

中信证券研究部



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001



尹欣驰
汽车分析师
S1010519040002

核心观点

公司是国内车辆空调系统龙头，商用车和工程机械空调对三一、徐工渗透率不断提升，突破福田、陕汽配套；乘用车业务客户结构优化，拿到长安福特订单，并通过收购京滨大洋进一步突破大众和本田供应链；公司是大中型客车空调龙头，2019年市占率30%以上，有望受益客车景气度回升以及新能源热管理系统升级带来的销量增长。公司目前处于经营周期底部，业务结构持续优化，我们预测公司2020/21/22年EPS为0.31/0.42/0.53元，给予公司2021年25倍PE的估值，目标价10.50元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **公司是国内移动式空调生产的龙头企业。**公司2019年实现营收34.1亿元，同比-7.6%；实现归母净利润1.8亿元，同比+0.3%。分业务来看，小车热管理业务收入占比为45%，大中型客车热管理业务收入占比为44%；冷藏车空调、轨道车空调、汽车空调零部件营收占比各为2%。小车和大中型客车热管理业务是公司的核心业务。2020上半年，公司实现营收14.7亿元，同比-17.5%，实现归母净利润0.7亿元，同比-42.6%；主要系受疫情影响。公司实际控制人为自然人陈福成，截至2020年上半年，持股比例为43.8%，股权结构稳定。公司多次进行收并购，不断开拓产品和客户。2020年6月，公司以11亿日元收购京滨大洋55%的股份，进一步开拓本田和大众的业务。

■ **空调市场空间广阔，自主品牌有较大上升空间。**商用车的空调系统的单车价值量在2000元左右，乘用车在1000元以上。根据我们测算，2020年国内空调系统市场规模为282亿元，2025年有望达到370亿元，五年CAGR为5.6%。其中，冷凝器方面，按照商用车单车价值量300元，乘用车单车价值量150元测算，2020年国内冷凝器市场规模为42亿元，2025年有望达到55亿元，CAGR为5.6%。汽车空调系统市场中，电装、马勒、法雷奥和翰昂市场份额位居前列。松芝凭借着自己的产品技术和快速服务响应，在国内大中客、工程机械市场具有领先优势。

■ **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。公司是大中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也空调协同，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；新产品和新客户拓展不及预期。

松芝股份	002454
评级	买入（首次）
当前价	6.14元
目标价	10.50元
总股本	629百万股
流通股本	624百万股
52周最高/最低价	6.29/4.37元
近1月绝对涨幅	1.99%
近6月绝对涨幅	5.28%
近12月绝对涨幅	0.12%

■ **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。我们预测公司 2020/21/22 年 EPS 为 0.31/0.42/0.53 元，给予公司 2021 年 25 倍 PE 的估值，目标价 10.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

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	22	22	20	15	12
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 16 日收盘价

目录

车辆空调龙头，收购京滨大洋.....	1
公司是国内车辆空调行业龙头.....	1
空调市场空间广阔，自主品牌渗透空间大.....	4
空调系统市场空间广阔.....	4
冷冻冷凝业务未来市场空间有望快速拓展.....	6
客户结构优化，经营触底向上.....	7
乘用车板块：结构不断优化，经营向上确定.....	7
商用车板块：客户加速渗透，受益行业高景气.....	9
研发持续投入，新业务快速拓展.....	10
公司研发持续投入，建设实验室加快产品研发和检测.....	10
大中型客车高份额稳定，电池热管理增量明显.....	12
冷链业务结合海外技术，下游需求快速增长.....	13
风险因素.....	14
估值及投资建议.....	14
公司盈利预测.....	14
可比公司估值.....	15

插图目录

图 1：公司主营业务情况.....	1
图 2：2019 年公司营收结构.....	1
图 3：2019 年公司分区域营收占比.....	1
图 4：2015 年至今松芝股份营业收入.....	2
图 5：2015 年至今松芝股份归母净利润.....	2
图 6：公司近五年毛利率、费用率和净利润率情况.....	2
图 7：公司对前五大客户销售情况.....	3
图 8：公司股权结构图.....	3
图 9：传统车和新能源汽车热管理系统组成.....	5
图 10：汽车空调系统结构图.....	5
图 11：国内空调系统市场空间（单位：亿元）.....	5
图 12：国内冷凝器市场空间（单位：亿元）.....	5
图 13：2019 年全球汽车空调系统竞争格局.....	6
图 14：国内空调市场汽车格局.....	6
图 15：中国车载冷冻冷藏机组市场空间（单位：亿元）.....	6
图 16：2019 年国内冷冻冷藏机组竞争格局.....	7
图 17：公司乘用车产品举例.....	7
图 18：公司乘用车客户.....	7
图 19：2020 年至今乘用车月度产量（单位：万辆）.....	8
图 20：2016-2019 年京滨大洋营业收入（单位：亿元）.....	8
图 21：2016-2019 年京滨大洋归母净利润（单位：亿元）.....	8
图 22：京滨大洋主要产品.....	9
图 23：京滨大洋主要客户.....	9
图 24：商用车空调系统产品举例.....	10
图 25：公司获得三一最佳合作奖.....	10
图 26：2020 年至今商用车月度产量（单位：万辆）.....	10
图 27：公司 2010 年至今研发支出及研发费用率（单位：亿元）.....	11
图 28：公司专利数量增长快速.....	11
图 29：公司上海松芝实验中心一览.....	11
图 30：公司气候风洞落成暨成立 20 周年庆典.....	11
图 31：公司顶置空调的四代跃迁.....	12
图 32：超低温热泵空调.....	12
图 33：电池热管理系列产品.....	12
图 34：大中型客车业务主要客户.....	12
图 35：松芝股份与芬兰 Lumikko 公司高管签署收购文件.....	13
图 36：芬兰 Lumikko 冷冻机组产品.....	13
图 37：超酷制冷首台半挂车机组试装成功.....	14
图 38：公司冷冻机组产品.....	14

表格目录

表 1：松芝股份重要收并购事件.....	4
----------------------	---

请务必阅读正文之后的免责条款部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

表 2：公司营业收入预测（单位：亿元）	15
表 3：公司业绩预测（单位：亿元）	15
表 4：可比公司估值情况	16
表 5：公司盈利预测和估值评级	16

■ 车辆空调龙头，收购京滨大洋

公司是国内车辆空调行业龙头

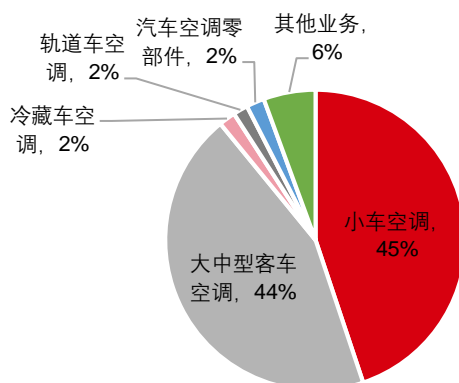
公司主业分为小车热管理业务和大中型客车热管理两大板块。松芝股份成立于 1998 年，经过 20 余年的发展，业务涵盖小车热管理、大中型客车热管理、冷藏车空调、轨道车空调、汽车空调零部件五大业务板块。其中小车热管理和大中型客车热管理是公司的核心业务，2019 年小车热管理板块收入占比为 45%，大中型客车热管理板块收入占比为 44%；冷藏车空调、轨道车空调、汽车空调零部件营收占比各为 2%。分区域来看，公司营收 95% 来自国内，5% 来自于海外。

图 1：公司主营业务情况



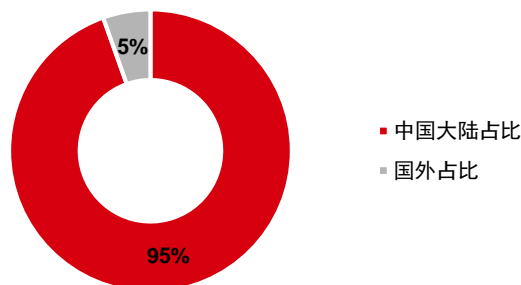
资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 2：2019 年公司营收结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：2019 年公司分区域营收占比

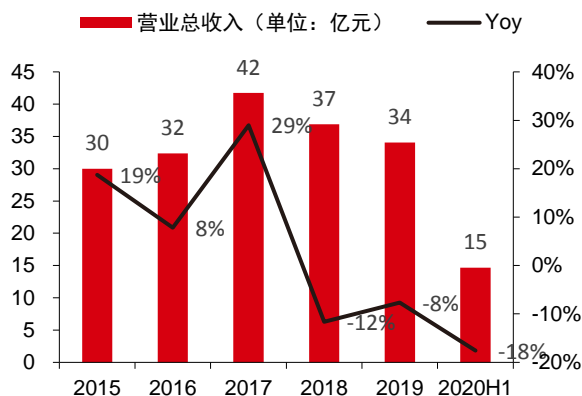


资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司目前处于经营周期底部，未来有望向好。公司 2019 年实现营收 34.1 亿元，同比 -7.6%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比 +0.3%。2020 上半年，公司实现营收 14.7 亿元，

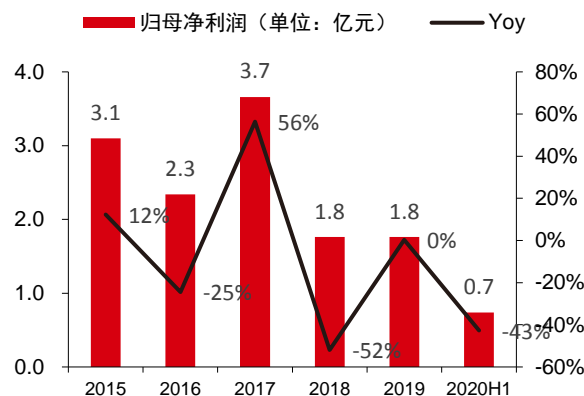
同比-17.5%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比-42.6%；主要系因疫情影响，客户的销量和项目都有所延缓。但是随着公司的乘商并举的策略执行，公司小车板块乘用车和商用车客户不断优化扩展；同时大中型客车板块公司空调市占率 30% 以上，热管理系统增速较快增厚公司业绩；公司目前处于经营周期底部，未来有望向好。

图 4：2015 年至今松芝股份营业收入



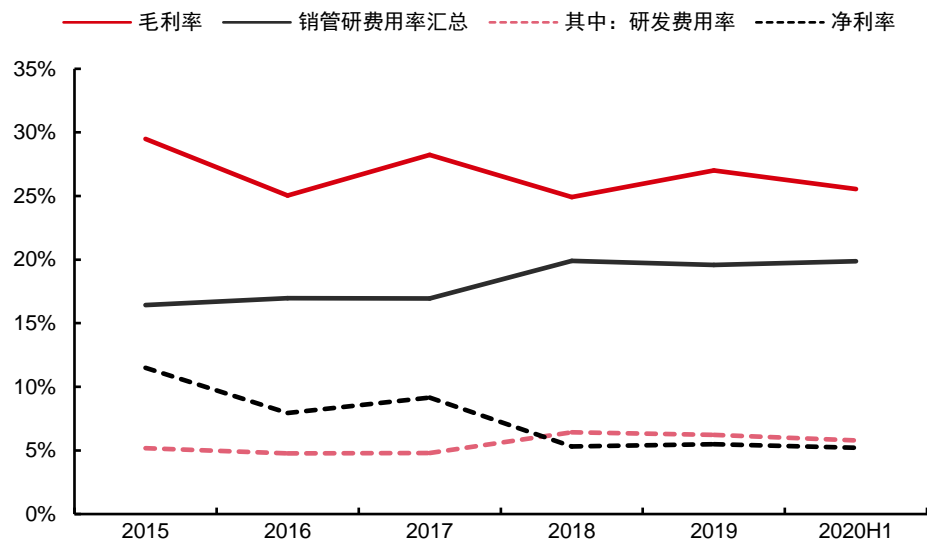
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：2015 年至今松芝股份归母净利润



资料来源：公司公告，中信证券研究部

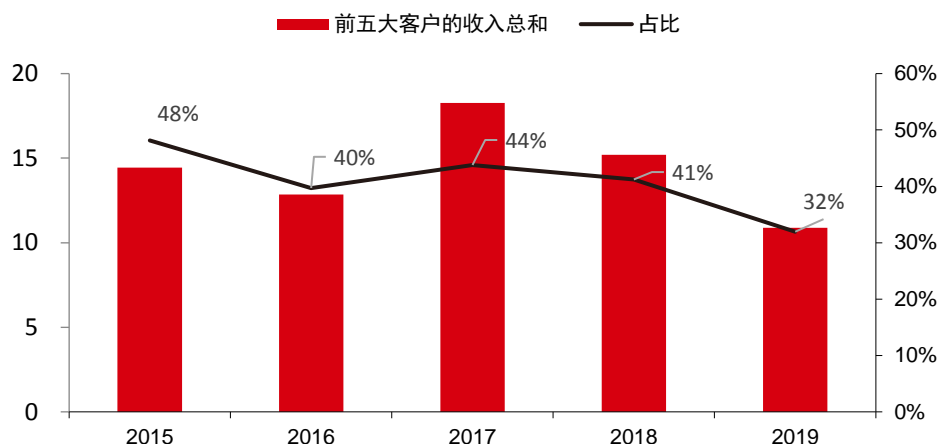
图 6：公司近五年毛利率、费用率和净利润率情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司小车板块客户结构优化，大中型客车板块客户结构稳定。公司坚决推行“乘商并举”的策略，乘用车产品配套福特、雷诺、本田等合资车企及广汽、一汽等一线自主品牌；商用车和工程机械产品配套三一集团、徐工机械等工程机械龙头。同时，公司与俄罗斯 GAZ 集团建立了战略合作关系，为其提供全品类小车空调系统产品。大中型客车行业中，公司市占率稳定在 30% 以上，电池热管理产品快速发展，覆盖了包括国内主要客车企业（如北汽福田、厦门金旅、宇通、比亚迪、中通客车等）以及国内主要动力电池企业（如宁德时代、比亚迪等）。2019 年，前五大客户销售收入总和为 10.9 亿，占比 32.0%。

