

## 成长属性逐步验证, 国六周期加速业绩释放

### 投资要点

- **事件:** 公司公布2018年年报, 2018年实现营业收入27.6亿元, 归母净利润4亿元, 扣非后归母净利润3.7亿元, 同比分别增长14.9%、7.5%、22.4%。
- **公司检测服务主业稳定增长, 国六周期开始发力。** 2018年公司前四大业务板块均实现了稳健增长。其中技术服务收入10.8亿, 同比+10.4%; 专用车板块收入13.7亿, 同比+19.7%; 汽车试验设备开发收入1.3亿, 同比+35.1%; 燃气系统收入1.1亿, 同比+46.6%; 只有轨交板块收入同比下滑62.5%降至0.3亿元。2018年检测服务占公司整体毛利已经到达80%。
- **毛利率、费用率保持稳定。** 根据预告情况, 公司2018年综合费用率大约在10.4%, 较17年微升0.3个百分点, 研发费用有所增长, 利息收入略有减少。毛利率大约在25.9%, 较17年提升0.9个百分点, 主要系检测服务收入和重卡改装毛利率双提升。资产负债率21.5%, 较2017年上升4个百分点。在重卡行业景气度延续性超出市场预期, 新能源市场快速扩张, 国六排放标准超强政策周期等多重因素叠加下, 公司抓住市场机遇, 加强市场营销体系建设, 扩充产能, 伴随新一轮检测服务订单放量, 公司毛利率还将再上台阶。
- **公司政策周期叠加内生增长周期, 技术服务与产业化板块均有望保持进一步增长。** 公司目前在建工程7.4亿, 风洞建设项目和迄今为止全国规模最大的智能网联汽车试验项目有望分别在2019、2020年建成投产, 将在传统强检基础上, 形成新的业务增长点。公司应付、预收、存货情况均有增长, 显示出公司订单情况饱满。伴随检测服务板块收入未来继续放量增长, 我们预计公司未来或有望迎来利润的加速释放阶段, 市场定位向研发服务类企业转型。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年归母净利润4.8亿元、5.6亿元、6.3亿元, 对应EPS分别为0.5元、0.58元、0.65元, 对应估值17倍、15倍、13倍。鉴于公司未来有望进入国标排放升级和开发服务型检测业务齐加速的“政策+成长”双周期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 技术服务业务拓展或低于预期, 专用车板块需求或持续低迷。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2758.01	3059.07	3310.19	3595.42
增长率	14.88%	10.92%	8.21%	8.62%
归属母公司净利润(百万元)	403.25	483.26	561.86	629.37
增长率	7.47%	19.84%	16.26%	12.01%
每股收益EPS(元)	0.42	0.50	0.58	0.65
净资产收益率ROE	9.03%	9.93%	10.53%	10.74%
PE	20	17	15	13
PB	1.83	1.68	1.54	1.40

数据来源: Wind, 西南证券

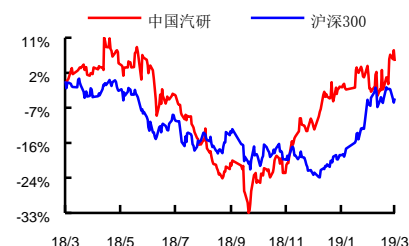
### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋  
执业证号: S1250518090002  
电话: 021-58351909  
邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

联系人: 宋伟健  
电话: 021-58351812  
邮箱: swj@swsc.com.cn

联系人: 冯未然  
邮箱: fwr@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)	5.39-9.16
总市值(亿元)	82.17
总资产(亿元)	57.07
每股净资产(元)	4.60

### 相关研究

1. 中国汽研(601965): 2018年业绩符合预期, 成长空间仍被低估 (2019-01-28)
2. 中国汽研(601965): 三季报符合预期, 产业化板块盈利有望向上 (2018-10-25)

