

湘财证券研究所

汽车研究小组

浦俊懿

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: pjy2938@xcsc.com

刘金钵

Tel: 021-68634510-8193

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

发行上市资料

股本结构：

发行股本（万股）： 6000

发行后总股本（万股）： 24000

股票价格：

合理价值区间（元） 18.9-22.4

建议询价（元）： 18-22

投资要点

- **汽车空调行业龙头** 公司是一家专业的车辆空调制造商，主要产品为各系列大中型客车空调和乘用车空调。公司以自有品牌运营为核心，以市场为导向，自主研发、设计、营销推广、销售各类车辆空调产品，07、08、09 年大中型客车空调销量均在国内均排名第一。
- **独立汽车空调企业具备更大发展空间** 大中型客车空调市场上竞争的企业主要分为客车厂下属的大中型客车空调生产企业与独立的大中型客车空调生产企业。其中以公司为代表的独立厂商凭借着技术优势及规模优势，更容易实现专业化及规模化，具备更大的发展空间。
- **技术与市场优势明显，新业务将有快速增长** 公司经过多年耕耘，已形成了技术优势、销售模式优势与客户资源等优势。公司主要产品包括大中型客车空调，而乘用车空调近年来在营收占比迅速提升。公司将大中型客车空调作为培育支持新产品、新领域的“现金奶牛”，努力进入包括乘用车空调、轨道车空调机组、冷藏车制冷机组等新的广阔市场，逐步形成“梯次发展、以旧养新、产品线不断丰富”的良性格局。
- **募投项目将带来业务的全面扩张** 本次公司发行募集资金将主要投向“汽车空调生产基地技术改造项目”与“汽车空调压缩机技术改造项目”两个项目。前者将新增乘用车/轻型客车/货车空调、大中型客车空调、轨道车空调机组、冷藏车制冷机组生产线等工艺设备，新老产品产能都将获得提升。而压缩机项目的实施将实现关键零部件的自产，有利于公司降低产品成本，提高竞争力。
- **盈利预测及投资建议** 我们预计公司 10 年、11 年在新增产能的拉动下，主营收入分别增长 30.2%、29.2%，公司净利润将分别达到 2.18 亿元、2.75 亿元，按发行后总股本计算，摊薄 EPS 分别为 0.86 元、1.08。参考当前 A 股汽车零部件行业估值水平，给予公司 2010 年 22-26 倍的 PE 区间，对应的公司合理价值为 18.92-22.36 元，建议询价区间 18-22 元。

□ 风险提示：下游需求变动风险；产品价格波动风险；

主要财务指标	2009A	2010E	2011E
营业收入	920	1198	1548
收入同比 (%)	14%	30%	29%
归属母公司净利润	152	205	259
净利润同比 (%)	31%	35%	26%
毛利率 (%)	36.2%	34.8%	33.4%
每股收益 (元)	0.63	0.86	1.08

目录

一、公司概况	4
二、独立汽车空调企业具备更大发展空间	4
2.1 汽车空调行业概况	5
2.2 汽车空调行业销售模式	5
2.3 行业竞争情况	6
三、公司分析：竞争优势明显，新业务将经历快速增长	6
3.1 公司竞争优势	6
3.2 产能较为紧张，扩充后未来营收将快速增长	7
3.3 原材料对成本影响较小，压缩机自制将提升盈利能力	10
四、募投项目情况	11
4.1 汽车空调生产基地技术改造项目	11
4.2 汽车空调压缩机技术改造项目	13
五、盈利预测与估值	13
六、风险提示	14
6.1 毛利率下降风险	14
6.2 应收账款发生坏账的风险	14
6.3 新产品市场开拓效果不确定的风险	14

图目录

图 1 公司发行前股权结构	错误！未定义书签。
图 2 国内汽车销量快速增长	5
图 3 国内大中客近年来销量	5
图 4 公司主要产品销量及市场占有率	8
图 5 大中客空调销售占总销售额 7 成以上	9
图 6 标配模式与终端模式销售额（亿元）	9
图 7 标配模式下主要客户销售比例	9
图 8 终端模式下主要客户销售比例	9
图 9 乘用车空调营收规模不断扩大	10
图 10 公司 09 年成本结构	11
图 11 分产品毛利率变化	11

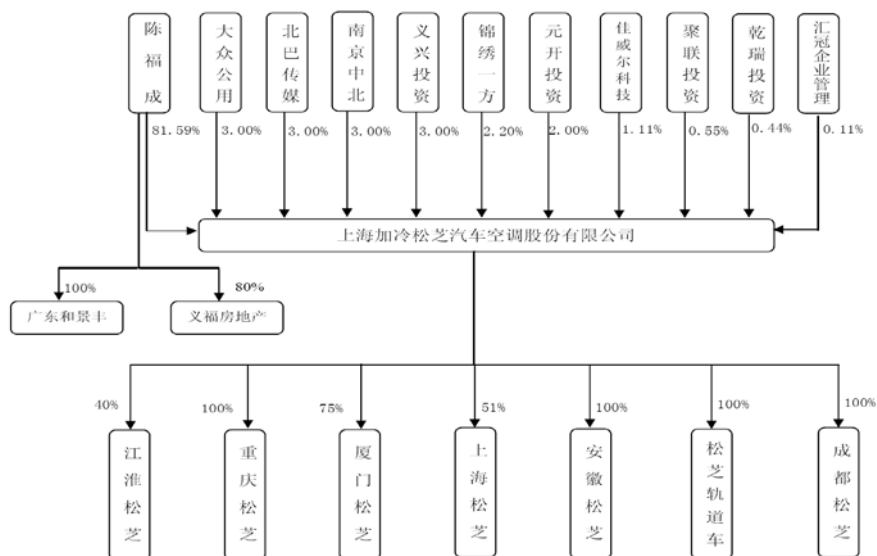
一、公司概况

公司是一家专业的车辆空调制造商,2008年由上海加冷松芝汽车空调有限公司整体变更设立的外商投资股份有限公司,注册资本为18,000万元。公司产品广泛应用于大中型客车、乘用车、货车、轻型客车和轨道车等各类车辆,公司以自有品牌运营为核心,以市场为导向,自主研发、设计、营销推广、销售各类车辆空调产品。

公司是中华人民共和国汽车用空调器国家标准的起草单位,汽车空调研发技术领先于国内同行。公司目前拥有国家专利40项,2008年12月25日,公司被认定为高新技术企业,公司在大中型客车空调研发技术、乘用车/轻型客车/货车空调研发技术、乘用车/轻型客车/货车空调研发技术等领域拥有优势。

本公司是大中型客车空调行业的龙头,2009年大中型客车空调销量21,188台。根据中国汽车工业信息网数据统计,2009年全国大中型客车产量为129,210辆,按照目前市场每年销售的大中型客车约70%的空调安装率计算,公司的市场占有率约为23.43%。根据住房和城乡建设部科学技术委员会城市车辆专家委员会的统计,公司2007、2008、2009年大中型客车空调销量在全国大中型客车空调行业排名高居第一。

图 1 公司发行前股权结构



资料来源:招股说明书,湘财证券研究所

公司拥有6控股子公司—重庆松芝、厦门松芝、上海松芝、安徽松芝、松芝轨道车与成都松芝,以及1家参股公司-江淮松芝,均从事汽车空调及部件的生产。

二、独立汽车空调企业拥有更大发展空间

公司主营业务为车辆空调研发、生产与销售,该行业兼属于制冷、空调设备制

造行业和汽车零部件行业，由于汽车空调行业严重依赖于汽车产业的发展，因此本行业与汽车零部件行业更为接近。

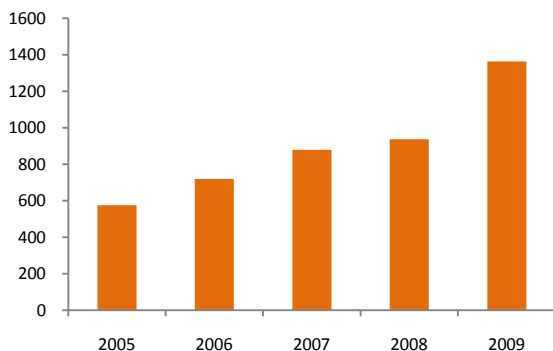
2.1 汽车空调行业概况

目前国内汽车空调企业较多，按照产品的类别及客户的类型，汽车空调行业市场竞争主要分为两大市场的竞争，其一为大中型客车空调市场，另一市场为乘用车/轻型客车/货车空调市场。

在大中型客车空调市场上竞争的企业主要分为客车厂下属的大中型客车空调生产企业与独立的大中型客车空调生产企业。前者可以从其所属客车厂获得较为稳定的订单，但因此也较难获得其他客车厂的订单；后者主要依靠研发实力、成本优势、产品质量以及售后服务等在竞争中获取市场份额。随着大中型客车市场竞争的加剧，市场竞争的市场化程度也越来越高，独立的空调生产企业凭借其技术优势及规模优势更容易实现专业化及规模化，更容易从竞争中胜出。

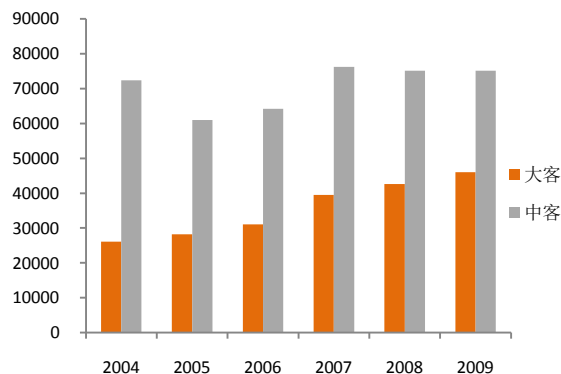
乘用车/轻型客车/货车空调市场竞争格局主要为外资品牌汽车空调企业与自主品牌汽车空调企业的竞争。前者主要为生产汽车空调的境外公司在国内设立的子公司，凭借着技术优势、品牌优势以及与外方良好的全球合作关系，占据了大部分市场份额，但近年来国内自主品牌汽车空调厂家研发能力显著提高，生产技术不断改进，市场竞争力不断加强，有望获得更多的市场份额。

图 2 国内汽车销量快速增长



资料来源：CAAM，湘财证券研究所

图 3 国内大中客近年来销量



资料来源：CAAM，湘财证券研究所

汽车空调换热器中的冷凝器经历了管片式、管带式、平行流式三个阶段。目前，我国大中型客车空调企业主要使用管片式冷凝器，但已有企业开始研发平行流冷凝器在大中型客车空调上的应用技术。在乘用车/货车/轻型客车上，我国乘用车/货车/轻型客车空调企业均已基本掌握管片式、管带式和平行流式冷凝器的产品特点及设计和制造技术。

2.2 汽车空调行业销售模式

汽车零部件行业的销售模式主要有两种：一种是“标配模式”，另一种是“终端模式”。“标配模式”是指汽车零部件生产企业将产品直接销售给整车厂商的模式；而“终端模式”是指汽车零部件生产企业将产品直接销售给最终客户

的模式，即汽车零部件厂商与最终客户达成购销意向后，最终用户向整车厂商发出指令，要求在其购买的车辆上必需安装指定品牌的汽车零部件。

“标配模式”下，整车厂商对单个批次的需求量较大、产品型号相对稳定，选择供应商时比较关注价格，因此“收入较稳定，但毛利率偏低。”“终端模式”下，最终用户更关注汽车零部件的品牌、性能、质量、售后服务的个性化、及时性、便捷性和完善性，价格成为最终用户市场竞争的非主要因素。最终客户一般规模较大、实力较强，多以集中招标或审核认证等方式确定供货关系，因此毛利率偏高。

具体到汽车空调行业，乘用车/轻型客车/货车空调由于单价较低、标准化、批量大且售后服务较少的特点，因此生产企业主要采用“标配模式”。大中型客车空调产品具有单价较高、非标准化、批量小且个性化售后服务要求较高的特点，因此技术优势、售后服务优势、市场营销能力突出的大中型客车空调生产企业可以在采用“标配模式”的同时，采用“终端模式”。

2.3 行业竞争情况

公司是目前国内产销规模排名前列的汽车空调专业制造商，产销规模、盈利能力等综合竞争实力居于行业领先地位。目前，国内大中型客车空调行业中除了公司外，主要竞争对手有郑州科林车用空调有限公司、苏州新同创汽车空调有限公司和劲达技术（河源）有限公司等；在乘用车/轻型客车/货车空调市场，生产厂商较多，市场竞争非常激烈，各厂商的市场份额相对较低，该市场的主要企业为外资品牌企业，如法雷奥汽车空调湖北有限公司、广州电装空调有限公司和上海德尔福汽车空调系统有限公司等。公司于2005年进入乘用车/轻型客车/货车空调市场，正处于起步阶段，目前市场份额较小。

表 1 公司主要竞争对手产能情况

公司主要竞争对手		主要产品产能
大中型客车 空调	郑州科林	15,000套大中型客车空调产能
	苏州新同创	20,000套大中型客车空调产能
	劲达技术	N/A
乘用车/轻型 客车/货车空 调	广州精益	25,000台套大中型客车空调产能
	法雷奥（湖北）	100 万套汽车空调系统/部件产能
	广州电装	N/A
	上海德尔福	50万套汽车空调系统

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

三、公司分析：竞争优势明显，新业务将经历快速增长

3.1 公司竞争优势

技术优势

公司是汽车用空调器国家标准的起草单位，汽车空调研发技术领先于国内同行。在大中型客车空调领域，公司开发出管片式换热器芯体专利技术，试制成功全封闭涡旋压缩机以实现无级能量调节，此外，公司还自主研发出大中型客车空调核心部件——压缩机并计划到2012年实现50%的配套率。在乘用车/轻型客车/货车空调领域，目前只有少数国际知名乘用车空调企业具备正向开发能力，而公司已形成以“正向开发为主、逆向设计为辅”的技术模式，并已在南京依维柯空调系统、长安B201 空调系统等多个项目上体现并得到认可。

销售模式优势

与竞争对手多采用“标配模式”不同，本公司凭借突出的技术优势、售后服务优势、营销能力及管理水平优势，重点从最终客户入手，发展“终端模式”，报告期内公司大中型客车空调的“终端”业务收入占大中型客车空调销售收入的比例为60%~75%。最终用户一般为公交公司、长途客运公司和长途旅游公司等，购买车辆的目的在于商业营运，因此其对供应商的产品质量、对特殊要求的响应速度、个性化的售后服务和品牌信誉更为关注，对价格关注相对偏于次位，因此针对最终客户的终端业务毛利率更高。

客户资源优势

公司经过多年的经营和积累，掌握了众多优质的“标配”客户——整车制造商，和“终端”客户——公交公司、长途客运公司、长途旅游公司和团体客户。整车厂商客户约60 多家，其中稳定的客户20 多家；长途客运客户70 多家，稳定的客户50 多；家公交客户100 多家，稳定的客户约50 多家。公司共拥有240 多家长期客户，其中稳定客户120 多家，公司在一定程度上垄断了行业内的优质客户资源，为公司盈利的稳定性和连续性提供了坚实的客户基础。

销售及售后服务网络优势

公司在全国设立了20 多家销售分公司，70 多名销售人员，营销网络分布在全国各主要省市。健全的营销网络为公司与客户建立了畅通的沟通渠道，公司可在第一时间了解客户需求，为公司新产品研发提供方向，把握市场先机，将客户需求及时转化为订单，提升公司市场份额，进一步提高公司品牌知名度。本公司经过多年悉心培育和资金投入，已在全国各省市建立了268 个安装服务中心和特约维修网点，培养了200多名技术精湛的售后服务人员，为客户提供1-3 年不等的“全年365 天24 小时”免费贴身服务。完善的营销及售后服务网络，优秀的营销能力和售后服务为公司树立了良好的品牌形象，对提高公司的产品销售及市场竞争力具有重要作用。

3.2 产能较为紧张，扩充后未来营收将快速增长

公司主要产品为大中型客车空调和乘用车空调，两者销售收入占营业收入总额的比重超过97%。大中型客车空调是公司销售收入的主要来源，营收占比超过70%；而乘用车空调近年来增长迅速，销售收入占营业收入的比重持续上升，2009 年销售收入占比突破25%，已成为公司销售收入的重要来源之一。

公司在大中型客车空调市场具有明显的竞争优势，07-09年大中型客车空调销

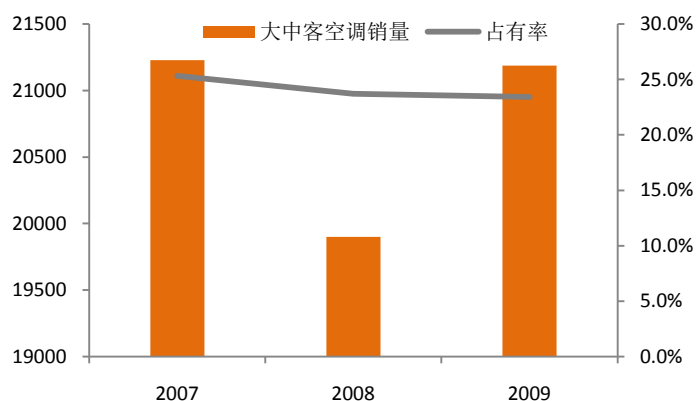
量分别为21,229 台、19,901 台、21,188 台，同期全国大中型客车产量分别为119,735、119,875、129,210 辆。根据70%的客车空调渗透率测算，公司在大中客空调市场的占有率分别为25.33%、23.72%、23.43%，均名列大中型客车空调行业销量第一名。我们认为，公司在大中型客车空调市场具备较强竞争优势，未来市场占有率不会发生较大变化。

表 2 分产品产能及产销情况

时间	产品名称	产能(台)	产量(台)	销量(台)	利用率(%)	产销率(%)
2007	大中客空调	20,000	20,024	21,188	100.1	94.5
	乘用车/轻客/货车空调	80,000	20,910	20,663	26.1	101.2
2008	大中客空调	21,000	20,765	19,901	98.9	104.3
	乘用车/轻客/货车空调	80,000	47,268	44,495	59.1	106.2
2009	大中客空调	21,000	21,725	21,229	103.5	102.3
	乘用车/轻客/货车空调	125,000	148,042	134,795	118.4	109.8

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

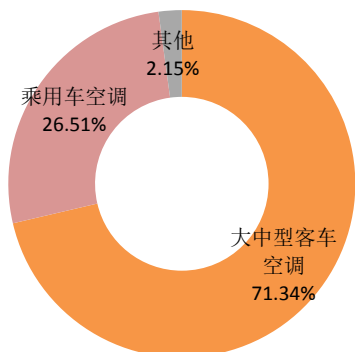
图 4 公司主要产品销量及市场占有率



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

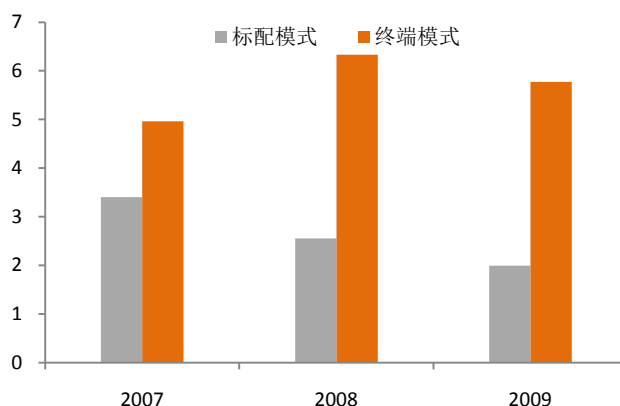
公司大中型客车空调的销售针对整车制造商和最终用户两个市场分别采用“标配模式”和“终端模式”。近年来，宇通客车、大金龙、苏州金龙均有控股或参股的配套汽车空调企业，其生产的客车大部分由自身的配套公司提供汽车空调，致使类似发行人的独立汽车空调厂商的市场份额被挤压，而终端模式则由于公司在最终用户市场拥有较高的知名度和良好的品牌形象，销售较为稳定。

图 5 大中客空调销售占总销售额 7 成以上



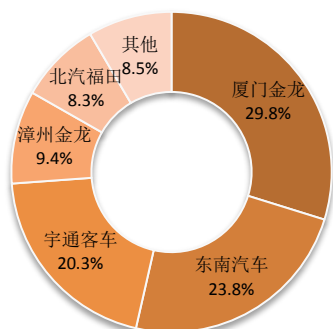
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 6 标配模式与终端模式销售额（亿元）



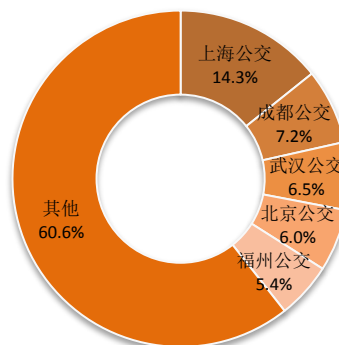
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 7 标配模式下主要客户销售比例



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

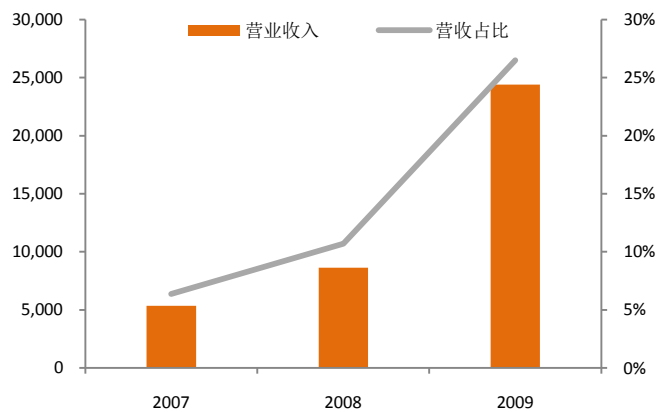
图 8 终端模式下主要客户销售比例



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

公司将大中型客车空调作为培育支持新产品、新领域的“现金奶牛”，努力进入包括乘用车空调、轨道车空调机组、冷藏车制冷机组等新的广阔市场，逐步形成“以大中型客车空调为基础，乘用车空调、轨道车空调机组、冷藏车制冷机组梯次发展、以旧养新、产品线不断丰富”的良性格局。乘用车市场上，公司以自主品牌汽车厂商为市场切入的突破口，积极参与东南汽车、东风柳汽、长安汽车等自主品牌厂商的新产品开发。目前乘用车空调已成为公司收入和利润的重要增长点，报告期内公司乘用车空调增长迅速，销售收入占比从2007 年的6.83%，上升到2009 年的26.51%。

图 9 乘用车空调营收规模不断扩大



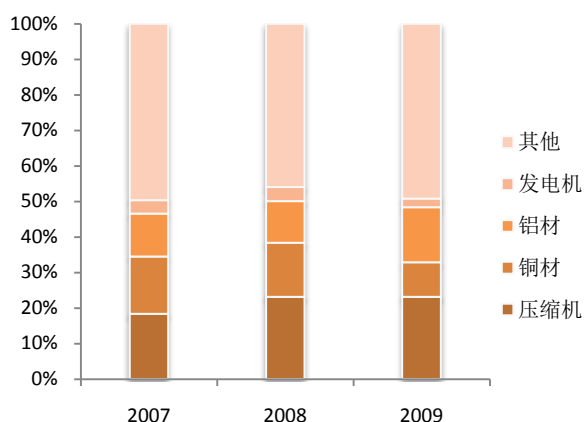
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

3.3 原材料对成本影响较小，压缩机自制将提升盈利能力

公司产品使用的原材料结构较为分散，不过分依赖单一材料，因此某类原材料价格的大幅上涨对产品成本不至于造成显著不利影响。公司主要原材料铜、铝、压缩机、发电机约占成本的50%，其中金属类材料约占成本的25%~30%，占比较小，即使金属类原材料大幅涨价，公司产品成本变动幅度也不很大，不至于使毛利率大幅降低。此外，公司始终坚持不懈的进行新材料、新工艺的研究应用，替代或减少原来价值较高的有色金属的使用量，达到较好的增利效果。

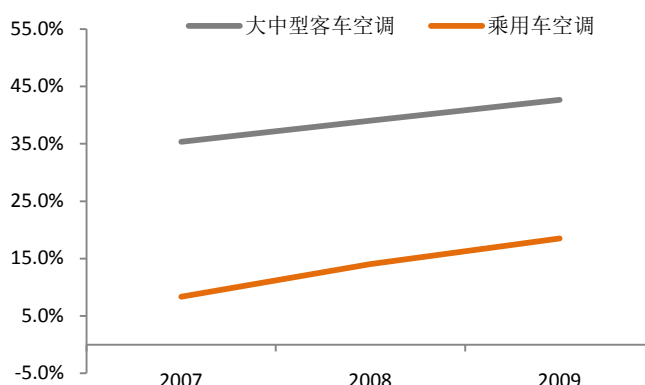
公司经过多年的技术积累与研发，已掌握了汽车空调核心部件--压缩机的设计制造技术，09年通过外协方式生产并实际装机销售了300台压缩机，经过一年的实践检验期后该产品将真正成熟，届时公司将成为行业内首家自己生产压缩机的汽车空调企业。公司计划2010年销售2,000~3,000台，2011年销售5,000台左右，2012年实现约50%的自身产品配套率，届时公司产品成本将大幅下降，在相同市场条件下产品降价空间加大，竞争力显著增强，可以有效扩大市场份额。压缩机自制后成本相对于目前采购价格平均每台下降1,500—1,800元，使汽车空调产品成本下降约7个百分点，毛利率提高4.2个百分点；

图 10 公司 09 年成本结构



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 11 分产品毛利率变化



资料来源：Wind，湘财证券研究所

四、募投项目情况

本次公司发行募集资金将主要投向“汽车空调生产基地技术改造项目”与“汽车空调压缩机技术改造项目”两个项目。“汽车空调生产基地技术改造项目”包括五个子项目——乘用车/轻型客车/货车空调项目、大中型客车空调项目、轨道车空调机组项目、冷藏车制冷机组项目和研发中心项目。“汽车空调压缩机技术改造项目”项目总投资5,000 万元，用于购置空调压缩机零件加工、装配生产、研发及测试设备等。项目达产后，公司每年新增30,000 台大中型客车空调压缩机的产能。

表 3 公司募投项目投资情况

序号	项目名称	项目投资（万元）
1	汽车空调生产基地技术改造项目	41,000
2	汽车空调压缩机技术改造项目	5,000
合计		46,000

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

4.1 汽车空调生产基地技术改造项目

本项目将对现有生产设施进行调整，充实乘用车/轻型客车/货车空调车间和大中型客车空调车间，新建轨道车空调机组、冷藏车制冷机组车间和集产品研发、测试、总部管理等功能的综合楼和配套设施对公司原有零部件车间、乘用车/轻型客车/货车空调车间和大中型客车空调总装车间进行部分改造，新增乘用车/轻型客车/货车空调、大中型客车空调、轨道车空调机组、冷藏车制冷机组生产线等工艺设备和工夹具，以满足生产纲领的增量要求。

表 4：汽车空调生产基地技术改造募投项目投资计划表

序号	投资内容	金额（万元）	比例（%）
1	乘用车/轻型客车/货车空调生产设备	11,380.00	27.76%
2	大中型客车空调生产设备	1,500.00	3.66%
3	轨道车空调机组生产设备	3,500.00	8.54%
4	冷藏车制冷机组生产设备	2,570.00	6.27%
5	研发中心	9,850.00	24.02%
6	土建工程	5,200.00	12.68%
7	其他费用	2,800.00	6.83%
8	流动资金	4,200.00	10.24%
9	总计	41,000.00	100%

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

乘用车/轻型客车/货车空调项目

本项目总投资11,380 万元，项目达产后，将新增乘用车/轻型客车/货车空调产能38.48 万套。

公司自2005 年开发乘用车/轻型客车/货车空调以来，07和08年产量和销量年增长率均超过100%，09 年产量和销量增长率超过200%，增长迅猛，已超负荷生产，公司迫切需要扩大产能以满足日益增长的订单需求。

本项目达产后，新增乘用车/轻型客车/货车空调产能38.48 万套，公司总产能将达到46.48 万套，由于中国乘用车/轻型客车/货车空调市场容量大，本项目达产后，公司总产能仅为2009 年全国乘用车/轻型客车/货车空调市场需求量的4.39%，2013 年预计市场需求量的1.65%，这表明乘用车/轻型客车/货车空调市场潜力巨大，本项目具有良好的市场基础。项目达产后，预计公司新增销售收入69,458.00 万元，利润总额6,164.54万元，净利润4,623.40 万元。

大中型客车空调项目

公司大中型客车空调生产线平均年产量已经超负荷，尤其在旅游旺季以及气温较高的夏季到来前，订单集中且交货时间紧张，公司现有产能已无法满足公司大中型客车空调业务的发展需要。本项目总投资1,500 万元，全部用于购置大中型客车空调生产设备，本项目达产后，将新增大中型客车空调产能8,300台。

公司目前产能为21,000 台，本项目新增产能为8,300台，总产能将达到29,300 台，占2013 年大中型客车空调需求量的19.85%，低于公司2007~2009 年市场占有率，显示本项目具有良好的市场可行性。项目达产后，预计公司新增销售收入21,500.00 万元，利润总额2,757.26万元，净利润2,067.95 万元。

轨道车空调机组项目

本项目总投资3,500 万元，全部用于购置轨道车空调机组生产设备，设备将被布置于公司新建轨道车空调机组生产车间内。本项目达产后，公司轨道车空调机组年产量为2,200 台。本项目实施后，公司轨道车空调机组年产量为2,200

台，占我国市场总需求量的13.54%-14.75%。项目达产后，预计公司新增销售收入23,160.00 万元，利润总额3,298.88万元，净利润2,474.16 万元。

冷藏车制冷机组项目

本项目总投资2,570 万元，全部用于购置冷藏车制冷机组生产设备，本项目达产后，公司冷藏车制冷机组年产量将达到5,000 台。项目达产后，预计公司新增销售收入17,350.00 万元，利润总额3,595.59万元，净利润2,696.69 万元。

研发中心项目

本项目总投资9,850 万元，用于购置研发中心设备、测试设备、研发支出及信息系统，设备将被布置于公司新建的研发中心大楼。本项目根据不同产品的特点，在现有基础上重点增加必要的开发软件、研发设备和国外先进样机，与公司的测试中心有机结合，形成新产品的研发设计、样机制造和测试的完整体系，进一步完善与强化公司原有的信息系统，保证公司的研究开发、产品测试、生产经营、物流、销售、产品服务、人力资源管理、财务等企业资源信息的准确、高速传递、监控及处理，为公司管理层进行重大决策提供科学依据。

4.2 汽车空调压缩机技术改造项目

本项目总投资5,000 万元，用于购置空调压缩机零件加工、装配生产、研发及测试设备等。项目达产后，公司每年新增30,000 台大中型客车空调压缩机的产能。

目前大中型客车空调压缩机的价值约占整台空调生产成本的20%，国内大中型客车空调使用的压缩机还主要依赖于比泽尔、博客等外资品牌，因此价格一直居高不下。本项目的实施有利于公司降低产品成本，提高竞争力。本项目设计产能为30,000 台，根据大中型客车空调项目的市场预测，公司2013 年大中型客车空调销量将达到33,943 套，每套空调系统至少配置1 台压缩机，届时公司将有80%左右的大中型客车空调安装自产压缩机，公司对压缩机的内在需求为27,154台，公司强大的内在配套需求为本项目的实施提供了保障，此外公司将积极开拓其他大中型客车空调生产企业、海外市场以及售后维修市场，以保证本项目的顺利实施。

本项目总投资5,000 万元，建设期为1 年，项目达产后，预计公司每年新增利润总额1,846 万元，净利润1,385 万元，财务内部收益率25.93%，动态投资回收期6.4 年。

本项目将由上海加冷松芝汽车空调股份有限公司独立承担并实施。包括1 年的项目建设期，本项目第4 年将全部达产，预计达产年为2013 年。

五、盈利预测与估值

我们预计公司 10 年、11 年在新增产能的拉动下，主营收入分别增长 30.2%、29.2%，公司净利润将分别达到 2.18 亿元、2.75 亿元，按发行后总股本计算，摊薄 EPS

分别为 0.86 元、1.08。参考当前 A 股汽车零部件行业估值水平，给予公司 2010 年 22-26 倍的 PE 区间，对应的公司合理价值为 18.92-22.36 元，建议询价区间 18-22 元。

表 5 公司主要财务指标预计（单位：万元）

主要财务指标	2009A	2010E	2011E
营业收入	920	1198	1548
收入同比(%)	14%	30%	29%
归属母公司净利润	152	205	259
净利润同比(%)	31%	35%	26%
毛利率(%)	36.2%	34.8%	33.4%
每股收益(元)	0.63	0.86	1.08

资料来源：湘财证券研究所

六、风险提示

6.1 毛利率下降风险

2007~2009 年公司综合毛利率分别为 34.16%、36.50%、36.20%，毛利率水平较高，其主要原因：一是公司主要产品大中型客车空调，凭借优良的品质、售后服务和品牌美誉度，在市场竞争中相对于同类产品售价偏高 3%~5%；二是公司大部分业务来自“终端模式”，个性化的产品及特殊的售后服务安排，使得毛利率水平相对较高；三是公司具备针对市场变化的快速响应能力，适应市场不断进行产品技术创新，产品结构不断优化，减缓了毛利率的下降。但随着市场竞争的日益激烈，以及毛利率较低的乘用车空调销售收入所占比重的上升，存在毛利率下降的风险。

6.2 应收账款发生坏账的风险

2007 年末、2008 年末、2009 年末公司应收账款净额分别为 26,228 万元、30,406 万元和 35,104 万元，占同期总资产的比例分别为 36.22%、36.55% 和 31.23%。公司应收账款金额较大、比重较高，主要是公司所处行业的销售模式和结算方式造成的。公司以“标配模式”和“终端模式”实现销售收入的比例约为 3: 7，但在结算时，最终用户通常会向整车制造厂一次性付清全部购车款，再指示整车制造厂将其中的汽车空调价款划给加冷松芝，在发行人最终结算时，对整车制造厂的销售发票金额占销售发票总金额的比例超过 70%，因此整车制造厂的回款期对公司应收账款的回收周期影响很大。

6.3 新产品市场开拓效果不确定的风险

发行人从事各种车辆空调的研发、生产和销售，其中大中型客车空调 2007~2009 年销售收入分别为 70,997 万元、70,146 万元、65,654.91 万元，占同期营业收入总额的 90.73%、87.00%、71.34%。经历了前几年的快速发展，大中型客车市场增速有所放缓，因此大中型客车空调的销售增长也可能受到影响。公司管理层已清晰的认识到这一点，为稳定并提高市场份额，公司加大了新产

品、新市场的开拓，如乘用车空调市场、轨道车空调市场、冷藏车制冷市场。但因受到市场竞争、经济环境、行业波动以及国家政策等方面的影响，公司对新产品市场的开拓效果存在一定的不确定性。

表 6 松芝股份财务预测表

资产负债表				利润表			
单位: 百万				单位: 百万			
会计年度	2009	2010E	2011E	会计年度	2009	2010E	2011E
流动资产	894	2076	2344	营业收入	920	1198	1548
现金	129	1292	1491	营业成本	587	781	1031
应收账款	351	446	428	营业税金及附加	0	1	1
其他应收款	6	19	17	营业费用	82	108	139
预付账款	77	47	52	管理费用	61	81	104
存货	187	102	127	财务费用	10	-5	-21
其他流动资产	145	170	228	资产减值损失	3	0	0
非流动资产	229	372	549	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	33	45	50	投资净收益	8	25	30
固定资产	126	234	390	营业利润	186	257	324
无形资产	41	41	41	营业外收入	7	0	0
其他非流动资产	30	52	67	营业外支出	0	0	0
资产总计	1124	2449	2893	利润总额	192	257	324
流动负债	570	625	835	所得税	25	39	49
短期借款	235	256	285	净利润	167	218	275
应付账款	175	191	320	少数股东损益	15	13	16
其他流动负债	159	177	230	归属母公司净利润	152	205	259
非流动负债	49	-100	-100	EBITDA	195	261	320
长期借款	0	-100	-100	EPS (元)	0.84	0.86	1.08
其他非流动负债	49	0	0				
负债合计	618	525	735	主要财务比率			
少数股东权益	45	58	74	会计年度	2009	2010E	2011E
股本	180	240	240	成长能力			
资本公积	27	1167	1167	营业收入	14.1%	30.2%	29.2%
留存收益	254	459	678	营业利润	25.3%	38.3%	26.2%
归属母公司股东权益	461	1866	2084	归属于母公司净利润	30.8%	35.3%	26.2%
负债和股东权益	1124	2449	2893	获利能力			
现金流量表				毛利率 (%)	36.2%	34.8%	33.4%
单位: 百万				净利率 (%)	16.5%	17.1%	16.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	ROE (%)	32.9%	11.0%	12.4%
经营活动现金流	142	161	354	ROIC (%)	30.8%	29.8%	33.2%
净利润	167	218	275	偿债能力			
折旧摊销	0	9	16	资产负债率 (%)	55.0%	21.4%	25.4%
财务费用	10	-5	-21	净负债比率 (%)	37.98%	29.76%	25.09%
投资损失	-8	-25	-30	流动比率	1.57	3.32	2.81
营运资金变动	0	-46	115	速动比率	1.24	3.16	2.65
其他经营现金流	-26	9	-2	营运能力			
投资活动现金流	-122	-124	-163	总资产周转率	0.94	0.67	0.58
资本支出	95	140	188	应收账款周转率	3	3	3
长期投资	-47	13	5	应付账款周转率	4.04	4.26	4.03
其他投资现金流	-75	29	30	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	7	1126	8	每股收益 (最新摊薄)	0.63	0.86	1.08
短期借款	73	21	28	每股经营现金流 (最新)	0.59	0.67	1.47
长期借款	0	-100	0	每股净资产 (最新摊)	1.92	7.78	8.68
普通股增加	0	1200	0	估值比率			
资本公积增加	0	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-67	5	-20	P/B	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	27	1163	199	EV/EBITDA	1	0	0

资料来源: 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。