5 年的，1 次/半年		
载货汽车	10 年之内 1 次/年；超过 10 年的，1 次/半年		
大型、中型非营运载客汽车	10 年之内 1 次/年；超过 10 年的，1 次/半年		-
小型、微型非营运载客汽车（含 7-9 座非面包车）	6 年以内免检；超过 6 年的，1 次/2 年；超过 15 年的，1 次/半年		-
摩托车	4 年以内 1 次/2 年；超过 4 年的，1 次/年		-
拖拉机及其他机动车	1 次/年		-

资料来源：公安部，公司公告，华创证券

我们依据已披露的机动车保有量与机动车检测频率规定对机动车检测市场空间进行测算。

2020 年 10 月 22 日，公安部召开新闻发布会，针对机动车检测推出新政，进一步扩大机动车免检范围，在实行 6 年内 6 座以下非营运小微型客车免检基础上，将 6 年以内的 7 至 9 座非营运小微型客车（面包车除外）纳入免检范围。对非营运小微型客车（面包车除外）超过 6 年不满 10 年的，由每年检验 1 次调整为每两年检验 1 次，新政策已于 2020 年 11 月 20 日起实施。

受新规影响，2021 年汽车检测需求将同比下降 7%，2022 年恢复正增长。2021 年新规

执行后汽车检测需求有所降低,受影响的小型载客汽车的检测需求主要是之前第7年、第9年新增小型载客汽车数量之和。受新规影响,2021年乘用车汽车检测需求将同比下降7%,2022年将恢复正增长14%,2021-2025年年均复合增速约为11%。

图表 20 汽车检测市场测算

年份	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
检测需求量(万辆):原政策	13377	15302	17359	19787	21785	23836	25728
检测需求量(万辆):现政策	13377	15302	14165	16200	17673	19903	21272
检测需求量同比增速	16%	14%	-7%	14%	9%	13%	7%
站均年检测车次(万辆)	1	1	1	1	1	1	1
对应检测站需求(个)	13377	15302	15302	16200	17673	19903	21272
对应检测站增量需求(个)	1889	1926	0	898	1473	2230	1369
检测站数量累计同比	16%	14%	0%	6%	9%	13%	7%
站均投资额(万元)	250	250	250	250	250	250	250
理论检测站投资空间(亿元)	47	48	0	22	37	56	34
单次检测价格(元)	250	263	276	289	304	319	335
年均运营收入理论规模(亿元)	334	402	390	469	537	635	713
运营规模同比	17%	20%	-3%	20%	15%	18%	12%

资料来源: Wind, 交通部, 安车检测公告, 华创证券测算

长期对标海外成熟国家检测站, 测算潜在市场空间。截止2019年底,国内每万辆机动车对应的检测站数量仅0.42个,而早在2011年,日本该指标达3.51个/万辆,美国为2.50个/万辆,我国与发达国家相比差距明显。我们依据发达国家2011年万辆车对应的检测站平均水平,测算得为满足现有汽车保有量需求,未来国内检测站数量需达5.2万,检测系统潜在市场空间约1300亿元,年均运营收入理论规模约1300亿元。

图表 21 对标发达国家, 可释放市场空间巨大

主要指标	数量
2019年国内万辆车检测站数量	0.42
2019年国内汽车保有量(亿辆)	2.6
发达国家2011年万辆车对应的检测站平均水平	2
国内理论检测站数量	52000
站均投资额(万元)	250
理论检测站投资空间(亿元)	1300
理论检测站投资增量空间(亿元)	
站均年检测车次(万辆)	1
单次检测价格(元)	250
年均运营收入理论规模(亿元)	1300

资料来源: Wind, 华创证券

3、行业分散, 亟需整合

行业呈现小散乱的格局,行业亟需整合。2019年5月14日,《国家发展改革委关于进一步清理规范政府定价经营服务性收费的通知》放开机动车检测类等收费项目,实

行市场调节竞价，推动了民营资本进入机动车检测市场。但国内机动车检测市场仍处于逐渐规范成熟的阶段，行业联网监督与管理的普及度较低、部分检测机构对检测质量要求低、检测机构仍以单一检测职能为主等，导致行业准入门槛低，一批业务规模小、技术与服务能力弱、产品线不完备的企业进入市场，行业呈现竞争者多且分散局面，而行业龙头数量和规模目前也处于较小阶段。根据安车检测 2019 年 3 月 5 日发布的《投资者关系活动记录表》，截至 2019 年底，我国机动车检测站数量约为 1.3 万家左右，但规模较大检测机构数量仍不超过 20 家，技术水平和质量差良莠不齐。

根据安车检测《招股说明书》，随着机动车检测行业的发展，机动车治理与管控的压力或将不断加大，对检测设备供应商的技术与服务能力要求不断提高；同时，检测机构对综合性与智能化检测系统需求或不断加大，集安检、环检、综检为一体、且能实现智能调度、协同运作的综合性检测系统将成为大势所趋，行业料将向市场规模大、具有较强技术实力与运营能力、业务覆盖范围广的企业聚拢。

图表 22 可比上市公司在检测领域的布局情况

公司名称	地点	汽车检测运营布局
安车检测	深圳	国内机动车检测领域和机动车驾驶人考试行业整体解决方案的主要提供商，机动车检测系统占总营收高达 93.9%。 • 2018 年 9 月：收购兴车检测 70% 股权； • 2020 年 7 月：收购临沂正直 70% 股权； • 2020 年 11 月：收购中检汽车 75% 股权；
多伦科技	南京	主营业务为智能驾考系统，2019 年下半年成立子公司多伦车检，通过自建及收购方式在多地开展车检业务运营，同期并购简蓝信息，正式进入机动车检测系统行业。截止 2020 年 6 月底，多伦车检已在全国收购、新建 18 家车检站。

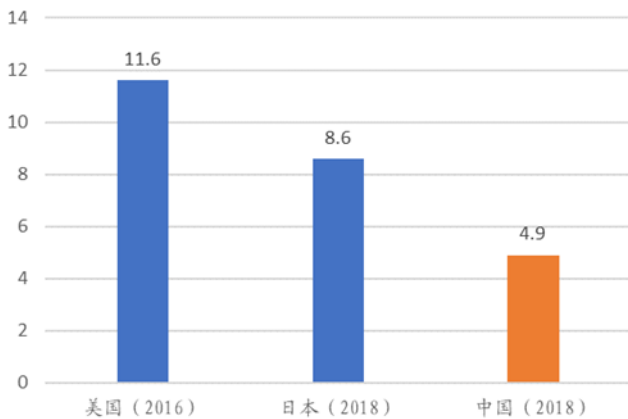
资料来源：公司公告，华创证券

（二）新政刺激整合加速，行业量价催化并存

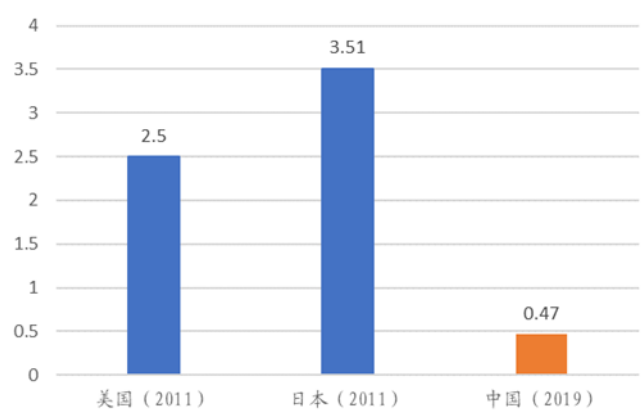
政策加码有利于加速行业整合推进。随着机动车检测行业的发展，机动车治理与管控的压力将不断加大，对检测设备供应商的技术与服务能力要求不断提高；同时，检测机构对综合性与智能化检测系统需求不断加大，集安检、环检、综检为一体、且能实现智能调度、协同运作的综合性检测系统料将成为大势所趋。另外 2020 年 11 月公安部新颁布车检行业规则，扩大了免检范围（7-9 座私家车）并将 6-10 年车龄的检测频率由每年一次下调到每两年一次，尽管如上文测算对市场增速有一定负面影响，但政策初衷在于提升目前并不成熟的检测领域的便利性，对于检测力度并未减小。同时这一政策导向也印证了当前国内检测站亟需整合的痛点，在市场增量空间面临波折的预期下，行业内新增和存量的中小玩家有望加速退出，被并购整合的意愿有望进一步提升，而面对足够大的市场空间，领军企业的增长步伐仍有望保持有力前行。

