



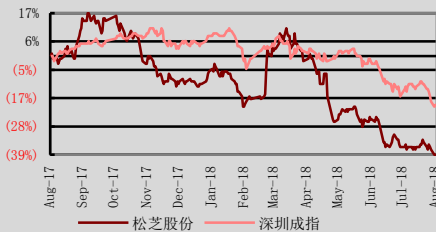
002454.SZ

买入

市场价格：人民币 5.16

板块评级：中性

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|--------|-------|--------|--------|
| 绝对 | (31.9) | (4.1) | (20.6) | (39.0) |
| 相对深证成指 | (7.9) | 0.5 | 0.0 | (19.9) |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 632 |
| 流通股(%) | 98 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 3,182 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 20 |
| 净负债比率(%) (2018E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 陈福成 | 44 |

资料来源：公司数据，聚源及中银证券

以2018年8月8日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

松芝股份

乘用车空调加速发展，新能源热管理前景光明

公司主要从事移动式空调系统的研发、生产和销售，广泛应用于大中型客车、乘用车、轨道交通、冷藏车等各类车辆，是国内大中客车空调龙头企业，乘用车空调自主品牌配套率国内第一。公司客车空调业务稳步增长，乘用车空调开拓了大众本田等合资客户，新能源热管理领域乘商并举，涵盖了江淮汽车、上汽通用五菱等主流厂商，发展前景光明。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.50 元、0.66 元和 0.81 元，业绩持续快速增长，乘用车空调、新能源热管理等领域发展前景良好，首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- **客车空调业务稳步增长。**公司 2017 年交付大中型客车空调超过 5.7 万台，较 2016 年增长 10%；其中新能源空调超过 2.8 万套，较 2016 年增长 10%。公司在大中型客车市场拥有 430 家长期客户，在直辖市及省会城市大公交的市场占有率达到 70% 以上。稳定优质的客户资源，为公司业务发展奠定了良好的基础。
- **乘用车空调加速发展，开拓大众本田等合资客户前景可期。**公司是国内最大的自主乘用车空调企业之一，主要客户为江淮、五菱等自主车企，2017 年空调总成及两器销量分别达到 110.7 万套和 349.6 万套，分别增长 3.8%、29.8%。在合资客户拓展方面，公司已实现对上汽大众部分车型冷凝器批量供货，并通过德国大众 MEB 平台供应商、本田汽车全球冷凝器审核，发展前景可期。
- **新能源热管理市场广阔，乘商并举前景光明。**在客车领域，公司 2017 年新能源客车空调销量超过 2.8 万套，智能暖风空调和新能源客车电池热管理系统产品销量分别达到 4,600 台、2,500 套。在乘用车领域，公司开发了电动压缩机、电池冷却器、电池液冷散热带等新能源热管理核心产品，并已实现对江淮等企业配套电动空调和电池冷却系统。新能源汽车热管理市场广阔，公司乘商并举，发展前景光明。

评级面临的主要风险

- 1) 新能源客车销量不及预期；2) 乘用车空调业务拓展不及预期。

估值

- 我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.50 元、0.66 元和 0.81 元，乘用车空调、新能源热管理等领域发展前景良好，首次给予买入评级。

投资摘要

| 年结日：12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万) | 3,235 | 4,172 | 5,503 | 6,784 | 8,164 |
| 变动(%) | 8 | 29 | 32 | 23 | 20 |
| 净利润(人民币 百万) | 234 | 366 | 314 | 416 | 515 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.370 | 0.579 | 0.497 | 0.658 | 0.814 |
| 变动(%) | (24.5) | 56.4 | (14.3) | 32.5 | 23.7 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 13.9 | 8.9 | 10.4 | 7.8 | 6.3 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 10.0 | 6.3 | 11.5 | 12.5 | 10.0 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.52 | 0.82 | 0.45 | 0.41 | 0.52 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 9.0 | 6.0 | 6.6 | 5.0 | 3.9 |
| 每股股息(人民币) | 0.100 | 0.100 | 0.074 | 0.099 | 0.122 |
| 股息率(%) | 1.9 | 1.9 | 1.4 | 1.9 | 2.4 |

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 3,235 | 4,172 | 5,503 | 6,784 | 8,164 |
| 销售成本 | (2,442) | (3,023) | (4,155) | (5,122) | (6,164) |
| 经营费用 | (484) | (651) | (918) | (1,102) | (1,314) |
| 息税折旧前利润 | 309 | 498 | 431 | 560 | 686 |
| 折旧及摊销 | (55) | (68) | (55) | (61) | (67) |
| 经营利润 (息税前利润) | 254 | 430 | 375 | 499 | 619 |
| 净利息收入/(费用) | 5 | (7) | 3 | 3 | 3 |
| 其他收益/(损失) | 39 | 20 | 19 | 25 | 30 |
| 税前利润 | 298 | 444 | 397 | 526 | 651 |
| 所得税 | (42) | (62) | (60) | (79) | (98) |
| 少数股东权益 | 22 | 16 | 24 | 31 | 39 |
| 净利润 | 234 | 366 | 314 | 416 | 515 |
| 核心净利润 | 234 | 366 | 314 | 416 | 515 |
| 每股收益 (人民币) | 0.370 | 0.579 | 0.497 | 0.658 | 0.814 |
| 核心每股收益 (人民币) | 0.370 | 0.579 | 0.497 | 0.658 | 0.814 |
| 每股股息 (人民币) | 0.100 | 0.100 | 0.074 | 0.099 | 0.122 |
| 收入增长(%) | 8 | 29 | 32 | 23 | 20 |
| 息税前利润增长(%) | (31) | 69 | (13) | 33 | 24 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (27) | 61 | (14) | 30 | 22 |
| 每股收益增长(%) | (25) | 56 | (14) | 33 | 24 |
| 核心每股收益增长(%) | (25) | 56 | (14) | 33 | 24 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 298 | 444 | 397 | 526 | 651 |
| 折旧与摊销 | 55 | 68 | 55 | 61 | 67 |
| 净利息费用 | (5) | 7 | (3) | (3) | (3) |
| 运营资本变动 | 87 | (130) | 654 | (532) | 452 |
| 税金 | (19) | (46) | (60) | (79) | (98) |
| 其他经营现金流 | (198) | 6 | (762) | 287 | (744) |
| 经营活动产生的现金流 | 218 | 348 | 283 | 261 | 326 |
| 购买固定资产净值 | 55 | 54 | 150 | 150 | 150 |
| 投资减少/增加 | 9 | (97) | 12 | 13 | 13 |
| 其他投资现金流 | (271) | (385) | (300) | (300) | (300) |
| 投资活动产生的现金流 | (207) | (428) | (138) | (137) | (137) |
| 净增权益 | (42) | (42) | (47) | (62) | (77) |
| 净增债务 | 1 | 199 | (65) | 61 | 21 |
| 支付股息 | 0 | 27 | 53 | 103 | 221 |
| 其他融资现金流 | 54 | (63) | (2) | (98) | (215) |
| 融资活动产生的现金流 | 13 | 120 | (61) | 4 | (50) |
| 现金变动 | 23 | 40 | 84 | 128 | 138 |
| 期初现金 | 411 | 480 | 467 | 550 | 678 |
| 公司自由现金流 | 11 | (80) | 145 | 124 | 188 |
| 权益自由现金流 | 6 | 125 | 77 | 183 | 207 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 480 | 467 | 550 | 678 | 816 |
| 应收帐款 | 2,090 | 3,068 | 3,352 | 4,374 | 4,766 |
| 库存 | 749 | 727 | 1,337 | 1,066 | 1,826 |
| 其他流动资产 | 71 | 35 | 149 | 54 | 158 |
| 流动资产总计 | 3,389 | 4,297 | 5,388 | 6,172 | 7,565 |
| 固定资产 | 911 | 1,119 | 1,222 | 1,319 | 1,410 |
| 无形资产 | 225 | 279 | 271 | 262 | 254 |
| 其他长期资产 | 138 | 209 | 204 | 196 | 203 |
| 长期资产总计 | 1,275 | 1,607 | 1,696 | 1,777 | 1,867 |
| 总资产 | 4,812 | 6,155 | 7,334 | 8,199 | 9,681 |
| 应付帐款 | 1,515 | 2,021 | 2,908 | 3,310 | 4,174 |
| 短期债务 | 0 | 200 | 135 | 194 | 218 |
| 其他流动负债 | 233 | 340 | 406 | 411 | 520 |
| 流动负债总计 | 1,748 | 2,561 | 3,450 | 3,915 | 4,911 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 |
| 其他长期负债 | 142 | 225 | 164 | 177 | 189 |
| 股本 | 422 | 421 | 632 | 632 | 632 |
| 储备 | 2,428 | 2,759 | 2,815 | 3,169 | 3,607 |
| 股东权益 | 2,850 | 3,181 | 3,448 | 3,801 | 4,239 |
| 少数股东权益 | 138 | 249 | 272 | 304 | 342 |
| 总负债及权益 | 4,812 | 6,155 | 7,334 | 8,199 | 9,681 |
| 每股帐面价值 (人民币) | 6.76 | 7.55 | 5.45 | 6.01 | 6.71 |
| 每股有形资产 (人民币) | 6.22 | 6.88 | 5.03 | 5.60 | 6.30 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (1.14) | (0.63) | (0.66) | (0.76) | (0.95) |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 9.5 | 11.9 | 7.8 | 8.3 | 8.4 |
| 息税前利润率(%) | 7.8 | 10.3 | 6.8 | 7.4 | 7.6 |
| 税前利润率(%) | 9.2 | 10.6 | 7.2 | 7.8 | 8.0 |
| 净利率(%) | 8.6 | 9.5 | 6.6 | 7.1 | 7.3 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 |
| 利息覆盖率(倍) | n.a. | 66.1 | n.a. | n.a. | n.a. |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 1.5 | 1.4 | 1.2 | 1.3 | 1.2 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 13.9 | 8.9 | 10.4 | 7.8 | 6.3 |
| 核心业务市盈率(倍) | 13.9 | 8.9 | 10.4 | 13.9 | 8.9 |
| 市净率(倍) | 0.8 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |
| 价格/现金流(倍) | 10.0 | 6.3 | 11.5 | 12.5 | 10.0 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 9.0 | 6.0 | 6.6 | 5.0 | 3.9 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 97.5 | 89.1 | 90.6 | 85.6 | 85.6 |
| 应收帐款周转天数 | 234.7 | 225.6 | 212.9 | 207.8 | 204.3 |
| 应付帐款周转天数 | 160.2 | 154.7 | 163.5 | 167.3 | 167.3 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 15.1 | 10.6 | 13.0 | 13.0 | 13.0 |
| 净资产收益率(%) | 10.2 | 13.2 | 10.9 | 13.2 | 14.7 |
| 资产收益率(%) | 4.8 | 6.7 | 4.7 | 5.5 | 5.9 |
| 已运用资本收益率(%) | 2.0 | 2.8 | 2.1 | 2.6 | 2.8 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测