

松芝股份 (002454.SZ) 汽车零配件行业

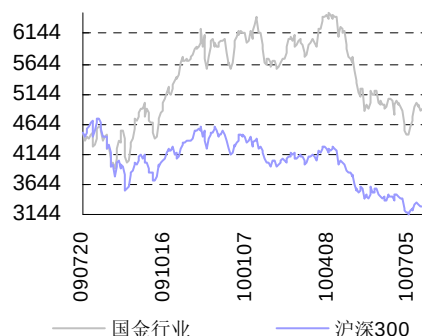
新股研究

上市定价 (人民币) : 18.47-20.99 元
 目标价格 (人民币) : 18.47-20.99 元

长期竞争力评级 : 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	18.20
发行 A 股数量(百万股)	60.00
总股本(百万股)	240.00
国金汽车零配件指数	4911.18
沪深 300 指数	2616.13
中小板指数	5298.39



乘用车空调是公司未来成长关键所在

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.645	0.843	0.840	0.993	1.217
每股净资产(元)	1.92	2.56	7.07	7.96	9.18
每股经营性现金流(元)	0.85	0.79	0.28	0.59	0.73
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	-11.43%	30.80%	32.77%	18.25%	22.53%
净资产收益率(%)	33.67%	32.95%	11.87%	12.48%	13.26%
总股本(百万股)	180.00	180.00	240.00	240.00	240.00

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 上海加冷松芝空调股份有限公司是国内领先的汽车空调制造商，产品以大中型客车用汽车空调为主（占公司收入比超过 70%），在大中客空调的细分市场上市场占有率接近 25%；
- 公司在经营上最大的亮点是其“终端销售”的营销模式——在这种模式下，汽车零部件供应商并不直接同整车厂形成配套关系，而是由客车的终端用户向整车厂要求安装指定零部件供应商的产品；终端用户相对于整车厂集中度低，对产品性能和售后服务关注度更高，议价力相对较弱；公司的销售收入中，有超过 60%来自“终端模式”，这是公司获得较高盈利水平的重要原因之一；
- 对于公司目前的主要产品大中型客车空调，我们认为在未来将呈现低速稳定增长的趋势：一线城市的公交客车空调市场已逐步趋于饱和（安装率接近 95%）；二三线城市的公交客车需求量和客车空调安装率都有一定的提升空间，将成为客车空调市场主要增长点；但由于二三线城市客车空调需求档次较低，有可能对公司盈利水平产生一定消极影响；
- 乘用车空调将成为公司长期成长的关键所在：国内乘用车市场容量是大中型客车的 8-9 倍，对于公司而言是更为广阔的发展空间；当前乘用车空调上，合资品牌车厂已有了德尔福、法雷奥等较为稳定的空调供应商，因此自主品牌车厂就成为公司未来开拓乘用车空调市场的主要突破口；目前，公司已同长安、东南等车厂建立了配套关系，未来市场有望进一步拓展；此外，轨道交通空调和冷藏车空调也是公司未来潜在的增长点；
- 我们预计公司 2010 到 2012 年分别实现销售收入 1,213、1,566 和 1,951 百万元，同比增长 31.8%、28.3%和 25.3%；实现归属母公司净利润 202、238 和 292 百万元，对应 2010-2012 年 EPS 分别为 0.840、0.993 和 1.217 元；我们给予公司 22-25 倍的 2010 年动态 PE，对应二级市场合理价位为 18.47-20.99 元；

张锦

联系人
 (8621)61038231
 zhangjin@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212

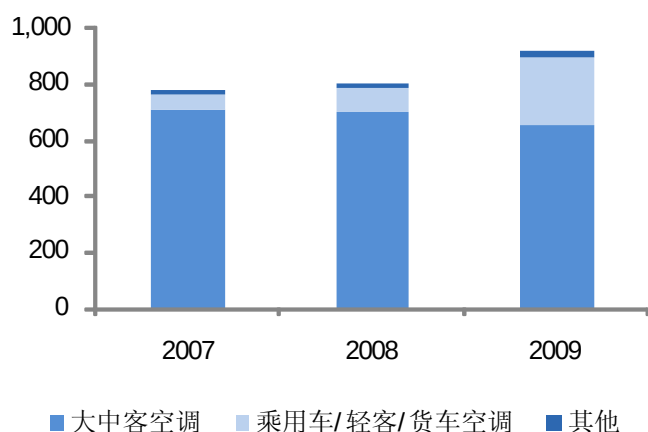
松芝股份：大中客空调细分行业领头羊，“终端销售”是亮点

大中客空调的行业龙头

- 上海加冷松芝汽车空调股份有限公司的主营业务为研发、生产和销售各类型汽车空调器及相关零配件产品。公司 09 年实现销售收入 9.2 亿元，净利润 1.67 亿元。大中型客车空调产品占销售收入的 71.34%，是公司收入的主要来源。
- 根据我国科学和城乡建设部的统计资历显示，2007、2008 和 2009 年我国大中客空调市场容量为 83,815、83,912、90,447 台，公司相对应的市场份额为 25.33%、23.72%和 23.43%，连续 3 年居大中客空调细分行业龙头地位。

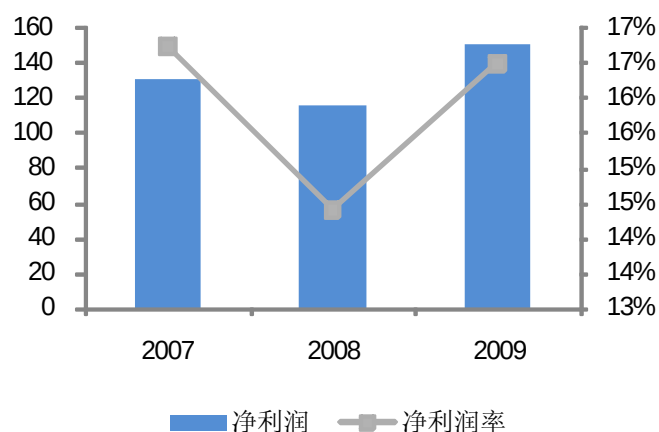
图表1：公司主营业务收入

单位：百万元



图表2：公司净利润&净利率

单位：百万元

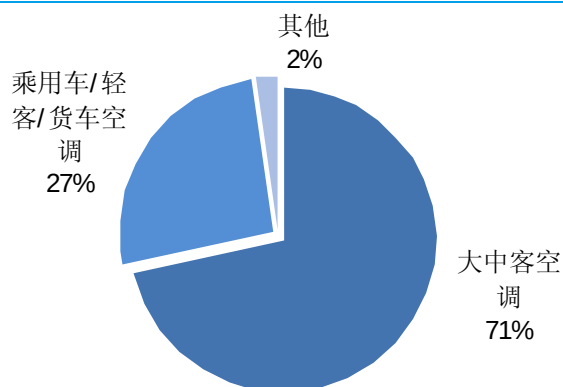


来源：招股说明书，国金证券研究所

大中客产品是公司的“现金牛”业务

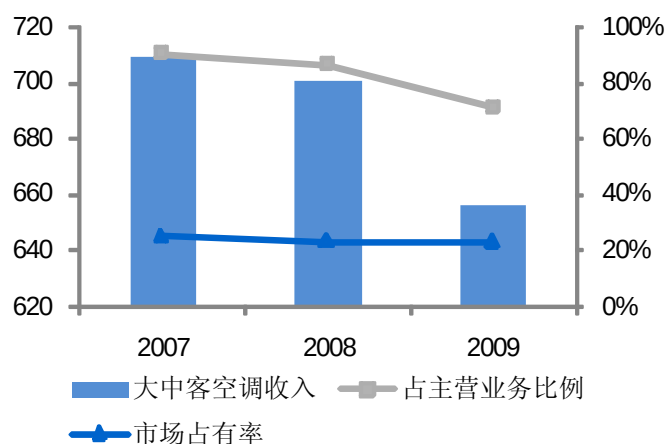
- 公司大中客空调产品收入占公司总销售收入的 71%，且市场占有率高，盈利能力强，是公司的“现金牛”业务。2007 到 2009 年，大中客产品毛利率分别为 35.36%，39.02%和 42.66%，推动公司综合毛利率达到 34.16%、36.50%和 36.20%，在汽车零部件上市公司中处于较高水平。

