

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

汽车零部件 II

中国汽研 (601965)
买入

重大事件快评

2020 年 01 月 09 日

2019 年 Q4 收入、利润创上市来新高

证券分析师: 梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001

证券分析师: 何俊艺

hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080001

事项:

中国汽研发布 2019 年业绩快报: 公司实现营收 27.5 亿元, 同比-0.14%; 归属于上市公司股东的净利润 4.66 亿元, 同比+15.49%, 每股收益 0.48 元。

国信汽车观点: 公司业绩符合预期, Q4 收入利润同比实现快速增长 (收入 10.7 亿元、+42%, 净利润 1.79 亿元、+23%), 收入略有下滑, 主要是因为产业化板块当中, 收入占比较大的专用车组装与销售业务同比有所下滑, 拖累整体收入; 而净利润实现稳健增长, 主要是技术服务加大客户开发力度 (尤其是依托四大指数), 新签合同及营业收入增长。我们认为: 1. 公司作为汽车技术服务上市公司稀缺标的, 在汽车电动、智能等转型升级过程当中迎来新的发展机遇, 技术服务板块依托“四大指数”和智能网联, 市场影响力明显加大, 客户逐步从自主向合资品牌升级; 2. 公司近期再次推行股权激励方案, 彰显公司长期发展信心, 且此次力度、广度较前期明显加大, 激励机制完善, 提升公司积极性; 3. 上市公司控股股东通用技术集团将先进制造与技术服务咨询领域作为发展重点领域, 为汽研做大做强汽车技术服务提供强有力支撑; 4. 公司当前估值低, 具备较强的安全边际, 公司发展迎来新的机遇, 打开全新空间。我们预计公司 2020 年净利润 5.4 亿元 (对应 PE15X), 维持“买入”评级。

评论:

■ 行业不景气背景下, 经营稳健

公司的主要收入是技术服务和产业化 (2019 年 H1 收入 10.8 亿中技术服务 4.7 亿元), 公司技术服务板块直接相关的是上市新车型梳理和行业开放性实验研发投入, 间接和汽车行业景气度相关。在汽车销量不景气背景下, 公司保持利润稳健增长, 体现出公司经营管理效率逐步提升。展望 2020 年, 汽车产销增速下滑缩窄, 行业景气度出于弱复苏当中, 而考虑到公司固定资产显著增加 (2019 年底固定值资产 26.1 亿元, 较 2018 年 17.0 亿元大幅增长), 在建工程降低, 随着风动实验室、智能网联实验基地的相继投入使用, 带来新的业绩增长点。

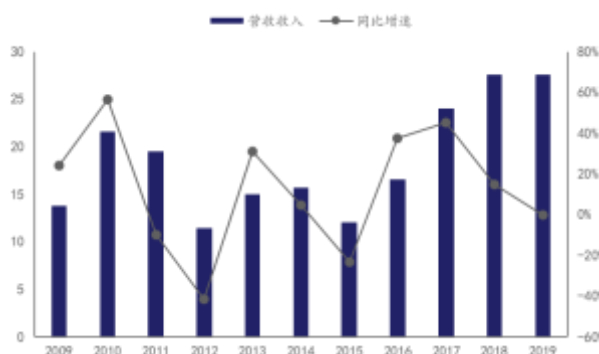
■ 5G 下汽车智能网联迎来新发展

随着 5G 商业化应用的推进, 汽车电动智能网联有望迎来加速发展机遇, 汽研从 2016 年中标工信部智能汽车和智慧交通示范工程重点项目, 打造仙桃数据谷国内首个 5G 自动驾驶平台, 加强智能网联检测业务; 2019 年承接国家智能网联试公司成立汽车大数据应用联合研究中心, 与国家计算机网络应急技术处理协调中心联合成立的车联网安全联合实验室; 全资建设的智能网联汽车试验基地 (大足基地) 落成。逐步完善基于 5G 应用下的智能网联汽车检测、运营检测控制、网络安全、大数据应用等产业链, 迎来新的发展机遇。

■ 掌握核心技术的智能检测龙头，维持“买入”评级

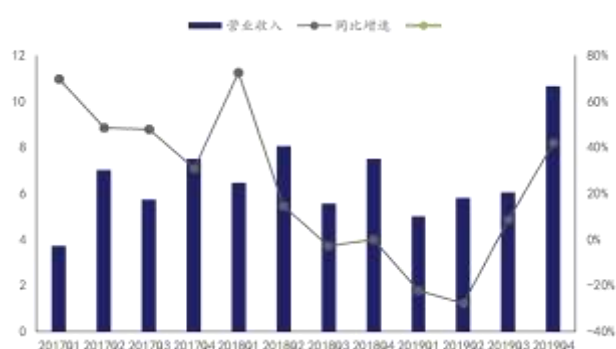
短期来看，公司基本面与汽车增量市场关联性较弱，防御性强，同时业绩受益排放升级以及新业务风洞实验室投产。长期看，公司属于掌握核心技术的汽车领域检测龙头，前瞻布局智能网联，叠加管理改善，有望迎来业绩稳健增长与估值提升。我们维持公司 19/20/21 年归母净利润分别为 4.62/5.37/6.09 亿元，EPS 分别为 0.48/0.55/0.63 元，目前股价对应 PE 分别为 17.6/15.2/13.4x，维持合理估值为 8.64-9.60 元（对应 19 年 PE18-20x），维持“买入”评级。

图 1：公司营收及同比增速



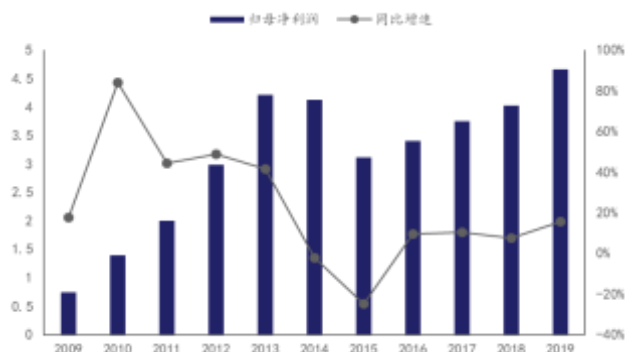
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营收及同比增速



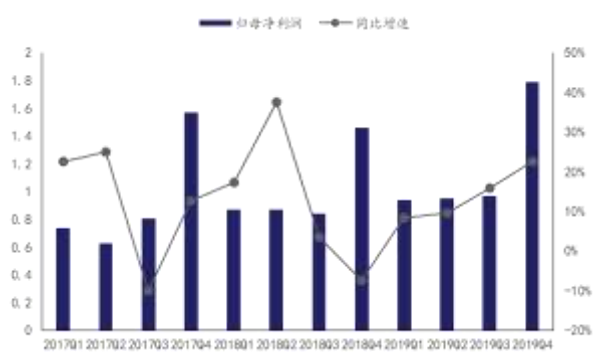
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

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：公司毛利率及净利率

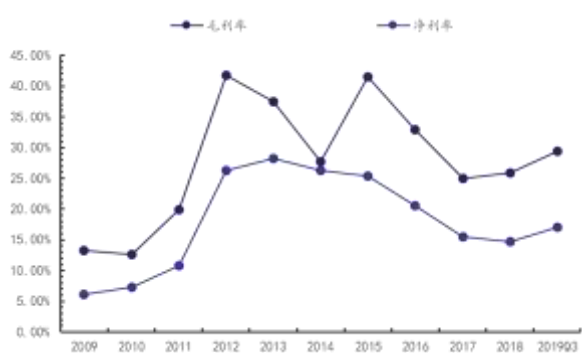
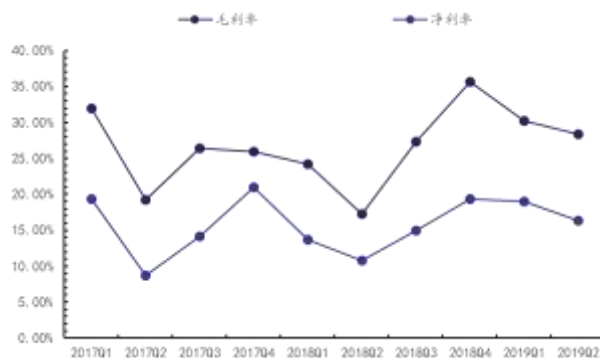


