

汽车行业分析师：周 娅

电话：(8610) 68584833

电邮:zhouya@foundersc.com

联系人：傅敏

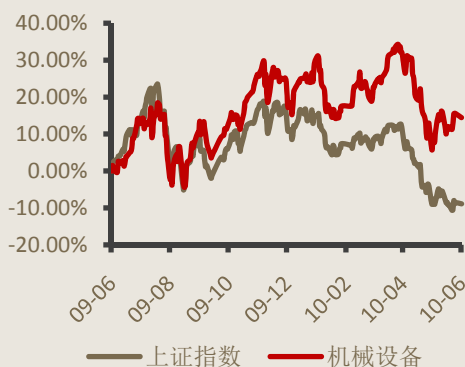
电话：(86731) 85832274

电邮: fumin@foundersc.com

发行上市资料

发行价格（元）	
A 股发行股数（万股）	6000
发行前总股本（万股）	18000
发行后总股本（万股）	24000
发行日期	2010/7/7
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	国元证券
上市日期	-

机械行业相对上证指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

借助乘用车空调驶入发展快车道

松芝股份（002454）新股投资价值分析

新股投资价值分析
2010.07.07

投资要点

※大中客空调行业龙头、竞争优势突出

公司主营业务为车辆空调的研发、生产与销售，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。公司是大中客空调行业的龙头，产品售价高出同业其他公司产品 3%-5%，2009 年产品毛利率达到 42.66%，2007-2009 年市场占有率一直维持在 24% 左右，持续位居行业榜首。受益于公司“终端模式”推广及产品研发升级，大中客空调市场龙头地位稳固，毛利率有望维持在目前的高水平。

※乘用车空调业务爆发式增长、市场前景广阔

公司于 2005 年进入乘用车空调市场，目前市场份额较小。但近几年增长非常迅速，2007-2009 年的销售收入分别为 5,347 万元、8,625 万元、24,399 万元，年均复合增长率高达 113.61%，销售收入占比也从 2007 年的 6.83% 提高到 2009 年的 26.51%。乘用车空调已成为公司重要的利润增长点，公司已与东南汽车、长安汽车等大型自主品牌乘用车企建立战略合作，并将借助与自主品牌乘用车企的良好关系，大力开拓长安铃木、东南三菱等合资品牌车企，进入其零部件配套体系，为公司带来广阔的市场空间。

※轨道车和冷藏车空调市场逐渐打开、成新增长点

在大力发展汽车空调的基础上，公司将凭借雄厚的研发实力与行业先发优势，大举进军技术要求极高、产业前景极佳的轨道车空调机组和冷藏车制冷机组领域。公司目前正为中国北车、上海轨道公司试装样机，同时已与北汽福田、山东中集达成协议，今年将进行产品试装。受益于铁路固定资产投资 70% 的高速增长、食品药品安全要求和消费水平的不断提高，轨道车和冷藏车空调业务将成为公司未来 3 年新利润增长点。

※募投项目突破产能瓶颈，推动主业驶入发展快车道

目前，公司产能利用率已超过 100%。本次募集资金主要用于汽车空调生产基地技术和压缩机技术改造项目，达产后乘用车空调产能将由目前的 8 万套增加到 46.48 万套，新增大中客空调年产能 8300 台，分别形成轨道车和冷藏车空调年产能 2200 台、5000 台，新增大中客空调压缩机年产能 3 万台，预计 2013 年大中客空调压缩机自配率将由目前的 10% 提高到 80%，压缩机成本将节约近 20%。募投项目达产后，公司的产能不足将得以缓解，为公司乘用车、轨道车、冷藏车空调等重点业务的开拓奠定基础，提高公司的盈利能力，推动主业进行快速增长期。

※盈利预测与估值

我们预计 2010-2012 年公司归属母公司的净利润分别为 2.12 亿、2.47 亿、2.9 亿，对应发行后的每股收益为 0.89 元、1.03 元、1.21 元。参考汽车零部件行业相关上市公司估值水平，我们认为公司对应 2010 年合理估值区间为 23 倍-28 倍，对应股价为 20.36 元-24.79 元。

※风险提示

经济周期波动风险；原材料价格波动风险；应收账款坏账风险。

一、公司概况

1、历史沿革

公司前身为 1999 年设立的中外合资企业上海松芝，经营范围是生产大巴、中巴、微型汽车空调器及相关配件、销售自产产品，注册资本 150 万美元。2002 年 1 月，上海松芝通过股权转让，变更为外商独资企业。2002 年 6 月，上海加冷松芝汽车空调有限公司设立，承继了上海松芝的全部大中型客车空调整机业务，包括汽车空调整机产品、客户和市场，无偿受让了上海松芝的商标，购买了上海松芝与两器生产无关的存货设备，接收了上海松芝的主要技术、管理、销售、财务和生产人员，以及大中型客车空调的主要技术，企业类型变更为独资（港澳台），注册资本 1,250 万美元。2004 年 9 月，公司注册资本增加到 1,550 万美元。2008 年 1 月，公司变更为有限责任公司（台港澳与境内合资）。2008 年 4 月，公司整体变更设立为上海加冷松芝汽车空调股份有限公司，注册资本 18,000 万元。

2、主营业务

公司主营业务为车辆空调的研发、生产与销售，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。

图表 1 主营业务构成

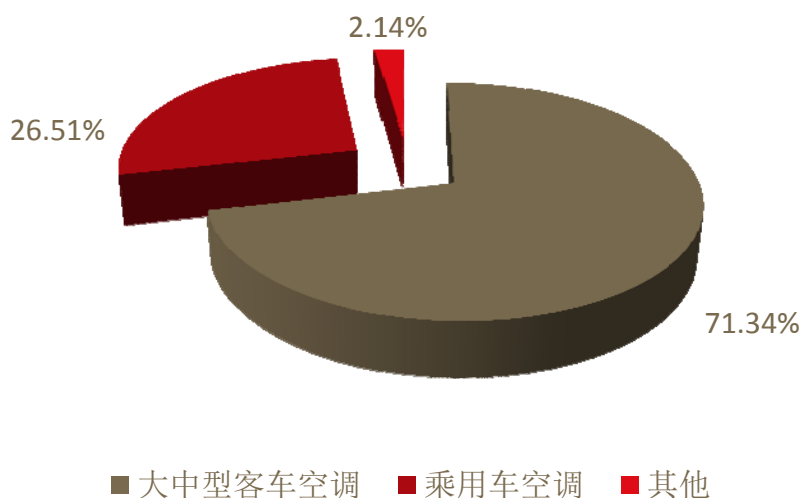
产品类别	2008 年		2009 年	
	营业收入 (万元)	比例 (%)	营业收入 (万元)	比例 (%)
大中型客车空调	70,146	87.00	65,655	71.34
乘用车空调	8,625	10.70	24,399	26.51
其他	1,859	0.33	1,972	0.44

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

公司主要产品为大中型客车空调和乘用车空调，2008-2009 年两者销售收入占营业收入总额的比重超过 97%，其他业务收入包括公司对超过免费保修期的汽车空调提供售后服务时销售材料的收入，以及部分闲置厂房的租金收入。大中型客车空调是公司销售收入的主要来源，近 2 年占营业收入的比重超过 70%；乘用车空调增长迅速，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。

2009 年公司主要产品销售收入构成情况如图表 2 所示。

图表 2 2009 年主要产品销售收入构成



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

二、大中客空调行业龙头、竞争优势突出

1、大中客空调一体化解决方案提供商，市占比稳居榜首

公司是大中客空调一体化解决方案提供商，2007-2009 年市场占有率一直维持在 24%左右，持续位居行业榜首。

大中型客车空调对公司主营业务利润的贡献最大，近 3 年毛利贡献率均超过了 85%。公司大中型客车空调按产品特性、用途可以划分为两大类，一类是适用于长途客运旅游车辆的长客类空调，另一类是适用于城市公交车的公交类空调。2008-2009 年大中型客车空调主要系列产品毛利及占毛利总额的比例如图表 3 所示。

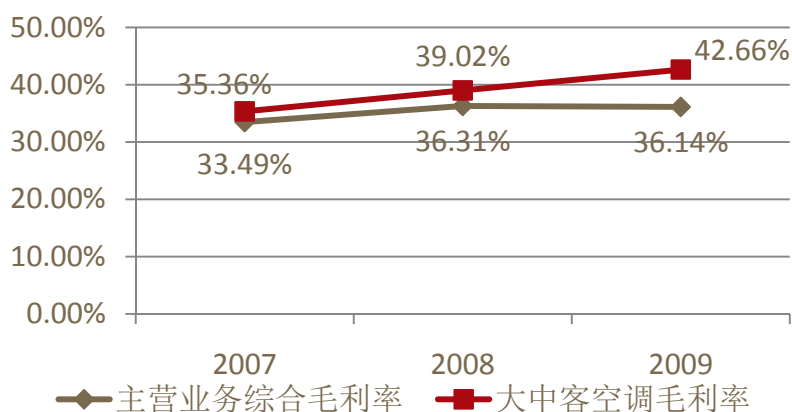
图表 3 大中客空调主要系列产品毛利及占比

产品类别	2008 年		2009 年	
	毛利 (万元)	占比 (%)	毛利 (万元)	占比 (%)
长客类空调	10,980	40.12	10,980	39.21
公交类空调	16,389	59.88	17,025	60.79
总计	27,369	100	28,005	100

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

凭借雄厚的研发实力、优良的产品品质、一体化的售前售后服务、独特的终端模式，公司大中客空调产品售价高出同业其他公司产品 3%-5%，产品毛利率持续提高，2009 年产品毛利率达到 42.66%，从而带动公司综合毛利率的上升。

图表 4 大中客空调产品毛利率变化情况



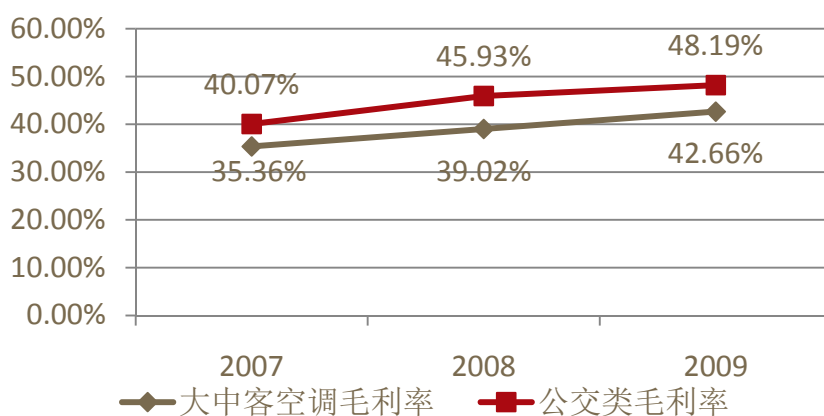
资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

目前，大中型客车空调市场竞争格局已基本稳定，公司在大中型客车空调市场具有非常强的竞争力，未来市场占有率有望维持行业首位，不会发生较大变化。

2、公交类空调产品竞争优势极强，毛利率高达 48%

公司的公交类空调产品竞争力极强，在北京公交车市场的占有率约为 90%。凭借高技术含量的产品、完善的售前售后服务、优质的客户资源，公交类空调毛利率远高于汽车零部件行业的平均水平，且逐年成上升趋势，2009 年达到了 48.19%。

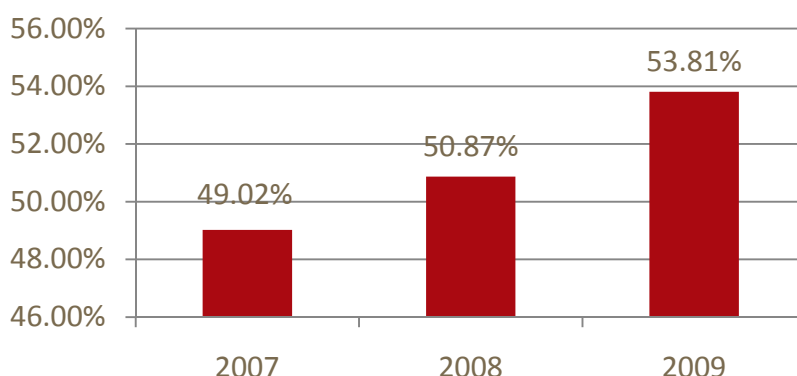
图表 5 公交类产品毛利率变化情况



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

目前，公司已与北京公交、成都公交、武汉公交等大型的公共交通营运公司，以及北汽福田、厦门金龙、保定长安等整车企业建立了稳定的合作关系。公交类产品的销售收入占大中客类产品总收入的比例逐年上升，成为公司重要的利润贡献点。

图表 6 公交类产品销售收入占大中客类产品销售总收入的比例



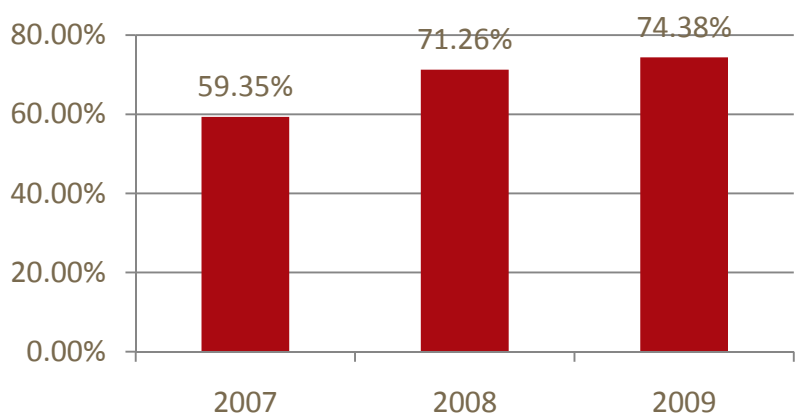
资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

3、终端模式持续推广、毛利率有望稳定在较高水平

汽车空调产品的销售主要包括“标配模式”和“终端模式”两种。绝大多数汽车空调企业、汽车零部件企业采用的销售模式是“标配模式”，即将产品直接销售给整车厂商，为整车厂商提供配套的零部件。与此不同，本公司重点从最终客户入手，发展“终端模式”，即公司与最终客户达成购销意向后，由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本公司品牌的汽车空调。

近几年，公司大中型客车空调的“终端模式”业务收入占大中型客车空调总收入为 60%-75%，且逐年呈上升趋势。

图表 7 大中客空调终端模式销售占比



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

在“终端模式”中，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，对产品质量、特殊需求的响应速度、个性化的售后服务和品牌信誉更为关注，对价格的关注相对偏于次位，因此针对最终客户的“终端”业务毛利

更高，竞争相对较弱。本公司由于掌握了较多大型最终用户，建立了稳定的信任关系，因此业务相对稳定，毛利率较高。

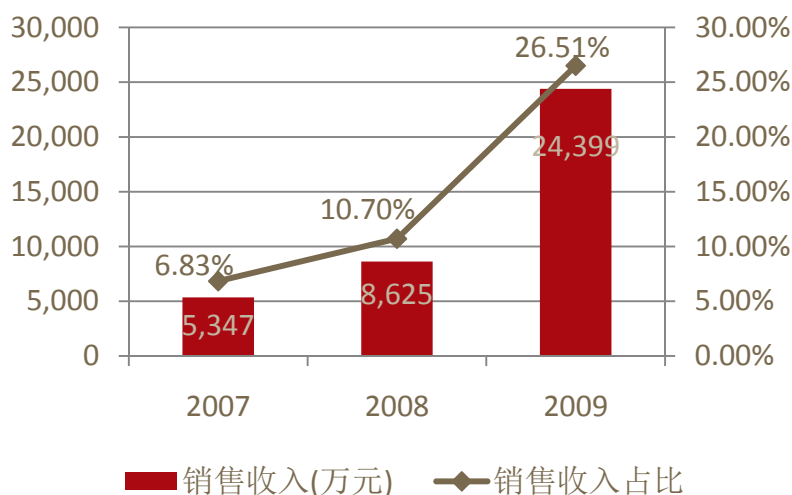
此外，公司经过多年的技术积累，已自主研发出大中型客车空调核心部件——压缩机，压缩机传动装置的发明专利申请已被受理，2009 年实际装车并销售 300 台压缩机，公司计划到 2012 年实现公司自身产品 50%的配套率，此项技术可以大幅降低产品成本，进一步促进中大客空调产品毛利率的提升。

三、乘用车空调业务爆发式增长、市场前景广阔

1、乘用车空调业务进入爆发增长期

公司从 2005 年开始进入乘用车空调市场，目前仍处于起步阶段，市场份额较小。但近几年的增长非常迅速，2007-2009 年的销售收入分别为 5,347 万元、8,625 万元、24,399 万元，年均复合增长率高达 113.61%，销售收入占比也从 2007 年的 6.83% 提高到 2009 年的 26.51%。

图表 8 乘用车空调销售收入及占比



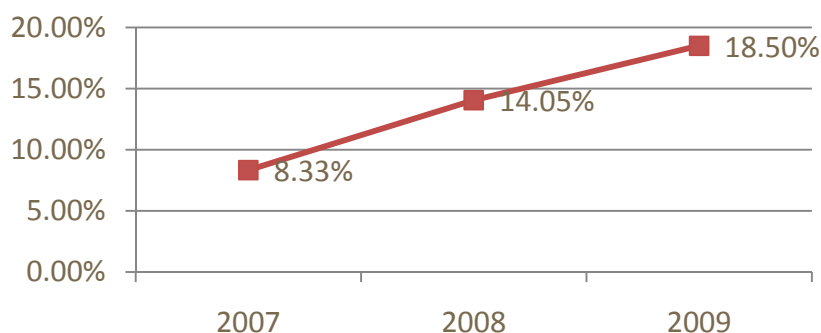
资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

乘用车空调业务已成为公司收入和利润的重要增长点。公司乘用车空调系统研发形成了以“正向开发为主、逆向设计为辅”的技术模式。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，国内合资企业大多依靠国外母公司的技术支持才能进行。公司的正向开发完全依靠自身的技术力量完成，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。未来几年，公司将继续加大推广力度，扩大乘用车空调的市场规模。

2、规模经济逐渐体现、毛利率稳步提升

公司自 2005 年进入乘用车空调市场后，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，经过几年的磨合，公司与东南、柳汽、长安等客户形成了充分的信任，这些客户的新项目开发大部分由公司来承担。公司为东南 V3 菱悦、长安悦翔、柳汽 M5、柳汽风行景逸等项目配套的空调产品相继在 2008 年下半年和 2009 年上市，受《汽车产业调整和振兴规划》、《汽车摩托车下乡实施方案》、《老旧汽车报废更新补贴资金管理暂行办法》和《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》等多项利好政策影响，销量大幅增长。随着乘用车空调产品产销量的放大，规模经济效益逐渐体现，产品的毛利率持续上升，从 2007 年的 8.33% 提高到 2009 年的 18.5%。

图表 9 2007-2009 年乘用车空调毛利率



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

随着新建乘用车空调生产基地项目的建成投产，以及市场需求的进一步释放，产品生产成本将逐渐下降，未来几年毛利率有望维持在 19% 左右。

3、借助自主品牌客户进入合资品牌车空调配套体系

公司以自主品牌汽车厂商为市场切入的突破口，借助与自主品牌车企的良好合作关系，积极开拓其合资厂商市场。公司利用与东南汽车、长安汽车等大型的自主品牌乘用车企建立的战略合作关系，大力开拓长安铃木、东南三菱等合资品牌车企，并将以与吉利汽车合资为契机，争取为沃尔沃车型配套。进入合资品牌零部件配套体系，将为公司带来广阔的市场空间。

2009 年我国乘用车市场率先从金融危机中复苏，呈井喷之势，年度销量位居全球第一，公司作为汽车零部件供应商，销售也随之快速增长。中国乘用车市场潜力巨大且增长迅猛，公司的乘用车空调业务发展前景十分广阔。

四、轨道车、冷藏车空调业务成新增长点

在大力发展汽车空调的基础上，公司将凭借雄厚的研发实力与行业先发优势，大举进军技术要求极高、产业前景极佳的轨道车空调机组和冷藏车制冷机组领域。

自 2005 年以来，我国发展严重滞后的铁路基础设施建设进入了高速增长期。2005-2009 年，我国铁路固定资产投资增幅分别为 4.5%、49.8%、65.4%、16%、69.9%、69.8%。尤其是自 2008 年以来，铁路固定资产投资保持了约 70% 的高增速。预计 2010-2012 年，铁路建设投资金额将分别达到 7000 亿、7500 亿、7000 亿。铁路基础设施建设的快速增长，将为公司轨道车空调业务带来广阔的市场空间，公司目前正为中国北车、上海轨道公司试装样机。同时，随着食品药品安全要求和消费水平的不断提高，日益增加的冷链需求也为公司的冷藏车空调业务带来巨大的市场空间。公司已与北汽福田、山东中集达成协议，今年将进行产品试装。轨道车和冷藏车空调业务有望成为公司未来 3 年新的利润增长点。

五、募投项目突破产能瓶颈，推动主业快速增长

公司本次募集的资金将主要用于汽车空调生产基地技术改造项目 and 汽车空调压缩机技术改造项目。

图表 10 募投项目建设情况

	项目名称	总投资（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

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

公司本次募集的资金中 4.1 亿元将用于汽车空调生产基地技术改造项目，项目建设期为 1 年，建成达产后乘用车空调产能将由目前的 8 万套增加到 46.48 万套，新增大中客空调年产能 8300 台，分别形成轨道车和冷藏车空调年产能 2200 台、5000 台。

另外，将投资 0.5 亿元用于汽车空调压缩机技术改造项目，达产后将新增大中客空调压缩机年产能 3 万台，预计 2013 年公司大中客空调压缩机自配率将由目前的 10% 提高到 80%，压缩机成本将节约近 20%。

2009 年，公司大中客空调与乘用车空调的产能利用率分别高达 103.45%、118.43%，处于超负荷运转状态。随着市场需求的不断释放，公司的产能不足问题日益严峻。公司募投项目达产后，将使公司的产能不足得以缓解，为公司乘用车、轨道车、冷藏车空调等未来重点业务的开拓奠定基础，提高公司的盈利能力，推动主业进行快速增长期。

六、盈利预测与估值

假设宏观经济稳定，国内外汽车市场的发展符合预期，原材料价格基本稳定，我们预期 2010-2012 年公司主营业务收入分别为 11.98 亿元、15.23 亿元、19.14 亿元，年增长率分别为 30.19%、27.12%、25.66%。乘用车/轻客/货车空调的销售收入分别为 4.39 亿元、6.59 亿元、8.89 亿元，年增长率分别为 80%、50%、35%；大中客空调销售收入分别为 7.35 亿元、8.02 亿元与 8.58 亿元，年增长率分别为 12%、9%、7%；轨道车空调销售收入分别为 0.02 亿元、0.26 亿元与 0.92 亿元，冷藏车空调销售收入分别为 0.01 亿元、0.15 亿元与 0.53 亿元。

图表 11 各类产品销售收入预测

项目（百万）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
乘用车/轻客/货车空调	86	244	439	659	889
大中客空调	701	657	735	802	858
轨道车空调	-	-	2	26	92
冷藏车空调	-	-	1	15	53
其他	19	20	21	21	22
总计	806	920	1198	1523	1914

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

毛利率方面，我们预计 2010-2012 年，乘用车/轻客/货车空调的毛利率分别为 18.8%、19%、19.5%；大中客空调的毛利率将保持在 42%-43%之间；轨道车空调的毛利率分别为 33%、35%、40%；冷藏车空调的毛利率分别为 31%、32.5%、39%。

预计 2010-2012 年，管理费用率将维持在 5.7%-6.15%之间；销售费用率将维持在 7.6%-8%之间。待募集资金到位后，部分借款的归还将使得公司的财务费用下降，预计 2010-2012 年财务费用率将维持在 0.18%-0.25%之间。

图表 12 松芝股份利润预测

损益表（百万）	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	920	1198	1523	1914
减：营业成本	587	802	1035	1310
营业税金及附加	0	1	1	1
销售费用	82	96	116	150
管理费用	61	68	94	113
财务费用	10	2	3	5
资产减值损失	3	2	2	1
加：投资收益及汇兑净损益	8	24	32	31

二、营业利润	186	251	305	364
加： 营业外收支净额	7	7	5	4
三、利润总额	192	258	310	368
减： 所得税费用	25	34	46	59
四、净利润	167	225	263	309
其中：归属母公司净利润	152	212	247	290
少数股东权益	15	12	17	19
五、总股本（百万股）	180	240	240	240
六、全面摊薄每股收益（元）	0.84	0.89	1.03	1.21

资料来源：方正证券研究所

综合上述分析，我们预计 2010-2012 年公司归属母公司的净利润分别为 2.12 亿、2.47 亿、2.9 亿，对应发行后的每股收益为 0.89 元、1.03 元、1.21 元。参考汽车零部件行业相关上市公司估值水平，我们认为公司 2010 年合理的估值区间为 23 倍-28 倍，对应股价为 20.36 元-24.79 元。

七、风险提示

经济周期波动的风险。汽车生产和销售受宏观经济影响较大，当宏观经济繁荣时，汽车产业发展迅速，汽车消费能力和消费意愿增强；反之汽车产业发展放缓，汽车消费能力和消费意愿减弱。公司作为汽车空调零部件的供应商，也必然受到经济周期波动的影响。

原材料价格波动风险。公司产品的原材料主要为铜、铝、压缩机、发电机、发动机、电子元器件等，其中铜、铝等金属材料占成本的比例为 25%-30%。近年来受国际国内多方面因素影响，铜、铝的价格波动很大。公司通过密切跟踪原材料价格波动趋势、降低安全库存、缩短采购原材料与交付产成品的周期等措施，严格控制原材料价格波动对产品利润的影响。但不排除由于原材料价格持续、同一方向剧烈波动，公司盈利能力出现较大变化的可能性。

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%，处于行业内较高水平。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上升，存在毛利率下降的风险。

应收账款发生坏账的风险。2007、2008、2009 年末公司应收账款占同期总资产的比例分别为 36.22%、36.55%和 31.23%，应收账款金额较大、比重较高。截至 2009 年 12 月 31 日，公司账龄一年以内的应收账款占全部应收账款的比例为 95.45%，三年以上账龄的应收账款仅占 0.26%，账龄结构合理，发生坏账的可能性较小。但若公司对应收账款管理不善，或者个别主要客户生产经营出现困难，则存在应收账款发生坏账的风险。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;
 增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%;
 中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;
 中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址:	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼研究中心 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 (310006)
电话:	(86731) 85832274	(86571) 87782600
传真:	(86731) 85832380	(86571) 87782600
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com