1、量：对标美日车龄有提升空间

在用车车龄仍有提升空间。2018 年我国平均车龄仅为 4.9 年，远低于成熟汽车市场美国和日本。其中美国平均年龄较为稳定，其平均车龄是我国的两倍有余，2014/2015/2016 三年分别为 11.4/11.5/11.6 年；日本平均车龄也处于稳定水平，2017/2018/2019 三年分别为 8.53/8.60/8.65 年。在车龄提升基础上检测站平均保有量同样有提升空间，截止 2019 年底我国每万辆机动车对应的检测站数量约为 0.42 个，对比美国和日本十年前 2.5/3.5 个/万辆的水平仍有巨大提升空间。

图表 23 我国平均车龄有提升空间


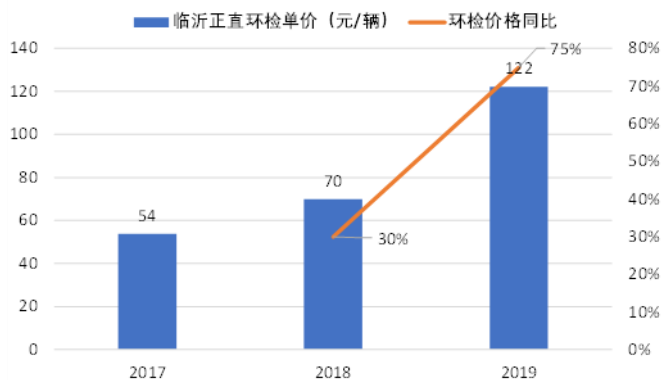
资料来源：美国交通统计局，AIRIA，华创证券

图表 24 中日美每万辆车拥有的检测站数量（个）


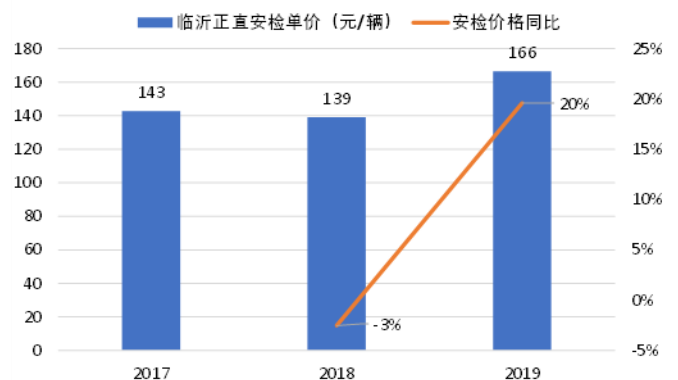
资料来源：安车检测招股说明书，华创证券

2、价：价格管制放开，市场整合有利于稳定供需关系

开放机动车检测市场定价，价格有望上行。现阶段机动车检测市场尚未成熟，尽管在部分大城市出现了一定价格竞争，但国内大多数区域检测站数量仍无法满足市场增量需求，同时考虑到消费者对低频的汽车检测服务价格敏感度较低，近年整体检测单价仍持续提升。以安车检测并购的临沂正直检测站为例，2016年以来各类型车辆检测价格均上调，其中2019年安检、环检平均价格分别同比增长20%/75%。进一步看，随着龙头在区域的整合加速，有望有效规避区域性的恶性价格竞争，在供需调整背景下实现价格的稳中有升。

图表 25 临沂正直环检单价近年稳步提升


资料来源：安车检测公告，华创证券

图表 26 临沂正直安检单价 2019 年大幅提升


资料来源：安车检测公告，华创证券

三、国际比较

（一）Opus

1、公司简介

Opus 于 1990 年在瑞典成立，是车辆检测和智能车辆支持业务的全球领导者。公司业务跨越五大洲，覆盖了 10 个国家。公司致力于通过业务的有机增长和收购兼并，营业收入年均复合增长率达到 5-10%。增长的大部分来自车辆检查业务的国际扩张，主要集中在拉丁美洲和亚洲市场以及智能车辆支持业务的扩张。在车辆检查领域，Opus 运营用于安全和排放测试的车辆检查程序，并提供相关的产品和服务。该业务为政府机构提供交钥匙的系统，服务和设备（包括 EaaS 和遥感），其先进技术可提高检查的质量和效率，并有助于推动对安全和排放标准的遵守。

2、并购整合特点

Opus 通过收购发展成熟的企业快速开拓美国、瑞典、智利、巴基斯坦、英国和阿根廷等国的车检市场。其中，公司的车检业务最先进入美国市场，于 2008 年收购了成立 8 年并拥有 3% 市场份额的企业 Systech，于 2014 年收购 Envirotest，经过 7 年的孵化和扩张，公司一跃成为了美国车检龙头。

公司成功发展成为国际车车检龙头，主要原因在于：1）先发策略：在车检行业还处于雏形阶段时瞄准并开拓市场；2）收购扩张策略：通过收购发展相对成熟的车检公司，快速吸取市场份额；3）多国市场结合策略：放眼业务来源至全球市场，复制收购扩张模式。

图表 27 Opus 收购及其他重大事件

年份	收购或其他重大事件
1990 年	公司成立，重点销售排放检测设备
2000 年	Systech 成立，专注于车检和车检运营提供 IT 解决方案
2008 年	收购 Systech，转型为在美国拥有 3% 市场份额的车检公司
2012 年	收购 ESP 和瑞典车检站网络 Svensk Bilprovning 33% 的股份
2013 年	于 7 月在 Nasdaq Stockholm 上市
2014 年	收购美国的 Envirotest，占据 44% 的美国车检市场，成为美国车检龙头
2015 年	开拓智利和巴基斯坦的车检市场
2017 年	收购英国的 Autologic，美国的 Farsight Diagnostics 和西班牙的遥感公司
2018 年	智能车辆支持部门成立。收购 Gordon-Darby，进一步占领美国市场。收购布宜诺斯艾利斯的 VTMetro 和 VTNorte，现在阿根廷最大的两个城市经营车检。

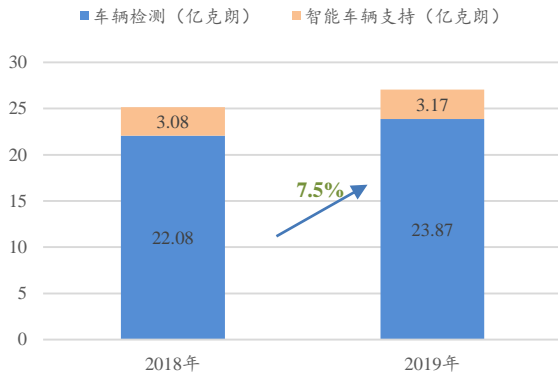
资料来源：Opus 年报，华创证券

3、财务表现

Opus 主营车辆检测和智能车辆支持业务。2019 年，公司营业收入达 27.04 亿瑞典克朗，同比上升 7.5%。其中，车检业务收入以 23.87 亿瑞典克朗占比 88%，较 2018 年同比上升 8.1%，智能车辆支持业务收入以 0.32 亿瑞典克朗占比 12%，同比增加 2.9%。

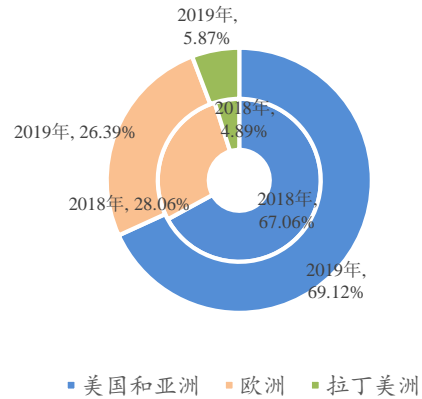
车检业务中，美国和亚洲市场占比最多，2018 和 2019 年占比均超过 65%；其次是欧洲市场，占比约 27%；最后是拉丁美洲市场，占比约 5%。

图表 28 Opus 公司营收增长



资料来源: Opus 年报, 华创证券

图表 29 Opus 公司车检业务各国分布



资料来源: Opus 年报, 华创证券

(二) Applus+

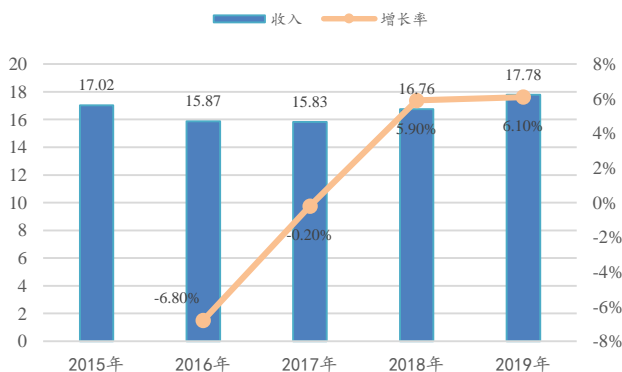
1、公司简介

于 1996 年在西班牙成立，是一家全球领先的测试，检验和认证公司之一，拥有来自 70 多个国家的 2.3 万员工。公司业务主要来自四个领域，分别是能源与工业、汽车、IDIADA 和实验室。为了保持行业领先地位，公司优先投资于创新和专有技术，从而提高客户的安全性和运营效率。加强领导能力有助于提高公司的声誉，为公司带来更多的业务来源。

2、主营业务概况

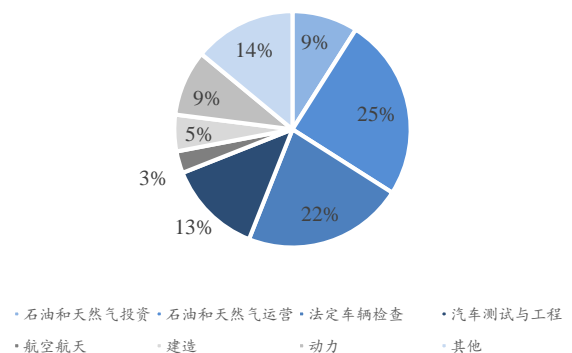
2015-2019 年，公司营收保持相对稳定，在 16.65 亿欧元上下小幅波动。2019 年，公司实现营收 17.78 亿欧元，其中，法定车辆检查收入 3.85 亿欧元，占比 21.65%，为西班牙、爱尔兰、丹麦、芬兰、安道尔、美国、阿根廷等 12 个国家提供车辆检查服务，检测量超 2000 万。

图表 30 Applus+公司整体盈利相对稳定



资料来源: Applus+ 年报, 华创证券

图表 31 Applus+公司车检业务收入突出



资料来源: Applus+ 年报, 华创证券

3、车检业务

Applus+在2017年11月收购了InversionesFinisterre，2017年Q4收入同比上升的19%中有14.2%来源于并购。同时，此次收购为公司2018年的总收入带来了0.7%的增长。2018年，公司还拿到了加利西亚自治区、西班牙西北部和哥斯达黎加的法定车辆检查特许权。

2017-2019年，公司的汽车检测收入逐年上涨，覆盖的国家数量从2018年的8个增加到2019年的12个，促进检测量快速拉升，2019年检测量高达2000多万。

图表 32 Applus+公司车检业务详情

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
车检收入	2.98	2.93	3.11	3.71	3.85
变化率	6.40%	-1.40%	6%	19.30%	3.80%
其中：有机增长	3.20%	2.40%	3.90%	4.70%	4.80%
并购	—	—	3.30%	21.10%	—
汇率影响	3.20%	3.80%	-1.30%	-6.30%	-1.00%
覆盖国家数量	8	8	9	12	12
车检次数	—	—	1500多万	1600多万	2000多万

资料来源：Applus+年报，华创证券

（三）收购扩张是汽车检测行业的优选之路

1) 收购扩张模式得到验证。Opus 通过不断收购车检公司，快速占领市场份额成为行业龙头的模式是成立且可以借鉴的。2) 区域扩张与多业务结合打开新局面。Opus 除了经营车检业务之外，还发展了智能车辆支持业务，同时在北美洲、欧洲、拉丁美洲等多个国家或区域开拓业务，发掘更大更广的市场；Applus+作为车检领先企业，业务覆盖了全球22个国家，而其车检业务仅占其总收入的22%，公司还经营着其他三大业务，多区域开拓多业务经营的模式是巨头企业的重要策略。3) 品牌战略稳长期路线。Applus+的四个业务均属于工业测试行业，相辅相成，互筑名声，在行业各细分领域共同打造公司品牌，稳走长期品牌发展路线。4) 形象建设吸引潜在客户。Applus+不仅重点投资于作为工业企业基石的创新与专有技术，还大力发展企业领导力、提高员工满意度等，从而提高企业声誉，为企业带来更多潜在业务。

四、投资建议

仪器仪表制造业板块：受疫情及检测新规影响，预计2020年仪器仪表制造业板块略有下滑；2021-2022年受益遥感监测和治超设备的市场放量，仪器仪表制造业板块营收增速预计分别增长37%、18%。

机动车检测服务板块：受益年中临沂正直并表，2020年机动车检测服务板块营收预计增长580%；2021-2022年，随着兴车检测利用率提升、部分检测站注入的影响，机动车检测服务板块营收预计分别增长79%、349%。

投资收益：受益临沂基金收购培育汽车检测站，公司持有临沂基金20%股权，投资收益将大幅增长。预计2021-2022年投资收益分别增长130%、37%。

我们预计公司2020-2022年实现营业收入9.8、12.6、16.9亿元，归母净利润2.0亿元、

3.0 亿元和 4.7 亿元，同比增长 5%、50%、57%；考虑增发影响，对应 EPS 为 1.03、1.34、2.09，对应 PE 为 36、28、18。据测算，2020-2025 年，公司归母净利年均复合增速 40%，我们给予公司 2021 年 40 倍 PE 估值，对应目标股价 53.47 元/股，较当前股价有 43% 的提升空间，首次覆盖，给予“强推”评级。

五、风险提示

并购不及预期；检测政策风险；检测行业竞争加剧；检测价格不及预期；新能源车检测不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	348	436	1,804	966
应收票据	0	0	0	0
应收账款	203	190	243	326
预付账款	40	40	50	62
存货	216	216	272	338
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	496	496	502	508
其他长期投资	1,303	1,378	2,871	2,200
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	31	31	31	31
在建工程	63	95	125	1,358
无形资产	67	67	66	66
其他非流动资产	32	31	30	29
非流动资产合计	7	8	8	9
资产合计	200	232	260	1,493
短期借款	1,503	1,610	3,131	3,693
应付票据	0	0	0	0
应付账款	262	261	330	409
预收款项	97	97	122	152
其他应付款	207	210	268	360
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	0	0	0	0
长期借款	69	71	57	64
应付债券	636	640	778	986
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1	1	1	1
归属母公司所有者权益	1	1	1	1
少数股东权益	637	641	779	987
所有者权益合计	849	946	2,313	2,642
负债和股东权益	17	23	39	64
	866	969	2,352	2,706
现金流量表	1,503	1,610	3,131	3,693
单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	228	207	307	501
现金收益	187	209	319	522
存货影响	-28	0	-56	-66
经营性应收影响	-138	13	-63	-95
经营性应付影响	190	2	152	200
其他影响	16	-17	-44	-61
投资活动现金流	-66	-24	-2	-1,237
资本支出	-47	-31	-29	-1,232
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	-18	7	27	-5
融资活动现金流	-99	-95	1,063	-101
借款增加	0	0	0	0
财务费用	-24	-82	-125	-196
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	-75	-13	1,188	95

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	973	983	1,257	1,686
营业成本	562	561	708	879
税金及附加	10	10	13	17
销售费用	103	105	134	179
管理费用	79	79	57	71
财务费用	53	53	68	91
资产减值损失	-5	-5	-6	-27
公允价值变动收益	-7	-7	-7	-7
投资收益	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	17	17	39	54
营业外收入	30	30	30	30
营业外支出	210	233	360	566
利润总额	7	7	7	7
所得税	2	2	2	2
净利润	215	239	365	571
少数股东损益	31	34	52	81
归属母公司净利润	184	205	313	490
NOPLAT	-4	6	16	24
EPS(摊薄)(元)	189	199	297	465
	180	200	307	467
主要财务比率	0.97	1.03	1.34	2.09
	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	84.3%	1.1%	27.9%	34.1%
EBIT 增长率	48.9%	11.1%	53.4%	51.7%
归母净利润增长率	50.6%	5.2%	49.7%	56.5%
获利能力				
毛利率	42.2%	42.9%	43.7%	47.9%
净利率	19.0%	20.8%	24.9%	29.1%
ROE	24.8%	22.1%	18.2%	18.8%
ROIC	48.6%	43.4%	18.6%	23.9%
偿债能力				
资产负债率	42.4%	63.5%	61.3%	59.4%
债务权益比	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
流动比率	204.9%	215.3%	369.0%	223.1%
速动比率	170.9%	181.6%	334.1%	188.8%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.4	0.5
应收账款周转天数	54	72	62	61
应付账款周转天数	49	62	56	56
存货周转天数	129	138	124	125
每股指标(元)				
每股收益	0.97	1.03	1.34	2.09
每股经营现金流	1.18	1.07	1.59	2.59
每股净资产	4.38	4.89	11.95	13.64
估值比率		50.25	65.50	102.52
P/E	39.2	37.2	28.6	18.2
P/B	8.7	7.8	3.7	3.2
EV/EBITDA	74.1	66.4	43.5	26.8

环保与公用事业组团队介绍

组长、高级分析师：庞天一

吉林大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

分析师：黄秀杰

清华大学工学硕士。2018年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
私募销售组	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522