



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)
				632
发行股数(百万)				
流通股 (%)				
流通市值(人民币 百万)				
3个月日均交易额(人民币 百万)				
净负债比率 %(2018E)				
主要股东(%)				
陈福成				

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

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

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

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
净利润收入/(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

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)

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					
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
应收账款周转天数	234.7	225.6	212.9	207.8	204.3
应付账款周转天数	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

资料来源: 公司数据及中银证券预测