图 6：公司单季度汽车毛利率及净利率



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

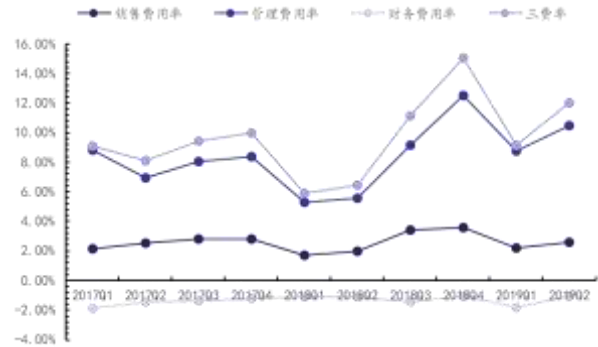
图 7：公司三费率



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

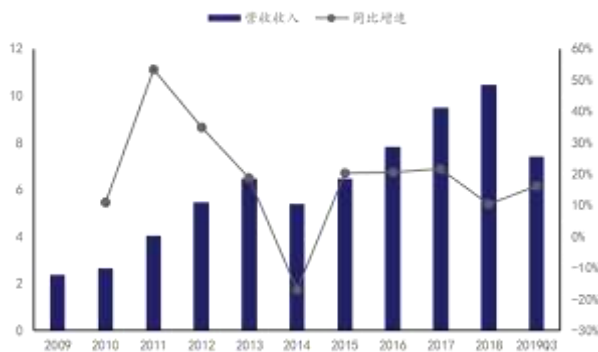
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司单季度三费率



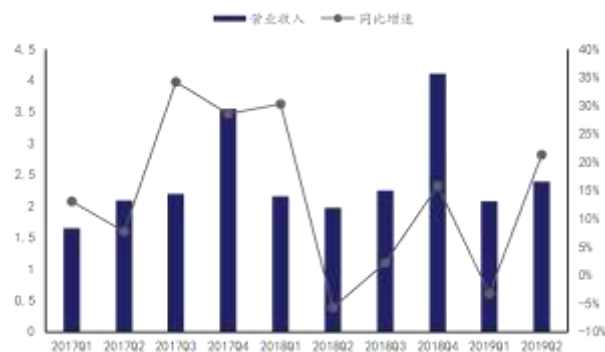
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 9：技术服务板块营收及同比增速



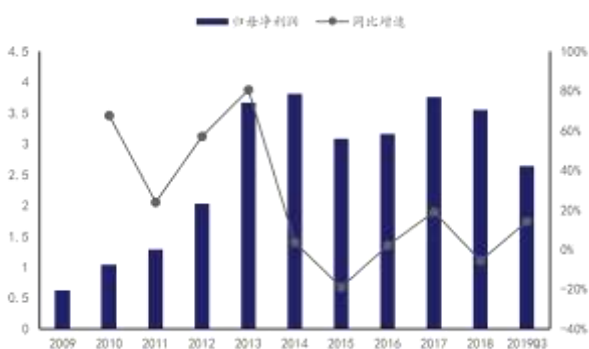
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 10：技术服务板块单季度营收及同比增速



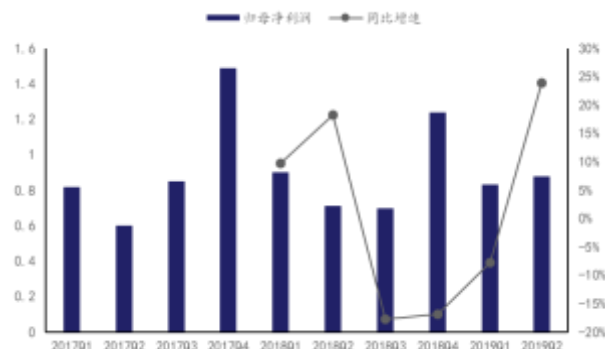
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 11：技术服务板块归母净利润及同比增速