图 7：公司对前五大客户销售情况

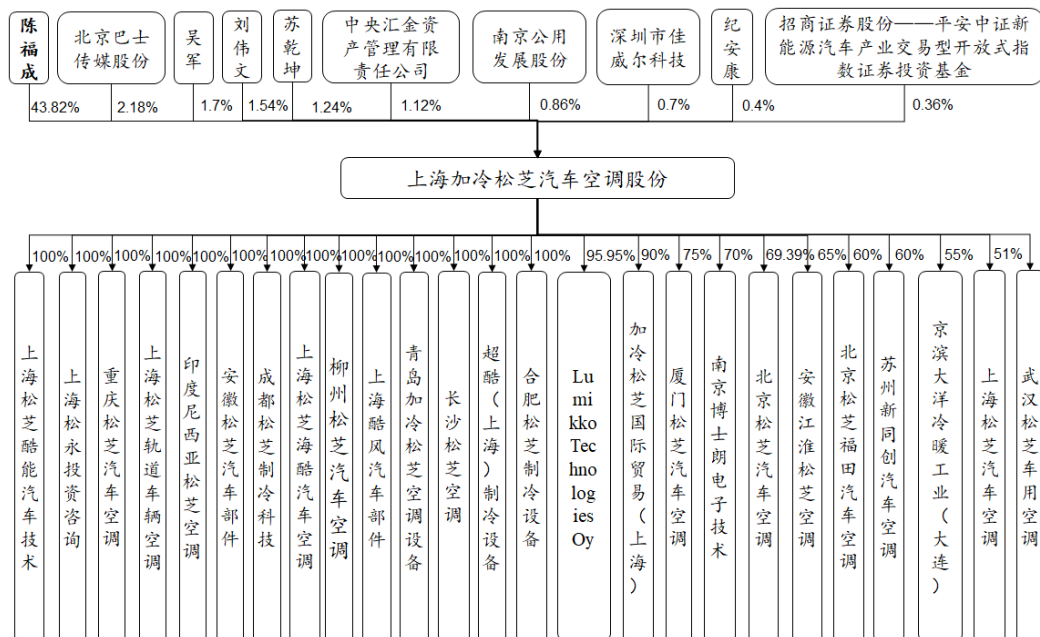


资料来源：公司公告，中信证券研究部

股权结构稳定，并购京滨大洋业务不断扩展

公司股权结构稳定，自然人绝对控股。公司实际控制人为自然人陈福成，截至 2020 年上半年，持股比例为 43.8%，对公司绝对控股。第二大股东为北巴传媒，持股比例为 2.2%；其他股东如吴军、刘伟文、苏乾坤、中央汇金等占比较低。股权结构集中且稳定。子公司方面，公司共有 24 家子公司，与日本京滨集团就京滨大洋的收购交易正在进行中，将于今年四季度交割完成开始并表。

图 8：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司多次进行收并购，不断开拓产品和客户。在 2017 年 12 月，公司以 330 万欧元收购芬兰 Lumikko 100% 股权，芬兰 Lumikko 是一家专业从事卡车、拖车等大型冷冻冷藏

温控设备供应商，在冷冻冷藏设备有着领先的技术，通过本次收购，公司可将欧洲先进的冷冻冷藏产品和技术引进中国，完善公司冷冻冷藏业务各系列产品线。2020 年 6 月，公司以 11 亿日元向 KTT 收购京滨大洋 55% 的股份；京滨大洋在广汽本田、东风本田、上汽大众和一汽大众的冷凝器、蒸发器等产品的配套份额超过 50%。此次收购将使公司获得日本京滨集团在中国大陆的冷凝器、蒸发器产品业务，快速提升汽车空调零部件产品在合资品牌的配套份额。

表 1：松芝股份重要收购事件

首次披露日	交易标的	交易总价值	标的方主要产品	2019 年营收	主要客户
2020/6/5	京滨大洋 55% 股权	11 亿日元	汽车空调冷凝器、蒸发器等产品	7.47 亿元	广汽本田、东风本田、上汽大众、一汽大众以及长安福特等
2019/8/29	亚星世纪公司 12.00% 股权	3588 万元	汽车暖风、冷凝器、蒸发器、中冷器、油冷器、水箱等	4.34 亿元	吉利、长城、比亚迪、众泰、北汽等
2017/12/2	芬兰 Lumikko 100% 股权	330 万欧元	卡车、拖车等大型冷冻冷藏温控设备	427.98 万欧元	
2017/5/25	新同创汽车 60% 股权	20240 万元	汽车空调、电子装置、电气控制系统及组合仪表	1.94 亿元	苏州金龙等
2017/4/22	福田汽车空调 67.39% 股权	5141 万元	汽车空调器等		
2017/3/25	首钢福田 67.39% 股权	4941 万元	汽车空调器等		
2016/4/21	厦门松芝 25% 股权	5022 万元	车辆空调器	2.19 亿元人民币	

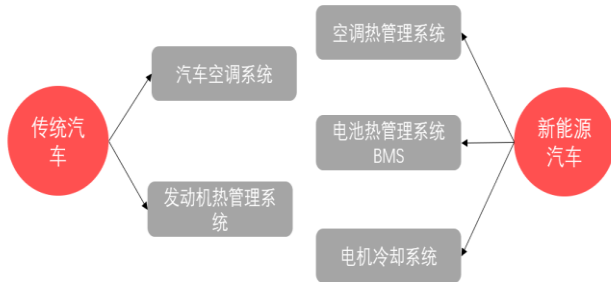
资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 空调市场空间广阔，自主品牌渗透空间大

空调系统市场空间广阔

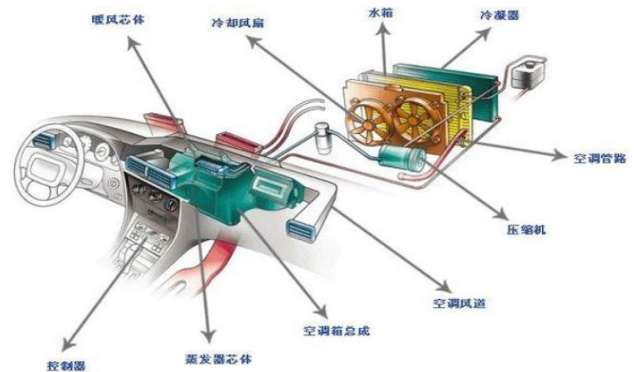
汽车热管理系统是调节汽车座舱环境（温度、湿度等）以及汽车零部件工作环境的重要部件。由于传统汽车和新能源汽车动力部件不同，两者热管理系统也存在差异。新能源汽车热管理系统分为空调热管理系统、电机冷却系统和电池热管理系统 BMS。汽车空调系统是实现车厢内空气进行制冷、加热、换气和空气净化的装置。一般来说，汽车空调系统由五个子系统组成：制冷系统、取暖系统、通风系统、空气净化系统、控制系统。其中，制冷系统主要用于调节车内温度、湿度，改善乘车环境，主要由三部分组成：压缩机、冷凝器、暖通空调系统 HVAC（包括节流元件、蒸发器等）。

图 9：传统车和新能源汽车热管理系统组成



资料来源：中信证券研究部

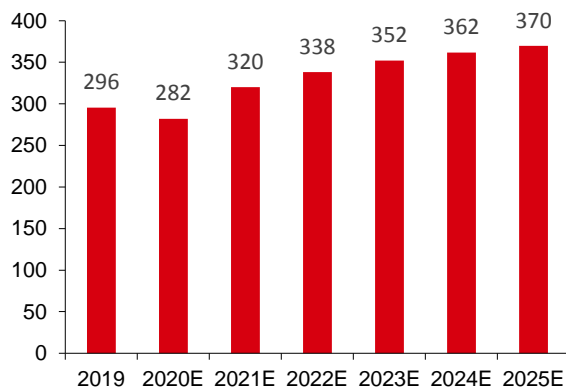
图 10：汽车空调系统结构图



资料来源：太平洋汽车网

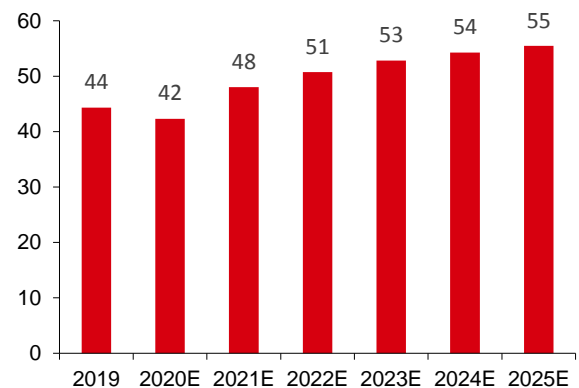
车辆空调系统市场空间广阔。目前国内商用车景气度高，考虑到商用车的空调系统的单车价值量在 2000 元左右，乘用车的空调系统单车价值在 1000 元以上，结合乘用车和商用车的销量，我们预测 2020 年国内空调系统市场规模为 282 亿元，2025 年有望达到 370 亿元，5 年 CAGR 为 5.6%；其中，冷凝器和空调箱等配件市场空间 2020 年约为 187 亿元，2025 年约为 238 亿元，CAGR 为 4.9%。

图 11：国内空调系统市场空间（单位：亿元）



资料来源：中汽协，Marklines，中信证券研究部（含预测）

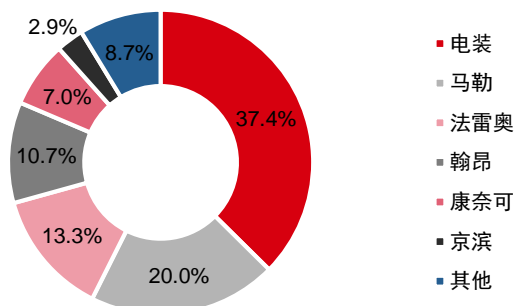
图 12：国内冷凝器市场空间（单位：亿元）



资料来源：中汽协，Marklines，中信证券研究部（含预测）

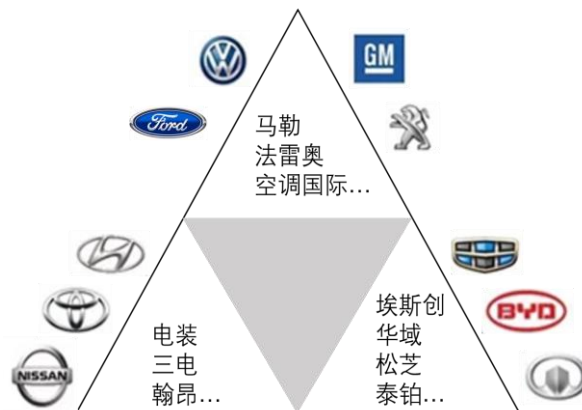
外资品牌主导全球汽车空调系统市场。根据盖世汽车统计，2019 年全球汽车空调系统市场中电装（37.4%）、马勒（20.0%）、法雷奥（13.3%）和翰昂（10.7%）等海外供应商市场份额位居前列。国内汽车空调市场同样呈现欧美系、日系和本土厂商三足鼎立态势，马勒、法雷奥和空调国际主要配套大众、通用、福特和标志雪铁龙，电装、三电和韩昂主要配套日韩企业，华域和松芝等主要配套自主品牌。从合资主机厂的供应链来看，自主品牌还有较大的渗透空间。

图 13：2019 年全球汽车空调系统竞争格局



资料来源：盖世汽车，中信证券研究部

图 14：国内空调市场汽车格局

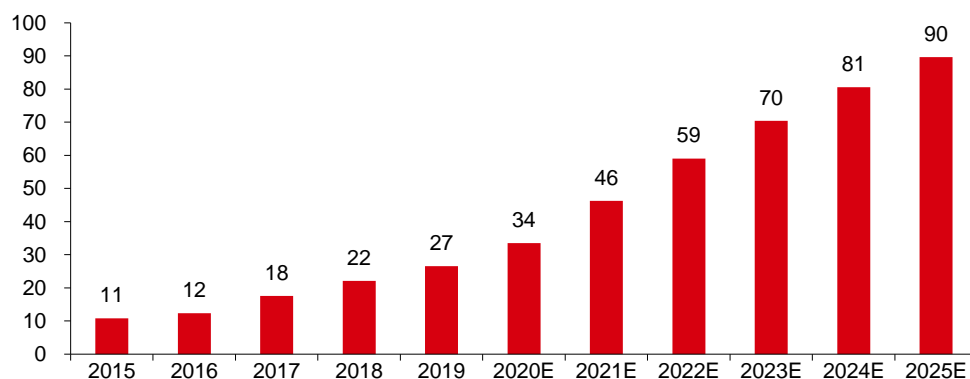


资料来源：盖世汽车，中信证券研究部

冷冻冷凝业务未来市场空间有望快速拓展

中国车载冷冻冷藏机组单车价值量高，市场空间广阔。根据专用汽车杂志，2019 年中国冷藏车销量为 4.8 万辆，同比增长 19.8%。目前，我国冷藏车占商用车的比例为 1.3%，德国等发达国家均为 2%-3%。假设 2025 年我国冷藏车占货车的比例为 2.5%，冷冻冷藏机组单车价值量 1 到 10 多万，按均价 5.5 万元计算，2025 年我国冷冻冷藏机组市场空间有望达到 90 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 21.8%。

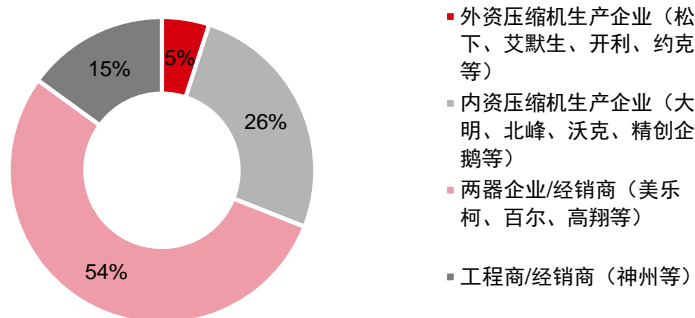
图 15：中国车载冷冻冷藏机组市场空间（单位：亿元）



资料来源：中汽协，专用汽车杂志，中信证券研究部（含预测）

市场集中度低，缺乏全国性龙头企业。冷冻冷藏机组市场中大多是规模比较小的企业，区域化格局非常明显，企业一般在所处区域内就近选择供应商，市场中缺乏全国性的巨头企业。根据制冷技术期刊数据，我国冷凝机组生产企业主要可分为四类：1）外资压缩机生产企业（主要生产涡旋、螺杆机组）；2）内资压缩机生产企业（主要生产活塞、螺杆机组）；3）传统蒸发器和冷凝器制造企业（两器企业）转型开发冷凝机组；4）各地制冷项目的工程商、经销商。2019 年，两器生产企业占冷冻冷藏机组市场的 54%，同比增长 4.0pcts。车载冷冻冷藏机组方面，国内竞争厂商包括：美国开利、冷王等；国产凯达制冷、凯雪冷链、汉雪车辆制冷、新乡华泰制冷、松芝股份等。

图 16：2019 年国内冷冻冷藏机组竞争格局



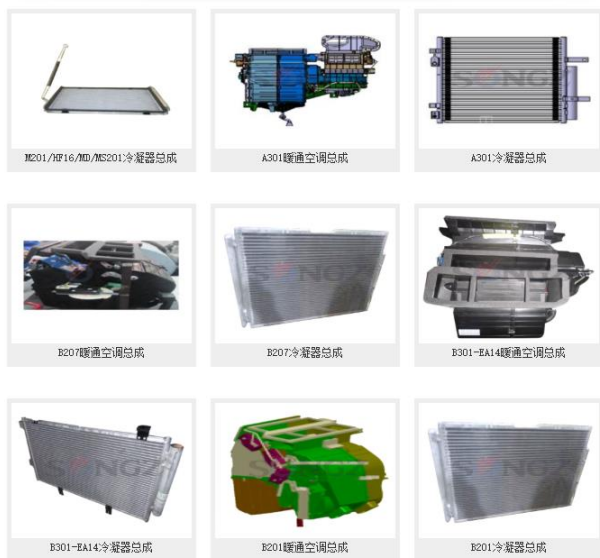
资料来源：制冷技术期刊，中信证券研究部

■ 客户结构优化，经营触底向上

乘用车板块：结构不断优化，经营向上确定

乘用车客户结构不断优化。公司小车热管理业务板块按照客户可以分为乘用车和商用车。乘用车业务中公司主要给乘用车客户供应冷凝器、空调箱以及其他如冷水板等产品。凭借优质的产品质量和服务，公司冷凝器在乘用车市场占有率达到 25% 左右。公司乘用车客户包括上汽、一起、广汽、长安、上汽通用五菱和江淮汽车等主流自主品牌，且对江淮汽车（份额约 90%）和上汽通用五菱（份额约 60%）实现深度配套。

图 17：公司乘用车产品举例



资料来源：公司官网

图 18：公司乘用车客户

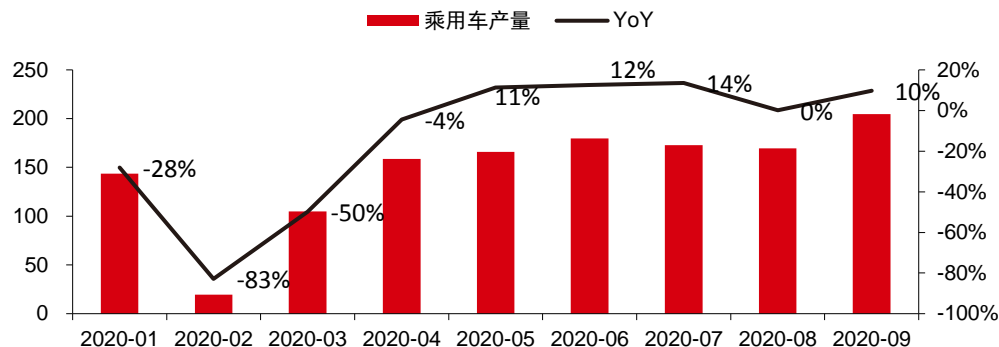


资料来源：公司官网

经营触底向上，有望快速恢复。2020 年 1-9 月，国内乘用车产量受疫情影响有所下

滑,但是2月份后逐月恢复,9月份乘用车产量达到204.5万辆,环比+20.8%,同比+9.5%。其中,公司主要客户江淮汽车三季度产量为12.3万辆,同比+46.4%,环比-2.6%;上汽通用五菱三季度产量为44.0万辆,同比+18.3%,环比+29.1%。公司有望显著受益于下游和重点客户的产量恢复。

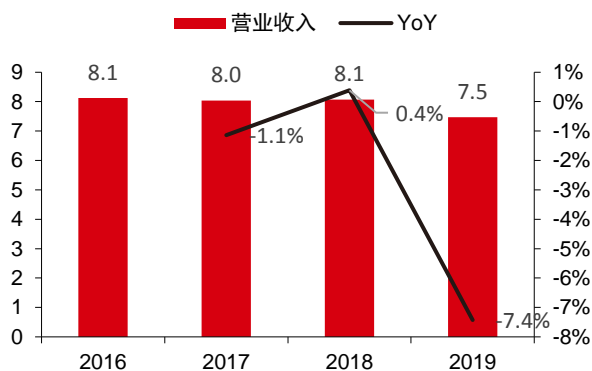
图 19: 2020 年至今乘用车月度产量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 中信证券研究部

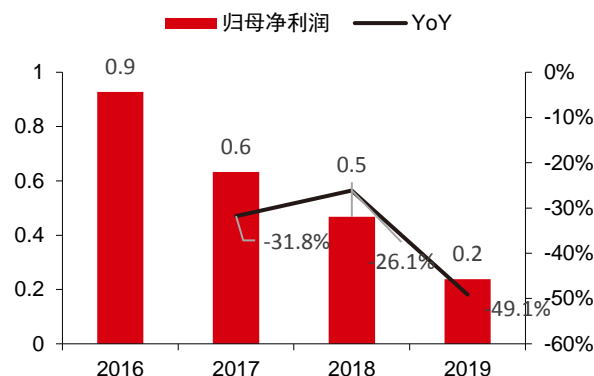
收购京滨大洋, 客户结构进一步优化。公司2020年6月发布公告, 拟使用自有资金11亿日元向KTT收购京滨大洋冷暖工业(大连)(简称“京滨大洋”)55%的股份。2016-2019年, 京滨大洋营业收入基本保持稳定, 2019年营收为7.5亿元, 同比下降7.4%, 主要受下游客户销量下滑的影响。毛利率方面, 京滨大洋2019年毛利率为12.8%。费用率方面, 2016-2019年间基本保持稳定, 2019年销管研费用率为8.3%。京滨归母净利润近几年持续下滑, 2019年归母净利润为0.2亿元, 主要是因为京滨大洋的管理效率不高, 而且需要向京滨集团提供高额技术费用。公司成功收购京滨大洋后, 将调整管理体系, 提高经营效率; 同时技术费用提成相关方面也会严格把控。

图 20: 2016-2019 年京滨大洋营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 21: 2016-2019 年京滨大洋归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

通过京滨大洋, 公司有望实现客户和产品的持续扩展。京滨大洋主要产品为汽车空调蒸发器和冷凝器等, 主要客户为广汽本田、东风本田、上汽大众、一汽大众以及长安福特

等合资品牌车企。京滨大洋优秀的生产制造能力、稳定的产品质量和快速响应的服务能力得到了本田、大众、福特等主机厂的一致认可。目前，京滨大洋在广汽本田、东风本田、上汽大众和一汽大众的冷凝器、蒸发器等产品的配套份额超过 50%。公司成功收购京滨大洋 55% 的股权，有望能快速扩大在南北大众和东本广本等主机厂的配套份额。而且公司能够凭借为其供应冷凝器业务，未来有望获取大众、本田的空调箱业务，从而进一步提升其在空调板块的盈利能力和质量。

图 22：京滨大洋主要产品



资料来源：京滨大洋官网

图 23：京滨大洋主要客户



资料来源：公司官网

商用车板块：客户加速渗透，受益行业高景气

凭借优质的产品质量和快速服务响应，公司商用车空调业务快速发展。公司从 2019 年起积极施行乘商并举的经营策略，逐步侧重商用车特别是工程机械空调业务的发展，商用车空调业务占比逐渐提升。商用车主要供应空调系统（包括冷凝器和空调箱以及系统集成），相比于乘用车客户部分单独提供冷凝器和空调箱单车价值量更高，预计在 2000 元左右。公司目前客户覆盖了三一、徐工等龙头工程机械制造商，今年客户扩展了福田和陕汽等新客户，盈利能力有望快速提升。公司为三一、徐工等先进工程机械制造商的重机、铲运、港机等产品成功开发了多款空调系统，凭借优质的产品质量和快速服务响应，市场份额迅速扩大，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。

图 24：商用车空调系统产品举例



资料来源：公司官网

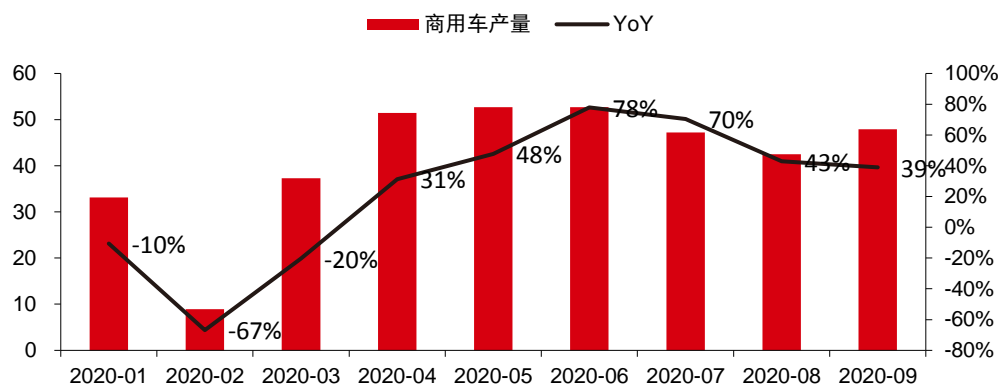
图 25：公司获得三一最佳合作奖



资料来源：公司官网

商用车行业高景气，促进商用车业务上涨。2020 年 1-9 月，商用车销量整体增长势头迅猛，市场持续回暖。9 月商用车产量 47.9 万辆，环比+12.7%，同比+39.0%。今年以来，我国商用车产量经过疫情一季度的影响，二三季度强势反弹，二季度产量为 156.8 万辆，同比 50.1%；三季度产量为 137.6 万辆，同比 49.7%。预计未来国家基建投入还将持续，且排放和安全法规不断提升，我们预计商用车和工程机械行业有望继续维持高景气，公司有望继续受益。

图 26：2020 年至今商用车月度产量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部

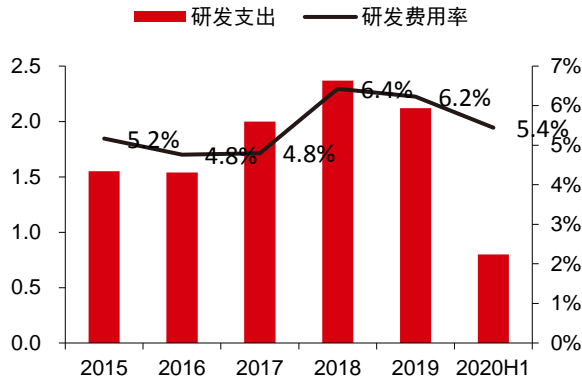
■ 研发持续投入，新业务快速拓展

公司研发持续投入，建设实验室加快产品研发和检测

公司重视研发，近 5 年来研发费用率为 5%左右，专利数量快速增长。2014 年以来，公司每年研发支出均在 1.5 亿元以上，其中 2019 年和 2020 年上半年的研发支出分别为 2.12 和 0.80 亿元，研发费用率分别为 6.2%和 5.4%。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

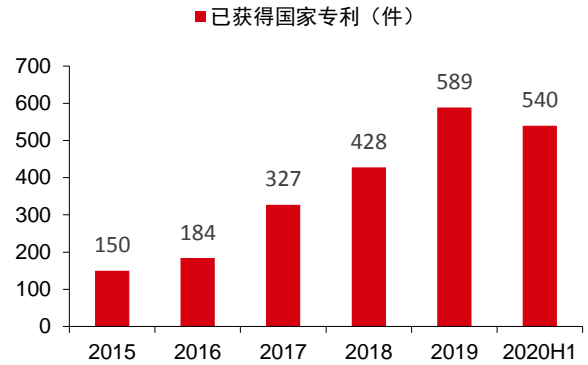
有国家专利 540 项，专业技术人员超过 500 人，占员工人数 16.4%以上。

图 27：公司 2010 年至今研发支出及研发费用率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 28：公司专利数量增长快速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司拥有多个实验室，软硬件持续高投入，维持产品技术领先。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。软件方面，通过外部引进和内部培养相结合的方式，公司打造的高质量研发团队覆盖前瞻技术、产品开发、应用研究、仿真/试验技术等各领域，构建了比较完善的开发系统。硬件方面，公司投资 1.5 亿元，建设了具有国际先进水平的环模风洞试验室。该实验室自 2018 年落成以来持续保持较高负荷运行，不仅满足内部试验的需求，还为蔚来、长安、江淮等客户提供试验服务，已经成为多家跨国车企的指定试验室。此外，公司持续对新能源热管理系统试验台、多功能试验室等关键设备进行技术升级，拓展了热泵空调、高性能换热器的试验能力；引进声学静压箱、低温流量槽等设备，进一步拓展了试验能力、满足客户需求。基于上述研发软硬件的建设，公司已经具备较强的正向开发能力，且产品能力有望从乘用车冷凝器、空调箱进一步向空调系统拓展。

图 29：公司上海松芝实验中心一览



资料来源：公司官网

图 30：公司气候风洞落成暨成立 20 周年庆典

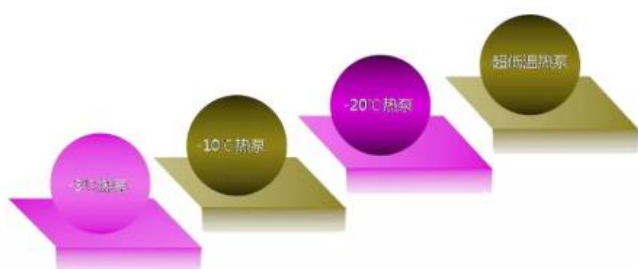


资料来源：公司官网

大中型客车高份额稳定，电池热管理增量明显

公司是大中型客车空调领域的龙头企业，空调产品不断迭代，技术实力领先。公司是国内大中型客户空调龙头，为客车供应顶置空调机组，在大中型客车的空调产品市占率 30% 以上，市占率位列第一，主要客户有北汽福田、厦门金旅、宇通、比亚迪、中通客车等。公司产品技术先进，实力雄厚。目前公司的热泵空调已经更新到第四代（4.0 版本），进阶到超低温热泵空调，能够解决-20℃以下的低温制热问题，解决黄河以北地区大部分制热时间能耗问题。其他的产品如顶置热泵能解决-10℃以上热泵制热，低温热泵能解决-20℃以上热泵制热问题。单车价值量三万左右，预计随着产品性能的提升单价有望进一步上升。今年疫情影响客车销量受到冲击，预计后期景气度有望回升。

图 31：公司顶置空调的四代跃迁



资料来源：公司官网

图 32：超低温热泵空调



资料来源：公司官网

电池热管理和空调协同，持续提供增量。公司从 2017 年开始做电池热管理，并依托自身在大中型客车顶置空调的龙头地位，仅有不拓展电池热管理系统业务，单车价值量在 1 万元以上，产品主要分为集成式和独立式。其中，集成式电池热管理是和空调一起供应给客车客户，销售模板和空调类似；独立式则主要供给 Tier1，例如比亚迪、宁德时代等客户。目前，公司正在开发电机电控温度控制功能的相关产品，逐渐形成包括空调、电池热管理及电机电控温度控制在内的客车整车热管理产品线。该业务增长较快，2020 年上半年的销量已经达到 2019 年全年水平，未来成长可期。

图 33：电池热管理系列产品



资料来源：公司官网

图 34：大中型客车业务主要客户



资料来源：公司公告，中信证券研究部

冷链业务结合海外技术，下游需求快速增长

公司收购芬兰 Lumikko，将其技术逐渐国产化。2017 年 12 月，公司以自有资金不超过 330 万欧元收购德国 Bitzer 所持有的芬兰 Lumikko 公司 100% 的股权。芬兰 Lumikko 是一家专业从事卡车、拖车等大型冷冻冷藏温控设备供应商，具有多年研发、生产、制造卡车、拖车、集装箱、货运列车等大型冷冻冷藏温控设备能力。通过收购 Lumikko，公司将欧洲先进的冷冻冷藏产品和技术引进中国，推进芬兰 Lumikko 相关产品的本土化，扎实推进自身原有的一些城市内部的物流货车等冷冻冷藏机组业务，包括药品、果蔬等产品的运输。全资子公司超酷制冷是 Lumikko 相关大型冷链机组国产化研发、生产、销售的主要平台。

图 35：松芝股份与芬兰 Lumikko 公司高管签署收购文件



资料来源：公司官网

图 36：芬兰 Lumikko 冷冻机组产品



资料来源：公司官网

冷冻冷藏车需求旺盛，冷链业务有望快速发展。据中国产业调研网，中国每年约有 4 亿吨生鲜农产品进入流通领域，果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别为 5%、15%、23%，冷藏运输率分别达到 15%、30%、40%。而在欧美日本等发达国家，农产品进入冷链系统流通率在 95% 以上。目前，顺丰、阿里、苏宁、京东等多家巨头都纷纷在冷链物流赛道布局。蔬菜、肉类、禽类、蛋类、医药、疫苗等冷链运输过程离不开冷链车辆，而冷链车辆则需要冷藏机组。公司主要生产半挂车、拖车、集装箱的冷藏机组，单价一万到十几万元不等。目前，公司冷冻机组产品已涵盖包括冷冻食品、冷鲜产品以及药品等多个领域。2019 年，公司实现 2 款主流大型冷冻冷藏机组的国产化，并开始在部分客户对接试装，并且积极参与国内物流公司的相关物品运输当中。该部分业务 2019 年全年营收 6000 余万元，虽短期基数较小，增量有限，但长期发展潜力大。

图 37：超酷制冷首台半挂车机组试装成功



资料来源：公司微信公众号

图 38：公司冷冻机组产品



资料来源：公司官网

■ 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。

■ 估值及投资建议

公司盈利预测

我们预测公司 2020/21/22 年营业收入为 32.7/46.2/50.3 亿元，具体拆分如下：

- 1) 小车热管理业务：公司坚持乘商并举的政策，乘用车客户结构不断优化，商用车和工程机械扩展加快，目前商用车主要客户是江淮汽车、三一重工和徐工机械，今年新增福田和陕汽的空调项目。由于商用车主要供应的是空调系统（包括冷凝器和空调箱以及系统集成），相比于乘用车客户部分单独提供冷凝器和空调箱来说有个更高的单车价值量，进一步改善盈利水平。乘用车方面公司也在不断进入优质的自主和合资品牌客户，主要客户包括江淮、长安、上汽通用五菱、上汽乘用车等，客户结构不断优化。我们预计公司 2020/21/22 年该业务收入为 17.3/27.0/28.3 亿元。
- 2) 大中型客车热管理业务：公司是国内大中型客户空调龙头，为客车供应顶置空调机组，在大中型客车的空调产品的市占率达到了 30%以上，位于行业市占率第一。一方面，公司产品技术先进，热泵空调已经更新到第四代（4.0 版本），进阶到超低温热泵空调，而且预计下游景气度有望回升；另一方面，公司新增电池热管理业务，主要配套新能源客车和 Tier1，依靠公司龙头地位业务有望快速渗透，持续贡献增量。我们预计公司 2020/21/22 年该业务收入为 11.9/15.3/17.6 亿元。
- 3) 冷藏车空调：公司该业务处于发展初期，2017 年公司收购了芬兰 Lumikko 100% 股权，公司收购后将其技术和产品国产化，扎实推进自身原有的一些城市内部的

物流货车等冷冻冷藏机组业务，包括药品、果蔬等产品的运输。目前基数较小，预计处于快速增长期。我们预计公司 2020/21/22 年该业务收入为 0.6/0.9/1.4 亿元。

- 4) 轨道车空调：公司轨道车业务主要为有轨电车、动车组等供应空调，营收基本保持稳定，我们预计公司 2020/21/22 年该业务收入为 0.3/0.5/0.5 亿元。
- 5) 汽车零部件板块和其他业务：公司还供应部分零部件产品，如汽车空调压缩机、风机管路、线束、空调控制器等，每年营收基本都保持稳定，我们预计公司 2020/21/22 年该部分收入为 2.5/2.5/2.5 亿元。

表 2：公司营业收入预测（单位：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	36.88	34.06	32.67	46.21	50.27
yoy	-11.6%	-7.6%	-4.1%	41.5%	8.8%
小车热管理业务	17.16	15.29	17.30	26.98	28.28
yoy	-8.1%	-10.9%	13.1%	56.0%	4.8%
大中型客车热管理业务	14.16	15.07	11.9	15.3	17.6
yoy	-17.4%	6.4%	-20.9%	28.5%	15.0%
冷藏车空调	0.35	0.61	0.61	0.92	1.37
yoy	133.3%	74.3%	0.0%	50.0%	50.0%
轨道车空调	0.57	0.54	0.34	0.50	0.50
yoy	-24.0%	-5.3%	-37.0%	47.1%	0.0%
汽车零部件业务和其他	4.64	2.55	2.50	2.50	2.50

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

随着公司小车业务客户结构不断优化，商用车业务占比不断提升，同时产品也逐渐从冷凝器更多的向空调箱和空调系统扩展，我们认为公司未来毛利率水平有望稳步提升，预计 2020/21/22 年毛利率为 26.2%/25.9%/26.9%；从费用率看，我们认为随着公司未来营收快速提升，且各项费用尤其是研发费用规模保持稳定，未来将呈稳定且略有下行趋势，且收购京滨，结合京滨的产品毛利率和净利率水平，预计将对公司的三费产生利好影响。预计 2020/21/22/23 年费用率为 19.4%/18.4%/17.8%；随着公司未来营收稳步提升，毛利率和费用率逐渐向好，我们预测 2020/21/22/23 年归母净利润率为 6.0%/5.7%/6.6%。

表 3：公司业绩预测（单位：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	36.88	34.06	32.67	46.21	50.27
营业成本	27.69	24.86	24.12	34.23	36.73
毛利率	24.9%	27.0%	26.2%	25.9%	26.9%
归母净利润	1.76	1.76	1.95	2.64	3.30
费用率	20.8%	20.1%	19.4%	18.4%	17.8%
归母净利润率	4.77%	5.18%	5.98%	5.72%	6.56%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

可比公司估值

可比公司选择三花智控、银轮股份和克来机电。三花智控是生产和研发制冷空调控件

元件和零部件的龙头厂商，业务涉及商用空调和冰箱产业的控制器和零部件。三花智控在热力膨胀阀和车用电子膨胀阀这两个细分赛道内具有较大的优势，目前，三花供应特斯拉、宝马、比亚迪等电动车发展领先的车企，其中深度绑定 Tesla 热管理零部件及组件。银轮股份是国内发动机、汽车、工程机械等机械冷却领域的领军企业，产品涉及热泵空调系统、电池热管理等。克来机电从汽车电子生产设备切入热管理系统，产品涉及二氧化碳管路业务。二氧化碳热泵空调系统是新能源汽车热管理系统的重要发展方向，在环保和低温续航方面有突出优势。公司研发的二氧化碳高压管路系统（冷媒导管）已经通过大众 MEB 的实验认证，目前正在筹备量产。这三家企业均涉及汽车热管理和相关零部件业务，估值上具有较强的可比性，保守估值在 20 倍至均值 40 倍之间。

表 4：可比公司估值情况

可比公司	收盘价（元）	EPS（元）				PE			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
三花智控	22.82	0.40	0.40	0.49	0.58	58	57	47	39
银轮股份	13.22	0.40	0.47	0.58	0.72	33	28	23	18
克来机电	43.78	0.38	0.64	0.87	1.16	114	68	51	38
可比公司 PE 均值						68	51	40	32
松芝股份	6.14	0.28	0.31	0.42	0.52	22	20	15	12

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2020 年 10 月 16 日收盘价

公司作为移动式空调生产的龙头企业，小车热管理业务和大中型客车热管理业务是核心业务，2019 年营收占比达到 90%。目前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。且商用车单车配套价值量也较高，将有望实现价量齐升。大中型客车业务维持高份额稳定，在大中型客车空调市场占有率 30%以上，下游景气度有望回升，且新能源客车的电池热管理系统也不断供应，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。我们预测公司 2020/21/22 年 EPS 为 0.31/0.42/0.52 元，结合公司未来净利润增速和可比公司估值情况，给予公司 2021 年 25 倍 PE 的估值，目标价 10.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：公司盈利预测和估值评级

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	22	22	20	15	12
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2020 年 10 月 16 日收盘价

利润表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,688	3,406	3,267	4,621	5,027
营业成本	2,769	2,486	2,412	3,423	3,673
毛利率	24.92%	27.01%	26.15%	25.93%	26.94%
营业税金及附加	27	28	26	32	35
销售费用	303	277	261	360	377
营业费用率	8.22%	8.13%	8.00%	7.80%	7.50%
管理费用	194	178	163	217	226
管理费用率	5.26%	5.23%	5.00%	4.70%	4.50%
财务费用	5	(9)	(13)	(15)	(18)
财务费用率	0.13%	-0.26%	-0.40%	-0.32%	-0.37%
投资收益	10	7	0	0	0
营业利润	69	189	241	344	455
营业利润率	1.88%	5.54%	7.38%	7.45%	9.06%
营业外收入	170	24	0	0	0
营业外支出	2	3	0	0	0
利润总额	238	210	241	344	455
所得税	41	23	34	48	64
所得税率	17.31%	10.81%	14.00%	14.00%	14.00%
少数股东损益	20	11	12	32	62
归属于母公司股东的净利润	176	176	195	264	330
净利率	4.77%	5.18%	5.98%	5.72%	6.56%

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

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	495	537	647	684	992
存货	693	636	602	862	927
应收账款	1,163	1,118	1,073	1,518	1,651
其他流动资产	1,634	1,566	1,610	1,799	1,797
流动资产	3,986	3,857	3,933	4,863	5,367
固定资产	1,087	1,135	1,173	1,200	1,214
长期股权投资	27	42	50	60	71
无形资产	277	270	270	270	270
其他长期资产	525	504	494	484	474
非流动资产	1,916	1,951	1,987	2,013	2,029
资产总计	5,901	5,807	5,920	6,877	7,396
短期借款	60	0	0	0	0
应付账款	967	909	905	1,243	1,352
其他流动负债	1,069	968	914	1,272	1,345
流动负债	2,095	1,876	1,819	2,515	2,697
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	224	201	201	201	201
非流动性负债	224	201	201	201	201
负债合计	2,319	2,078	2,021	2,716	2,898
股本	629	629	629	629	629
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

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%

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）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.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

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。

“慧博资讯”未获中信证券事先书面授权，数据分享平台擅自复制、发送或销售本报告。