

证券研究报告—动态报告

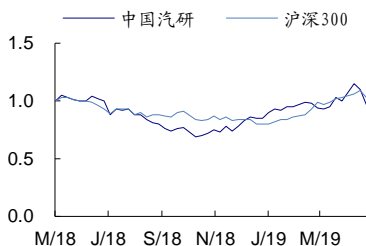
汽车汽配

汽车零部件 II

中国汽研(601965)
买入
2019 年一季报业绩点评

(维持评级)

2019 年 04 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	970/961
总市值/流通(百万元)	7,887/7,814
上证综指/深圳成指	3,086/9,781
12 个月最高/最低(元)	9.90/5.35

相关研究报告:

《中国汽研-601965-2018 年年报业绩点评: 年报符合预期, 后期业绩有保障》——2019-03-28
 《中国汽研-601965-2018 年三季报业绩点评: 产业制造扭亏, 业绩符合预期》——2018-10-25
 《中国汽研-601965-2018 年中报业绩点评: 产业化扭亏+技术服务稳健, 中报业绩略超预期》——2018-08-30
 《中国汽研-601965-2018 年一季报业绩点评: 掌握核心技术的汽车智能检测龙头, 一季度扣非高速增长》——2018-05-02
 《中国汽研-601965-2017 年业绩快报点评: 2017 年四季度利润转增, 全年扣非利润符合预期》——2018-02-06

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001

联系人: 何俊艺

电话:
 E-MAIL: hejunyi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

盈利能力改善, 一季报略微低于预期

● 一季度营收下滑, 利润略微低于预期

公司 2019Q1 实现营收 5.01 亿 (-22.23%), 实现归母净利润 0.94 亿 (+8.43%), 实现扣非归母净利润 0.90 亿 (+4.73%)。按业务板块拆分来看, 技术服务板块实现营收 2.08 亿 (-3.26%), 实现归母净利润 0.83 亿 (-7.78%)。产业化制造板块实现营收 2.93 亿 (-31.86%), 实现归母净利润 0.11 亿 (+466.67%)。整体而言, 一季度业绩略微低于我们的预期。

● 股权激励费用以及坏账计提综合对利润影响约 5.7%

一季度由于计提股权激励费用以及薪酬营收使得管理费用显著增加, 2019Q1 同比增加约 900 万, 对应 2018Q1 利润影响约 10.34%。坏账计提冲抵了约 1400 万元, 因此该部分非经营性因素对于 2019Q1 的利润综合下来影响 5.7%。

● 盈利能力持续改善, 产业化制造板块仍有提升空间

技术服务板块盈利能力从 2018Q3 开始持续改善, 由 47.11% 提升至 58.17%, 我们认为主要是由于订单确认节奏的影响, 整体看技术服务板块盈利能力较为稳定。产业化制造板块盈利能力持续改善, 毛利率同比提升 4.19pct, 净利率由 2018Q1 的 -0.7% 持续提升至 3.75%, 主要由于产房搬迁完毕、规模效应提升、内部管理改善等因素催化。该块业务在去年单季度净利率最高水平达到 6.49%, 我们预计后期仍有提升空间。

● 风险提示: 风洞实验室进展不及预期, 商用车业务下滑不及预期
● 投资建议: 掌握核心技术的智能检测龙头, 维持“买入”评级

短期来看, 公司基本面与汽车增量市场脱钩, 防御性强, 同时业绩受益排放升级以及新业务风洞实验室投产。长期看, 公司属于掌握核心技术的汽车领域检测龙头, 前瞻布局智能网联, 叠加管理改善, 有望迎来业绩稳健增长与估值提升。考虑到一季度产业化制造板块下滑显著, 而技术服务板块出现负增长, 我们下调整体业绩情况, 预计公司 19/20/21 年归母净利润分别为 4.69/5.44/6.34 亿元, EPS 分别为 0.48/0.56/0.65 元, 目前股价对应 PE 分别为 16.8/14.5/12.4 倍, 给予 18-20 倍估值, 对应合理估值为 8.64-9.60 元, 维持“买入”评级。

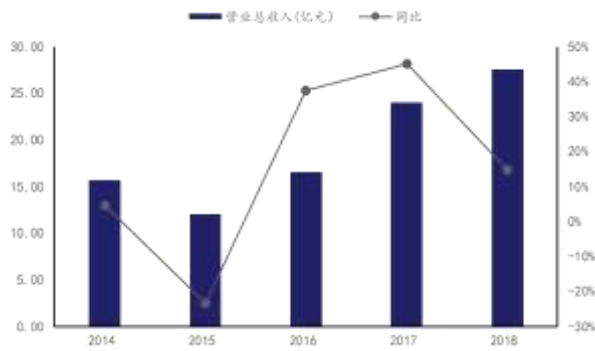
盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,758	3,034	3,489	4,012
(+/-%)	14.9%	10.0%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	403	469	544	634
(+/-%)	7.5%	16.4%	15.9%	16.6%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.48	0.56	0.65
EBIT Margin	17.2%	14.6%	14.9%	15.1%
净资产收益率(ROE)	9.0%	10.0%	10.9%	11.9%
市盈率(PE)	19.6	16.8	14.5	12.4
EV/EBITDA	14.3	14.4	12.3	10.8
市净率(PB)	1.77	1.68	1.58	1.48

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

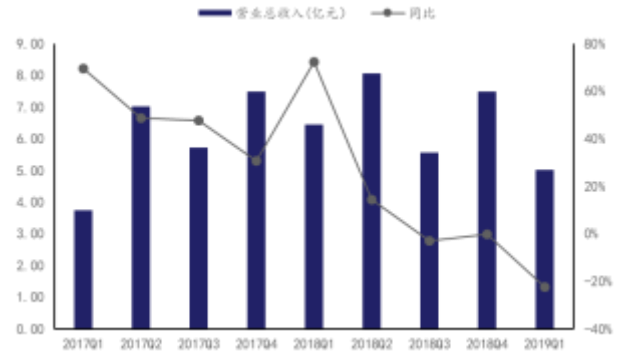
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营收及同比增速



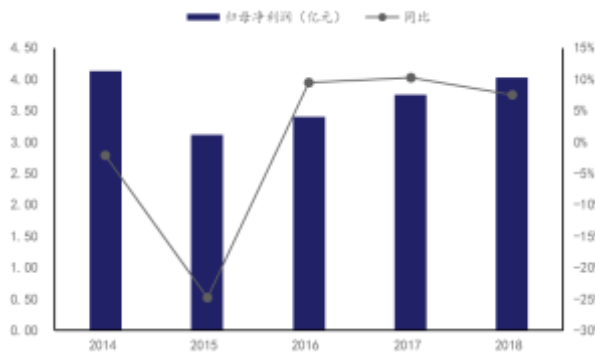
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营收及同比增速



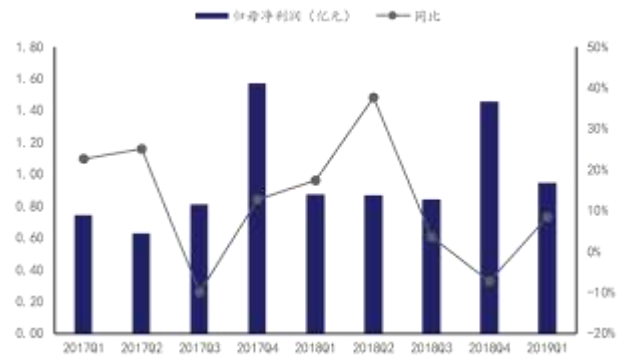
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及同比增速



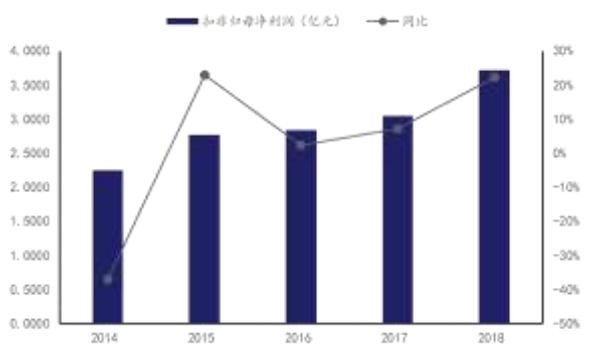
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及同比增速



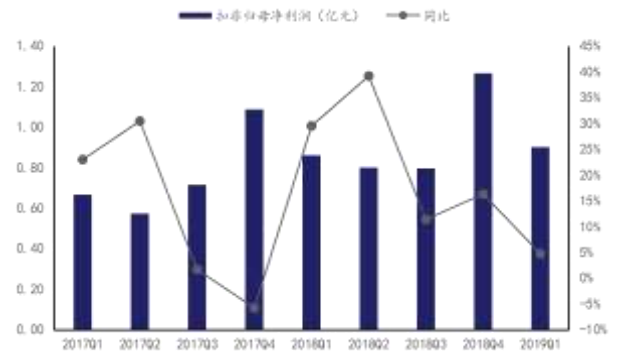
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司扣非归母净利润及同比增速



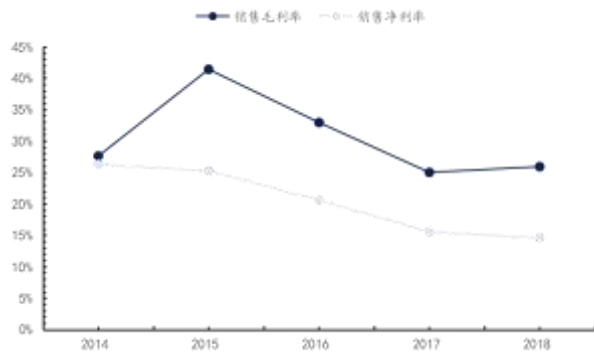
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度扣非归母净利润及同比增速



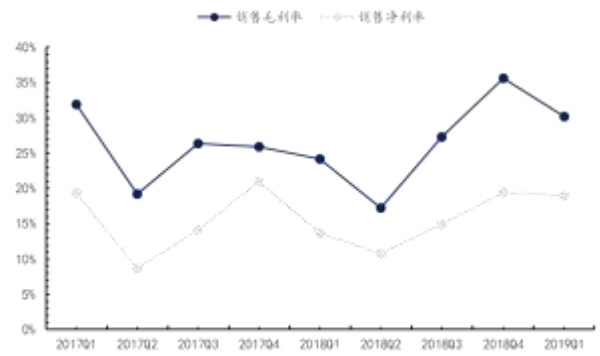
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司毛利率及净利率



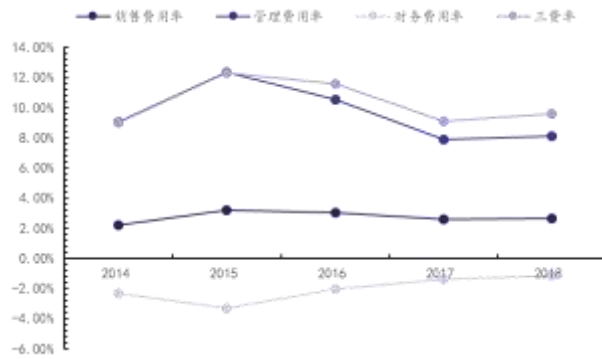
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司单季度汽车毛利率及净利率



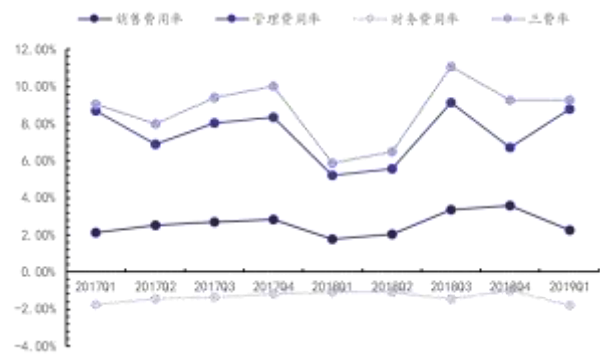
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司三费率



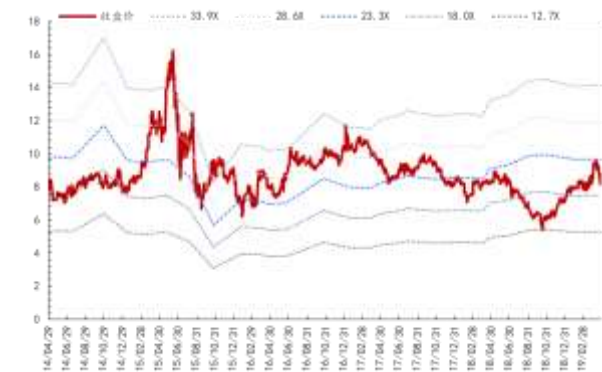
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司单季度三费率



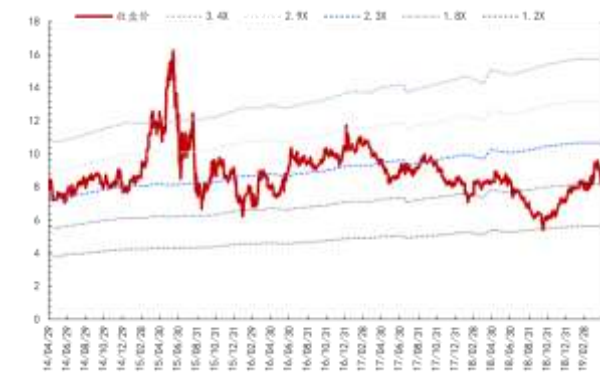
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 11：公司 PE-Band



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 12：公司 PB-Band



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司盈利预测及评级

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (元)		评级	
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E		2021E
601965.SH	中国汽研	8.13	78.87	0.48	0.56	0.65	16.8	14.5	12.4	买入
300572.SZ	安车检测	78.62	95.18	1.66	2.36	3.36	47.4	33.3	23.4	增持
300012.SZ	华测检测	9.77	162	0.23	0.3	0.37	43.4	32.2	28.2	未评级

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理
 备注: 未评级公司参照 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1274	1274	1354	1539	营业收入	2758	3034	3489	4012
应收款项	740	814	936	1077	营业成本	2043	2336	2686	3089
存货净额	240	272	312	359	营业税金及附加	22	24	28	32
其他流动资产	444	489	304	201	销售费用	73	73	77	80
流动资产合计	2699	2850	2906	3176	管理费用	145	157	179	205
固定资产	2440	2637	2800	2932	财务费用	(32)	(32)	(31)	(35)
无形资产及其他	236	227	217	208	投资收益	17	19	22	26
投资性房地产	143	143	143	143	资产减值及公允价值变动	(8)	(8)	(8)	(8)
长期股权投资	189	250	312	374	其他收入	(37)	60	69	79
资产总计	5707	6106	6378	6833	营业利润	477	546	632	737
短期借款及交易性金融负债	0	43	53	0	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	468	531	437	503	利润总额	478	547	633	738
其他流动负债	587	662	757	869	所得税费用	74	77	87	102
流动负债合计	1055	1236	1247	1372	少数股东损益	1	1	1	2
长期借款及应付债券	3	3	3	3	归属于母公司净利润	403	469	544	634
其他长期负债	169	145	124	125					
长期负债合计	172	148	127	128	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1228	1384	1374	1500	净利润	403	469	544	634
少数股东权益	16	17	17	17	资产减值准备	0	2	1	1
股东权益	4463	4706	4987	5316	折旧摊销	161	198	233	265
负债和股东权益总计	5707	6106	6378	6833	公允价值变动损失	8	8	8	8
					财务费用	(32)	(32)	(31)	(35)
关键财务与估值指标					营运资本变动	30	(35)	4	96
每股收益	0.42	0.48	0.56	0.65	其它	0	(1)	(1)	(1)
每股红利	0.20	0.23	0.27	0.32	经营活动现金流	603	642	790	1003
每股净资产	4.60	4.85	5.14	5.48	资本开支	(529)	(396)	(396)	(396)
ROIC	10%	9%	10%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	10%	11%	12%	投资活动现金流	(591)	(458)	(458)	(458)
毛利率	26%	23%	23%	23%	权益性融资	53	0	0	0
EBIT Margin	17%	15%	15%	15%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	21%	22%	22%	支付股利、利息	(195)	(227)	(263)	(306)
收入增长	15%	10%	15%	15%	其它融资现金流	87	43	10	(53)
净利润增长率	7%	16%	16%	17%	融资活动现金流	(249)	(183)	(253)	(360)
资产负债率	22%	23%	22%	22%	现金净变动	(237)	0	79	185
息率	2.5%	2.9%	3.3%	3.9%	货币资金的期初余额	1512	1274	1274	1354
P/E	19.6	16.8	14.5	12.4	货币资金的期末余额	1274	1274	1354	1539
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	63	148	288	486
EV/EBITDA	14.3	14.4	12.3	10.8	权益自由现金流	149	219	324	463

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032