

松芝股份(002454.sz)

以技术为导向，各项业务稳中求进

杨华超 分析师

电话: 021-68828289

eMail: yhc2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010016

汤俊 分析师

020-87555888-628

tj5@gf.com.cn

S0260511010005

依托公交市场，大中客空调平稳增长

公司大中客空调市场的龙头企业，公司在2010年的市场份额达到27%左右；我们认为2011年公交车市场的稳定增长以及电动大巴相关的市场需求将维持公司大中客空调业务的平稳增长。

乘用车/货车空调业务仍处于成长较快阶段

我们判断公司与长安汽车、吉利汽车等自主品牌车企的合作将逐步进入收获期，而在货车空调方面，公司开始批量给福田配套，因此我们认为公司乘用车/货车空调业务仍处于成长较快的阶段。

轨道交通与冷链装备制冷机组是未来成长亮点

轨道交通空调业务方面公司有望在今年取得突破，但是因为产品的交付周期较长，我们预计业绩释放需要到2013年。在冷链装备用制冷机组方面，我们认为依托公司的技术储备以及中集集团在相关领域的市场渠道优势，该市场将成为公司又一亮点。但是，公司产品的推广还有待技术的进一步提升以及充分的市场考验，因此，我们判断该项目也需要2-3年才会体现业绩。

盈利预测与假设

我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.81元、0.94元、1.15元，我们认为公司在大中客空调和乘用车空调业务将形成公司稳定的业绩基础，而基于公司技术研发的轨道交通与冷链装备空调市场的拓展将是公司未来成长的亮点，我们密切跟踪公司相关业务拓展的情况，暂时给予“持有”评级。

风险提示：自主品牌乘用车市场的需求低于预期；成本上涨超出预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	920.25	1,301.44	1549.74	1819.97	2146.63
增长率(%)	14.13%	41.42%	19.08%	17.44%	17.95%
EBITDA(百万元)	216.12	314.55	327.41	380.08	466.22
净利润(百万元)	151.80	228.75	251.82	292.78	358.07
增长率(%)	30.80%	50.69%	10.08%	16.27%	22.30%
每股收益(元)	0.843	0.953	0.81	0.94	1.15
市盈率	0.00	32.00	20.26	17.42	14.25
市净率	0.00	4.23	2.76	2.47	2.19
EV/EBITDA	0.00	20.63	12.52	10.56	8.34

数据来源: 上海加冷松芝汽车空调股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

持有

当前价格(元) 16.35

目标价格(元) 16.20

前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-10.47%	-18.77%	3.39%
沪深300	-3.87%	-9.89%	8.14%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

312.00/78.00

主要股东:

陈福成

主要股东持股比例

47.07%

财务比率

ROE 13.22%

ROA 17.38%

资产负债率 22.80%

每股净资产(元) 7.21

2010 年报数据

依托公交市场，大中客空调业务平稳增长

公司作为大中客空调市场的龙头企业，2010年的市场占有率在27%左右。公司整车厂商客户约有60多家，包括金龙汽车、申龙客车、中通客车、丹东黄海、安凯客车等；主要终端客户约有180家，其中长途客运70多家、公交客户100多家。

我们判断2011年公路客车市场需求会受到去年亚运会和世博会对需求集中释放的影响，但是各地的公交市场还是会保持相对稳定的增长幅度。同时，我们认为客车空调市场的终端销售模式也有利于公司电动大巴空调的市场推广。

基于公交客车空调的定制性，单价高于公路客车空调，我们认为公司公交客车空调比例的提升会拉动均价的提升，同时，我们认为公司稳定的客户资源也将有利于推动公司在大中客空调市场份额的提升。我们预计公司今年客车空调业务有望实现10%左右的增长。