图表3：公司09年各产品销售收入比重



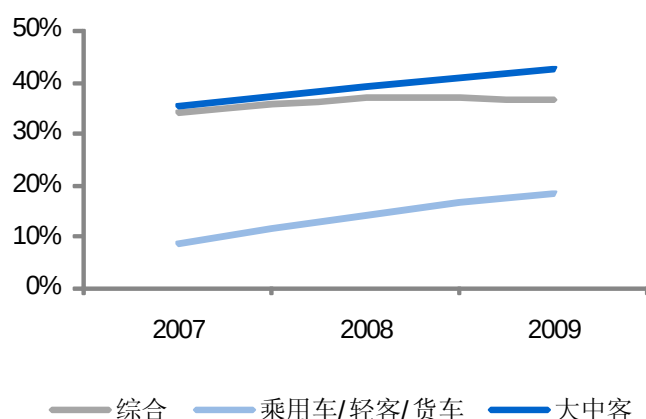
图表4：公司大中客空调产品情况

单位：百万元



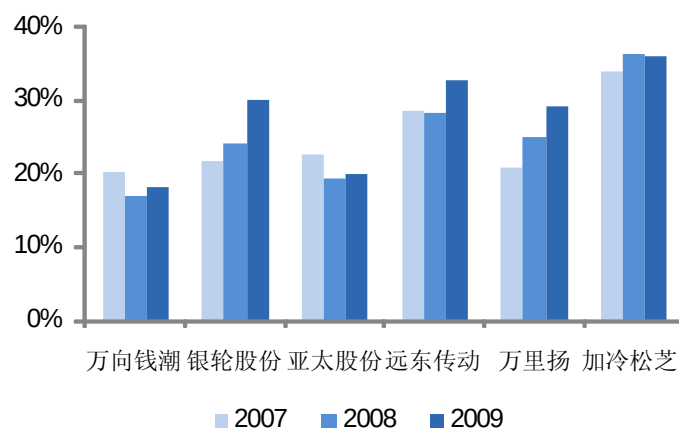
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表5：公司各产品毛利率



来源：招股说明书，Wind，国金证券研究所

图表6：部分汽车零部件企业毛利率比较



■ 公司毛利率之所以能够保持在较高水平，主要原因在于：

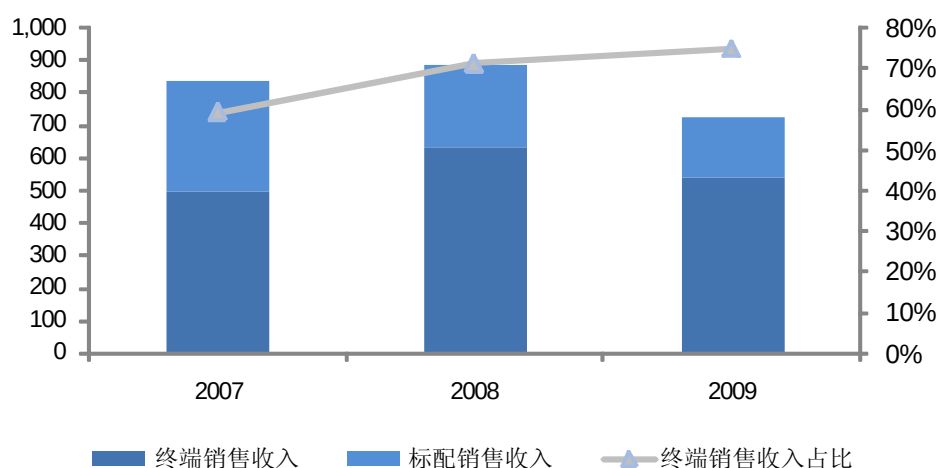
- 公司大中客产品客户近 70%为终端用户，相对于整车厂，他们更关注产品质量、产品个性化和售后服务，采购多采用招标模式，对价格的关注程度居于次席。
- 公司利用规模和技术优势，不断提高主要零部件的自制比例，已实现蒸发器、冷凝器、电子控制系统和配管的全部自制，风机自制率也达到 65%，有效地降低了采购成本。

大中客空调市场“终端销售”模式为公司带来丰富的客户资源

- 终端销售模式是指公司直接面向客车用户（如公交公司、长途客运公司）的销售模式。2007 到 2009 年，公司大中客空调市场终端业务占比在 60% 到 75%之间。我们认为，终端模式对公司维持客户关系和开拓新兴市场有重大的意义。

图表7：公司终端销售与标配销售收入情况

单位：百万元



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 国内大部分汽车空调企业都采用传统的“标配”销售模式，即直接为下游整车厂提供零部件配套。在中大客空调市场上，“三龙一通”都有自己稳定的空调配套企业，该配套市场难以进入。而终端销售模式为公司另辟蹊径，成功开拓市场。

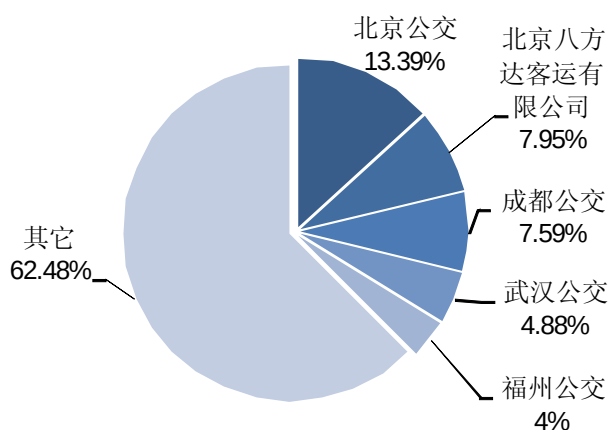
图表8：公司竞争对手情况

	产能（套）	主要配套厂商
郑州科林车用空调有限公司	15,000	宇通
苏州新同创汽车空调有限公司	20,000	苏州金龙
劲达技术（河源）有限公司	20,000	厦门金龙
广州精益汽车空调有限公司	25,000	-

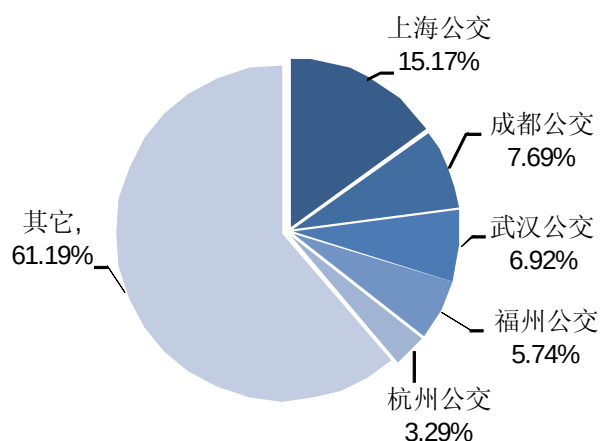
来源：各公司网站，国金证券研究所

- 公司的终端客户资源丰富，拥有稳定的长途客运客和公交客户各 50 家。主要客户实力强、规模大，不仅弥补了公司难以成为主机配套的劣势，还有效地降低了客户集中度过高的风险。

图表9：公司08年前5大客户收入占比



图表10：公司09年前5大客户收入占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 终端客户是公司产品的最终使用者，对产品质量、售后服务的要求高。而单一终端客户年采购规模比主机厂少，往往还不到主机厂的1/10，因而议价能力比主机厂低。因此，公司对终端客户销售价格和毛利率高于主机客户。
- 公司完善的营销和售后服务网络与终端销售战略相辅相成，是其他“标配”竞争对手无可比拟的优势。公司在大力拓展终端客户的过程中在全国主要省市建立起了完善的营销和售后服务网络，为客户提供1-3年不等的全天候售后服务。客车空调维修的高复杂性和全天候性使客户对售后服务具有较高的依赖性。我们认为，完善的售后服务网络和公司终端销售策略相得益彰，将继续成为公司未来开拓大中客细分市场的一枚重要棋子。

图表11：公司售后服务网络示意图



来源：公司网站，国金证券研究所

未来大中客空调产品结构下移，需求稳定增长

市场需求的变化提高公司“经济型”产品的收入比例

- 公司豪华型产品配置高、制冷量大，客户主要来自东部沿海经济发达地区；经济型产品配置更加多样化，性价比更高，既能满足一、二线地区客户需求，也适合三、四线地区的客户的购买能力。

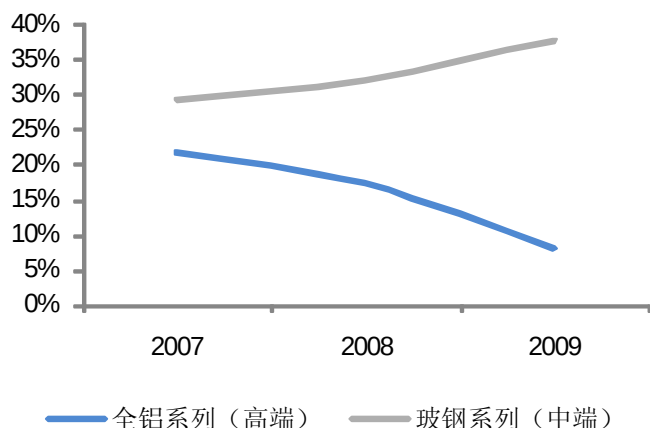
图表12：公司大中客空调产品概况

	豪华型产品	经济型产品	其他
长途旅行客车空调	全铝系列	玻璃钢系列	-
公交车空调	LUX系列	C/DPP系列	燃气、特种空调

来源：招股说明书，国金证券研究所

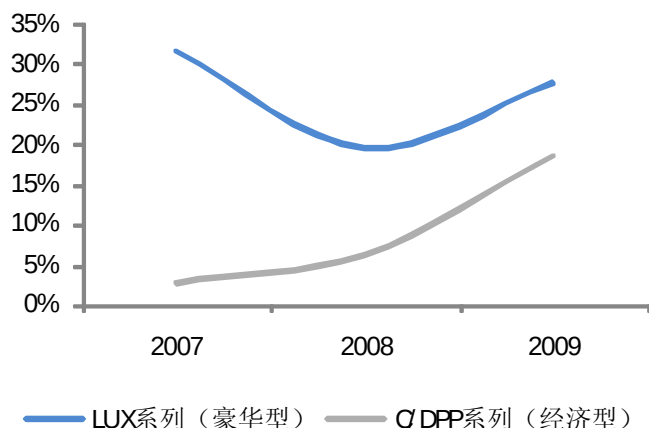
- 2006 年以来，公司下游客户需求出现由豪华型向经济型转移的趋势，这是因为一线地区大中客销量经历了 2000 到 2005 年的快速增长后，市场趋于饱和，需求增速明显放缓；而二、三、四线地区随着道路网络的完善和城市化进程的推进，对长途客车和公交车的需求开始释放，导致公司产品需求由豪华型向经济型转移。

图表13：公司长途客车类子产品收入占比情况



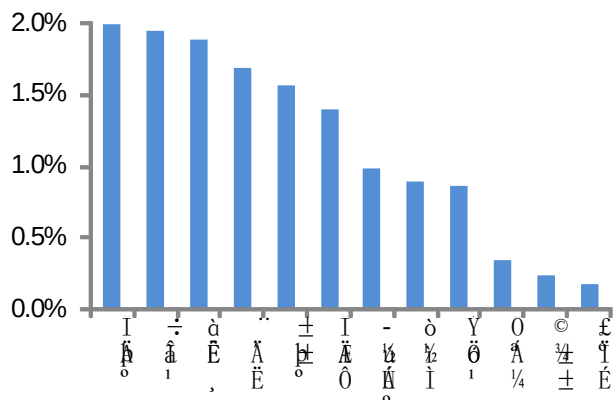
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表14：公司公交类子产品毛利占比情况



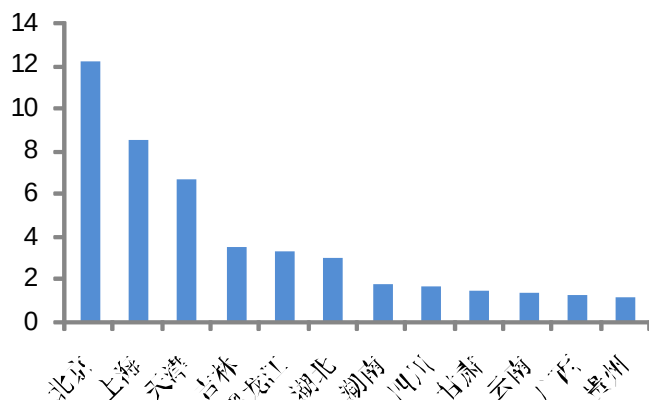
- 我们认为，未来 3-5 年公司大中客空调产品结构下移的趋势不会改变。国家西部大开发战略的继续实施将进一步加快我国二、三线地区城市化速度。2010 到 2020 年间，中西部地区城市化率有望每年提升 1.5 到 2 个百分点。城市规模的快速扩张和人口的聚集效应都对公交运输能力和辐射范围提出了更高的要求。目前我国二、三线地区每万人公交车保有量尚低，增加公交车采购量是必然趋势，这将成为公司大中客空调产品销售的主要增长点。

图表15：我国未来 5 到 10 年城市化率增平均速预测



来源：WIND，国金证券研究所

图表16：我国 08 年每万人公交车保有量 单位：辆



公司未来 3 到 5 年中大客空调产品需求将保持 10%左右的稳定增长

- 目前，我国新销售大中型客车的空调安装率在 70%左右，在深圳、上海这样的一线城市，大中客空调安装率已接近 95%，但在二、三线地区，平均空调安装率只有 40%左右。随着人民生活水平的提高，居民对乘坐公交出行的舒适性要求也越来越高，而安装空调无疑是提高公交车舒适性的最佳途径。我们认为，二、三线地区面对大中型客车需求量上升的同时，空调安装率也会快速提高。
- 根据我们对公司未来大中客空调产品需求情况的测算，我们认为该产品销量未来 3 到 5 年可以保持 10%左右的稳定增长。我们预计 2010 到 2013 年东部和中西部地区对下游大中客需求复合增长率分别在 4%和 12%左右，东部地区空调安装率保持在 95%的水平，中部地区空调安装率由 43%上升到 53%，西部地区空调安装率由 40%上升到 50%。我们假设公司市

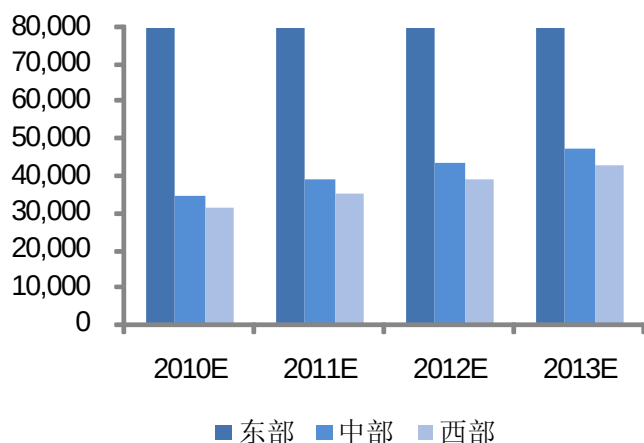
场占有率保持 23.5%不变，所对应的公司大中客空调需求量将在 2013 年达到 31175 台。

