

## 三季度报符合预期, 产业化板块盈利有望向上

### 投资要点

- **事件:** 公司公布 2018 年三季度报, 前三季度合计实现营业收入 20.1 亿元, yoy+21.6%; 实现归母净利润 2.6 亿元, yoy+18.1%。其中第三季度实现营业收入 5.6 亿元, yoy-2.8%; 实现归母净利润 0.8 亿元, yoy+3.6%。
- **三季度收入微降, 全年增长无虞, 优于行业情况。** 2018 年第三季度国内整个汽车市场延续自 7 月份以来的行业承压格局, 中汽协公布数据 2018Q3 国内汽车产销数量分别同比降低了 5.6% 和 6.5%。其中受制于运力需求的疲软和环保治理及冻土停工对商用车的影响, 商用车同比下降更为明显。公司营收增速高于行业产销量的增速, 显示公司产业化制造板块降幅有限, 整体经营健康。
- **毛利率、经营性现金流环比边际改善。** 公司 2018 年三个季度归母净利润分别同比增长 17.6%、38.1%、3.7%。三季度归母净利润总额受收入因素拖累降幅明显, 销售毛利率较二季度提高约 1.9 个百分点, 销售回款率较二季度提高 5.3 个百分点。以提供汽车技术研发、咨询, 产品测试、服务为主的技术服务业务贡献归母净利润 2.3 亿元, 低负债运营板块在行业下行的环境中抗风险能力优势, 保证持续增长, 公司目前资产负债率为 18.5%。专用车、车用燃气系统、关键零部件研制生产主要对接 B 端客户, 经营性现金流确定性更强, 贡献归母净利润 0.3 亿元, 同比实现扭亏。公司 3 季度账面现金 10.4 亿, 同比减少 21.1%, 其中主要系中利凯瑞三期、中保研、德新机器人项目等投资支出及 1.9 亿股分红影响。
- **公司业务发展提速, 技术服务与产业化板块均有望保持进一步增长。** 公司风洞建设项目和智能网联汽车试验道项目在今年有望分别建成投产。其中风洞项目预计能在 2019 年形成 1 亿元规模以上收入。智能网联汽车试验道也将形成新的增长点。同时公司资产类科目中预付款同比增加 196%, 存货同比增加 97.8%, 系产业化制造板块相关的原料、设备等储备、采购大幅增长。显示出公司未来订单情况饱满。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年归母净利润 3.9 亿元、4.7 亿元、5.7 亿元, 对应 EPS 分别为 0.41 元、0.49 元、0.6 元, 对应估值 15 倍、13 倍、10 倍。鉴于公司业务有望随行业复苏加速发展, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 技术服务业务拓展或低于预期, 车市需求或持续低迷。

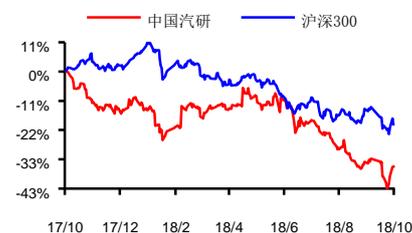
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2400.80	2741.53	3147.98	3561.60
增长率	45.09%	14.19%	14.83%	13.14%
归属母公司净利润(百万元)	375.23	390.65	468.19	574.17
增长率	10.31%	4.11%	19.85%	22.64%
每股收益 EPS(元)	0.39	0.41	0.49	0.60
净资产收益率 ROE	8.73%	8.53%	9.51%	10.76%
PE	16	15	13	10
PB	1.40	1.31	1.22	1.13

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋  
执业证号: S1250518090002  
电话: 021-58351909  
邮箱: liuyqc@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)	9.70
流通 A 股(亿股)	9.61
52 周内股价区间(元)	5.39-9.77
总市值(亿元)	60.15
总资产(亿元)	53.85
每股净资产(元)	4.51

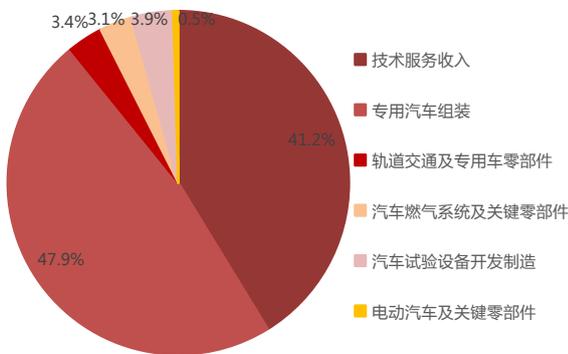
### 相关研究

## 1 国内领先的汽车公共技术服务提供商

中国汽车工程研究院股份有限公司是一家地处汽车大市重庆，背靠国家机动车质量监督检验中心（重庆）、国家燃气汽车工程技术研究中心、汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室、替代燃料汽车国家地方联合工程实验室等四大国家级研究平台的国家级科技创新和公共技术服务机构。2017 年公司营业收入达到 24 亿元，年新签订单完成 29 亿元，目前在汽车技术服务领域已经拥有较高的行业地位，在智能检测领域具备领先技术。

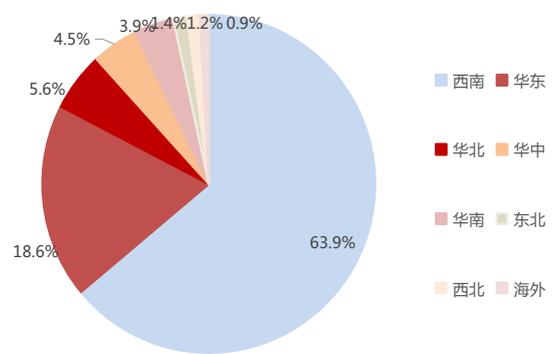
**公司主营业务结构：**公司收入主要来自两个板块，一是**汽车技术服务**，主要涵盖检测、研发板块；二是**产品制造业务**，主要涵盖专用车、轨交关键零部件、汽车燃气系统、测试设备的研发和制造。按地区来看，公司整体业务目前仍然主要集中在西南市场，在 2017 年占据了约 64% 的营收份额，未来正逐步向华东、华北等传统汽车强省拓展。

图 1：公司 2017 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 2：公司 2017 年主营业务分地区情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

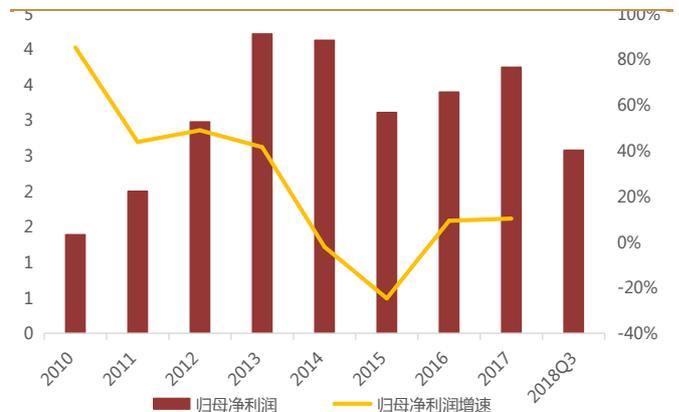
**公司业绩状况：**公司营业收入和净利润总体保持稳健增长。产品制造业务与商用车及专用车行业景气度相关性较强，汽车燃气系统业务与油气价差及相关产业政策关系紧密。在 2011 年、2012 年及 2015 年受以上板块扰动，营收增长转负。此外产品制造业务从产品实验，供应商评价到实现配套周期较长，项目投产前期会对整体利润有所侵蚀。

图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 4：公司 2010 年以来归母净利润及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告、西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设:

1) 假设 2018-2020 年随着风洞项目和智能网联汽车实验道建成投产, 技术服务订单增长保持在 25%、25%、20%, 毛利率稳中有升。

2) 假设 2018-2020 年传统零部件市场增速保持平稳, 电动车零部件市场放量, 订单获取情况有较大规模好转, 分别实现 60%、40%、40% 的增长, 毛利率恢复到 40% 往年较高水平。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率 (百万元)

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
技术服务	收入	981.4	1226.7	1533.4	1840.1
	增速	23.9%	25.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	50.0%	53.5%	53.0%	53.0%
专用汽车	收入	1141.0	1198.1	1234.0	1271.1
	增速	86.1%	5.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	1.7%	2.5%	2.5%	2.5%
轨道交通零部件	收入	80.2	72.2	75.8	79.6
	增速	-15.2%	-10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	41.8%	40.0%	40.0%	40.0%
汽车燃气零部件	收入	73.5	66.1	62.8	59.7
	增速	110.0%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	36.4%	36.0%	36.0%	36.0%
电动汽车零部件	收入	11.4	18.3	25.6	35.8
	增速	-61.8%	60.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	-0.2%	40.0%	40.0%	40.0%
汽车试验设备开发制造	收入	93.7	140.5	196.8	255.8
	增速	30.6%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	19.5%	28.0%	28.0%	28.0%
其他业务	收入	19.6	19.6	19.6	19.6
	增速	7.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	61.8%	61.8%	61.8%	61.8%
合计	收入	2400.8	2741.5	3148.0	3561.6
	增速	45.1%	14.2%	14.8%	13.1%
	毛利率	25.0%	30.9%	32.7%	34.2%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2018-2020 年归母净利润 3.9 亿元、4.7 亿元、5.7 亿元, 对应 EPS 分别为 0.41 元、0.49 元、0.6 元, 对应估值 15 倍、13 倍、10 倍。鉴于公司业务有望随行业复苏加速发展, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

**表 2: 可比公司估值情况 (2018/10/24)**

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600335.SH	国机汽车	0.65	0.68	0.72	9	9	8
603528.SH	多伦科技	0.16	0.24	0.31	37	25	19
600327.SH	大东方	0.46	0.41	0.46	12	10	9
603377.SH	东方时尚	0.56	0.49	0.62	30	24	19
平均值					22	17	14
601965.SH	中国汽研	0.41	0.49	0.60	15	13	10

数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3 风险提示

技术服务业务拓展或低于预期, 车市需求或持续低迷。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2400.80	2741.53	3147.98	3561.60	净利润	372.29	387.59	464.51	569.67
营业成本	1800.27	1944.11	2174.45	2403.71	折旧与摊销	137.80	160.17	180.43	197.21
营业税金及附加	22.50	24.96	29.31	32.95	财务费用	-33.40	-32.21	-3.70	-4.46
销售费用	62.77	75.75	85.42	97.23	资产减值损失	7.68	0.00	0.00	0.00
管理费用	189.86	301.57	346.28	391.78	经营营运资本变动	164.67	-343.69	-67.48	-116.09
财务费用	-33.40	-32.21	-3.70	-4.46	其他	-83.89	-29.61	-30.93	-30.43
资产减值损失	7.68	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>565.15</b>	<b>142.24</b>	<b>542.83</b>	<b>615.90</b>
投资收益	33.56	30.00	30.83	30.42	资本支出	-289.95	-300.00	-300.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-155.40	34.21	29.70	29.81
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>-445.35</b>	<b>-265.79</b>	<b>-270.30</b>	<b>-90.19</b>
<b>营业利润</b>	<b>436.92</b>	<b>457.35</b>	<b>547.05</b>	<b>670.80</b>	短期借款	5.00	-5.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.67	-0.25	-0.37	-0.38	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>436.24</b>	<b>457.10</b>	<b>546.68</b>	<b>670.42</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	63.96	69.52	82.17	100.75	支付股利	-144.18	-110.05	-125.71	-155.62
净利润	372.29	387.59	464.51	569.67	其他	22.26	32.21	3.70	4.46
少数股东损益	-2.94	-3.06	-3.67	-4.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-116.92</b>	<b>-82.84</b>	<b>-122.02</b>	<b>-151.17</b>
归属母公司股东净利润	375.23	390.65	468.19	574.17	<b>现金流量净额</b>	<b>2.89</b>	<b>-206.40</b>	<b>150.51</b>	<b>374.55</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1511.83	1305.43	1455.94	1830.49	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	587.76	863.85	950.85	1057.68	销售收入增长率	45.09%	14.19%	14.83%	13.14%
存货	173.77	221.42	235.74	265.76	营业利润增长率	19.96%	4.68%	19.61%	22.62%
其他流动资产	421.49	556.76	610.43	701.52	净利润增长率	9.30%	4.11%	19.85%	22.64%
长期股权投资	126.76	126.76	126.76	126.76	EBITDA 增长率	21.80%	8.13%	23.66%	19.31%
投资性房地产	20.95	16.74	17.87	18.48	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2052.26	2201.58	2330.63	2262.90	毛利率	25.01%	29.09%	30.93%	32.51%
无形资产和开发支出	209.87	200.79	191.71	182.64	三费率	9.13%	12.59%	13.60%	13.60%
其他非流动资产	67.12	66.71	66.31	65.90	净利率	15.51%	14.14%	14.76%	15.99%
<b>资产总计</b>	<b>5171.80</b>	<b>5560.04</b>	<b>5986.25</b>	<b>6512.13</b>	ROE	8.73%	8.53%	9.51%	10.76%
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.20%	6.97%	7.76%	8.75%
应付和预收款项	653.66	731.95	818.50	922.61	ROIC	12.81%	11.82%	13.49%	15.83%
长期借款	2.83	2.83	2.83	2.83	EBITDA/销售收入	22.55%	21.35%	22.99%	24.25%
其他负债	244.30	281.73	282.58	290.31	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>905.79</b>	<b>1016.50</b>	<b>1103.91</b>	<b>1215.75</b>	总资产周转率	0.48	0.51	0.55	0.57
股本	961.18	961.18	961.18	961.18	固定资产周转率	1.45	1.53	1.62	1.75
资本公积	1411.41	1411.41	1411.41	1411.41	应收账款周转率	9.30	8.10	7.49	7.66
留存收益	1878.45	2159.05	2501.52	2920.07	存货周转率	10.40	9.61	9.31	9.40
归属母公司股东权益	4251.04	4531.64	4874.11	5292.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.38%	—	—	—
少数股东权益	14.97	11.90	8.23	3.73	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4266.01</b>	<b>4543.54</b>	<b>4882.34</b>	<b>5296.38</b>	资产负债率	17.51%	18.28%	18.44%	18.67%
负债和股东权益合计	5171.80	5560.04	5986.25	6512.13	带息债务/总负债	0.86%	0.28%	0.26%	0.23%
					流动比率	3.80	3.60	3.59	3.78
					速动比率	3.56	3.33	3.33	3.52
					股利支付率	38.42%	28.17%	26.85%	27.10%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	541.32	585.31	723.78	863.55	每股收益	0.39	0.41	0.49	0.60
PE	15.88	15.25	12.73	10.38	每股净资产	4.44	4.73	5.08	5.51
PB	1.40	1.31	1.22	1.13	每股经营现金	0.59	0.15	0.56	0.64
PS	2.48	2.17	1.89	1.67	每股股利	0.15	0.11	0.13	0.16
EV/EBITDA	8.00	7.76	6.06	4.65					
股息率	2.42%	1.85%	2.11%	2.61%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn