

中国汽研 (601965)

公司研究/调研简报

检测、研发服务业务齐发力，指数产品助力合资品牌渗透

调研简报/汽车

2019 年 01 月 21 日

一、分析与判断

➤ 六大检测中心中唯一上市公司，以技术服务业务为本

公司是六家已获得全面授权的机动车国家级质量监督检验机构之一，根据招股书数据：公司检测业务约占 7% 市场份额（近年市场格局变化不大）。当前公司营收和盈利主体主要为技术服务，贡献 2017 年收入 40.9%，毛利 81.7%。

➤ 国六切换、风洞投产，公司技术服务业务兼具爆发力与持续成长能力

公司的技术服务业务可分为检测、研发服务两类。1) 检测：一方面，国六在排放标准方面要求大幅提升，预计公司单车排放检测价值量提升 20%-40%，2018 年公司发动机排放检测业务增速 10%-30%，检测业务整体中高速增长，当前达到国六标准厂商仍然有限，我们预计国六检测业务中高速增长仍将维持 2 年；另一方面，当前公司已形成完备的新能源车检测能力（2017 年新能源汽车检测业务占比约 25%），具备完整的电机、电池穿刺、火烧、衰减等项目监测能力，单车整体检测费用超过 300 万/台（与国六燃油车相当），我们认为公司在电动化加速渗透趋势中有望受益。2) 公司风洞实验室有望于 2019 年 1 季度末开启试运行，于 2 季度投产，并在 1 年试运营期后实现满产（满产将实现约 1.1 亿收入，毛利率约 50%），17 年公司的研发服务营收约 1.3 亿，风洞产能投产将推动公司研发服务营收大增。我们认为公司的风洞业务能够与 CAE 等研发服务形成良好协同效应，有望吸引客户进一步外包研发需求，推动公司研发服务增长。

➤ 四大指数推升公司品牌影响力，打造中国权威汽车评价品牌

2017 年起公司相继推出智能、保险、健康、驾乘四大指数。自指数发布以来，包括奔驰宝马在内的合资企业均开始寻求与公司合作。我们认为指数的持续发布以及公司数据运营业务的开展将提升中汽研品牌在行业中的影响力，为进一步开拓合资市场打下基础。

二、投资建议

国六节点切换、风洞投产将推升公司 19、20 年业绩，中长期看公司新能源业务上量以及智能网联车前沿布局将保障业绩持续性，公司的指数系列产品的推出和数据运营工作开展将推升公司品牌力，为公司打开合资、进口车型的业务空间。综上，我们认为公司短中长期逻辑完备。预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 0.43/0.49/0.59 元，PE 分别为 18/15/13 倍，给予“推荐”评级。

三、风险提示：

国六标准施行进展不及预期，风洞建设、投产进度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,401	2,684	3,025	3,437
增长率（%）	45.1%	11.8%	12.7%	13.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	375	415	476	562
增长率（%）	10.3%	10.7%	14.6%	18.2%
每股收益（元）	0.39	0.43	0.49	0.59
PE（现价）	20	18	15	13
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

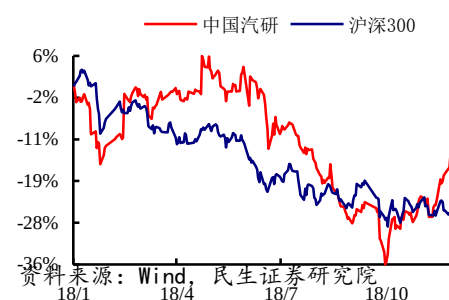
首次评级

当前价格： 7.65 元

交易数据 2019-1-18

近 12 个月最高/最低(元)	8.94/5.45
总股本（百万股）	970.13
流通股本（百万股）	961.18
流通股比例（%）	99%
总市值（亿元）	74.22
流通市值（亿元）	73.53

该股与沪深 300 走势比较



分析师： 徐凌羽

执业证号： S0100517090004

电话： 010-85127604

邮箱： xulingyu@mszq.com

研究助理： 陈逸同

执业证号： S0100118060035

电话： 010-85127785

邮箱： chenytong@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,401	2,684	3,025	3,437
营业成本	1,800	1,982	2,223	2,508
营业税金及附加	23	26	29	33
销售费用	63	76	82	96
管理费用	190	140	157	179
EBIT	325	460	533	622
财务费用	(33)	(37)	(38)	(56)
资产减值损失	8	13	15	16
投资收益	34	12	12	12
营业利润	437	497	569	673
营业外收支	(1)	(2)	(2)	(2)
利润总额	436	496	569	672
所得税	64	77	89	105
净利润	372	419	480	568
归属于母公司净利润	375	415	476	562
EBITDA	463	597	690	795

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1512	1551	2010	2436
应收账款及票据	534	616	662	771
预付款项	13	56	39	57
存货	174	185	208	234
其他流动资产	421	421	421	421
流动资产合计	2695	2872	3388	3974
长期股权投资	127	127	127	127
固定资产	1699	1799	2199	2299
无形资产	258	274	312	336
非流动资产合计	2477	2626	2464	2387
资产合计	5172	5499	5852	6361
短期借款	5	5	5	5
应付账款及票据	379	386	433	488
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	709	809	874	1008
长期借款	3	3	3	3
其他长期负债	194	194	194	194
非流动负债合计	197	197	197	197
负债合计	906	1006	1071	1205
股本	961	961	961	961
少数股东权益	15	19	23	29
股东权益合计	4266	4493	4781	5156
负债和股东权益合计	5172	5499	5852	6361

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	45.1%	11.8%	12.7%	13.6%
EBIT 增长率	7.1%	41.5%	15.8%	16.5%
净利润增长率	10.3%	10.7%	14.6%	18.2%
盈利能力				
毛利率	25.0%	26.2%	26.5%	27.0%
净利润率	15.6%	15.5%	15.7%	16.4%
总资产收益率 ROA	7.3%	7.6%	8.1%	8.8%
净资产收益率 ROE	8.8%	9.3%	10.0%	11.0%
偿债能力				
流动比率	3.8	3.6	3.9	3.9
速动比率	3.6	3.3	3.6	3.7
现金比率	2.1	1.9	2.3	2.4
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	39.3	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	34.1	34.1	34.1	34.1
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.4	0.5	0.6
每股净资产	4.4	4.7	4.9	5.3
每股经营现金流	0.6	0.5	0.7	0.7
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	20	18	15	13
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.8	9.8	7.9	6.3
股息收益率	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	372	419	480	568
折旧和摊销	145	150	171	190
营运资金变动	85	(48)	6	(28)
经营活动现金流	565	510	647	718
资本开支	411	287	(5)	97
投资	(30)	0	0	0
投资活动现金流	(445)	(275)	17	(85)
股权募资	56	0	0	0
债务募资	5	0	0	0
筹资活动现金流	(117)	(195)	(193)	(193)
现金净流量	3	40	471	441

分析师与研究助理简介

徐凌云，汽车行业研究员，北京交通大学会计学硕士，CPA，2015年加入民生证券。

陈逸同，汽车行业研究员，上海交通大学管理科学与工程硕士。曾任上汽乘用车变速箱部工程师、威尔森咨询研究员。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。