图表17：公司大中客产品需求预测

		2010E	2011E	2012E	2013E
大中型客车市场容量	(辆)	146,898	159,501	170,653	180,335
	东部	95%	95%	95%	95%
大中客空调安装率	中部	45%	49%	51%	53%
	西部	42%	46%	48%	50%
大中客空调市场容量	(台)	105,757	116,307	124,676	132,659
公司市场占有率		23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
公司大中客产品需求量	(台)	24,853	27,332	29,299	31,375

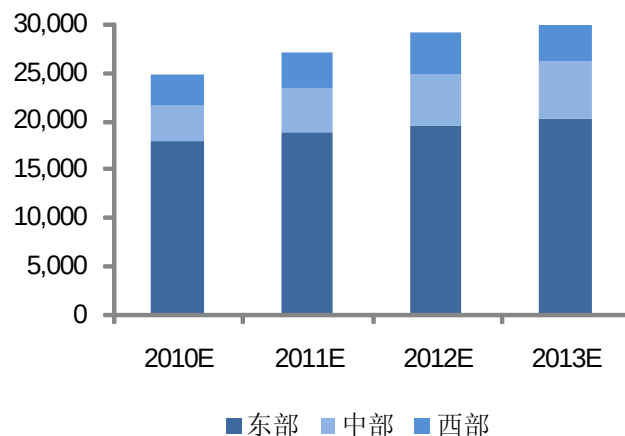
来源：中汽协，国金证券研究所

图表18：不同地区大中型客车市场容量预测 单位：辆



来源：中汽协，国金证券研究所

图表19：公司大中客空调产品需求情况预测 单位：台

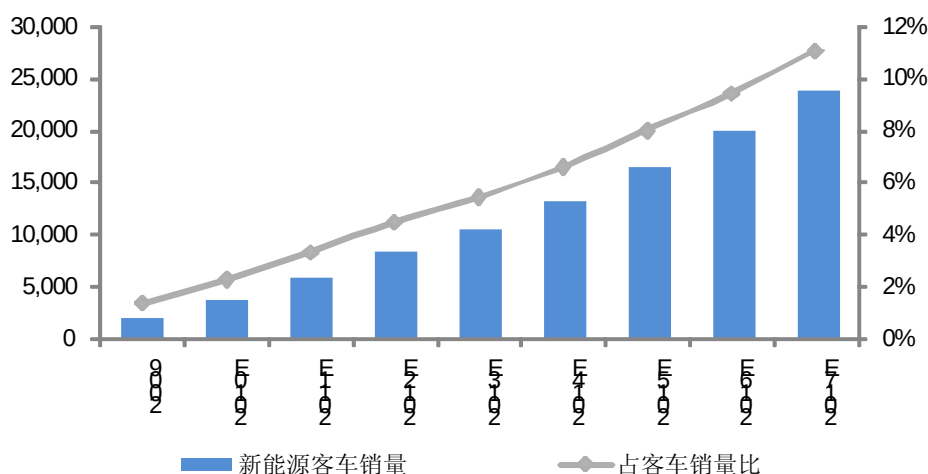


新能源客车空调或将成为未来公司大中客空调产品潜在增长点

- 与普通空调相比，适用于纯电动客车和混合动力客车的全电动空调产品技术含量更高，它采用了创新设计的电车空调专用变频器和先进的全封闭涡旋压缩机，能够适应电车直流电源特殊的工作条件，实现无级能量调节，延长压缩机寿命。公司全电系列产品已开始向客户供货，在 2009 年为北京公交 860 台新能源客车配套，并已经获得北京 2010 年 300 台新能源客车的空调订单，包揽了北京公交采购的福田欧 V 新能源客车全部空调配套订单。
- 公司终端公交客户中的北京、上海、深圳、武汉等都是国家“十城千辆”工程的新能源公交车试点城市，试点城市数量也将在今年由 13 个扩展到 20 个。根据我们对各试点城市示范运行规划的统计和估算，预计未来 2 年我国新能源客车的需求量有望达到 1.2 到 1.5 万辆。我们认为，与部分新能源客车试点地区公交客户保持良好合作关系，为公司把新能源客车带来的机遇转化为实际订单提供了良好的条件。

图表20：新能源客车销量预测

单位：辆



来源：国金证券研究所

图表21：我国部分城市新能源汽车示范运行计划

示范城市	新能源汽车示范运行情况或计划	新能源客车采购情况
北京	2009年用于纯电动汽车、混合动力汽车的市场财政经费达5.5亿元，交付使用1000辆新能源汽车；2010年，北京将新增1050辆新能源汽车示范运行；种类包括公交客车及环卫、邮政等专用汽车。	2009年，采购安凯客车20辆纯电动车客车。 2009年3月，采购大金龙20辆混合动力公交。 2009年，采购福田汽车800辆混合动力客车（欧V）。 2010年，将继续采购福田欧V混动客车，目前已订购350辆。
上海	新能源公交线达30多条，上海以2010年世博会为契机，围绕“世博园区零排放，周边低排放”的目标，推广使用新能源汽车；2009年，上海已进入商业化运营的新能源汽车公交线路有30多条；2010年，上海新能源汽车示范运行规模将超过1000辆；种类包括公交客车、乘用车（的士）、园区游览车等。	2006年开始，厦门金旅混合动力客车在92路公交示范运行。 2006年开始，上汽集团20辆超级电容公交在11路示范运行。 2008年，上海瑞华采购安凯客车20辆纯电动旅游客车。 2009年，采购安凯客车10辆纯电动（电池电容）公交车。 2010年2月，采购安凯宝斯通20辆纯电动客车服务世博。 2009-2010，先后采购上海申沃300余辆新能源公交车，包括纯电动、混合动力、超级电容、燃料电池。
重庆	计划在2011年底前推广示范1150辆，具体包括公务车推广300辆，出租车推广700辆，示范运行公交线路2条，示范推广公交车50辆，推广私家车100辆。	2009年底，采购重庆恒通50辆（天然）气电混合动力公交客车；此前已多次采购恒通天然气公交客车。
杭州	2009年，杭州上路运营的新能源汽车近300辆；根据规划，2010年新能源汽车的采购数量不会低于2009年，到2012年将达到3000辆以上的新能源汽车应用规模。	2008-2009年，先后采购厦门金旅200辆混合动力公交客车。 2009年，采购50辆福田欧V混合动力公交客车。 2009年，采购宇通客车60辆混合动力公交客车。
昆明	2009年度已落实中央财政补助专项资金3000多万元，并于采购近100辆新能源公交客车。	2010年采购98辆混合动力公交车，其中一汽客车20辆、丹东黄海20辆、厦门金旅20辆，其他中标厂商包括福田欧V、宇通客车、深圳五洲龙等。
深圳	2009年，深圳已经投入使用101辆混合动力公交车；到2012年，深圳公交、公务、私家车三个领域，将累计示范推广新能源汽车2.4万辆；深圳市政府将投入20亿元以上，并将家用车辆纳入示范推广方案，每辆补贴5万元。	2009年采购101辆五洲龙混合动力公交车，2010年还将投入使用299辆五洲龙混合动力公交车。
武汉	2009年底，武汉有400辆混合动力公交车上路运营；到2011年，武汉力争将1000辆混合动力公交车推上线路。	400辆混合动力公交车全部为东风电动车公司的EQ6110HEV。

来源：国金证券研究所

乘用车空调业务是公司未来的最大看点

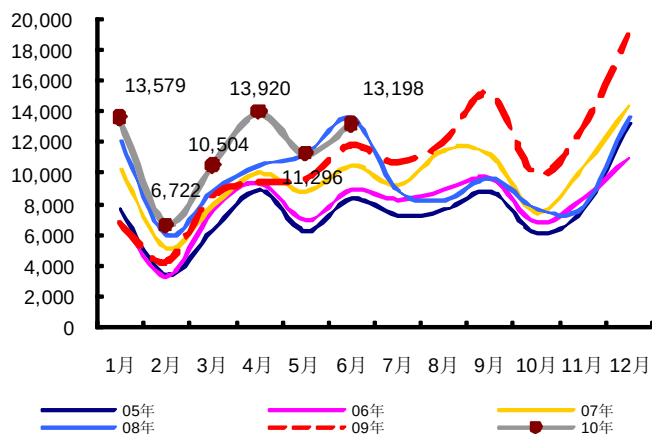
乘用车空调产品为公司业务开辟新的天空

- 公司大中客空调产品虽然具备毛利率高等优势，但下游大中客需求总量有限。2007 到 2009 年，我国大中客年销量分别为 11.67 万、11.86 万和 13

万辆，这与同期年销量为 629.79 万、674.75 万和 1031.54 万辆的乘用车相比，只是小巫见大巫。无论是市场容量还是市场增速，乘用车空调配套市场都是一片更广阔的天空。公司要想进一步做大做强，拓展乘用车市场是必然选择。

图表22：我国大中客月度销量

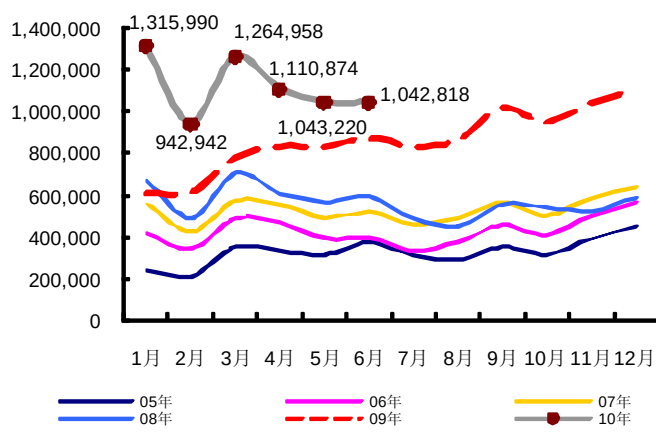
单位：辆



来源：中汽协，国金证券研究所

图表23：我国乘用车月度销量

单位：辆



- 与其他乘用车主要零部件配套市场一样，我国合资品牌和自主品牌乘用车空调配套体系存在显著的差异。合资品牌主机厂拥有稳固的空调供应商，如上海德尔福、广州电装和法雷奥等。像公司这样的国内独立供应商难以进入该配套体系。而自主品牌整车厂对采购成本的敏感性更高，会倾向于选择具有成本优势的国内汽车空调生产企业作为自己的配套供应商，且配套体系不如合资品牌的稳固，这就为公司这样的拥有产品性价比优势的企业创造了机遇。

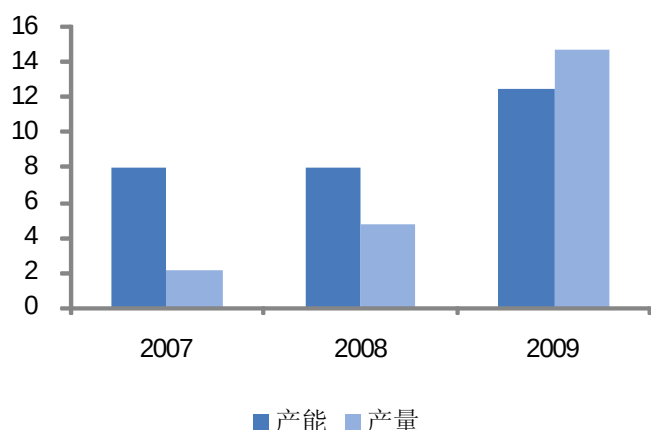
图表24：国内乘用车空调市场主要厂商

	产能（万台）	产量（万台）	主要配套厂商
法雷奥	100	-	一汽大众、上海大众、奇瑞、东风日产、长安福特
上海德尔福	120	87.47	上海通用、上海大众、一汽大众、长安铃木
广州电装	-	66.11	广州本田、东风本田、广州丰田、长安铃木
东风贝洱热	-	46.41	206、307
伟世通	-	29.90	北京现代
南方英特	-	22.81	长安福特马自达、长安铃木、江铃NKR
沈阳三电	-	2.44	华晨中华

来源：中国汽车工业统计年鉴，国金证券研究所

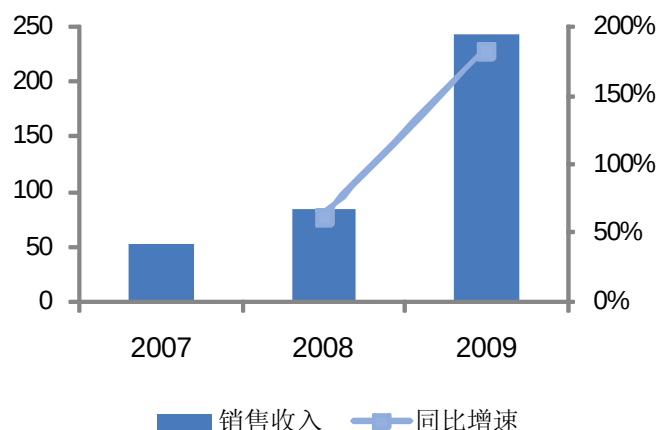
- 公司 09 年乘用车空调产品产能与产量分别为 12.5 和 14.8 万套，07 到 09 年乘用车空调产品销售收入复合增长率达到 113.6%。经历了多年的研发试制阶段后，产品从 08 年开始批量供货，进入快速扩张时期。

图表25：乘用车空调产品产能&产量 单位：万套



来源：招股说明书，国金证券研究所

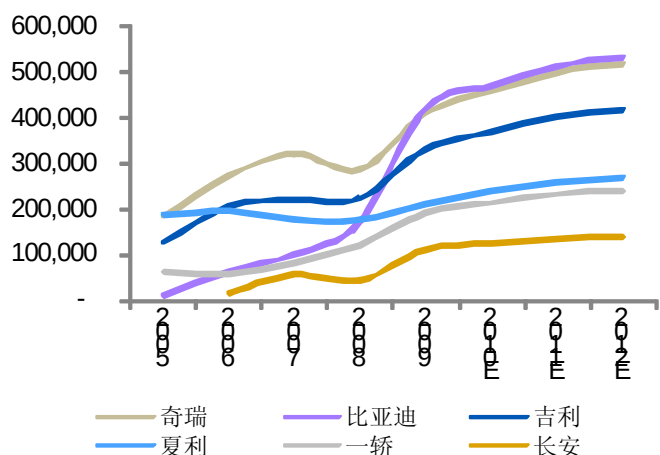
图表26：乘用车空调产品销售收入 单位：百万元



乘用车空调市场开拓策略：携手自主品牌，发挥快速反应和正向开发的优势

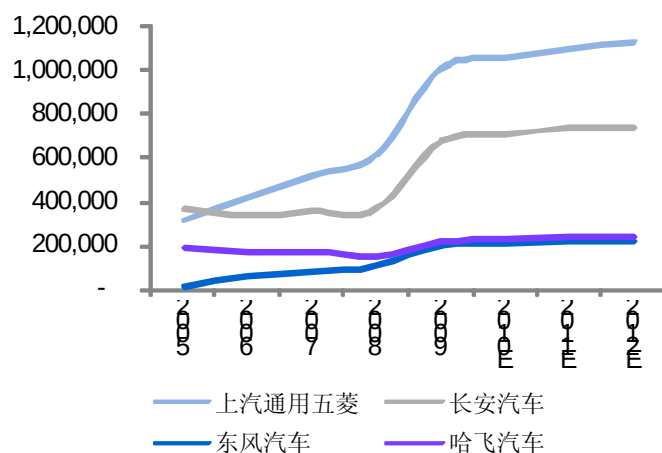
- 在 2009 年我国汽车市场的井喷行情中，自主品牌乘用车市场份额快速提升，广义自主品牌乘用车市场份额超过 40%，自主品牌轿车市场份额也达到 31%。未来 3 到 5 年，中西部地区的轿车需求仍然旺盛，自主品牌凭借价格和经销商网络的优势，销量将继续受益于三、四线地区汽车需求的拉动，有望实现 15%到 20%的复合增长率。

图表27：我国部分自主品牌轿车年销量 单位：辆



来源：中汽协，国金证券研究所

图表28：我国部分微型车销量 单位：辆



- 我们认为，公司坚持正向开发，对下游新车型的配套需求能够快速反应、同步开发的能力，是公司重要竞争力之一。公司在长期开展大中客空调配套业务的过程中，积累了大量与下游主机厂同步设计开发的经验和针对个性化产品快速研发的能力。如今，乘用车市场竞争激烈，新车型的开发周期也越来越短，主机厂要求零部件配套商具有快速反应、同步研发的能力，这恰恰是公司的优势所在。公司在准备进入乘用车空调市场的过程中，就积极参与了东南汽车、东风柳汽、长安汽车等自主品牌厂商的新产品开发工作，并在 08、09 年成功为东南菱悦配套 6.12 万套，为长安配套 5.2 万套乘用车空调。
- 未来，公司将进一步开拓自主品牌客户，扩大在长安汽车和东南汽车的配套比例，并有望进入福田、吉利、江淮的配套体系。

- 然而，公司乘用车空调产品毛利率较低，07 到 09 年分别为 8.33%、14.05%和 18.50%。乘用车空调产品收入比重的上升造成了公司在传统大中客产品毛利率大幅上升的同时，综合毛利率却略有下降。我们认为，未来公司大力开拓乘用车空调市场，会面临一定的综合毛利率下降的风险。

轨道车和冷藏车空调业务为公司中长全面期发展埋下伏笔

- 公司瞄准未来城市轨道交通空调配套市场。为了缓解我国城市道路的压力，不少大中型城市都启动了轨道交通项目，发改委去年批准了 28 个城市的轨交发展计划，预计地铁运营里程将从 2010 年的 1500 公里发展到 2020 年的 2500 公里，将每年为市场带来 5333 到 6667 台的空调需求量。但是，轨道交通车用空调技术特点与普通客车空调有巨大差异，对公司的研发能力是一个巨大的挑战。公司已与北京市地铁运营有限公司车辆厂签订合作协议，为试制发样机。若开发成功，将为公司轨道车空调业务带来开门红。

图表29：我国部分城市轨道交通规划情况预览（累计值）

	2010		2011		2012		2015		2020		远期	
城市	里程	线数	里程	线数	里程	线数	里程	线数	里程	线数	里程	线数
北京	330	8	8				561	15	1000			
上海	420	10							877		1000	
天津	72	2	130	5			410	11	470	15		
广州	148	5					400	13	600	16		
深圳	22	2	179								587	16
武汉	70	3							238	8		
南京	85	2									617	17
重庆	19	1			140	4						
成都			16	1								
苏州			26	1					190	5		
杭州			82	1							278	
沈阳			28	1							400	11

来源：发改委，国金证券研究所

- 公司希望拓展冷藏车制冷机组配套业务。从中国冷链产业网的数据我们发现，我国生鲜食品冷藏运输率只有 15%，远远落后于发达国家的 80%左右。由于保鲜技术落后，我国每年约有 20%到 25%的水果和 30%的蔬菜在运输及存放过程中腐烂，损失可高达 750 亿元。目前我国冷藏车发展缓慢的原因在于高成本和维修不便。公司计划利用自身技术、成本和全国销售及维修网络优势，积极开拓冷藏车用户的“终端市场”，如大型超市和饮食连锁等企业，目前仍处于产品开发和试制阶段。
- 上述两项业务在短期内难以形成规模优势，对公司利润贡献有限，但从中长期来看，可以完善公司产品结构，为公司进一步做大做强埋下伏笔。

募集资金项目为公司补充产能、提高压缩机自配能力

- 公司募集资金投向为“汽车空调生产基地技术改造项目”和“汽车空调压缩机技术改造项目”。前者分为五个子项目，将分别扩充乘用车空调、大中客空调、轨道车组空调和冷藏车制冷机组产能，以及建设研发中心。后者将扩充空调压缩机产能，加大压缩机自配比例。

图表30：公司募集资金项目概况

募集资金项目	建设期 (年)	财务内部 收益率	动态投资回 收期 (年)	子项目	项目投资 (万元)	新增产能 (台)
汽车空调生产基地技术改造项目	1	26.42%	6.7	乘用车/轻客/货车空调项目	11,380	384,800
				大中客空调项目	1,500	8,300
				轨道车空调机组项目	3,500	2,200
				冷藏车制冷机组项目	2,570	5,000
				研发中心项目	9,850	-
汽车空调压缩机技术改造项目	1	25.93%	6.4	汽车空调压缩机项目	5,000	30,000
土建工程及其他费用 (万元)	7200	-	-	总投资 (万元)	41,000	-

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 乘用车空调项目达产后将新增产能 38.48 万套，总产能将在 2012 年达到 50.98 万套。公司通过近几年对乘用车空调配套市场的开拓，已与多家主机厂达成配套或意向协议。公司已经独家配套长安悦翔、CV5 和 B301 车型，并计划在 2012 年配套长安 36 万辆自主品牌轿车和 12 万辆微车。考虑到长安集团对昌河和哈飞的收购，我们认为这一配套目标是可以达到的。公司还在 09 年与福田汽车签署了全面合作的战略合作协议，将从 2013 年开始向福田汽车配套 24 万套乘用车/轻型客车/货车空调。除此之外，公司与江淮汽车、吉利汽车、东风柳汽都有配套意向。我们对公司未来 3 年乘用车空调产品新增产能的消化能力持乐观态度。

图表31：公司乘用车空调产品产能及需求量预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
产能 (万套)	8.00	12.50	12.50	50.98	50.98	50.98
需求 (万套)	4.73	14.80	17.20	39.40	53.73	56.23

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 大中客空调项目达产后将新增产能 8300 台。产能将在 2011 年达到 2.93 万台。根据我们在上文的测算，公司 10 到 13 年中大客产品需求量为 2.49 万、2.73 万、2.93 万和 3.14 万台，能够消化新增产能。

图表32：公司大中客空调产品产能及需求量预测

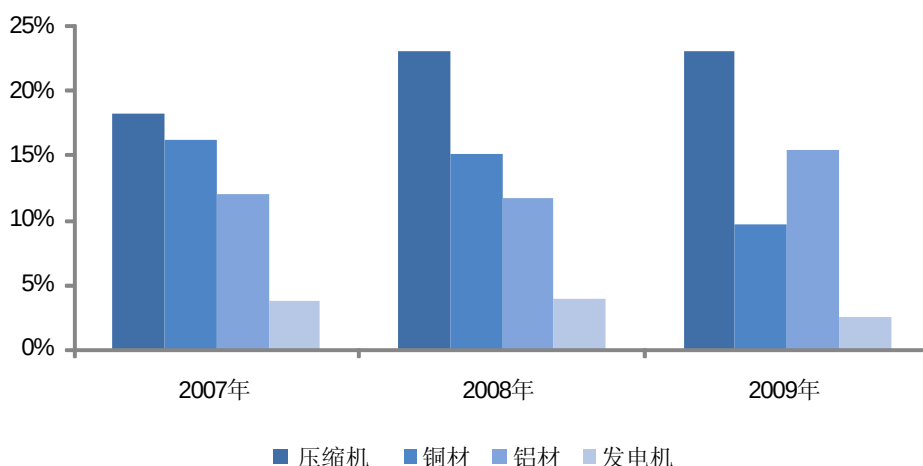
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
产能 (万套)	2.10	2.10	2.10	2.93	2.93	2.93
需求 (万套)	2.08	2.17	2.49	2.73	2.93	3.14

