

中国汽研 (601965)

公司研究/点评报告

18 年扣非净利高增，19 年业绩能见度高

—2018 年业绩快报点评

点评报告/汽车

2019 年 01 月 28 日

一、事件概述

公司发布 2018 年度业绩预告：4Q18/2018 全年营收分别为 7.45 亿元/27.52 亿元，同比降 0.74%/增 14.64%；归母净利润分别为 1.44 亿元/4.02 亿元，同比降 8.21%/增 7.10%；扣非净利润分别为 1.38 亿元/3.83 亿元，同比增 26.54%/增 26.09%。

二、分析与判断

➤ 全年营收中高速增长，扣非净利高增

1) 收入端：公司 2018 年营收增长 14.64%，1H18/2H18 分别增长 34.65%/降 1.64%，预计下半年营收下滑主要受专用车板块拖累。分板块看：1H18 公司各主要业务板块营收均实现增长，预计 2H18 公司技术服务/专用车收入增速分别同比增长 15%+/下跌 20%+，其中专用车在季节性因素、2H17 高基数因素及宏观经济因素的多重影响下大幅下降；技术服务加速成长（技术服务 1H18 同比增 9.84%）验证了国六切换带来的行业景气。2) 利润端：公司 4Q18/2018 全年归母净利润分别同比降 8.21%/增 7.10%，扣非净利润分别同比增 26.54%/增 26.09%。4Q18 归母净利与扣非净利增速差别较大主因为 4Q17 归母净利计入较大非经常项目（其中 3480 万政府补助）。

➤ 4Q18 毛利率、扣非净利率显著上扬，2018 全年温和提升

1) 毛利率：公司 4Q18/2018 全年毛利率分别为 34.75%/25.67%，同比提升 8.85/0.66 个百分点，我们认为 4Q18 毛利率大幅攀升主因为公司技术服务与专用车收入增速的分化，技术服务营收占比提升（技术服务/专用车毛利率分别为约 50%/3%）；2) 费用率：公司 4Q18/2018 全年四费比例（研发费用单列）分别为 15.25%/9.65%，同比升 5.22/0.51 个百分点，4Q18 管理费用率/研发费用率分别同比增 2.27/2.05 个百分点，推动当季费用率攀升；3) 净利率：4Q18/2018 全年公司扣非净利率分别为 18.48%/13.93%，同比增 3.98/1.26 个百分点，4Q18 毛利率攀升推动净利率显著上扬。

➤ 预收款高增、新签订单创新高，2019 年业绩能见度高

预收款方面，公司 2018 年末预收款达 3.22 亿，同/环比增 46.00%/143.16%，新签订单方面，2018 年达 31.6 亿（大部分将于半年内执行完毕），创历史新高。我们认为当前公司需求端客户储备充分，供给端 2019-2020 年陆续有风洞、智能网联综合试验场、河南基地等产能投放，2019 年起公司业绩有望充分释放。

三、投资建议

18 年业绩预告显示公司业务结构正在改善，盈利能力向好。19、20 年公司在国六节点切换、风洞投产等保障下业绩增长确定性高，中长期看公司新能源业务、指数系列产品提供持续成长能力。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 0.41/0.49/0.60 元，PE 分别为 19/16/13 倍，给予“推荐”评级。

四、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	2,752	3,099	3,519
增长率（%）	45.1%	14.6%	12.6%	13.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	375	402	480	578
增长率（%）	10.3%	7.1%	19.5%	20.4%
每股收益（元）	0.39	0.41	0.49	0.60
PE（现价）	20	19	16	13
PB	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

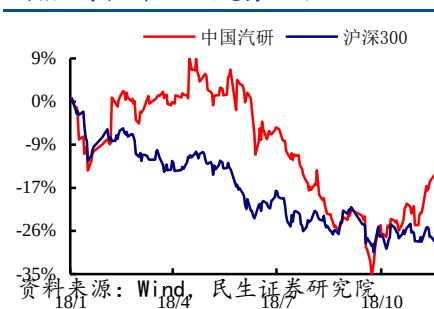
当前价格： 7.95 元

交易数据

2019-1-25

近 12 个月最高/最低(元)	9.16/5.39
总股本（百万股）	970
流通股本（百万股）	961
流通股比例（%）	99.08
总市值（亿元）	77
流通市值（亿元）	76

该股与沪深 300 走势比较



分析师： 徐凌云

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

1. 中国汽研调研简报 20190121：检测、研发服务业务齐发力，指数产品助力合资品牌渗透

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	2,752	3,099	3,519
营业成本	1,800	2,044	2,291	2,582
营业税金及附加	23	22	29	32
销售费用	63	73	82	93
管理费用	190	224	217	211
EBIT	325	435	527	646
财务费用	(33)	(37)	(36)	(36)
资产减值损失	8	16	18	21
投资收益	34	16	16	16
营业利润	437	473	561	677
营业外收支	(1)	(2)	(2)	(2)
利润总额	436	472	561	677
所得税	64	69	82	99
净利润	372	403	478	577
归属于母公司净利润	375	402	480	578
EBITDA	463	568	677	812

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1512	1451	1287	1679
应收账款及票据	534	692	746	866
预付款项	13	57	40	59
存货	174	253	284	320
其他流动资产	421	421	421	421
流动资产合计	2695	2916	2824	3398
长期股权投资	127	189	189	189
固定资产	1699	1702	2102	2202
无形资产	258	274	312	336
非流动资产合计	2477	2804	3149	3179
资产合计	5172	5720	5973	6577
短期借款	5	5	5	5
应付账款及票据	379	464	483	565
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	709	1046	1014	1232
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	1243	1210	1429
股本	961	961	961	961
少数股东权益	15	16	14	14
股东权益合计	4266	4477	4763	5148
负债和股东权益合计	5172	5720	5973	6577

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%	14.6%	12.6%	13.5%
EBIT 增长率	7.1%	33.6%	21.2%	22.5%
净利润增长率	10.3%	7.1%	19.5%	20.3%
盈利能力				
毛利率	25.0%	25.7%	26.1%	26.6%
净利润率	15.6%	14.6%	15.5%	16.4%
总资产收益率 ROA	7.3%	7.0%	8.0%	8.8%
净资产收益率 ROE	8.8%	9.0%	10.1%	11.3%
偿债能力				
流动比率	3.8	2.8	2.8	2.8
速动比率	3.6	2.5	2.5	2.5
现金比率	2.1	1.4	1.3	1.4
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	42.6	42.6	42.6
存货周转天数	34.1	45.2	45.2	45.2
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	4.6	4.9	5.3
每股经营现金流	0.6	0.6	0.5	0.8
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	20	19	16	13
PB	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.4	12.0	10.2	7.9
股息收益率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	372	403	478	577
折旧和摊销	145	149	168	187
营运资金变动	85	42	(107)	35
经营活动现金流	565	579	523	784
资本开支	411	399	495	197
投资	(30)	(62)	0	0
投资活动现金流	(445)	(445)	(479)	(181)
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	(61)	(148)	410

分析师与研究助理简介

徐凌羽，汽车行业分析师。会计学硕士，CPA，两年从业经验，专注乘用车、智能汽车，新能源汽车领域研究。2015年加入民生证券，2016年“天眼”汽车行业最佳选股分析师第三名。

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。