



中信证券研究部



陈俊斌
首席制造产业分析师
S1010512070001



李景涛
汽车分析师
S1010520120003



尹欣诚
汽车分析师
S1010519040002



联系人：李子俊

核心观点

1月11日，公司发布公告称其全资子公司松芝酷能于2021年1月8日收到北汽越野车的产品定点通知，松芝酷能将作为北汽越野车的零部件独家供应商，为北汽越野车某项目车型开发和供应空调箱及空调系统。该项目目标车型预计将在2022年7月前后量产上市，预计5年全生命周期的销售额为1亿元。公司目前处于经营周期底部，业务结构持续优化，维持公司2020/21/22年EPS预测0.31/0.42/0.52元，维持“买入”评级。

■ **获得北京汽车定点，经营持续改善。**1月11日，公司发布公告称，公司全资子公司松芝酷能于2021年1月8日收到北汽越野车的产品定点通知，松芝酷能将作为北汽越野车的零部件独家供应商，为北汽越野车某项目车型开发和供应空调箱及空调系统。该项目目标车型预计将在2022年7月前后量产上市，预计5年全生命周期的销售额为1亿元。该项目为公司北汽福田空调系统外，又一获得北京汽车体系内的配套项目，对公司进一步开发北京汽车体系内的市场具有重要意义。

■ **客户结构优化，经营触底向上。**公司从2019年起坚持乘商并举的经营策略，侧重商用车特别是工程机械空调业务的发展，商用车的空调业务占比逐渐提升。公司目前商用车客户有三一、徐工、福田和陕汽等先进工程机械制造商。公司凭借优质的产品质量和快速服务响应，荣获三一集团战略联盟最佳合作奖、三一泵送的优秀供应商。乘用车方面，公司主要给客户供应冷凝器、空调箱以及其他如水冷板等产品，客户结构在不断优化，公司不断淘汰较为低端的乘用车客户，逐步扩展进入优质的自主和合资品牌客户。目前公司乘用车业务主要客户包括江淮、长安、上汽通用五菱、上汽乘用车等；是近期热销的五菱宏光MINIEV的冷凝器总成、空调箱大总成、暖风机大总成的供应商。

■ **研发持续投入，新业务快速拓展。**2014年以来，公司每年研发支出均在1.5亿元以上；专利方面，公司是车用空调产品的行业标准的起草单位，车辆空调研发技术领先于国内同行；截至2020年6月底，公司拥有国家专利540项。而且公司拥有上海松芝实验中心及江淮松芝实验中心两个国家认可资质实验室。公司2018年投资1.5亿元，建设了具有国际先进水平的环模风洞试验室，加快与多家整车厂的合作开发。公司是中大型客车空调领域的龙头企业，空调产品不断迭代，产品技术领先，维持高份额稳定。电池热管理新增业务与空调业务协同，持续提供增量。冷链业务方面，公司收购Lumikko后将其技术和产品国产化，扎实推进冷冻冷藏机组业务，包括药品、果蔬等产品的运输，充分受益于疫情后期冷链运输需求的快速增长。

■ **风险因素：**汽车行业景气度下行；产品研发进度不及预期；新产品和新客户扩展不及预期。

■ **投资建议：**公司作为国内移动式空调生产的龙头企业，经营情况不断改善。小车热管理业务乘商并举，乘用车业务客户结构逐渐优化，不断扩展优质自主和合资客户，同时今年公司收购京滨大洋，进一步扩展大众和本田的客户；商用车业务不断扩展，工程机械业务快速发展。大中型客车业务维持高份额稳定，下游客车景气度有望回升；且新能源热管理业务增速较快，增厚公司业绩。公司目前处于经营周期底部，未来有望向好。维持公司2020/21/22年EPS预测0.31/0.42/0.52元，维持“买入”评级。

松芝股份	002454
评级	买入（维持）
当前价	5.40元
总股本	629百万股
流通股本	624百万股
52周最高/最低价	6.95/4.37元
近1月绝对涨幅	-11.62%
近6月绝对涨幅	6.72%
近12月绝对涨幅	6.35%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,687.81	3,406.00	3,266.79	4,621.43	5,027.29
营业收入增长率	-12%	-8%	-4%	41%	9%
净利润(百万元)	175.96	176.40	195.41	264.41	330.00
净利润增长率	-52%	0%	11%	35%	25%
每股收益EPS(基本)(元)	0.28	0.28	0.31	0.42	0.52
毛利率%	25%	27%	26%	26%	27%
净资产收益率ROE%	5.34%	5.14%	5.44%	6.92%	8.06%
每股净资产(元)	5.24	5.46	5.71	6.08	6.52
PE	20	20	19	14	11
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2021年1月11日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,688	3,406	3,267	4,621	5,027	货币资金	495	537	647	684	992
营业成本	2,769	2,486	2,412	3,423	3,673	存货	693	636	602	862	927
毛利率	24.92%	27.01%	26.15%	25.93%	26.94%	应收账款	1,163	1,118	1,073	1,518	1,651
营业税金及附加	27	28	26	32	35	其他流动资产	1,634	1,566	1,610	1,799	1,797
销售费用	303	277	261	360	377	流动资产	3,986	3,857	3,933	4,863	5,367
营业费用率	8.22%	8.13%	8.00%	7.80%	7.50%	固定资产	1,087	1,135	1,173	1,200	1,214
管理费用	194	178	163	217	226	长期股权投资	27	42	50	60	71
管理费用率	5.26%	5.23%	5.00%	4.70%	4.50%	无形资产	277	270	270	270	270
财务费用	5	(9)	(13)	(15)	(18)	其他长期资产	525	504	494	484	474
财务费用率	0.13%	-0.26%	-0.40%	-0.32%	-0.37%	非流动资产	1,916	1,951	1,987	2,013	2,029
投资收益	10	7	0	0	0	资产总计	5,901	5,807	5,920	6,877	7,396
营业利润	69	189	241	344	455	短期借款	60	0	0	0	0
营业利润率	1.88%	5.54%	7.38%	7.45%	9.06%	应付账款	967	909	905	1,243	1,352
营业外收入	170	24	0	0	0	其他流动负债	1,069	968	914	1,272	1,345
营业外支出	2	3	0	0	0	流动负债	2,095	1,876	1,819	2,515	2,697
利润总额	238	210	241	344	455	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	41	23	34	48	64	其他长期负债	224	201	201	201	201
所得税率	17.31%	10.81%	14.00%	14.00%	14.00%	非流动性负债	224	201	201	201	201
少数股东损益	20	11	12	32	62	负债合计	2,319	2,078	2,021	2,716	2,898
归属于母公司股东的净利润	176	176	195	264	330	股本	629	629	629	629	629
净利率	4.77%	5.18%	5.98%	5.72%	6.56%	资本公积	754	751	751	751	751
						归属于母公司所有者权益合计	3,295	3,433	3,590	3,819	4,096
						少数股东权益	287	297	309	341	403
						股东权益合计	3,582	3,730	3,899	4,160	4,498
						负债股东权益总计	5,901	5,807	5,920	6,877	7,396

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	238	210	241	344	455
所得税支出	-41	-23	-34	-48	-64
折旧和摊销	93	106	147	159	170
营运资金的变化	279	-91	-18	-202	-17
其他经营现金流	-64	43	-18	-11	-16
经营现金流合计	505	246	318	243	529
资本支出	-226	-144	-175	-175	-175
投资收益	10	7	0	0	0
其他投资现金流	-87	-115	-8	-10	-11
投资现金流合计	-304	-253	-183	-185	-186
发行股票	24	0	0	0	0
负债变化	380	60	0	0	0
股息支出	-42	-38	-38	-35	-54
其他融资现金流	-570	-104	13	15	18
融资现金流合计	-208	-82	-25	-21	-35
现金及现金等价物净增加额	-8	-89	110	37	308

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-11.6%	-7.64%	-4.09%	41.47%	8.78%
营业利润增长率	-84.3%	172.2%	27.71%	42.89%	32.21%
净利润增长率	-51.9%	0.25%	10.78%	35.31%	24.80%
毛利率	24.92%	27.01%	26.15%	25.93%	26.94%
EBITDA Margin	9.16%	9.04%	11.11%	9.88%	10.86%
净利率	4.77%	5.18%	5.98%	5.72%	6.56%
净资产收益率	5.34%	5.14%	5.44%	6.92%	8.06%
总资产收益率	2.98%	3.04%	3.30%	3.85%	4.46%
资产负债率	39.30%	35.78%	34.13%	39.50%	39.18%
所得税率	17.31%	10.81%	14.00%	14.00%	14.00%
股利支付率	21.43%	21.38%	18.11%	20.31%	19.93%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。