## 盈利预测与估值

### 关键假设:

1) 假设 2019-2021 年, 19、20 年受益于国六升级带来的强检需求增长, 行业维持 20% 以上的增速, 21 年回归常态, 增速 10% 左右。

2) 假设 2019-2021 年, 19、20 年重卡需求维持高位, 21 年城市车辆和特种用途车辆市场需求增长 20%。

3) 假设 2019-2021 年, 2019 年受益重庆轻轨改线, 轨交零部件需求增长 200% 以上, 其他细分板块市场需求未来 3 年增速维持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
技术服务	收入	1,083.49	1,300.19	1,560.23	1,722.47
	增速	10.40%	20.00%	20.00%	10.40%
	毛利率	51.08%	51.00%	51.00%	51.00%
专用汽车	收入	1,366.41	1,366.41	1,366.92	1,435.27
	增速	19.75%	0.00%	0.04%	5.00%
	毛利率	4.15%	2.50%	3.00%	3.50%
轨交零部件	收入	30.25	90.76	36.31	36.31
	增速	-62.27%	200.00%	-60.00%	0.00%
	毛利率	26.97%	40.00%	40.00%	40.00%
汽车燃气零部件	收入	107.3	120.4	134.85	151.03
	增速	46.04%	12.21%	12.00%	12.00%
	毛利率	28.96%	36%	36%	36%
电动汽车零部件	收入	5.63	8.8	8.8	10.56
	增速	-50.76%	56.43%	0.00%	20.00%
	毛利率	34.24%	40%	40%	40%
汽车试验设备制造	收入	127.43	152.91	183.49	220.19
	增速	36.01%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	33.66%	25%	28%	28%
其他业务 (主营外)	收入	37.5	19.59	19.59	19.59
	增速	91.42%	-47.76%	0.00%	0.00%
	毛利率	55.38%	61.81%	61.81%	61.81%
合计	收入	2,758.01	3,059.07	3,310.19	3,595.42
	增速	14.88%	10.92%	8.21%	8.62%
	毛利率	25.92%	27.16%	29.20%	29.90%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2019-2021 年归母净利润 4.8 亿元、5.6 亿元、6.3 亿元, 对应 EPS 分别为 0.5 元、0.58 元、0.65 元, 对应估值 17 倍、15 倍、13 倍。维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2758.01	3059.07	3310.19	3595.42	净利润	404.31	484.54	563.35	631.03
营业成本	2043.02	2228.30	2343.76	2520.28	折旧与摊销	161.80	127.44	145.08	153.90
营业税金及附加	22.20	26.56	28.94	31.09	财务费用	-31.63	-32.21	-5.66	-7.70
销售费用	73.37	81.38	89.38	100.67	资产减值损失	8.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	144.81	214.76	217.76	233.86	经营营运资本变动	114.65	-136.69	-37.30	-46.59
财务费用	-31.63	-32.21	-5.66	-7.70	其他	-311.33	-27.62	-27.78	-26.52
资产减值损失	8.18	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>345.97</b>	<b>415.46</b>	<b>637.69</b>	<b>704.13</b>
投资收益	16.82	30.00	27.35	26.33	资本支出	-391.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-39.52	37.52	25.88	25.98
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>-431.25</b>	<b>37.52</b>	<b>25.88</b>	<b>25.98</b>
<b>营业利润</b>	<b>477.47</b>	<b>570.28</b>	<b>663.37</b>	<b>743.54</b>	短期借款	-5.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.95	0.92	0.89	0.91	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>478.42</b>	<b>571.20</b>	<b>664.26</b>	<b>744.45</b>	股权融资	56.88	0.00	0.00	0.00
所得税	74.11	86.66	100.92	113.42	支付股利	0.00	-82.46	-95.44	-102.67
净利润	404.31	484.54	563.35	631.03	其他	-231.63	32.21	5.66	7.70
少数股东损益	1.06	1.28	1.48	1.66	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-179.75</b>	<b>-50.25</b>	<b>-89.78</b>	<b>-94.97</b>
归属母公司股东净利润	403.25	483.26	561.86	629.37	<b>现金流量净额</b>	<b>-265.02</b>	<b>402.72</b>	<b>573.79</b>	<b>635.14</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1274.38	1677.10	2250.89	2886.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	755.92	842.68	908.58	987.21	销售收入增长率	14.88%	10.92%	8.21%	8.62%
存货	240.02	259.41	273.40	294.32	营业利润增长率	9.28%	19.44%	16.32%	12.08%
其他流动资产	428.61	495.95	529.25	577.53	净利润增长率	8.60%	19.84%	16.26%	12.01%
长期股权投资	188.51	188.51	188.51	188.51	EBITDA 增长率	12.25%	9.52%	20.63%	10.83%
投资性房地产	31.15	23.64	25.11	25.46	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2438.84	2319.67	2182.85	2037.21	毛利率	25.92%	27.16%	29.20%	29.90%
无形资产和开发支出	236.37	228.49	220.61	212.73	三费率	6.76%	8.63%	9.11%	9.09%
其他非流动资产	112.87	112.48	112.10	111.71	净利率	14.66%	15.84%	17.02%	17.55%
<b>资产总计</b>	<b>5706.66</b>	<b>6147.92</b>	<b>6691.30</b>	<b>7320.72</b>	ROE	9.03%	9.93%	10.53%	10.74%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.08%	7.88%	8.42%	8.62%
应付和预收款项	853.70	944.07	1002.84	1082.99	ROIC	12.67%	14.38%	17.70%	20.31%
长期借款	2.83	2.83	2.83	2.83	EBITDA/销售收入	22.03%	21.76%	24.25%	24.75%
其他负债	371.11	319.92	336.61	357.51	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1227.64</b>	<b>1266.81</b>	<b>1342.28</b>	<b>1443.34</b>	总资产周转率	0.51	0.52	0.52	0.51
股本	970.13	970.13	970.13	970.13	固定资产周转率	1.62	1.68	1.68	1.82
资本公积	1459.34	1459.34	1459.34	1459.34	应收账款周转率	9.10	8.79	8.69	8.70
留存收益	2086.97	2487.78	2954.20	3480.91	存货周转率	9.77	8.88	8.73	8.82
归属母公司股东权益	4463.00	4863.80	5330.23	5856.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	76.15%	—	—	—
少数股东权益	16.03	17.31	18.79	20.45	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4479.03</b>	<b>4881.11</b>	<b>5349.02</b>	<b>5877.38</b>	资产负债率	21.51%	20.61%	20.06%	19.72%
负债和股东权益合计	5706.66	6147.92	6691.30	7320.72	带息债务/总负债	0.23%	0.22%	0.21%	0.20%
					流动比率	2.56	2.99	3.39	3.73
					速动比率	2.33	2.76	3.15	3.50
					股利支付率	0.00%	17.06%	16.99%	16.31%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.42	0.50	0.58	0.65
					每股净资产	4.62	5.03	5.51	6.06
					每股经营现金	0.36	0.43	0.66	0.73
					每股股利	0.00	0.08	0.10	0.11
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	607.64	665.51	802.79	889.74					
PE	20.38	17.00	14.62	13.06					
PB	1.83	1.68	1.54	1.40					
PS	2.98	2.69	2.48	2.29					
EV/EBITDA	11.10	9.56	7.21	5.79					
股息率	0.00%	1.00%	1.16%	1.25%					

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn