

检测主业飞速扩张, 研发服务成长可期

投资要点

- **事件:** 公司发布2019年半年报, 上半年实现营收10.8亿元, 同比下降25.4%; 实现归母净利润1.9亿元, 同比增长9.1%。
- **检测及技术服务主业稳定增长, 经营结构优化。** 2019年上半年, 国内汽车产销同比分别下降13.7%和12.4%, 其中重卡销量同比下降2.3%。受行业下行影响, 公司专用车板块营收同比减少48.8%, 减少额达到4.4亿元, 成为公司上半年整体收入减少3.7亿元的主要原因。细分产品板块上, 由于毛利率较低的专用车部分收入下降, 而毛利率较高的检测服务及其他产业化板块实现了收入增长, 公司整体毛利率呈现向上的格局, 具体来看, 2019h1技术服务收入、专用车、试验设备、燃气系统、轨交零部件分别实现收入4.7亿元、4.6亿元、0.8亿元、0.6亿元、0.2亿元, 同比增速10.1%、-48.8%、60%、-0.5%、5.2%; 实现毛利2.5亿元、0.2亿元、0.2亿元、0.2亿元、0.1亿元。同比增速11.3%、-43.4%、38.2%、6.5%、9.5%。
- **行业下行影响较小, 财务状况良好。** 由于行业下行, 公司低毛利率的专用车业务板块收入下降, 2019h1公司综合毛利率达到29.3%, 同比提高8.9个百分点; 费用率达到7.6%, 同比提高1.4个百分点, 其中2019h1研发支出为0.3亿元, 同比增长65%。经营性现金流方面, 2019h1销售商品收到现金/营业收入比达到73.3%, 较2018年同期提高12.3个百分点。资产负债率18.7%, 较2019年年初改善2.8个百分点。
- **进入新一轮检测服务产能快速扩张周期, 竞争力全面提升。** 2019年总投资规模10.9亿元的风洞项目和试验道项目将分别落地投入运营。同时公司在2019年8月22日和8月27日分别公告了投资规模38亿元和5亿元的长江经济带地区新能源和智能网联汽车综合测试研发基地项目和国家氢能动力质检中心项目。伴随公司市场定位继续向研发服务类企业转型, 我们预计公司未来或有望迎来利润的加速释放阶段。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为0.51元、0.59元、0.65元, 对应PE分别为15倍、13倍、11倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 服务试验类新订单或不及预期; 机动车检测政策或出现重大变化。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2758.01	2504.70	2919.28	3183.60
增长率	14.88%	-9.18%	16.55%	9.05%
归属母公司净利润(百万元)	403.25	493.58	567.60	635.01
增长率	7.47%	22.40%	15.00%	11.88%
每股收益EPS(元)	0.42	0.51	0.59	0.65
净资产收益率ROE	9.03%	10.29%	11.02%	11.48%
PE	18	15	13	11
PB	1.61	1.50	1.40	1.30

数据来源: Wind, 西南证券

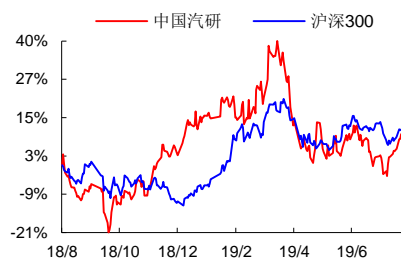
西南证券研究发展中心

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

分析师: 宋伟健
执业证号: S1250519070001
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)	5.39-9.58
总市值(亿元)	72.26
总资产(亿元)	57.46
每股净资产(元)	4.80

相关研究

1. 中国汽研(601965): 核心业务平稳增长, 检测服务能力保持扩张 (2019-04-29)
2. 中国汽研(601965): 成长属性逐步验证, 国六周期加速业绩释放 (2019-03-28)
3. 中国汽研(601965): 2018年业绩符合预期, 成长空间仍被低估 (2019-01-28)
4. 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，受益于国五升级国六的切换，技术服务在 2019、2020 年维持 20% 以上的市场需求增长速度，至 2021 年回归 10% 的常态增速；

2) 假设 2019-2021 年，专用车行业需求整体维持高位波动，2019 年订单销量有 40% 下滑，随后两年恢复至 5-20% 的小幅增长；

3) 假设 2019-2021 年，公司轨交项目在 2019 年受益于重庆轻轨建设订单有 200% 的增长，电动汽车零部件由于此前项目的完结暂未获取新的项目订单，其余板块保持正常增速。

