

## 半年报符合预期, 关注央企改革

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2017年半年报, 实现营业收入10.8亿元, 同比增长55.4%, 归母净利润1.4亿元, 同比增长23.8%。
- **半年报符合预期, 专用车业务收入大幅增长, 拉低整体毛利率。** 2017H1 公司综合毛利率为24% (同比降低9pp), 主要是毛利率较低的专用车业务大幅增长拉低整体毛利率水平。2017上半年公司技术服务收入3.9亿元 (yoy +11.7%), 技术服务毛利率53.5% (同比降低0.7pp) 依然稳健。专用车业务实现收入5.6亿元 (yoy+131.3%), 专用车毛利率仅为0.7% (同比降低1.5pp)。然而, 公司产业化制造板块经营性亏损为783万元, 同比减亏990万元, 主要是汽车燃气零部件和汽车实验设备产业化制造盈利改善。
- **技术服务有望维持增长, 产业化订单饱满, 毛利率有望提升。** 汽车自主品牌进入加速洗牌周期, 主机厂新车研发有望加速, 我们认为传统汽车检测及外包技术服务需求仍旧旺盛。燃油和新能源乘用车双积分政策推进在即, 公司将受益于电动车检测放量带来的业绩增长。未来以AEB为代表的辅助驾驶功能或将成为汽车标配, 公司具有ADAS检测系统, 将受益于新车型主动安全技术的革新和相关法规的推出。**产业化方面,** 公司专用车市场订单增长127%, 公司产业化项目已完成向双桥产业园的搬迁, 产能利用率提升及项目精选有望提升该板块整体毛利率水平。
- **新业务增长提前布局, 软硬件兼修。** 公司目前已在园区内搭建基于5G通信的智能V2X系统, 未来将逐步扩大到西部汽车试验场以及重庆市北部新区。此外, 公司风洞实验室建设也在稳步推进之中, 预计2019年贡献收入1.16亿元和利润总额5260万元, 公司硬件投入为长期业绩增长打下坚实基础。公司今年上半年联合保险行业协会发布了中国保险汽车安全指数, 作为汽车保险体系的标准合作方, 公司将间接受益于客户流量提升。
- **公司具备央企改革预期, 新领导班子带领公司迈向新纪元。** 公司为央企二级直属机构, 大股东为中国通用技术(集团)控股有限责任公司, 具备央企改革预期。2017上半年公司已经完成新一届领导班子交接, 新领导班子将积极完善绩效考核体制, 与年度预算挂钩, 释放公司动力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.43元、0.50元、0.59元, 对应PE分别为21倍、19倍、16倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 技术服务业务或低于预期, 产业化进度或低于预期等风险。

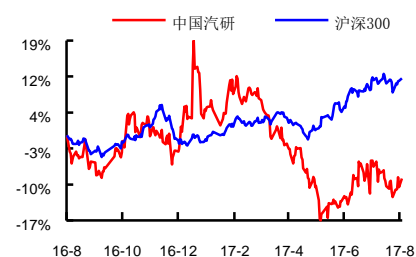
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1654.69	1927.12	2262.31	2609.20
增长率	37.56%	16.46%	17.39%	15.33%
归属母公司净利润(百万元)	340.16	417.35	480.70	563.82
增长率	9.42%	22.69%	15.18%	17.29%
每股收益EPS(元)	0.35	0.43	0.50	0.59
净资产收益率ROE	8.43%	9.51%	10.05%	10.75%
PE	26	21	19	16
PB	2.20	2.03	1.86	1.69

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 高翔  
执业证号: S1250515030001  
电话: 023-67898841  
邮箱: gaox@swsc.com.cn  
联系人: 石川  
电话: 023-67898871  
邮箱: sc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.61
流通A股(亿股)	9.61
52周内股价区间(元)	8.56-12.19
总市值(亿元)	89.01
总资产(亿元)	48.31
每股净资产(元)	4.32

### 相关研究

1. 中国汽研(601965): 一季报符合预期, 全年增长无忧 (2017-04-25)
2. 中国汽研(601965): 2016年业绩符合预期, 关注未来成长 (2017-03-28)
3. 中国汽研(601965): 技术服务板块放量, 业绩有望突破 (2016-10-24)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1654.69	1927.12	2262.31	2609.20	净利润	340.62	417.91	481.35	564.59
营业成本	1109.27	1251.44	1433.88	1622.41	折旧与摊销	113.84	144.49	160.30	174.85
营业税金及附加	16.24	15.12	18.87	21.97	财务费用	-33.65	-32.21	-4.80	-5.56
销售费用	50.64	60.05	70.07	80.98	资产减值损失	5.40	0.00	0.00	0.00
管理费用	174.65	203.31	238.71	287.01	经营营运资本变动	7.00	-236.24	-122.69	-162.97
财务费用	-33.65	-32.21	-4.80	-5.56	其他	22.28	-29.98	-28.51	-30.29
资产减值损失	5.40	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>455.49</b>	<b>263.97</b>	<b>485.65</b>	<b>540.63</b>
投资收益	32.09	30.00	28.62	30.23	资本支出	-88.53	-300.00	-300.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-156.90	38.63	27.78	29.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-245.43</b>	<b>-261.37</b>	<b>-272.22</b>	<b>-90.39</b>
<b>营业利润</b>	<b>364.23</b>	<b>459.41</b>	<b>534.19</b>	<b>632.62</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	37.62	37.97	37.93	37.89	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>401.85</b>	<b>497.37</b>	<b>572.12</b>	<b>670.51</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	61.23	79.46	90.77	105.93	支付股利	-96.12	-65.21	-83.65	-103.36
净利润	340.62	417.91	481.35	564.59	其他	-18.95	32.21	4.80	5.56
少数股东损益	0.46	0.57	0.65	0.77	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-115.07</b>	<b>-33.00</b>	<b>-78.85</b>	<b>-97.80</b>
归属母公司股东净利润	340.16	417.35	480.70	563.82	<b>现金流量净额</b>	<b>94.99</b>	<b>-30.40</b>	<b>134.58</b>	<b>352.44</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1485.32	1454.92	1589.49	1941.93	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	578.45	679.25	818.30	929.45	销售收入增长率	37.56%	16.46%	17.39%	15.33%
存货	162.59	240.33	254.53	296.84	营业利润增长率	4.13%	26.13%	16.28%	18.43%
其他流动资产	427.11	561.80	634.33	741.27	净利润增长率	11.62%	22.69%	15.18%	17.29%
长期股权投资	62.03	62.03	62.03	62.03	EBITDA 增长率	8.29%	28.64%	20.64%	16.27%
投资性房地产	21.18	12.55	13.38	14.01	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1766.91	1932.29	2081.86	2036.87	毛利率	32.96%	35.06%	36.62%	37.82%
无形资产和开发支出	214.18	205.27	196.37	187.46	三费率	11.58%	11.99%	13.44%	13.89%
其他非流动资产	63.41	62.45	61.49	60.53	净利率	20.59%	21.69%	21.28%	21.64%
<b>资产总计</b>	<b>4781.19</b>	<b>5210.88</b>	<b>5711.78</b>	<b>6270.40</b>	ROE	8.43%	9.51%	10.05%	10.75%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.12%	8.02%	8.43%	9.00%
应付和预收款项	471.54	532.69	623.18	711.87	ROIC	11.04%	12.84%	14.12%	15.65%
长期借款	2.83	2.83	2.83	2.83	EBITDA/销售收入	26.86%	29.67%	30.49%	30.73%
其他负债	267.11	282.94	295.65	304.36	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>741.49</b>	<b>818.47</b>	<b>921.67</b>	<b>1019.06</b>	总资产周转率	0.36	0.39	0.41	0.44
股本	961.18	961.18	961.18	961.18	固定资产周转率	1.15	1.17	1.29	1.43
资本公积	1411.41	1411.41	1411.41	1411.41	应收账款周转率	7.27	6.95	6.57	6.55
留存收益	1647.40	1999.54	2396.58	2857.05	存货周转率	6.01	6.06	5.68	5.78
归属母公司股东权益	4019.99	4372.13	4769.17	5229.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.74%	—	—	—
少数股东权益	19.72	20.28	20.94	21.70	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4039.70</b>	<b>4392.41</b>	<b>4790.11</b>	<b>5251.34</b>	资产负债率	15.51%	15.71%	16.14%	16.25%
负债和股东权益合计	4781.19	5210.88	5711.78	6270.40	带息债务/总负债	0.38%	0.35%	0.31%	0.28%
					流动比率	5.00	4.83	4.64	4.84
					速动比率	4.70	4.44	4.28	4.47
					股利支付率	28.26%	15.62%	17.40%	18.33%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.35	0.43	0.50	0.59
					每股净资产	4.20	4.57	4.98	5.46
					每股经营现金	0.47	0.27	0.51	0.56
					每股股利	0.10	0.07	0.09	0.11
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	444.41	571.68	689.69	801.92					
PE	26.17	21.33	18.52	15.79					
PB	2.20	2.03	1.86	1.69					
PS	5.38	4.62	3.93	3.41					
EV/EBITDA	16.43	12.87	10.47	8.56					
股息率	1.08%	0.73%	0.94%	1.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn