

## 短期经营回升，长期扩张稳健

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年 3 季报, 前三季度累计实现营收 16.9 亿元, 同比-15.9%; 实现归母净利润 2.9 亿元, 同比+11.3%; 其中 2019Q3 单季度实现营收 6.1 亿元, 同比+8.8%; 归母净利润 1 亿元, 同比+15.5%。
- **三季度营收重回增长轨道, 行业或迎向上拐点。** 2019Q3 国内乘用车销量同比下滑 6.6%, 公司营收增速高于行业, 或表明上游车企开发投放新车型意愿逐步回升, 检测主业已先于行业企稳, 此外公司专用车板块下滑局面也出现好转。公司 2019Q3 收入端单季度增速 8.8%, 环比一、二季度-22.3%、-27.8%的下滑情况大幅度改善。
- **积极扩张下财务指标依然维持健康水平, 业务结构向上优化。** 单 3 季度公司综合毛利率 29.8%, 环比 2 季度提升 1.4 个百分点, 表明公司检测及技术服务类业务占比或进一步提高。资产方面, 货币资金 8.9 亿元占资产比 15.6% 保持在良好水平, 资产负债率 20.2%, 较年初提升 1.4 个百分点。固定资产和在建工程分别为 19.4 亿元和 6.8 亿元, 分别较 2 季度末变动 1.3 亿、-0.1 亿元, 表明公司产能依然处在稳健且较快的扩张周期中。截止 2019Q3 销售商品收到现金/营业收入比达到 75.2% 为进入 2019 年以来最好水平。
- **进入新一轮检测服务产能快速扩张周期, 竞争优势全面持续提升。** 2019 年总投资规模 10.9 亿元的风洞项目和汽车综合性能试验道项目分别落地投入运营。同时公司在 3 季度分别公告了拟投资规模 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以及国家氢能动力质检中心项目。伴随公司市场定位继续向机动车领域提供第三方技术支持和检测研发服务类型的企业靠拢, 依靠检测主业做大做强经营规模, 掌握汽车部分领域的核心研发服务能力, 通过“指数”+“数据”打造新的增长点完成产业升级, 我们预计公司未来或有望迎来检测服务主业加速扩张, 经营利润有效提升的发展阶段。
- **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 14 倍、12 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            | 17      | 14      | 12      | 11      |
| PB            | 1.55    | 1.45    | 1.35    | 1.25    |

数据来源: Wind, 西南证券

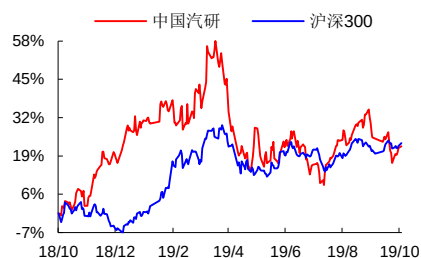
### 西南证券研究发展中心

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) | 6.0-9.58 |
| 总市值(亿元)      | 69.55    |
| 总资产(亿元)      | 56.77    |
| 每股净资产(元)     | 4.65     |

### 相关研究

1. 中国汽研(601965): 检测主业飞速扩张, 研发服务成长可期 (2019-08-29)
2. 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)
3. 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)
4. 中国汽研(601965): 2018 年业绩符合预期, 成长空间仍被低估 (2019-01-28)

**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        | 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           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>345.97</b>  | <b>539.79</b>  | <b>662.80</b>  | <b>755.61</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>582.47</b>  | <b>670.15</b>  | <b>750.20</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>583.39</b>  | <b>671.04</b>  | <b>751.11</b>  | 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           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-179.75</b> | <b>-133.66</b> | <b>-208.99</b> | <b>-244.02</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 403.25         | 493.58         | 567.60         | 635.01         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-265.02</b> | <b>443.65</b>  | <b>479.69</b>  | <b>537.57</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        | 1718.02        | 2197.71        | 2735.28        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 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          | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 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%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>5706.66</b> | <b>5843.51</b> | <b>6340.33</b> | <b>6817.46</b> | 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         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>1227.64</b> | <b>1035.47</b> | <b>1178.07</b> | <b>1270.15</b> | 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          | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>4479.03</b> | <b>4808.04</b> | <b>5162.26</b> | <b>5547.31</b> | 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%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 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            | 17.25          | 14.09          | 12.25          | 10.95          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 1.55           | 1.45           | 1.35           | 1.25           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 2.52           | 2.78           | 2.38           | 2.18           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 9.02           | 7.02           | 5.37           | 4.30           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 2.79%          | 2.38%          | 3.09%          | 3.62%          |                   |                |                |                |                |

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 |
|    | 王梓乔    | 销售经理    | 13488656012   | 13488656012 | wzqiao@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 | yyl@swsc.com.cn      |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |