



2021-03-28

公司研究报告

买入/维持

松芝股份(002454)

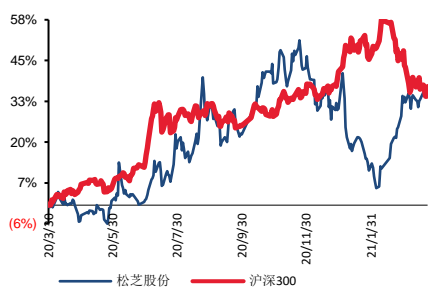
目标价: 9.2

昨收盘: 6.21

可选消费 汽车与汽车零部件

20 年业绩维持稳定, 21 年看好客车行业复苏机会

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	629/625
总市值/流通(百万元)	3,903/3,883
12 个月最高/最低(元)	6.95/4.37

相关研究报告:

松芝股份(002454)《复苏持续进行中, 静待旺季来临》--2019/10/24

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

证券分析师: 赵水平

电话: 15601632638

E-MAIL: zhaosp@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520040001

事件: 公司发布 2020 年年度报告, 营业总收入实现 33.84 亿, 同比 2019 年-0.65%; 实现营业利润 2.274 亿, 同比+20.48%, 实现归属于上市公司股东的净利润 2.47 亿元, 同比+39.97%; 扣非净利润 1.21 亿, 同比-1.80%。Q4 实现销售收入 10.63 亿元, 同比+ 17.84%, 环比+ 24.75%; 归母净利润 9839.71 万, 同比+ 12568.61%, 环比+ 31.60%。

- 1、销售收入基本持平, 净利润保持增长势头:** 公司发布全年营业总收入实现 33.84 亿, 同比 2019 年-0.65%; 实现营业利润 2.274 亿, 同比+20.48%, 在确保销售收入与 2019 年基本持平的基础上, 公司 2020 年净利润继续保持增长势头。报告期内, 公司完成了对京滨大洋冷暖工业(大连)有限公司的收购, 成为其控股股东, 通过本次交易, 公司全面进入大众和本田的配套体系, 为后续进一步开拓合资品牌车企市场打造了良好的基础。同时, 公司的轨道交通空调业务板块继续保持发展势头, 一方面开拓新增线路订单, 另一方面通过大修项目进入新的城市地铁市场。
- 2、大中型客车空调业务下滑, 热管理业务有所增长:** 报告期内, 由于疫情及宏观经济原因, 各地公共交通处于低位运行状态, 公司 2020 年大中型客车空调系统产品交付量较去年同比下滑 22.55%; 大中型客车独立式电池热管理产品交付量较去年同比增长超过 23.53%。此外, 公司以现有产品为基础, 开始进入储能电站领域, 为该领域客户提供电池热管理相关产品, 有望成为公司新的业务增长点。
- 3、小车热管理业务复苏, 产能足以覆盖新增订单:** 报告期内, 受疫情影响, 我国乘用车行业在年初承受较大压力, 随着我国疫情的好转, 呈现出较好的复苏势头。公司目前已进入多家合资品牌车企和高端电动车企的供应商体系, 2020 年新增全生命周期订单超过 30 亿元, 涵盖上汽集团、长安汽车、三一集团、广汽集团等多个客户。目前公司小车热管理业务板块共有生产基地 9 个, 基本可满足目前市场和客户的订单需要。
- 4、冷冻冷藏机组交付量大幅增长:** 报告期内, 公司共交付各类型冷冻冷藏机组超过 3,500 台, 较上年同比增长超过 60%, 销售收入超

过 7,000 万元，较上年同比增长 27%。客户规模扩大，客户质量提高，为该板块的业务发展及大型机组的国产化奠定了良好基础。

投资建议：公司长期致力于汽车热管理，不仅在乘用车和商用车颇有建树，在客车，冷链物流中亦有稳定市场。预计 21/22 年归母净利润 2.74、2.96 亿。

风险提示：客户销量不及预期，市场拓展不及预期，竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3384	3790	4245	4881
(+/-%)	(0.65)	12.00	12.01	14.98
净利润(百万元)	247	274	296	340
(+/-%)	39.97	10.85	8.17	14.81
摊薄每股收益(元)	0.39	0.44	0.47	0.54
市盈率(PE)	15.81	14.26	13.18	11.48

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)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	537	772	452	2,260	905	营业收入	3,406	3,384	3,790	4,245	4,881
应收和预付款项	1,456	1,639	3,040	1,726	3,597	营业成本	2,486	2,635	2,858	3,253	3,711
存货	636	708	776	920	1,008	营业税金及附加	28	25	30	33	37
其他流动资产	942	994	679	872	848	销售费用	277	160	244	237	293
流动资产合计	3,857	4,564	4,947	5,778	6,359	管理费用	178	161	379	415	488
长期股权投资	42	44	44	44	44	财务费用	(9)	2	4	40	23
投资性房地产	54	52	52	52	52	资产减值损失	(27)	(18)	(22)	(20)	(21)
固定资产	1,135	1,211	1,154	1,097	1,041	投资收益	7	22	14	23	15
在建工程	148	138	138	138	138	公允价值变动	2	0	0	0	0
无形资产	270	231	221	211	202	营业利润	189	227	312	310	365
长期待摊费用	1	3	1	0	0	其他非经营损益	21	72	22	47	47
其他非流动资产	163	183	151	166	167	利润总额	210	299	334	357	412
资产总计	5,807	6,548	6,832	7,610	8,125	所得税	23	38	39	42	50
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	187	261	295	315	362
应付和预收款项	1,783	2,102	2,168	2,664	2,835	少数股东损益	11	14	21	19	22
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	176	247	274	296	340
其他负债	295	369	329	331	343						
负债合计	2,078	2,471	2,497	2,995	3,178						
股本	629	629	629	629	629						
资本公积	751	751	751	751	751						
留存收益	2,054	2,258	2,493	2,754	3,064						
归母公司股东权益	3,433	3,637	3,873	4,133	4,444						
少数股东权益	297	441	462	481	504						
股东权益合计	3,730	4,078	4,335	4,615	4,947						
负债和股东权益	5,807	6,548	6,832	7,610	8,125						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	246	486	(726)	1,854	(1,319)	毛利率	27.01%	22.14%	24.58%	23.36%	23.97%
投资性现金流	(253)	(94)	465	23	15	销售净利率	5.54%	6.72%	8.23%	7.31%	7.47%
融资性现金流	(82)	(24)	(58)	(69)	(51)	销售收入增长率	-7.64%	-0.65%	12.00%	12.00%	15.00%
现金增加额	(80)	352	(320)	1,808	(1,355)	EBIT 增长率	62.91%	-6.42%	-	10.70%	10.82%
						净利润增长率	0.25%	39.97%	10.85%	8.17%	14.81%
						ROE	5.14%	6.79%	7.07%	7.16%	7.65%
						ROA	3.22%	3.99%	4.32%	4.14%	4.46%
						ROIC	5.46%	7.45%	10.66%	8.40%	15.96%
						EPS (X)	0.28	0.39	0.44	0.47	0.54
						PE (X)	22.13	15.81	14.26	13.18	11.48
						PB (X)	1.14	1.07	1.01	0.94	0.88
						PS (X)	1.15	1.15	1.03	0.92	0.80
						EV/EBITDA (X)	4.01	5.00	9.70	4.58	7.23

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	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
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。