

松芝股份 (002454)

业务结构优化、成长势头迅猛

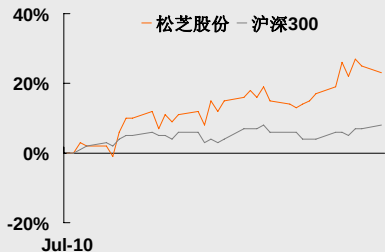
推荐 (维持)

现价: 27.86 元

主要数据

行业	机械、设备、仪表
公司网址	www.shsongz.com.cn
大股东/持股	陈福成/61.2%
实际控制人/持股	陈福成/61.2%
总股本(百万股)	240
流通 A 股(百万股)	48
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	66.86
流通 A 股市值(亿元)	13.37
每股净资产(元)	2.45
资产负债率(%)	49.2

行情走势图



相关研究报告

研究员

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余兵 S1060207120088
021-33830530
Yubing006@pingan.com.cn

投资要点

松芝股份为我国专业的自有品牌空调制造商，大中客空调市场配套龙头，国内80%的公交企业为公司客户，多家大型公交企业客户同时为公司股东，利益高度一致。近年来在乘用车等配套领域拓展迅速，成效显著。

■ 业务结构进一步优化，毛利率再创新高

上半年大中客空调收入同比增长 76%，乘用车空调同比增长 175%。大中客空调、乘用车空调毛利率均同比提高明显。受益于“终端模式”，大中客空调毛利率再创新高为 44.5%。

■ 乘用车配套发展迅速，销量与利润率齐升

公司于 2005 年进入乘用车配套市场，近年呈翻番式增长。从 2010H1 收入、利润构成看，公司乘用车配套发展迅速。收入同比增长 1.75 倍，收入占比提升 9.34 个百分点，利润构成提升 6.55 个百分点。随着规模提升，毛利率进一步提升为 19.5%，比 09 全年提升 1 个百分点。

■ 具备多重增长点，长期成长空间大

公司 IPO 募投项目用于汽车空调扩产及大中客空调压缩机。2013 年全部达产后将缓解公司产能不足状况。大中客空调逐步自配压缩机，自制压缩机比外购成本降低 20%，大中客空调产品成本将下降 7%；乘用车空调翻番式增长；为轨交、冷藏车配套及出口带来新利润增长点。

■ 乐观预期全年业绩、提高盈利预测

松芝股份将长期受益我国客车业的规模增长及档次提高，同时公司将其制冷技术拓展至乘用车、轨交、集装箱等领域，为长期快速成长打开空间。

根据公司最新经营情况，我们调高松芝股份盈利预测，预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 1.13 元、1.43 元。维持对其“推荐”评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	782.5	806.3	920.3	1353.1	1951.2
YoY(%)	0.0	3.0	14.1	47.0	44.2
净利润(百万元)	131.0	116.1	151.8	271.8	342.5
YoY(%)	0.0	-11.4	30.8	79.1	26.0
毛利率(%)	34.2	36.5	36.2	35.6	32.6
净利率(%)	16.7	14.4	16.5	20.1	17.6
ROE(%)	57.3	33.7	32.9	22.0	23.5
EPS(摊薄/元)	0.5	0.5	0.6	1.13	1.43
P/E(倍)	50.2	56.7	43.4	24.6	19.5

一、公司简介

松芝股份是国内专业的自有品牌车辆空调制造商，目前公司在大中客空调市场地位第一，份额稳定在 24% 左右。2010H1 公司收入 64% 来自大中客空调。

国内 80% 的公交企业为公司客户，同时南京、上海、北京等大型公交企业客户又为公司股东，利益高度一致。

图表 1 松芝股份主要股东及控参股公司

松芝股份主要股东	股权比例	松芝股份控参股公司	参股比例
陈福成（香港）	61.2%	重庆松芝汽车空调	100%
南京中北(集团)股份有限公司	2.3%	厦门松芝汽车空调	75%
上海大众公用事业股份公司	2.3%	上海松芝汽车空调	51%
上海义兴投资管理咨询公司	2.3%	上海松芝轨道车辆空调	100%
北京巴士传媒股份有限公司	2.3%	成都松芝制冷科技	100%
上海锦绣一方实业有限公司	1.7%	安徽松芝汽车部件	100%
上海元开投资管理有限公司	1.5%	安徽江淮松芝空调	40%
深圳市佳威尔科技有限公司	0.8%	浙江银芝利汽车热交换系统	31%

资料来源：公司公告

附：浙江银芝利汽车热交换系统有限公司已于 2010 年 7 月 30 日取得天台县工商局颁发的营业执照。

公司近三年年产大中客空调约 2 万台左右，收入占比由 07 年的 91% 逐年下降至 2010H1 年的 64%。近三年大中客空调毛利率为 35%、39%、43%，乘用车空调毛利率为 8.3%、14%、19%。目前具备大中客空调产能 2.1 万台，其它车辆空调 12.5 万台。

图表 2 松芝股份 2009 年产品分类简况

分类产品	销量（台）	产能（台）	单价（元/台）	毛利率
1、大中型客车空调	21188	21000	30987	42.66%
2、乘用车/轻客/货车空调	134795	125000	1810	18.50%
合计	157931	146000	5702	36.20%

资料来源：公司公告

二、业务结构进一步优化

2.1 受益于“终端模式”，大中客空调毛利率再创新高

上半年客车行业增长 50%，松芝股份收入同比增长 99%，其中大中客空调收入同比增长 76%，乘用车空调同比增长 175%。

在收入大幅增长的提示，其盈利水平提升，上半年公司大中客空调毛利率同比提高 1 个百分点达 44.5%，再次凸显“终端模式”魅力。公司凭借突出的技术优势、售后服务优势、营销能力，重点从最终客户入手提高毛利水平，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%。

“标配模式”下游为整车厂，具有大批量、标准件、单价低、售后服务价值含量低等特征，而“终

端模式”则是非标件、小批量、单价高、售后服务价值含量高，终端模式的客户一般为各地公交公司、长途客运公司，对购车后空调的售后服务要求较高。

松芝股份已在全国各地设立 20 余家销售分公司，拥有 70 多名销售人员、268 个安装服务中心和特约维修网点，培养了 200 多名维修技术精湛的售后服务人员，为客户提供 1—3 年不等的免费服务。终端模式可以凭借自己的品牌优势，获得高于同业其它公司产品 3%—5% 的售价；另一方面，可以通过“终端模式”进入已有空调配套厂的一线客车整车厂，如“三龙一通”。终端模式绝大多数为公交车，该类产品毛利率比长途客车类空调毛利率至少高 10 个百分点。

图表 3 松芝股份收入构成、毛利率变化

收入构成	2007 年	2008 年	2009H1	2009 年	2010H1	同比提高百分点
大中型客车空调	90.7%	87.0%	72.6%	71.3%	64.1%	-8.5
乘用车空调	6.8%	10.7%	24.5%	26.5%	33.8%	9.3
利润构成						
大中型客车空调	93.9%	93.0%	85.9%	84.1%	79.9%	-6.0
乘用车空调	1.7%	4.1%	11.9%	13.6%	18.4%	6.5
毛利率						
大中型客车空调	35.4%	39.0%	43.5%	42.7%	44.5%	1.0
乘用车空调	8.3%	14.1%	17.9%	18.5%	19.5%	1.6

资料来源：公司公告

2.2 乘用车配套发展迅速，销量与利润率齐升

从 2010H1 收入、利润构成看，公司乘用车配套发展迅速。收入同比增长 1.75 倍，收入占比提升 9.34 个百分点（与此同时，大中客空调收入占比下降 8.5 个百分点），利润构成提升 6.55 个百分点（同时大中客空调占比下降 6 个百分点）。

公司于 2005 年进入乘用车配套市场，虽仍处起步阶段，市场份额较小，但发展迅速，呈翻番式增长。2010H1 公司乘用车配套收入为 09 全年的 88%，随着规模提升，毛利率进一步提升为 19.5%，比 09 全年提升 1 个百分点。

三、具备多重增长点、长期成长空间大

公司 IPO 募投两个项目，用于汽车空调扩产及大中客空调压缩机。汽车空调扩产项目预计 2013 年全部达产，届时将缓解公司产能不足状况。

图表 4 汽车空调生产基地技改子项目概况

单位：万台、亿

主要投资子项目	投资额	达产后年新增		
		产能	收入	净利润
乘用车/轻客/货车空调生产设备	1.14	38	6.95	0.46
大中型客车空调生产设备	0.15	0.83	2.15	0.21
轨道车空调机组生产设备	0.35	0.22	2.32	0.25
冷藏车制冷机组生产设备	0.26	0.5	1.74	0.27
合计	1.9	39.55	13.16	1.19

资料来源：公司公告

乘用车/轻型商用车将新增产能 38.48 万套，达产后松芝股份该类空调产能总计有 46.48 万套，占 09 年对应下游行业比例为 4.4%。大中客空调达产可新增 8300 台，按公司目前市占率 24% 计算，2013 年公司销量将达到 3.4 万台，产能充分消化。

3.1 大中客空调逐步自配压缩机

公司的募投项目之一是大中客空调压缩机产能扩充，项目达产可新增 30000 台/年。从近年公司产品成本构成看，压缩机占了成本的 23%。国内大中客使用的压缩机主要依赖比泽尔（BITZER）、博客（BOCK）等外资品牌，价格居高不下。

图表 5 公司产品成本构成

原材料名称	2007 年	2008 年	2009 年
压缩机	18.3%	23.2%	23.1%
铜材	16.2%	15.2%	9.7%
铝材	12.1%	11.7%	15.5%
发电机	3.8%	4.0%	2.5%
合计	50.3%	52.1%	50.8%

资料来源：公司公告

预计公司 2013 年将销售大中客空调 3.4 万套，每套空调系统至少配 1 台压缩机，通过 2 年磨合，预计 2012 年就可以大部分用自制压缩机。自制压缩机比外购成本降低 20%，大中客空调产品成本将下降 7%。

3.2 乘用车空调翻番式增长

■ 深度开发现有自主品牌客户

在乘用车/轻型客车/货车空调市场，生产厂商较多，市场竞争激烈，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。自主品牌汽车空调企业主要有：松芝股份、重庆超力高科技公司。

松芝股份具备乘用车空调正向开发技术，而不是模仿对手产品来生产，因此能在自主品牌车型开发之初同步研发配套空调，在自主品牌车企配套中具备极强竞争力。深度开发的客户有东南汽车、长安汽车、江淮汽车等。

目前配套的车型有东南菱悦、长安悦翔、奔奔 MINI、B301、金龙海狮、东风柳汽风行、景逸、霸龙、南京依维柯康驾、江淮和悦、同悦、帅铃及金杯客车。其中，松芝股份的空调是长安悦翔的独家供货商，而奔奔 MINI、B301 车型则为 2010 年配套车型。

正在开发的新车型空调有：东南 C1、一汽卡车 J5、安驰 MC6320、东风柳汽 M6、华泰 B21、北汽福田重卡、一汽红塔、台湾中华 CP、奔奔 MINI 和南京依维柯得意等。

根据长安汽车规划，到 2012 年，长安汽车销售总量将力争超过 200 万辆。其中，微车 100 万辆左右；轿车 80 万辆以上，其中自主品牌占 60% 以上。公司已先后为长安汽车自主品牌的主力车型长安悦翔、CV5 以及 B301 开发空调产品并独家配套，2009 年公司为长安汽车 5.2 万辆乘用车配套产品。此外，公司还将利用研发技术优势，积极参与长安汽车其他自主品牌新车型的开发，争取在 2012 年公司产品在长安汽车自主品牌轿车上配套 36 万辆；在自主品牌微车上配套 12 万辆。

2009 年 3 月 20 日，公司与福田汽车签署全面合作的战略合作协议，福田汽车将松芝股份纳入汽车空调战略零部件供应商体系，在欧 V 客车上优先采用松芝空调，并逐步向风景轻型客车、欧曼重卡等车型上拓展，在福田汽车新开发的车型上优先选购公司产品。福田汽车为我国著名商用车生产企业，并于近年来开始进军乘用车领域，根据福田汽车 2013 年轻型卡车销量 50 万辆、中重卡 10 万辆、轻型客车和乘用车 4.5 万辆、大中型客车 5000 辆的业务计划，预计 2013 年松芝股份向福田汽车销售 24 万套乘用车、轻型客车、货车空调，5000 辆大中型客车空调。

松芝股份为东南汽车的配套车型菱悦于 2008 年下半年上市，并获得成功，2009 年公司为该车型共配套乘用车空调 6.12 万套，在此车型成功的基础上，松芝将有望获得东南汽车新车型更大的配套份额。

2010 年上半年，公司与浙江银轮股份、浙江吉利控股集团在浙江天台投资设立合资公司——**浙江银芝利汽车热交换系统有限公司**，该公司已于 2010 年 7 月 30 日取得天台县工商局颁发的营业执照。松芝股份占股比 31%，通过此公司进入吉利汽车的乘用车空调配套体系，我们判断松芝股份未来有望获得吉利汽车空调 50% 的配套量。

■ 积极介入合资品牌车配套体系

通过给自主品牌配套，公司积累了进入合资厂配套体系的能力，如给长安悦翔配套，进而可开发长安集团下的长安福特马自达、长安铃木等客户；如给东南菱悦配套，进而可开发东南三菱客户。此外，松芝股份已是上海通用的合格供应商，可参与其项目投标。未来整车降成本压力渐大，合资品牌车或将采购国内自主品牌空调，这给行业龙头松芝股份带来了进一步的市场空间。

3.3 为轨交、冷藏车配套及出口带来新利润增长点

■ 铁路与城市轨交的发展给公司带来新的利润增长点

预计 2010—2013 年，每年铁路建设投资在 7000 亿以上，2012 年全国铁路营业里程将达到 11 万公里。此外，各大城市新建地铁项目带来了城市轨道交通的大发展。

松芝股份轨交空调产品将于 2010 年底投产。目前在试用的轨交线路有上海地铁 1 号线、北京 8 号线。此外，成都、宁波、合肥等地未来地铁有望安装松芝股份空调。

■ 受益于未来冷链物流发展

冷藏车制冷机组是冷藏车的关键部件，其市场发展与冷藏车的发展息息相关。目前，在发达国家，生鲜食品冷藏运输率达到 80%—90%，东欧国家 50%，我国生鲜食品冷藏运输率仅 15% 左右，冷藏车的发展远远落后于我国当前消费水平。2007 年我国冷藏车保有量在 3 万辆，而美国冷藏车拥有量为 20 多万辆，日本为 12 万辆左右。目前，松芝股份在某企业集装箱上进行试配套，该类产品单价较高，冷冻空调为 10 万元/台，冷藏空调为 3 万元/台。冷链物流的发展必将给公司带来相关配套机遇。

■ 海外市场

目前公司出口业务量较小，2010H1 境外销售 127 万元。汽车空调产品的国际市场非常广阔，目前松芝股份大中客空调随整车出口至印尼、伊朗、科威特、泰国等中东、东南亚国家，公司正加大其它海外区域市场的开拓力度，如与 KIWI BUS 合作开发大洋洲市场。松芝股份计划在未来 5 年将大中客空调出口量做到大中客客车空调业务的 20%。

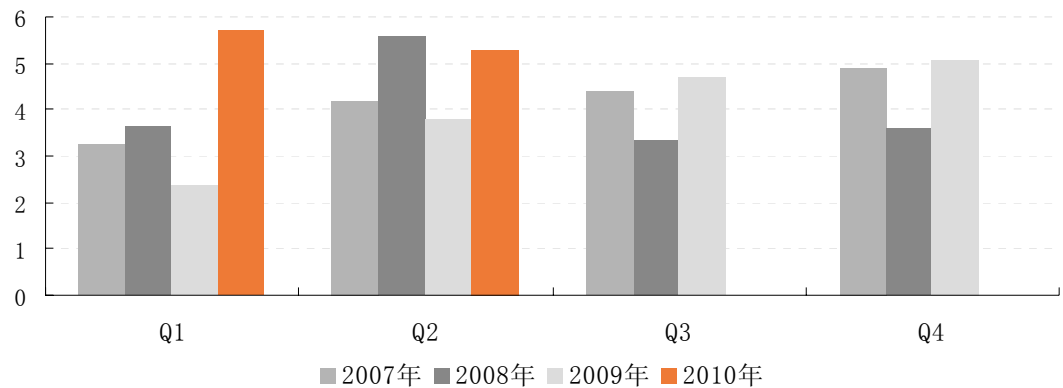
公司作为大中客龙头，具备向乘用车等其它领域配套的广阔空间。随着募投项目的逐步达产，松芝股份产销、收入、利润规模将有较大提升，成长性较强。

