



松芝股份 (002454)

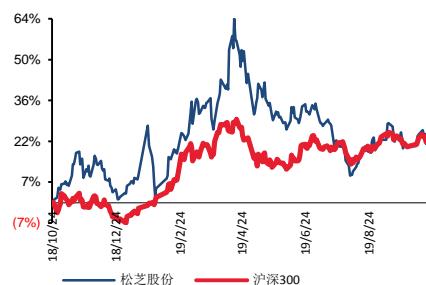
目标价: 6.4

昨收盘: 4.91

可选消费 汽车与汽车零部件

三季报点评：复苏持续进行中，静待旺季来临

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	629/624
总市值/流通(百万元)	3,086/3,066
12 个月最高/最低(元)	6.59/3.96

相关研究报告:

松芝股份 (002454)《松芝股份：行业弱势下展现强势管理调整能力》

--2019/09/05

证券分析师：白宇

电话：010-88695257

E-MAIL: baiyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518020004

事件：公司 Q3 实现收入 7.2 亿元，同比下降 17%，归母净利润 0.6 亿，同比增长 1124%；前三季度累计收入 25 亿元，同比下降 8%，归母净利润 1.8 亿，同比增长 167%，毛利率 27%，净利率 7%，同比分别提升 3 和 4 个百分点。

客车空调结构调整，带动利润持续提升。公司是国内大中客空调龙头，产品结构不断优化，特别是新能源客车配套产品更丰富，带动单车价值提升。在新能源客车补贴在 8 月退坡，补贴切换前，空调出货量同步增加，保障了公司前三季度大中型空调的高盈利。

布局海外市场值得期待。海外市场增长主要来自两点：(1) 积极布局冷藏车空调，盈利能力较强；(2) 海外客车有望成为潜在蓝海市场，包括俄罗斯、印度、中兴、东南亚等地。

乘用车空调稳步推进，寻求合资体系突破。公司目前配套长安自主、江淮、上汽通用五菱等乘用车客户，供应体系逐步向中高端品牌推进，冷凝器和管路等获得客户认可。

投资建议：我们预计公司 2019、2020 年归母净利润分别为 2.4、2.7 亿，对应估值分别为 13、11 倍，建议积极关注。

风险提示：新能源客车补贴影响盈利水平；乘用车空调配套进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3688	3928	4561	5015
(+/-%)	-11.6%	6.5%	17.1%	10.0%
净利润(百万元)	196	235	268	285
(+/-%)	-51.9%	19.9%	14.0%	6.34%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.37	0.43	0.45
市盈率(PE)	14.61	12.76	11.20	10.54

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	495	2126	2473	2819	营业收入	3688	3928	4561	5015
交易性金融资产	0	0	0	0	营业成本	2769	2873	3329	3665
应收账款及应收票据	2451	0	0	0	毛利	919	1055	1232	1350
存货	693	0	0	0	%营业收入	25%	27%	27%	27%
预付账款	24	0	0	0	税金及附加	27	27	33	36
其他流动资产	322	102	102	102	%营业收入	1%	1%	1%	1%
流动资产合计	3986	2228	2574	2921	销售费用	303	302	357	393
可供出售金融资产	40	40	40	40	%营业收入	8%	8%	8%	8%
持有至到期投资	0	0	0	0	管理费用	194	233	251	281
长期股权投资	27	27	27	27	%营业收入	5%	6%	6%	6%
投资性房地产	56	56	56	56	研发费用	237	189	244	268
固定资产合计	1087	1087	1087	1087	%营业收入	6%	5%	5%	5%
无形资产	277	277	277	277	财务费用	5	0	0	0
商誉	158	158	158	158	%营业收入	0%	0%	0%	0%
递延所得税资产	74	74	74	74	资产减值损失	113	0	0	0
其他非流动资产	198	179	125	90	信用减值损失	0	0	0	0
资产总计	5901	4125	4417	4729	其他收益	21	0	0	0
短期借款	60	60	60	60	投资收益	10	0	0	0
应付票据及应付账款	1853	0	0	0	净敞口套期收益	0	0	0	0
预收账款	20	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
应付职工薪酬	48	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
应交税费	51	0	0	0	营业利润	69	304	348	371
其他流动负债	63	0	0	0	%营业收入	2%	8%	8%	7%
流动负债合计	2095	60	60	60	营业外收支	168	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	利润总额	238	304	348	371
应付债券	0	0	0	0	%营业收入	6%	8%	8%	7%
递延所得税负债	11	11	11	11	所得税费用	41	48	55	60
其他非流动负债	212	212	212	212	净利润	196	256	292	312
负债合计	2319	284	284	284	归属于母公司的净利润	176	235	268	285
归属于母公司的所有者权益	3295	3534	3802	4087	少数股东损益	20	21	24	27
少数股东权益					EPS (元/股)	0.28	0.37	0.43	0.45
股东权益	287	308	331	358	预测指标				
负债及股东权益	3582	3842	4134	4445	2018A	2019E	2020E	2021E	
现金流量表(百万)					EPS	0.28	0.37	0.43	0.45
经营性现金流	505	1609	292	312	BVPS	5.24	5.62	6.05	6.50
投资性现金流	-304	18	54	35	PE	14.61	12.76	11.20	10.54
融资性现金流	-208	3	0	0	PEG	—	0.38	0.80	1.68
现金增加额	-8	1631	346	347	PB	0.78	0.85	0.79	0.74
					EV/EBITDA	8.52	3.09	1.70	0.66
					ROE	5%	7%	7%	7%

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。