

机械、设备、仪表

松芝股份 (002454)

推荐 (维持)

高速发展的自主空调龙头

余 兵

S1060207120088
021-33830530
Yubing006@pingan.com.cn

王德安

S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

事项： 近日我们调研了松芝股份 (002454)，就公司与福田汽车、北巴传媒设立合资公司等事项与公司总经理李兵等高管进行了交流。

平安观点：

- **看好客车行业的投资机会。** 客车市场受国家鼓励消费政策影响小，没有透支消费情况，后期持续性好；全球经济走出国际金融危机影响，中国客车出口复苏；大城市治理拥堵，限制轿车消费的同时加大公交实施建设、提高公交出行比例，为公交车的持续发展提高充足动力。我们看好大中型客车及相关零部件公司的投资机会。公司表示一方面看好客车市场的增长空间，另外也预计客车配置空调比例将持续上升，特别是在中西部地区上升空间更大。
- **本次合资背景。** 公司计划与福田汽车、北巴传媒合资成立空调公司。合资以业务和资本为纽带，巩固了公司与下游客户的关系。其中：福田汽车是商用车龙头企业，松芝股份空调产品可为福田汽车大中型客车、轻客等多种产品配套；而北巴传媒又采购较多的福田汽车大中型客车，是松芝股份的最终客户。
- **跟随自主品牌轿车的发展，公司在乘用车空调市场增长空间大。** 2010 年公司乘用车空调销售近 30 万台。公司与银轮股份、吉利汽车成立合资企业，生产冷却系统模块，符合吉利汽车的采购需要，有助于公司产品进入吉利汽车的配套体系。此外，公司与江淮汽车、长安汽车有较好的配套关系。
- **轨道交通空调有望在明年取得突破。** 该市场突破的难点在于轨道交通投资规模大，属于各地重点建设项目，政治意义大，客户对供应商的选择非常慎重，对供应商以往的经营情况较为关注。由于上海等地轨道交通体系趋于成熟，配套关系较为稳定，公司在该类区域发展机会较小，但在二三线城市如西安、长沙、宁波等地有可能取得突破。按一条轨道线 20 组列车、每列车 6 车厢、每车厢两台空调、单台空调 18 万左右价格测算，一条轨道交通可为公司带来 4500 万元的收入，而轨道交通空调的盈利水平远高于公路客车空调。我们测算一条轨道交通调控订单可为公司带来 1250 万元的净利润，折合 EPS0.055 元。
- 轨道交通空调采购过程中业主占有约 70% 的决定权，设备制造商有 30% 的决定权。而轨道交通与公交公司同属于城市公用事业系统，松芝股份发展轨道交通空调业务有客户资源方面的先天优势。
- **压缩机等核心零部件自制率不断上升，提高公司盈利水平。** 公司压缩机产品具有一定独特技术，可靠性也经过了两年的测试（通常需要经过三年测试）。公司今年配备自制压缩机的客车空调 1800 台，预计明年上升到 3000 台左右。公司测算因压缩机自制，单台空调可节省成本 1800 元，相当于客车空调价格的 5.5% 左右。
- **新能源客车空调亦有斩获。** 公司为国内 70% 左右的混合动力客车配套空调，在北京、山东等地纯电动客车分别有数百台配套。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑公司在轨道交通空调等领域的突破，我们提高公司 2010 年、2011 年盈利预测分别为 1.13 元、1.62 元。按 2011 年 25 倍 PE 定价水平，其合理价格在 40 元左右，维持“推荐”评级。

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）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

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) 82449257