四、乐观预期全年业绩、提高盈利预测

4.1 下半年客车业增长稳定，四季度迎全年销售高峰

我们看好客车业 2010 年下半年表现，主要由于 09 年该行业受政策刺激较小，基数不高；2010 年客车行业稳定增长，预计将成为第四季度同比幅度最高的子行业。松芝股份作为大中客空调龙头将受益于下游的稳定增幅，在第四季度有望迎来全年业绩高峰。

图表 6 客车行业季度销量 单位：万辆



资料来源：平安证券研究所

4.2 下半年业绩值得期待、提高盈利预测

在 2010 年中报中公司公告，前三季度业绩预增 50%—70%，我们判断三季报 EPS 超过 0.8 元（按最新股本）。而第四季度为行业最旺季度，公司盈利有望超过今年第二季度达到 EPS0.3 元以上。

图表 7 公司产品销量、单价、毛利率预测 单位：万元

销量	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
大中型客车空调	21229	19901	21188	27968	32443
其它空调	20663	44495	134795	256111	499415
单价	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
大中型客车空调	33443	35247	30987	31000	31200
其它空调	2588	1938	1810	1820	1830
毛利率	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
大中型客车空调	35.4%	39.0%	42.7%	44.5%	44.4%
其它空调	8.3%	14.1%	18.5%	19.5%	19.6%

资料来源：平安证券研究所

根据公司最新经营情况，我们调高松芝股份盈利预测，预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 1.13 元、1.43 元。我们的预测还并未包含公司在轨交等领域的拓展，若公司拓展顺利，盈利预测还有上调空间。

由于公司为外商投资公司，上市前不能做股权激励，而 IPO 后公司具备做股权激励条件。我们注意到，大股东陈福成目前持有 61% 股权，而管理层尚无股权。为稳定核心技术人才及管理团队，松芝股份存在实施股权激励计划的动力与基础。若得以实施，有望稳定公司经营管理团队级核心技术骨

干，更有利于长远发展。

总体判断：公司为大中型客车空调龙头，兼具技术研发、客户资源、销售网络等优势；针对最终客户的“终端销售”模式保障了大中客空调持续高毛利率；募投项目建设将提高产销规模及核心零部件自制能力。

松芝股份将长期受益我国客车业的规模增长及档次提高，同时公司将其制冷技术拓展至乘用车、轨交、集装箱等领域，为长期快速成长打开空间。考虑其稳固的行业地位和广阔的市场空间，维持对其“推荐”评级。

图表 8 松芝股份盈利预测表		单位：万元				
项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	
一、营业总收入	78251	80630	92025	135313	195115	
二、营业总成本	61547	65861	74288	103323	154531	
营业成本	51521	51201	58710	87062	131555	
营业税金及附加	35	48	42	68	98	
销售费用	5245	7242	8235	8362	12097	
管理费用	3555	5029	6080	6766	10048	
财务费用	1031	1364	951	1015	683	
资产减值损失	162	977	269	50	50	
三、其他经营收益						
投资净收益		50	830	1850	2220	
四、营业利润	16704	14818	18567	33841	42804	
加：营业外收入	530	272	674	200	200	
减：营业外支出	99	16	8	5	5	
五、利润总额	17136	15074	19233	34036	42999	
减：所得税	1683	2200	2544	5105	6450	
六、净利润	15453	12875	16689	28931	36549	
减：少数股东损益	2350	1269	1509	1823	2303	
归属于母公司所有者的净利润	13102	11605	15180	27108	34247	
EPS (元)	0.55	0.48	0.63	1.13	1.43	

资料来源：平安证券研究所

风险提示：

- 1) 大中客“终端模式”配套导致的应收账款、存货风险；
- 2) 轨交、铁路配套业务拓展节奏慢于预期。

研究员简介：

平安汽车行业研究团队入围 2009 年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选。

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10 年技术经济工作经验，7 年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业首席分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。3 年汽车行业研究经验，现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257