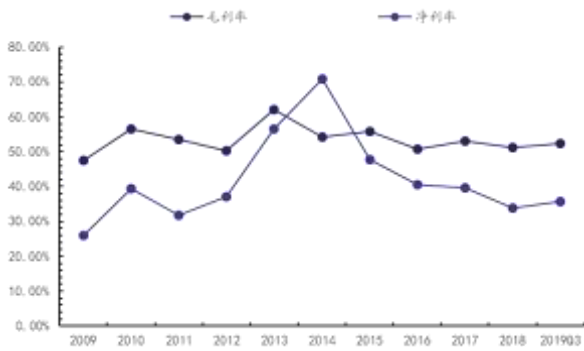
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 12：技术服务板块单季度归母净利润及同比增速



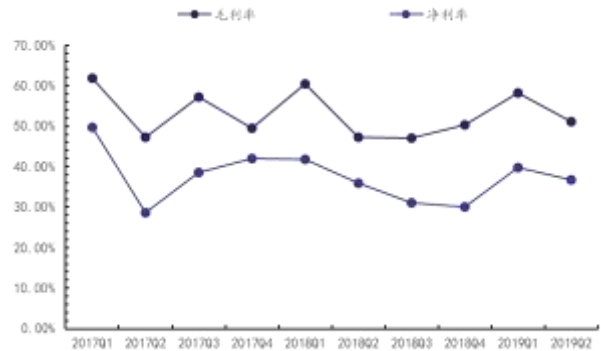
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 技术服务板块毛利率及净利率



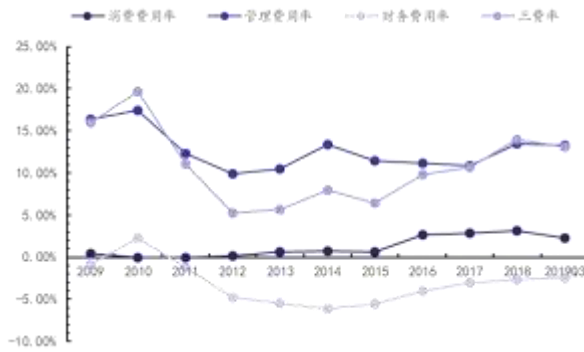
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 技术服务板块单季度汽车毛利率及净利率



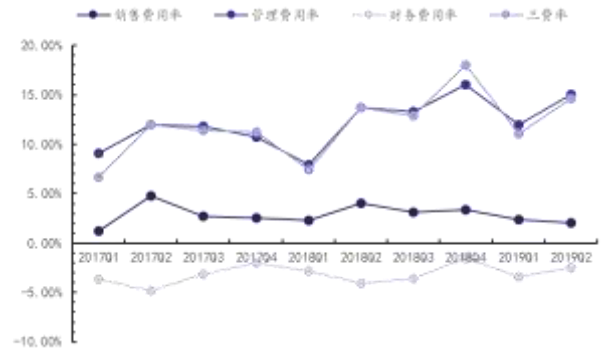
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 技术服务板块三费率



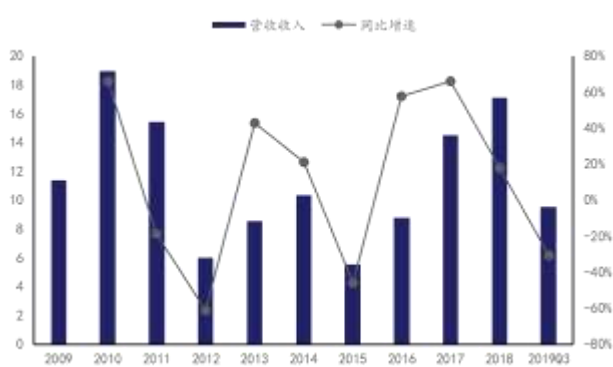
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 技术服务板块单季度三费率



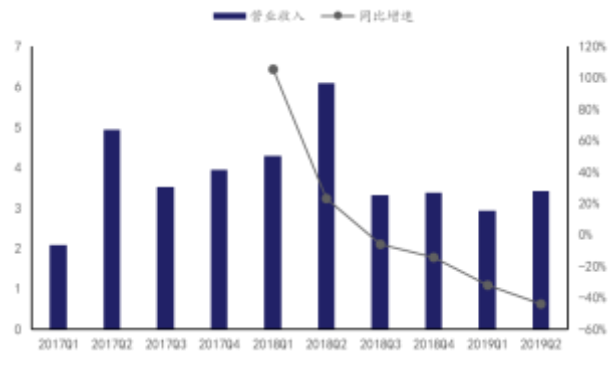
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 产业制造板块营收及同比增速



