

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年10月28日
市场数据

目前股价	7.17
总市值（亿元）	69.55
流通市值（亿元）	68.92
总股本（万股）	96,998
流通股本（万股）	96,118
12个月最高/最低	9.57/5.78

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

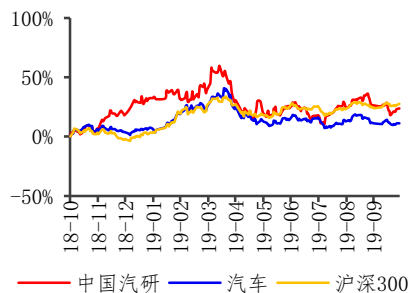
☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

联系人（研究助理）：吕方 S1070118080040

☎ 010-88366060-8768

✉ lvfang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<第二季度技术服务收入增速超预期，期待风洞等新业务放量>> 2019-08-29

<<筹建国家氢能动力检验中心，打造氢能动力检测评价高地>> 2019-05-17

<<工信部要求全面开展自动驾驶相关标准研制，公司有望成为重要参与者和受益者>> 2019-05-15

第三季度技术服务收入增速超预期，毛利率和净利率双提升

——中国汽研（601965）2019年三季报点评

盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2401	2758	2296	2694	3071
YoY(%)	45.1%	14.9%	-16.7%	17.3%	14.0%
净利润	375	403	466	542	616
YoY(%)	10.3%	7.5%	15.5%	16.4%	13.6%
摊薄 EPS	0.39	0.42	0.48	0.56	0.63
P/E(倍)	18.5	17.2	14.9	12.8	11.3

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **事件：**公司发布2019年三季报，前三季度公司共实现营收16.89亿元，同比减少15.89%；实现归母净利润2.87亿元，同比增长11.33%；实现扣非后归母净利润2.67亿元，同比增长8.56%。

其中三季度实现营收6.06亿元，同比增长8.75%；实现归母净利润0.97亿元，同比增长15.93%；实现扣非后归母净利润0.91亿元，同比增长13.98%。

对此我们有以下点评：

■ **收入端：**受益Q3专用车板块回暖和技术服务较快增长，收入同比实现正增长，19年以来单季度增速首次转正。19Q1/19Q2/19Q3公司收入同比增速依次为-22.33%/-27.78%/8.75%，Q3收入增速为19年以来首次转正，我们认为主要原因是①占公司营收近50%的专用车业务回暖，公司专用车业务营收占比70%以上来自底盘直销，上半年重卡底盘销量同比下降14.3%，而三季度以来7月、8月重卡底盘销量同比增速由负转正，分别为12.7%、17.0%，因此我们认为三季度公司专用车板块应该有所回暖，从而带动公司收入正增长；②**公司技术服务收入19Q3同比增速高达29.6%，大幅超出市场预期。**公司技术服务业务主要在母公司层面，因此我们将母公司营收近似等同于技术服务收入，Q3技术服务收入同比增长29.78%，主要原因是国五升国六带来的排放检测收入的增加。

■ **利润端：**Q3毛利率、净利率与去年同期相比双提升，利润增速好于收入增速。19Q1/19Q2/19Q3公司净利润同比增速依次为8.43%/9.77%/15.93%，利润增速逐季提高态势向好，Q3利润增速高于收入增速是因为毛利率/净利率较去年同期分别提高了2.58pct/1.03pct，我们认为盈利能力改善的原因主要是毛利率较高的技术服务业务收入占比的提高。费用方面，Q3期间费用率较去年同期+1.47pct，主要是管理费用率（含研发）+1.07pct。

- **现金流: Q3 现金流净额较去年同期减少约 3.11 亿。** 三季度公司现金流净流出 3.33 亿元, 去年同期净流出 0.22 亿元, Q3 现金流净流出较去年同期增加 3.11 亿元主要是因为分配现金股利 2.43 亿元, 导致筹资活动现金净额减少约 2.12 亿元。另外, 固定资产投资现金流出同比增加 0.86 亿元也造成投资活动现金净额减少, 固定资产投资范围包括智能网联汽车综合试验道项目等。
- **投资建议:** 公司是量价齐升+戴维斯双击的具有成长属性的优秀标的, 受汽车周期影响较小。中短期看, 公司受益国五升国六、近几年电动车车型数量大幅增加以及智能网联汽车的快速发展。长期来看, 公司受益于中国汽车企业研发支出的增长。市场竞争加剧、主机厂新车换代周期缩短、汽车消费升级、技术含量提升、逆向开发转向正向开发都在推动汽车研发投入增加, 这为中国汽研的成长提供了良好的赛道。预计公司 2019-2021 年总营收依次为 22.96、26.94、30.71 亿元, 增速依次为-16.74%、17.32%、13.98%, 归母净利润依次为 4.66、5.42、6.16 亿元, 增速依次为 15.50%、16.41%、13.55%, 当前市值 69.55 亿元, 对应 PE 依次为 14.9、12.8、11.3 倍, 对应 19 年的股息率为 4.0%。维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 智能网联汽车普及不及预期; 汽车销量不及预期

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位:百万元											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2400.80	2758.01	2296.43	2694.19	3070.80	成长能力					
营业成本	1800.27	2043.02	1520.53	1764.07	2004.97	营业收入增长	45.1%	14.9%	-16.7%	17.3%	14.0%
营业费用	62.77	73.37	57.41	67.35	76.77	营业成本增长	62.3%	13.5%	-25.6%	16.0%	13.7%
管理费用	189.86	144.81	151.56	177.82	202.67	营业利润增长	20.0%	9.3%	15.8%	16.3%	13.8%
研发费用	0.00	78.68	88.38	105.81	119.51	利润总额增长	8.6%	9.7%	15.7%	16.3%	13.8%
财务费用	-33.40	-31.63	-27.56	-32.33	-36.85	净利润增长	10.3%	7.5%	15.5%	16.4%	13.6%
其他收益	52.20	41.14	40.00	40.00	40.00	获利能力					
投资净收益	33.56	16.82	16.48	25.00	25.00	毛利率(%)	25.0%	25.9%	33.8%	34.5%	34.7%
营业利润	436.92	477.47	552.73	643.02	731.70	销售净利率(%)	15.5%	14.7%	20.3%	20.1%	20.0%
营业外收支	-0.67	0.95	1.00	1.00	1.00	ROE(%)	8.7%	9.0%	9.9%	10.7%	11.2%
利润总额	436.24	478.42	553.73	644.02	732.70	ROIC(%)	12.0%	12.1%	17.4%	19.3%	21.6%
所得税	63.96	74.11	88.60	103.04	117.23	营运效率					
少数股东损益	-2.94	1.06	-0.61	-1.19	-0.18	销售费用/营业收入	2.6%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
净利润	375.23	403.25	465.74	542.17	615.65	管理费用/营业收入	7.9%	5.3%	6.6%	6.6%	6.6%
						研发费用/营业收入	0.0%	2.9%	3.8%	3.9%	3.9%
						财务费用/营业收入	-1.4%	-1.1%	-1.2%	-1.2%	-1.2%
						投资收益/营业利润	7.7%	3.5%	3.0%	3.9%	3.4%
						所得税/利润总额	14.7%	15.5%	16.0%	16.0%	16.0%
						应收账款周转率	4.69	4.45	4.45	4.45	4.45
						存货周转率	10.70	9.87	9.87	9.87	9.87
						流动资产周转率	0.90	1.02	0.81	0.77	0.79
						总资产周转率	0.48	0.51	0.41	0.44	0.45
						偿债能力					
						资产负债率(%)	17.5%	21.5%	20.1%	16.9%	17.7%
						流动比率	3.80	2.56	3.17	4.07	3.63
						速动比率	2.94	1.91	2.63	3.32	3.09
						每股指标 (元)					
						EPS	0.39	0.42	0.48	0.56	0.63
						每股净资产	4.38	4.60	4.83	5.22	5.66
						每股经营现金流	0.61	0.65	0.69	0.76	0.86
						每股经营现金/EPS	1.59	1.56	1.44	1.36	1.35
						估值比率					
						P/E	18.53	17.25	14.93	12.83	11.30
						PEG	-5.48	1.75	1.36	0.97	0.75
						P/B	1.64	1.56	1.48	1.37	1.27
						EV/EBITDA	10.69	9.74	8.13	6.81	5.55
						EV/SALES	2.36	2.13	2.20	1.79	1.46
						EV/IC	1.27	1.27	1.04	0.92	0.79
						ROIC/WACC	1.15	1.16	1.67	1.85	2.07
						REP	1.10	1.09	0.62	0.50	0.38

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2694.84	2698.93	2971.54	3987.64	3757.34
货币资金	1511.83	1274.38	2097.44	2326.94	2644.77
应收票据及应收账款合计	534.45	704.24	327.14	882.89	496.29
其他应收款	40.59	36.02	42.45	40.11	59.10
存货	173.77	240.02	67.94	289.35	116.73
非流动资产	2476.96	3007.74	2542.62	2806.03	3043.14
固定资产	1699.19	1697.15	1415.91	1671.20	1886.66
资产总计	5171.80	5706.66	5514.16	6793.67	6800.48
流动负债	708.95	1055.37	938.24	979.72	1034.05
短期借款	5.00	0.00	1.67	1.67	1.39
应付账款	378.86	468.29	422.10	511.73	465.08
非流动负债	196.84	172.27	171.16	170.76	170.30
长期借款	2.83	2.83	1.72	1.32	0.86
负债合计	905.79	1227.64	1109.40	1150.49	1204.36
股东权益	4266.01	4479.03	4701.62	5072.83	5500.33
股本	961.18	970.13	970.13	970.13	970.13
留存收益	1878.45	2086.97	2459.08	2891.86	3384.23
少数股东权益	14.97	16.03	15.42	14.24	14.05
负债和股东权益	5171.80	5706.66	5514.16	6793.67	6800.48

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	565.15	345.97	672.52	734.66	833.53
其中营运资本减少	158.56	109.88	134.22	122.05	128.14
投资活动现金流	-445.35	-431.25	364.39	-367.36	-363.88
资本支出	412.42	396.40	-518.35	201.65	175.36
筹资活动现金流	-116.92	-179.75	-213.86	-137.80	-151.81
现金净增加额	2.89	-265.02	823.06	229.50	317.83

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>