来源：招股说明书，国金证券研究所

空调压缩机项目将提高压缩机自己水平，提升公司盈利能力

- 压缩机是空调的核心部件，但国内 90% 的汽车空调压缩机都依赖于外资品牌，采购费用较高。在公司的原材料成本中，压缩机 07 到 09 年占比高达 18.33%、23.16% 和 23.09%。经过多年努力，公司已经成功自主研发出空调压缩机产品，并计划今年推出市场。项目达产后将年产压缩机 30000 台，公司计划自配 20000 台，5000 台销售 AM 市场，剩余 5000 台出口，实际自配率可以达到 60% 以上。经我们测算，自配压缩机平均每台可节省 1500 到 1800 元，大约可节约大中客空调成本 7% 到 9%，提高大中客产品毛利率 5% 左右。

图表33：主要原材料占主营业务成本比例



来源：招股说明书，国金证券研究所

盈利预测及股票估值

盈利预测

- 我们预计公司 2010 到 2012 年分别实现销售收入 1,213、1,566 和 1,951 百万元，同比增长 31.8%、28.3%和 25.3%；实现归属母公司净利润 202、238 和 292 百万元，对应 2010-2012 年 EPS 分别为 0.840、0.993 和 1.217 元。

图表34：公司销售收入分拆预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
大中型客车空调						
平均售价 (元/件)	33,443.21	35,247.48	30,986.84	30,367.10	29,152.42	27,986.32
增长率 (YOY)	n/a	5.39%	-12.09%	-2.00%	-4.00%	-4.00%
销售数量 (千件)	21.23	19.90	21.19	24.90	27.39	29.58
增长率 (YOY)	n/a	-6.26%	6.47%	17.50%	10.00%	8.00%
销售收入 (百万元)	709.97	701.46	656.55	756.02	798.35	827.73
增长率 (YOY)	n/a	-1.20%	-6.40%	15.15%	5.60%	3.68%
毛利率	35.36%	39.02%	42.66%	42.00%	40.00%	37.00%
销售成本 (百万元)	458.92	427.75	376.47	438.49	479.01	521.47
增长率 (YOY)	n/a	-6.79%	-11.99%	16.48%	9.24%	8.86%
毛利 (百万元)	251.04	273.71	280.08	317.53	319.34	306.26
增长率 (YOY)	n/a	9.03%	2.33%	13.37%	0.57%	-4.10%
占总销售额比重	90.73%	87.00%	71.34%	62.32%	51.29%	42.43%
占主营业务利润比重	93.92%	93.01%	84.07%	78.09%	65.83%	50.50%
乘用车/轻型客车/货车空调						
平均售价 (元/件)	2,587.90	1,938.39	1,810.06	1,791.96	1,774.04	1,756.30
增长率 (YOY)	n/a	-25.10%	-6.62%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
销售数量 (千件)	20.66	44.50	134.80	241.28	395.70	553.99
增长率 (YOY)	n/a	115.34%	202.94%	79.00%	64.00%	40.00%
销售收入 (百万元)	53.47	86.25	243.99	432.37	702.00	972.97
增长率 (YOY)	n/a	61.29%	182.89%	77.21%	62.36%	38.60%
毛利率	8.33%	14.05%	18.50%	18.05%	18.00%	17.50%
销售成本 (百万元)	49.02	74.13	198.85	354.33	575.64	802.70
增长率 (YOY)	n/a	51.23%	168.24%	78.19%	62.46%	39.45%
毛利 (百万元)	4.45	12.12	45.14	78.04	126.36	170.27
增长率 (YOY)	n/a	172.05%	272.49%	72.90%	61.91%	34.75%
占总销售额比重	6.83%	10.70%	26.51%	35.64%	45.10%	49.88%
占主营业务利润比重	1.67%	4.12%	13.55%	19.19%	26.05%	28.08%

轨道车空调/冷藏车制冷机组						
销售收入（百万元）				2.00	30.00	120.00
增长率（YOY）				n/a	n/a	300.00%
毛利率				27.00%	30.00%	29.00%
销售成本（百万元）				1.46	21.00	85.20
增长率（YOY）				n/a	n/a	305.71%
毛利（百万元）				0.54	9.00	34.80
增长率（YOY）				n/a	n/a	286.67%
占总销售额比重				0.16%	1.93%	6.15%
占主营业务利润比重				0.13%	1.86%	5.74%
其他业务收入						
销售收入（百万元）	19.07	18.59	19.72	22.67	26.08	29.99
增长率（YOY）	n/a	-2.54%	6.08%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	61.91%	45.53%	40.23%	40.00%	36.00%	33.00%
销售成本（百万元）	7.26	10.13	11.78	13.60	16.69	20.09
增长率（YOY）	n/a	39.38%	16.38%	15.45%	22.67%	20.39%
毛利（百万元）	11.81	8.46	7.93	9.07	9.39	9.90
增长率（YOY）	n/a	-28.33%	-6.26%	14.33%	3.50%	5.42%
占总销售额比重	2.44%	2.31%	2.14%	1.87%	1.68%	1.54%
占主营业务利润比重	4.42%	2.88%	2.38%	2.23%	1.94%	1.63%
销售总收入（百万元）	782.51	806.30	920.25	1213.06	1556.43	1950.69
销售总成本（百万元）	515.21	512.01	587.10	806.42	1071.34	1344.26
毛利（百万元）	267.31	294.29	333.15	406.64	485.09	606.43
平均毛利率	34.16%	36.50%	36.20%	33.52%	31.17%	31.09%

来源：招股说明书，国金证券研究所

股票估值

- 目前 A 股主要汽车零部件上市公司 2010 年动态 PE 加权平均值约为 14 倍，考虑到公司的成长性和中小公司的估值水平，我们给予公司 22-25 倍的 2010 年动态 PE，对应二级市场合理价位为 18.47-20.99 元。

图表35：A 股汽车行业上市公司相对估值水平

股票名称	收盘价 (元)	09EPS (元)	EPS 10%09	10EPS (元)	EPS 11%10	11EPS (元)	EPS 12%11	12EPS (元)	09PE	10PE	11PE	12PE	09PB	10PB
中国重汽	20.42	1.020	124.12%	2.286	18.24%	2.703	12.13%	3.031	20.02	8.93	7.55	6.74	3.00	2.43
福田汽车	18.15	1.132	61.13%	1.824	25.33%	2.286	23.10%	2.814	16.03	9.95	7.94	6.45	4.08	4.26
江铃汽车	21.03	1.223	48.16%	1.812	28.48%	2.328	17.83%	2.743	17.20	11.61	9.03	7.67	3.75	2.92
潍柴动力	66.10	4.242	53.47%	6.510	17.22%	7.631	7.46%	8.200	15.58	10.15	8.66	8.06	6.89	4.77
华域汽车	8.87	0.593	47.55%	0.875	12.69%	0.986	13.89%	1.123	14.96	10.14	9.00	7.90	1.30	1.17
中鼎股份	14.80	0.480	48.56%	0.740	20.27%	0.890	15.73%	1.030	30.83	20.00	16.63	14.37	7.51	5.46
宇通客车	15.73	1.084	19.10%	1.291	15.10%	1.486	14.60%	1.703	14.51	12.18	10.59	9.24	3.77	3.30
上海汽车	13.83	0.774	62.13%	1.255	11.65%	1.401	10.38%	1.546	17.87	11.02	9.87	8.94	2.13	1.71
一汽夏利	8.73	0.110	390.93%	0.541	10.91%	0.600	1.67%	0.610	79.22	16.14	14.55	14.31	4.04	3.23
长安汽车	9.28	0.460	101.52%	0.927	12.08%	1.039	11.55%	1.159	20.17	10.01	8.93	8.01	2.46	1.98
一汽轿车	16.31	1.001	45.45%	1.456	16.62%	1.698	15.72%	1.965	16.29	11.20	9.61	8.30	3.48	2.77
威孚高科	14.61	0.790	43.04%	1.130	18.58%	1.340	23.88%	1.660	18.49	12.93	10.90	8.80	2.89	2.38
东安动力	9.58	0.507	56.93%	0.795	15.35%	0.917	22.25%	1.121	18.91	12.05	10.45	8.55	2.06	1.79
凌云股份	12.96	0.608	28.62%	0.782	23.40%	0.965	24.15%	1.198	21.32	16.57	13.43	10.82	4.71	3.76
金龙汽车	6.85	0.276	10.87%	0.306	17.65%	0.360	11.11%	0.400	24.82	22.39	19.03	17.13	2.05	1.94
亚太股份	16.28	0.473	28.96%	0.610	18.85%	0.725	18.83%	0.862	34.42	26.69	22.46	18.90	1.78	1.59
云内动力	9.82	0.449	20.27%	0.540	37.41%	0.742	9.43%	0.812	21.87	18.19	13.23	12.09	1.45	1.35
江淮汽车	7.46	0.260	204.23%	0.791	15.17%	0.911	13.61%	1.035	28.69	9.43	8.19	7.21	2.23	1.84
成飞集成	19.23	0.321	18.38%	0.380	15.79%	0.440	18.18%	0.520	59.91	50.61	43.70	36.98	4.68	4.28
威海广泰	16.15	0.350	62.86%	0.570	31.58%	0.750	28.00%	0.960	46.14	28.33	21.53	16.82	5.53	4.63
曙光股份	12.20	0.720	-6.94%	0.670	13.43%	0.760	9.21%	0.830	16.94	18.21	16.05	14.70	1.93	1.74
万丰奥威	7.60	0.240	52.08%	0.365	12.88%	0.412	12.86%	0.465	31.67	20.82	18.45	16.34	2.59	2.48
福耀玻璃	9.53	0.560	48.21%	0.830	15.66%	0.960	26.04%	1.210	17.02	11.48	9.93	7.88	3.52	2.63
海马股份	5.24	(0.250)	-164.00%	0.160	25.00%	0.200	25.00%	0.250	(20.96)	32.75	26.20	20.96	1.93	1.75
宁波华翔	9.92	0.720	-15.28%	0.610	27.87%	0.780	0.00%	0.780	13.78	16.26	12.72	12.72	3.44	2.88
一汽富维	20.78	1.680	21.43%	2.040	11.27%	2.270	11.01%	2.520	12.37	10.19	9.15	8.25	2.66	2.31
算术平均值									23.39	16.85	14.15	12.24	3.30	2.74
加权平均值									19.98	12.24	10.53	8.67	2.79	2.30
整车									19.60	11.19	9.69	8.57	2.62	2.11
零部件									20.60	14.33	12.18	8.84	3.09	2.67