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：万元		2018A	2019E	2020E	2021E
技术服务	收入	108,349.39	130,019.27	156,023.12	172,247.21
	增速	10.40%	20.00%	20.00%	10.40%
	毛利率	51.08%	49.00%	50.00%	50.00%
专用汽车	收入	136,641.20	81,984.72	98,381.66	103,300.75
	增速	19.75%	-40.00%	20.00%	5.00%
	毛利率	4.15%	2.50%	3.00%	3.50%
轨道交通零部件	收入	3,025.43	9,076.29	3,630.52	3,630.52
	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	10,729.82	12,040.00	13,484.80	15,102.98
	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	562.55	100.00	100.00	100.00
	增速	-50.76%	-82.22%	0.00%	20.00%
	毛利率	34.24%	40%	40%	40%
汽车试验设备制造	收入	12742.64	15291.17	18349.40	22019.28
	增速	36.01%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	33.66%	25%	28%	28%
合计	收入	275,800.92	250,470.44	291,928.49	318,359.73
	增速	14.88%	-9.18%	16.55%	9.05%
	毛利率	25.92%	31.46%	32.07%	32.67%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.51 元、0.59 元、0.65 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍、11 倍，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2758.01	2504.70	2919.28	3183.60	净利润	404.31	494.88	569.10	636.68
营业成本	2043.02	1716.73	1983.07	2143.59	折旧与摊销	161.80	171.01	188.65	197.47
营业税金及附加	22.20	21.74	25.52	27.53	财务费用	-31.63	-32.21	-5.89	-7.61
销售费用	73.37	70.13	81.74	89.14	资产减值损失	8.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	144.81	175.84	192.05	207.08	经营营运资本变动	108.88	-63.38	-61.76	-44.65
财务费用	-31.63	-32.21	-5.89	-7.61	其他	-305.56	-30.51	-27.30	-26.28
资产减值损失	8.18	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	345.97	539.79	662.80	755.61
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	投资活动现金流净额	-431.25	37.52	25.88	25.98
营业利润	477.47	582.47	670.15	750.20	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
利润总额	478.42	583.39	671.04	751.11	股权融资	56.88	0.00	0.00	0.00
所得税	74.11	88.51	101.95	114.43	支付股利	-194.03	-165.87	-214.88	-251.64
净利润	404.31	494.88	569.10	636.68	其他	-37.60	32.21	5.89	7.61
少数股东损益	1.06	1.30	1.50	1.68	筹资活动现金流净额	-179.75	-133.66	-208.99	-244.02
归属母公司股东净利润	403.25	493.58	567.60	635.01	现金流量净额	-265.02	443.65	479.69	537.57
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1274.38	1718.02	2197.71	2735.28	成长能力				
应收和预付款项	755.92	688.92	800.57	873.36	销售收入增长率	14.88%	-9.18%	16.55%	9.05%
存货	240.02	201.27	233.26	252.52	营业利润增长率	9.28%	21.99%	15.05%	11.95%
其他流动资产	428.61	406.07	466.75	511.38	净利润增长率	8.60%	22.40%	15.00%	11.88%
长期股权投资	188.51	188.51	188.51	188.51	EBITDA 增长率	12.25%	18.70%	18.25%	10.22%
投资性房地产	31.15	23.64	25.11	25.46	获利能力				
固定资产和在建工程	2438.84	2278.54	2100.59	1913.82	毛利率	25.92%	31.46%	32.07%	32.67%
无形资产和开发支出	236.37	226.05	215.73	205.42	三费率	6.76%	8.53%	9.18%	9.07%
其他非流动资产	112.87	112.48	112.10	111.71	净利率	14.66%	19.76%	19.49%	20.00%
资产总计	5706.66	5843.51	6340.33	6817.46	ROE	9.03%	10.29%	11.02%	11.48%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.08%	8.47%	8.98%	9.34%
应付和预收款项	853.70	747.26	864.35	937.92	ROIC	12.67%	15.11%	18.90%	21.90%
长期借款	2.83	2.83	2.83	2.83	EBITDA/销售收入	22.03%	28.80%	29.22%	29.53%
其他负债	371.11	285.37	310.88	329.40	营运能力				
负债合计	1227.64	1035.47	1178.07	1270.15	总资产周转率	0.51	0.43	0.48	0.48
股本	970.13	970.13	970.13	970.13	固定资产周转率	1.62	1.39	1.53	1.70
资本公积	1459.34	1459.34	1459.34	1459.34	应收账款周转率	9.10	7.95	8.99	8.72
留存收益	2086.97	2414.69	2767.41	3150.78	存货周转率	9.63	7.59	8.91	8.64
归属母公司股东权益	4463.00	4790.71	5143.43	5526.80	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	17.33	18.83	20.51	资本结构				
股东权益合计	4479.03	4808.04	5162.26	5547.31	资产负债率	21.51%	17.72%	18.58%	18.63%
负债和股东权益合计	5706.66	5843.51	6340.33	6817.46	带息债务/总负债	0.23%	0.27%	0.24%	0.22%
					流动比率	2.56	3.49	3.68	3.98
					速动比率	2.33	3.26	3.45	3.75
					股利支付率	48.12%	33.60%	37.86%	39.63%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.51	0.59	0.65
					每股净资产	4.62	4.96	5.32	5.72
					每股经营现金	0.36	0.56	0.68	0.78
					每股股利	0.20	0.17	0.22	0.26
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	607.64	721.26	852.91	940.06					
PE	17.92	14.64	12.73	11.38					
PB	1.61	1.50	1.40	1.30					
PS	2.62	2.89	2.48	2.27					
EV/EBITDA	9.47	7.39	5.68	4.58					
股息率	2.68%	2.29%	2.97%	3.48%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn