

中国汽研(601965)

点评报告

行业公司研究——汽车整车行业

证券研究报告

检测业务继续加速

——中国汽研 2019 三季度报点评

✉ : 黄细里 执业证书编号: S1230518050001
☎ : 021-80106011
✉ : huangxili@stocke.com.cn

报告导读

2019Q3 累计营收 16.9 亿元同比-15.89%，Q3 同比+8.75%环比+4.13%；2019Q3 累计归母净利润 2.87 亿元同比+11.33%，Q3 同比+15.93%环比+3%，Q3 业绩符合我们前期测算预期。

投资要点

□ 国六公集中上市带动检测业务继续加速

母公司报表（主要是技术检测业务）是公司业绩核心变量（2019Q3 净利润贡献 96%）。母公司 Q2 收入 2.92 亿元（同比+30%，环比+22%），净利润 0.93 亿元（同比+33%，环比+6%），符合我们测算预期。驱动母公司业绩 Q3 继续加速原因：新车公告数量是公司业绩的领先指标。乘用车新车公告 2018Q2-2018Q4 维持高增长，2019 前三季度增速有所放缓。商用车新车公告 2019Q1-Q3 持续高增长，四季度大概率依然高增长。而因国六车型相比国五新车公告检测周期拉长且下游客户自身业绩承压导致公司业绩确认存在一定程度的滞后性。从历史看商用车公告数量与公司业绩相关度更高于乘用车。随着订单逐步确认，预计未来业绩有望进一步加速。

□ 产业化业务收入同比降幅收窄

产业化业务是合并报表核心业绩来源。根据报表大致拆分，产业化贡献收入 2019Q1/Q2/Q3 同比增速-32%/-44%/-5.5%，贡献归母净利润 2019Q1/Q2/Q3 分为贡献净利润 0.11 亿元，2019Q2 下滑至 0.07 亿元，2019Q3 下滑至 0.04 亿元。

□ 检测业务继续加速，维持“买入”评级

预计 2019-2021 年合并报表收入 25.4/28.5/31.5 亿元，归母净利润至 4.7/5.6/6.8 亿元，对应 PE 为 14.8/12.47/10.22 倍。依然继续看好国六催化下公司迎来新一轮成长：1）国六催化下带来检测业务量价齐升，助力 2019-2020 年业绩快速增长。2）风洞及智能网联测试基地将成为公司中长期新增长点。3）持续推进体制改革创新，有望进一步增强公司核心竞争力。维持“买入”评级。

风险提示：有新进入者获公告强检相关认证资质；下游客户回款周期超出预期。

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	2758	2540	2853	3148
(+/-)	14.88%	-7.89%	12.29%	10.36%
净利润	403	470	558	681
(+/-)	7.47%	16.52%	18.74%	21.98%
每股收益(元)	0.42	0.48	0.58	0.70
P/E	17.25	14.80	12.47	10.22

评级

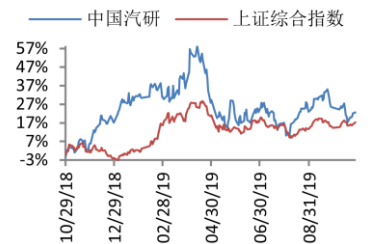
买入

上次评级	买入
当前价格	¥7.17

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.10
2Q/2019	0.10
1Q/2019	0.10
4Q/2018	0.15



公司简介

相关报告

- 1 《20190828 中国汽研中报点评：检测业务开始加速，继续看好》2019.08.29
- 2 《20190620 中国汽研跟踪报告：2019Q2 商用车公告同比+87%，继续重点推荐》2019.06.20
- 3 《中国汽研 2019 一季报点评：2019Q1 产业化业务盈利能力改善》2019.04.28
- 4 《中国汽研 2018 年报点评：2018Q4 业绩改善明显，且预收款指标大幅增长》2019.03.28
- 5 《中国汽研跟踪报告：2019Q1 新车公告同比+136%，继续重点推荐》2019.03.24

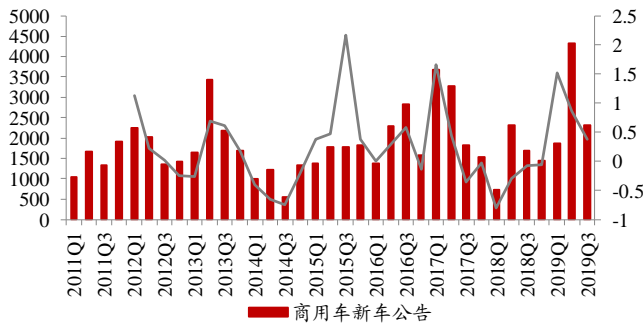
报告撰写人：黄细里

数据支持者：黄细里

1. 国六公集中上市带动检测业务继续加速

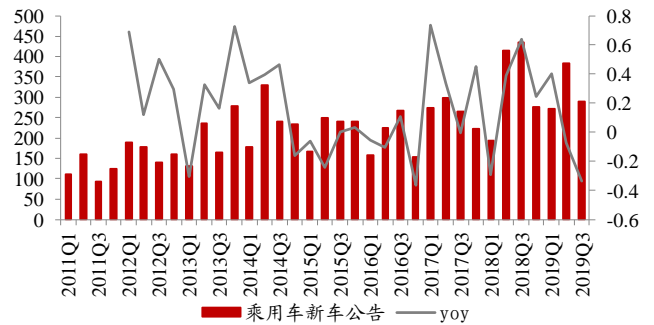
母公司报表（主要是技术检测业务）是公司业绩核心变量(2019Q3 净利润贡献 96%)。母公司 Q2 收入 2.92 亿元（同比+30%，环比+22%），净利润 0.93 亿元（同比+33%，环比+6%），符合我们测算预期。驱动母公司业绩 Q3 继续加速原因：新车公告数量是公司业绩的领先指标。乘用车新车公告 2018Q2-2018Q4 维持高增长，2019 前三季度增速有所放缓。商用车新车公告 2019Q1-Q3 持续高增长，四季度大概率依然高增长。而因国六车型相比国五新车公告检测周期拉长且下游客户自身业绩承压导致公司业绩确认存在一定程度的滞后性。从历史看商用车公告数量与公司业绩相关度更高于乘用车。随着订单逐步确认，预计未来业绩有望进一步加速。

图 1：2019Q3 商用车公告数量同比增长 38%



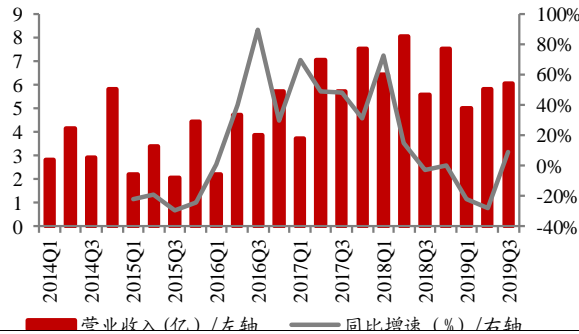
资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图 2：2019Q3 乘用车公告数量同比下滑 33%



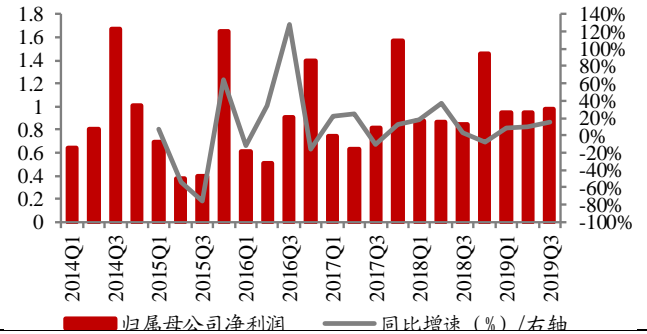
资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图 3：2019Q3 公司合并收入同比增长 8.75%



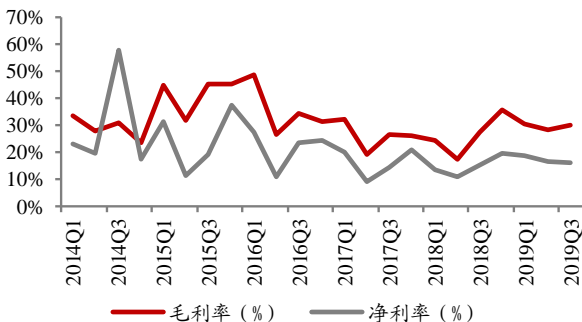
资料来源：中汽协，交强险，浙商证券研究所

图 4：2019Q3 公司归母净利润同比增长 15.93%



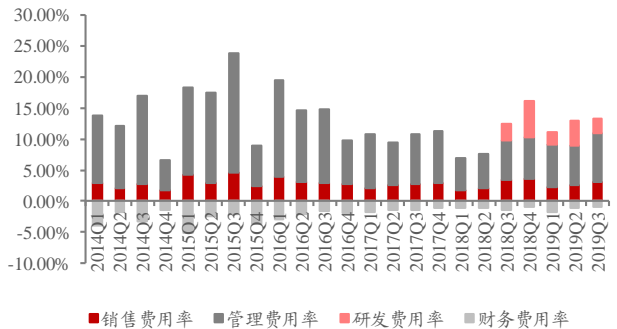
资料来源：中汽协，交强险，浙商证券研究所

图 5：2019Q3 公司毛利率环比改善，净利率环比下降



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 6：2019Q3 公司期间费用率稳中小升



资料来源：wind，浙商证券研究所

2. 产业化业务收入同比降幅收窄

产业化是合并报表核心业绩来源。根据报表大致拆分，产业化贡献收入 2019Q1/Q2/Q3 同比增速-32%/-44%/-5.5%，贡献归母净利润 2019Q1/Q2/Q3 分为贡献净利润 0.11 亿元，2019Q2 下滑至 0.07 亿元，2019Q3 下滑至 0.04 亿元。

3. 检测业务继续加速，维持“买入”评级

预计 2019-2021 年合并报表收入 25.4/28.5/31.5 亿元，归母净利润至 4.7/5.6/6.8 亿元，对应 PE 为 14.8/12.47/10.22 倍。依然继续看好国六催化下公司迎来新一轮成长：1) 国六催化下带来检测业务量价齐升，助力 2019-2020 年业绩快速增长。2) 风洞及智能网联测试基地将成为公司中长期新增长点。3) 持续推进体制改革创新，有望进一步增强公司核心竞争力。维持“买入”评级。

4. 风险提示

有新进入者获公告强检相关认证资质；下游客户回款周期超出预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2699	2954	3399	4031
现金	1274	1601	1983	2513
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	704	641	712	778
其它应收款	36	59	51	57
预付账款	16	21	17	19
存货	240	207	211	237
其他	429	426	425	427
非流动资产	3008	3083	3277	3445
金额资产类	55	20	26	34
长期投资	189	126	147	154
固定资产	1696	1870	2028	2171
无形资产	236	233	232	235
在建工程	743	754	763	771
其他	89	80	81	80
资产总计	5707	6037	6676	7476
流动负债	1055	840	926	1046
短期借款	0	0	0	0
应付款项	468	394	434	466
预收账款	322	278	302	348
其他	266	168	189	231
非流动负债	172	193	187	184
长期借款	3	3	3	3
其他	169	191	185	182
负债合计	1228	1033	1113	1230
少数股东权益	16	17	19	21
归属母公司股东权	4463	4986	5544	6225
负债和股东权益	5707	6037	6676	7476
现金流量表				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	346	446	686	819
净利润	404	471	559	682
折旧摊销	162	127	145	162
财务费用	(32)	(21)	(26)	(33)
投资损失	(17)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	152	(165)	13	32
其它	(324)	43	5	(14)
投资活动现金流	(431)	(194)	(330)	(322)
资本支出	(388)	(299)	(300)	(300)
长期投资	(124)	104	(28)	(16)
其他	80	2	(2)	(6)
筹资活动现金流	(180)	75	26	33
短期借款	(5)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(175)	75	26	33
现金净增加额	(265)	327	382	530

利润表				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2758	2540	2853	3148
营业成本	2043	1719	1894	2035
营业税金及附加	22	23	25	27
营业费用	73	71	80	85
管理费用	145	137	154	170
研发费用	79	76	86	88
财务费用	-32	-21	-26	-33
资产减值损失	8	8	9	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	17	10	10	10
其他经营收益	41	20	20	30
营业利润	477	556	661	806
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	478	557	662	807
所得税	74	86	103	125
净利润	404	471	559	682
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	403	470	558	681
EBITDA	621	663	780	936
EPS (最新摊薄)	0.42	0.48	0.58	0.70
主要财务比率				
	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	14.88%	-7.89%	12.29%	10.36%
营业利润	9.28%	16.55%	18.77%	22.01%
归属母公司净利润	7.47%	16.52%	18.74%	21.98%
获利能力				
毛利率	25.92%	32.32%	33.59%	35.36%
净利率	14.66%	18.54%	19.61%	21.67%
ROE	9.22%	9.91%	10.56%	11.53%
ROIC	8.69%	9.07%	9.67%	10.50%
偿债能力				
资产负债率	21.51%	17.11%	16.67%	16.46%
净负债比率	0.23%	0.27%	0.25%	0.23%
流动比率	2.56	3.52	3.67	3.85
速动比率	2.33	3.27	3.44	3.63
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.43	0.45	0.44
应收帐款周转率	9.10	8.01	8.84	8.77
应付帐款周转率	8.47	6.03	6.92	6.84
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.48	0.58	0.70
每股经营现金	0.36	0.46	0.71	0.84
每股净资产	4.60	5.14	5.71	6.42
估值比率				
P/E	17.25	14.80	12.47	10.22
P/B	1.56	1.39	1.25	1.12
EV/EBITDA	9.03	8.58	6.80	5.11

资料来源: wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>