来源：WIND，国金证券研究所

风险提示

毛利率下降的风险

- 大中客空调产品中的经济型产品毛利率比豪华型产品低 4%左右，公司大中客产品结构下移会降低该产品毛利率；另外，乘用车空调产品低，该产品销售收入占比上升也会拉低公司整体毛利率水平。

新增产能不能被完全消化的风险

- 虽然我们对公司新增产能的消化持相对乐观态度，但由于此次募投项目中，乘用车空调产能增长较快，若遇到经济再次探底、汽车消费相关政策转变等事件，公司产品销量存在不达预期的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	783	806	920	1,213	1,556	1,951
增长率		3.0%	14.1%	31.8%	28.3%	25.3%
主营业务成本	-515	-512	-587	-806	-1,071	-1,344
% 销售收入	65.8%	63.5%	63.8%	66.5%	68.8%	68.9%
毛利	267	294	333	407	485	606
% 销售收入	34.2%	36.5%	36.2%	33.5%	31.2%	31.1%
营业税金及附加	0	0	0	-1	-1	-1
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-52	-72	-82	-96	-124	-156
% 销售收入	6.7%	9.0%	8.9%	7.9%	8.0%	8.0%
管理费用	-36	-50	-61	-73	-93	-115
% 销售收入	4.5%	6.2%	6.6%	6.0%	6.0%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	179	171	190	237	267	334
% 销售收入	22.9%	21.2%	20.6%	19.6%	17.2%	17.1%
财务费用	-10	-14	-10	-2	11	10
% 销售收入	1.3%	1.7%	1.0%	0.2%	-0.7%	-0.5%
资产减值损失	-2	-10	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	8	10	15	15
% 税前利润	0.0%	0.3%	4.3%	4.0%	5.0%	4.1%
营业利润	167	148	186	245	293	359
营业利润率	21.3%	18.4%	20.2%	20.2%	18.8%	18.4%
营业外收支	4	3	7	7	7	7
税前利润	171	151	192	252	300	366
利润率	21.9%	18.7%	20.9%	20.8%	19.3%	18.8%
所得税	-17	-22	-25	-38	-45	-55
所得税率	9.8%	14.6%	13.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	155	129	167	215	255	311
少数股东损益	24	13	15	13	17	19
归属于母公司的净利润	131	116	152	202	238	292
净利率	16.7%	14.4%	16.5%	16.6%	15.3%	15.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	155	129	167	215	255	311
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	22	19	25	38	45
非经营收益	8	17	-1	3	-22	-22
营运资金变动	-20	-15	-44	-176	-130	-158
经营活动现金净流	156	152	141	67	141	176
资本开支	-7	-23	-95	-206	-167	-13
投资	-80	-24	-47	-1	0	0
其他	0	-20	20	10	15	15
投资活动现金净流	-88	-67	-122	-197	-152	2
股权募资	31	0	0	1,035	-25	0
债权募资	57	-10	73	-235	0	0
其他	-211	-19	-66	-8	0	0
筹资活动现金净流	-123	-29	7	792	-25	0
现金净流量	-55	56	26	662	-36	178

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	46	103	129	791	755	933
应收款项	404	431	497	622	797	1,001
存货	100	120	187	221	282	354
其他流动资产	14	11	81	38	56	76
流动资产	564	665	894	1,672	1,890	2,364
% 总资产	77.9%	80.0%	79.6%	80.5%	77.7%	82.1%
长期投资	13	13	44	45	44	44
固定资产	111	118	131	319	454	431
% 总资产	15.3%	14.2%	11.6%	15.4%	18.7%	15.0%
无形资产	26	26	41	39	42	40
非流动资产	160	167	229	406	542	517
% 总资产	22.1%	20.0%	20.4%	19.5%	22.3%	17.9%
资产总计	724	832	1,124	2,078	2,432	2,881
短期借款	172	162	235	0	0	0
应付款项	171	196	309	288	403	530
其他流动负债	91	68	74	34	44	55
流动负债	433	426	618	322	447	585
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	433	426	618	322	447	585
普通股股东权益	229	345	461	1,697	1,910	2,202
少数股东权益	62	61	45	58	75	94
负债股东权益合计	724	832	1,124	2,078	2,432	2,881

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.728	0.645	0.843	0.840	0.993	1.217
每股净资产	1.782	1.915	2.559	7.073	7.960	9.177
每股经营现金净流	1.224	0.847	0.789	0.277	0.589	0.734
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	57.30%	33.67%	32.95%	11.87%	12.48%	13.26%
总资产收益率	18.09%	13.95%	13.51%	9.70%	9.80%	10.14%
投入资本收益率	34.87%	25.73%	22.22%	11.50%	11.45%	12.38%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	3.04%	14.13%	31.82%	28.31%	25.33%
EBIT增长率	N/A	-4.40%	10.81%	25.23%	12.67%	24.97%
净利润增长率	N/A	-11.43%	30.80%	32.77%	18.25%	22.53%
总资产增长率	N/A	14.87%	35.12%	84.85%	17.05%	18.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.2	128.2	129.9	125.0	125.0	125.0
存货周转天数	35.4	78.4	95.4	100.0	96.0	96.0
应付账款周转天数	38.2	79.5	90.4	60.0	63.0	66.0
固定资产周转天数	44.2	49.0	49.9	85.2	100.3	77.6
偿债能力						
净负债/股东权益	43.41%	14.59%	20.90%	-45.08%	-38.04%	-40.65%
EBIT利息保障倍数	17.4	12.5	19.9	118.0	-24.6	-34.9
资产负债率	59.83%	51.19%	55.03%	15.52%	18.37%	20.30%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；

持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；

卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室