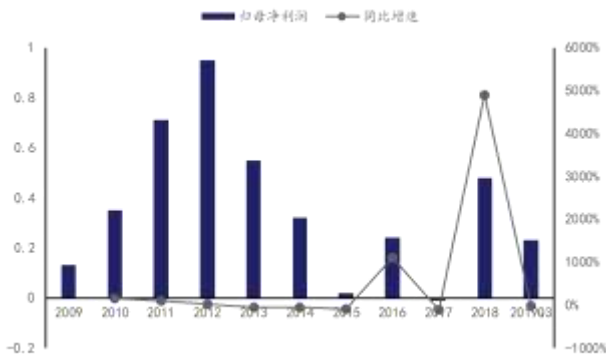
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 产业制造板块单季度营收及同比增速



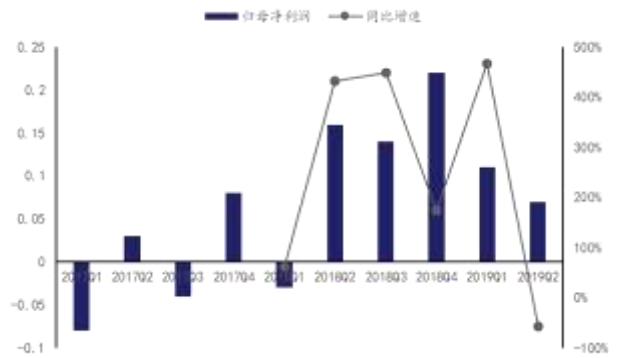
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 产业制造板块归母净利润及同比增速



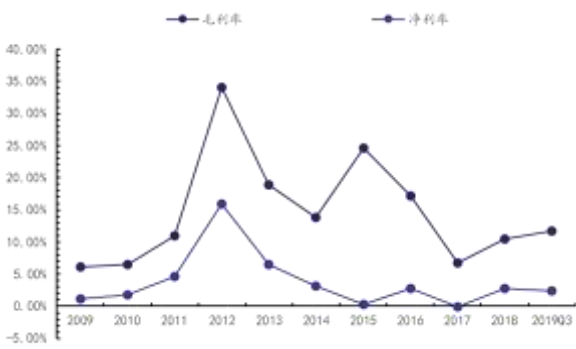
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 产业制造板块单季度归母净利润及同比增速



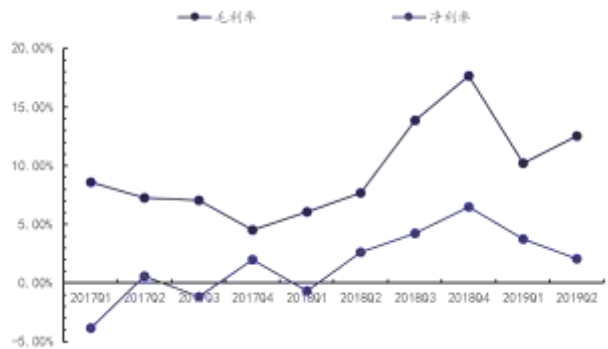
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 产业制造板块毛利率及净利率



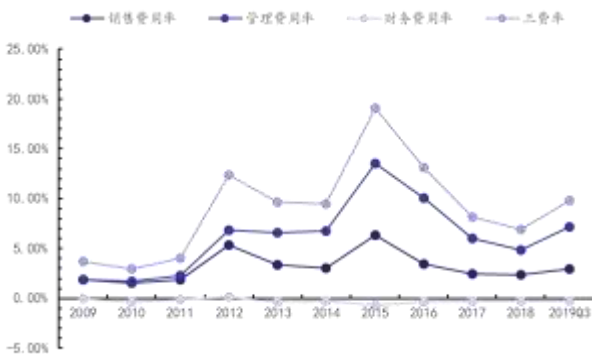
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 产业制造板块单季度汽车毛利率及净利率



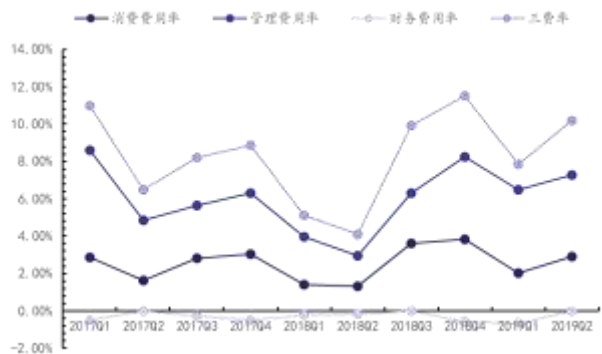
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 产业制造板块三费率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 产业制造板块单季度三费率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司对标分析

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603730.SH	中国汽研	8.29	82.30	0.48	0.55	0.63	17.60	15.20	13.40	买入
300572.SZ	安车检测	53.14	103.00	1.22	1.96	2.65	43.56	27.11	20.05	增持
002920.SZ	德赛西威	33.10	182.00	0.52	0.70	0.91	63.65	47.29	36.37	增持
603197.SH	保隆科技	34.19	56.80	1.54	1.81	2.22	22.20	18.89	15.40	买入

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

备注: 股价与总市值为 2019 年 1 月 7 日收盘价

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1512	1274	1274	1354
应收款项	575	740	600	566
存货净额	174	240	168	140
其他流动资产	434	444	360	183
流动资产合计	2695	2699	2403	2243
固定资产	2052	2440	2637	2800
无形资产及其他	210	236	227	217
投资性房地产	88	143	143	143
长期股权投资	127	189	250	312
资产总计	5172	5707	5659	5715
短期借款及交易性金融负债	5	0	25	22
应付款项	379	468	329	196
其他流动负债	325	587	440	374
流动负债合计	709	1055	793	592
长期借款及应付债券	3	3	3	3
其他长期负债	194	169	145	124
长期负债合计	197	172	148	127
负债合计	906	1228	941	719
少数股东权益	15	16	17	17
股东权益	4251	4463	4702	4980
负债和股东权益总计	5172	5707	5659	5715

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.39	0.42	0.48	0.55
每股红利	0.15	0.20	0.23	0.27
每股净资产	4.42	4.60	4.85	5.13
ROIC	7%	10%	9%	10%
ROE	9%	9%	10%	11%
毛利率	25%	26%	33%	38%
EBIT Margin	14%	17%	20%	25%
EBITDA Margin	19%	23%	29%	36%
收入增长	45%	15%	-19%	-6%
净利润增长率	10%	7%	15%	16%
资产负债率	18%	22%	17%	13%
息率	1.8%	2.4%	2.7%	3.2%
P/E	21.5	20.2	17.6	15.2
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	19.6	14.8	14.1	11.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2401	2758	2235	2108
营业成本	1800	2043	1506	1317
营业税金及附加	23	22	27	25
销售费用	63	73	89	84
管理费用	190	145	166	157
财务费用	(33)	(32)	(32)	(32)
投资收益	34	17	17	19
资产减值及公允价值变动	(8)	(8)	(8)	(8)
其他收入	52	(37)	60	69
营业利润	437	477	547	636
营业外净收支	(1)	1	1	1
利润总额	436	478	548	637
所得税费用	64	74	85	99
少数股东损益	(3)	1	1	1
归属于母公司净利润	375	403	462	537

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	375	403	462	537
资产减值准备	2	0	2	1
折旧摊销	134	161	198	233
公允价值变动损失	8	8	8	8
财务费用	(33)	(32)	(32)	(32)
营运资本变动	143	30	(12)	20
其它	(4)	0	(1)	(1)
经营活动现金流	658	603	657	799
资本开支	0	(529)	(396)	(396)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(65)	(591)	(458)	(458)
权益性融资	0	53	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(144)	(195)	(223)	(259)
其它融资现金流	(279)	87	25	(2)
融资活动现金流	(567)	(249)	(199)	(262)
现金净变动	27	(237)	0	79
货币资金的期初余额	1485	1512	1274	1274
货币资金的期末余额	1512	1274	1274	1354
企业自由现金流	0	63	167	300
权益自由现金流	0	149	219	325

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