

大中客空调王者，乘用车空调新星

松芝股份 (002454) 评级: 增持 (首次)

股价: 31.1 元

目标价位: 35 元

调研简报

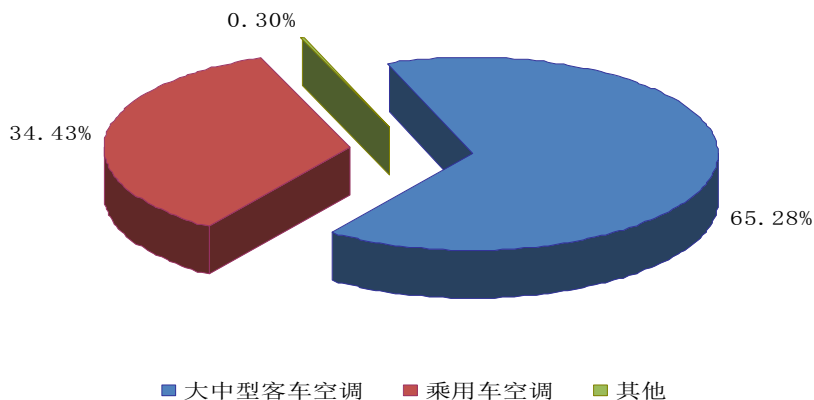
2010 年 11 月 30 日 星期二

投资要点

近期，我们赴松芝股份进行了实地调研，现将调研中得到的重要信息以及我们的分析简述如下：

- **大中客空调王者，乘用车空调新星。**公司是专业车辆空调制造商，产品广泛应用于客车、货车、乘用车等各个领域。在大中型客车领域，公司已成为国内技术水平最先进，产销规模最大的龙头企业，近几年市场份额稳定在 24% 左右，稳居行业第一。由于大中型客车市场增长空间有限，公司从 2006 年开始大力进军乘用车空调市场并已取得骄人成绩，近几年公司产品销量呈现爆发式增长，已崛起为乘用车空调市场的耀眼新星。
- 目前，公司大中客空调业务在公司总收入中占比为 65%，毛利占比则仍达约 81%，而乘用车空调占总收入占比为 34%，毛利润占比则为 19%。我们认为，大中型客车空调市场增长稳定、盈利能力强，公司龙头地位又非常稳固，是公司的“现金牛”业务；而乘用车空调市场容量巨大，公司在这一领域虽增长迅速但市场份额仍很低，成长潜力不可限量，这一业务是公司未来业绩的主要增长点，在公司收入和利润中占比也将持续提高。

图 1 公司营业收入结构情况 (2010H1)



资料来源: wind

分析师: 吴文钊

021-50586660-8617

wwz@longone.com.cn

执业证书编号: S0630210070003

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	0.6
总市值(亿元)	73.2
流通市值(亿元)	18.30

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	9.47	15.58
3 个月	21.37	7.76
6 个月	42.28	22.84

个股相对深圳成指走势图

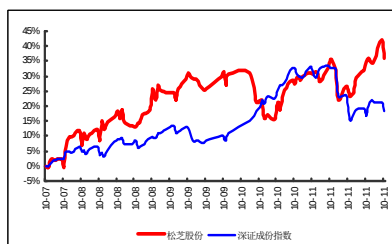
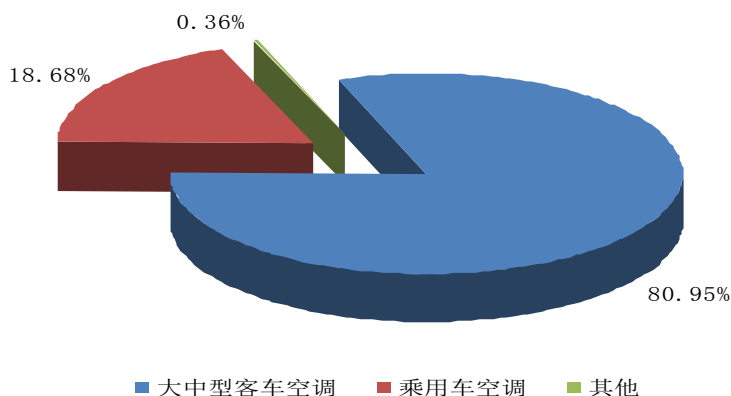


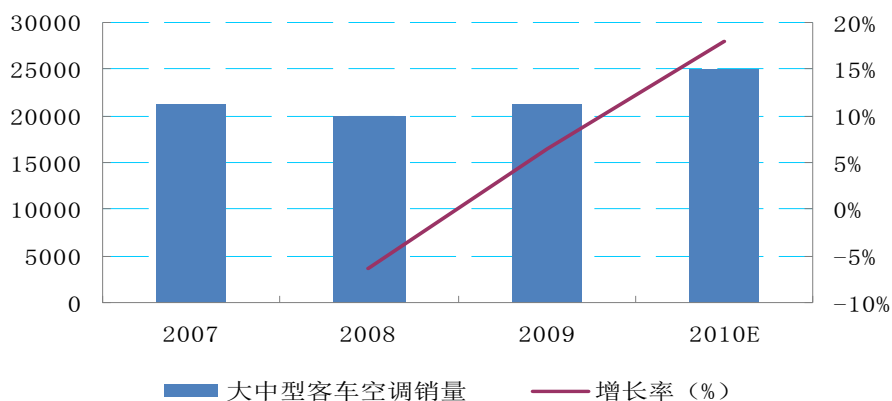
图 2 公司毛利结构情况 (2010H1)



资料来源: wind

- **客户资源优势保障公司大中客空调市场份额稳定。**在大中型客车市场尤其是公交市场，与客运公司、公交公司等终端用户的“关系”紧密程度往往是决定上游厂商能否获得订单的关键因素。公司经过多年经营和积累，已获得了众多的行业优质客户。目前，公司整车厂商客户约 60 多家，其中稳定的客户 20 多家，包括厦门金旅、漳州金龙、申龙客车、中通客车、丹东黄海、安凯客车等行业知名企业。公司终端客户约 180 家，其中长途客运客户 70 多家，稳定的客户 50 多家，包括：国旅、中旅、中青旅等大型企业；公交客户 100 多家，稳定的客户约 50 多家，包括：北京公交、上海巴士、杭州公共、广州公交等。大众公用、北巴传媒、南京中北还是公司 IPO 的发起人。公司的上述客户综合实力强、品牌信誉优良，是行业的优质大型客户。可以说，公司在一定程度上垄断了行业内的优质客户资源，这也为公司在大中客市场获得稳定的市场份额提供了坚实基础。

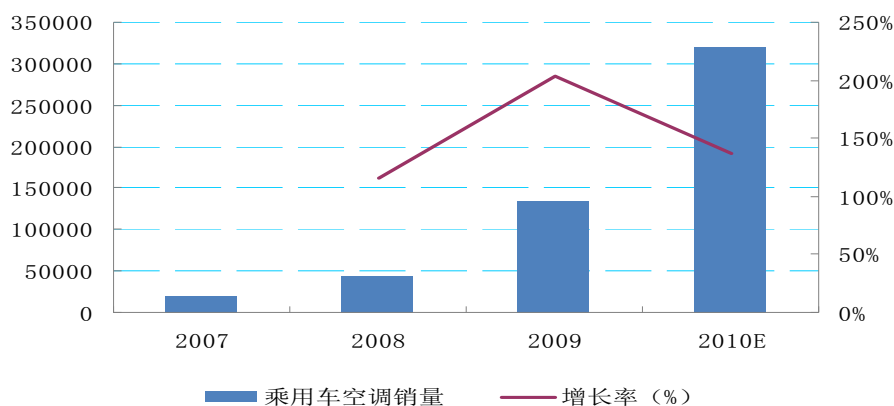
图 3 公司大中客空调近年销量及增速 (台)



资料来源: 公司招股书, 东海证券研究所

- **终端模式保障公司大中客空调极强盈利能力。**公司大中型客车空调 60%以上采用“终端模式”销售，其余则为“标配模式”。相对于标配模式，终端模式直接面向最终用户，且该类客户绝大多数为公交公司，而公交车通常都低速运行且走停频繁，对所载空调性能质量及售后服务要求均很高，对销售价格敏感度则相对较低，公司大中客空调业务由此也获得了极为丰厚的利润空间。2007 年，公司大中客空调毛利率约 34.16%，2008 及 2009 年则为 36%左右，今年上半年则由于较低的原材料价格和产销规模扩大攀升到了 44.52%。
- **乘用车空调销量井喷，3 年销量增长 14 倍。**公司于 2006 年起进军乘用车空调市场，由于公司产品性能优良、售后服务周到且具有很强的成本优势，公司产品迅速打开了市场，产销量获得了爆发式增长。2007 年，公司乘用车空调销量仅为 20663 套，到 2009 年时则已跃升至 134795 套，而据预测，公司今年乘用车空调销量有望超过 30 万套，较 09 年翻番有余，较 07 年则相当于 3 年间增长 14 倍，增速之快非同一般。

图 4 公司乘用车空调近年销量及增速（套）



资料来源：公司招股书、东海证券研究所

- **乘用车空调有望继续高速增长。**尽管公司乘用车空调销量已达 30 万套左右，但相对行业全年 1300 万以上的乘用车销量而言，公司市场份额仍仅为 2%左右，存在巨大的提升空间。鉴于公司产品已获得了长安等国内主流公司的认可以及自主品牌企业较为开放的配套体系，我们认为公司乘用车空调业务仍将继续高速增长。

公司目前已是长安、东南、东风柳汽、江淮等自主品牌企业的主要供应商。

据公司招股书披露，公司已先后为长安自主品牌的主力车型悦翔、CV5 以及 B301 开发空调产品并独家配套，未来则将积极参与长安其他自主品牌新车型的开发，并争取在 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。

此外，公司已同福田汽车签署全面协作战略协议，双方将建立合资公司向福田汽车配套。2010 年上半年，公司还与浙江银轮股份、浙江吉利控股集团集团在浙江天台投资设立了合资公司—浙江银芝利汽车热交换系统有限公司，松芝股份占股比 31%，公司有望借此进入吉利汽车的空调配套体系。

- **突破轨道市场和冷链市场值得期待。**我国已进入轨道交通建设高峰时期。据统计，我国当前城市轨道交通运营里程仅为 1000 公里左右，但目前国内已有 33 个城市规划建设地铁，“十二五”期间新增建设里程将超过 2500 公里，到 2020 年新增建设里程则超过 6000 公里。按照平均每公里需要 8-10 节车厢计算，“十二五”期间新增地铁车厢将至少为 20000 辆，所需空调则为 40000 台以上，市场价值超过 40 亿元。在这一领域，公司已携手南车时代公司进行联合开发，并已同北京地铁运营公司签订技术协议，公司将为北京地铁复八线提供空调样机，这可认为是公司在轨道车空调领域的良好开局。此外，公司于同济大学也联合开发了轨道车辆空调，待试运行成功后即有望进行市场推广。

在冷藏车领域，我国生鲜食品运输率仅为 15%左右，远低于发达国家的 80-90%，潜在市场巨大。经过详细考察，公司认为当前冷藏车市场较为混乱，最大的改装车厂年产冷藏车也仅为几百台。有鉴于此，公司有意先着重拓展冷藏集装箱市场，这一市场较为有序，若能与相关龙头公司合作，公司在这一领域的前景值得期待。

- **自制压缩机有助于公司进一步提高盈利能力。**压缩机是空调核心部件，在公司大中客空调业务主营成本中，压缩机占比达 23%左右。凭借强大的技术开发能力，公司已具有压缩机量产能力且已开始了批量推广。公司 2009 年压缩机实际销量为 300 台，今年预计量则约为 2500 台。在其性能质量经过更长时间检验后，公司计划在 2012 年开始大批量推广自产压缩机。据介绍，公司自产压缩机较外购产品成本可降低 25%左右，据此测算，若公司未来压缩机达到 50%自给率，不考虑价格变化，公司大中客空调毛利率可提高约 3 个百分点。由此可见，随着压缩机自给率的逐步提高，公司

大中客空调业务盈利能力仍有进一步提高的空间，这也可部分对冲由于公司产品结构变化可能带来的综合毛利率下降。

- **首次给予“增持”评级。**公司大中客空调业务盈利能力强，市场份额稳固，可持续为公司提供丰厚利润，而乘用车空调业务则将受益我国远未结束的汽车消费盛宴，有望继续高速增长。我们预测公司 2010、2011、2012 年每股收益分别为 1.11、1.40、1.74 元，参考汽车零部件行业同类公司以及中小板次新股估值情况，我们认为公司可按 2011 年 25 倍 PE 估值，对应合理价格为 35 元，首次给予其“增持”评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

吴文钊, 汽车行业分析师, 江苏大学经济学硕士毕业。1 年汽车制造企业工作经验, 3 年汽车行业研究经验, 2010 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 长安汽车、江淮汽车、福田汽车、中国重汽、潍柴动力、宇通客车、星马汽车、万向钱潮、亚太股份。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122