图1：公路客车的销售变化情况

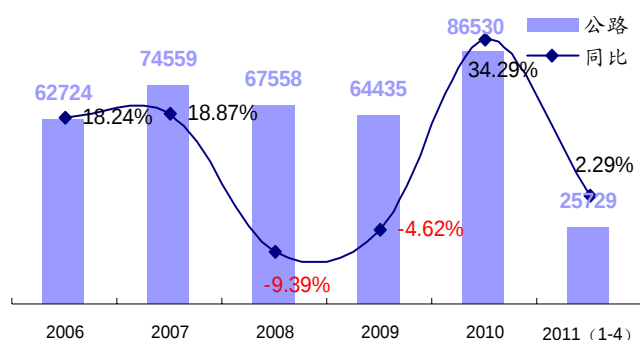
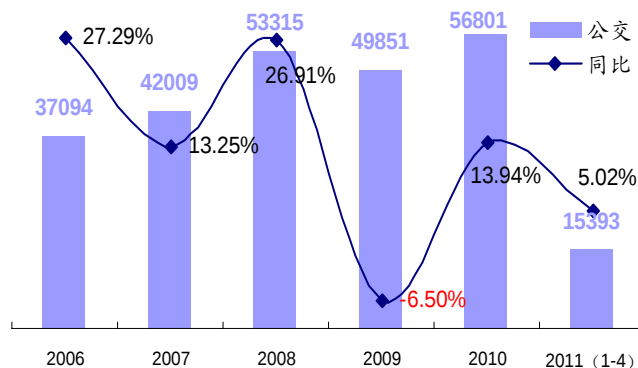


图2：公交客车的销售情况



数据来源：中客网，广发证券发展研究中心

乘用车/货车空调业务有望保持较快增长

公司2005年进入乘用车空调市场，2007年到2010年公司乘用车空调业务销售收入由5347.37万元增长到4.00亿元，复合增长率为95.64%。目前公司乘用车空调业务的主要合作对象是以长安、江淮、吉利为代表的自主品牌乘用车企业。虽然目前自主品牌乘用车市场面临着市场压力，但是我们预计公司与长安汽车等车企的合作将逐步进入收获期，因此，我们判断公司乘用车空调业务今年仍将保持较快增长。同时，公司今年已经开始批量与福田汽车的重卡配套，未来在相关领域的拓展也将成为业绩增长的推动力。

图3：公司乘用车业务的成长情况

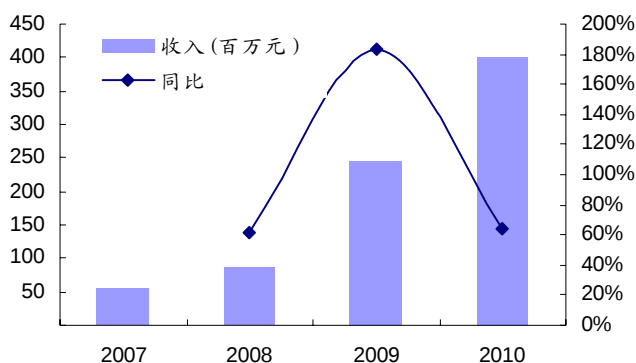
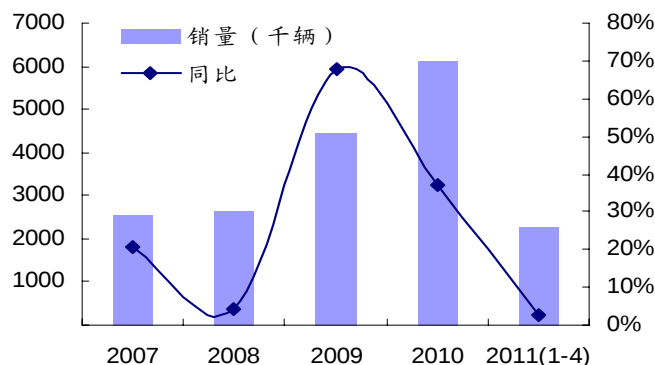


图4：国内自主品牌乘用车销量的变化情况



数据来源：公司公告、汽协、广发证券发展研究中心

图5：长安汽车自主品牌销量变化

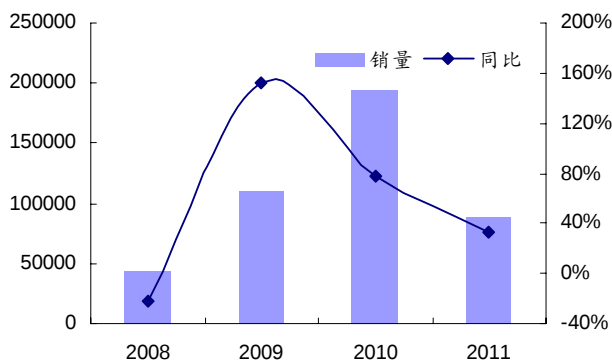
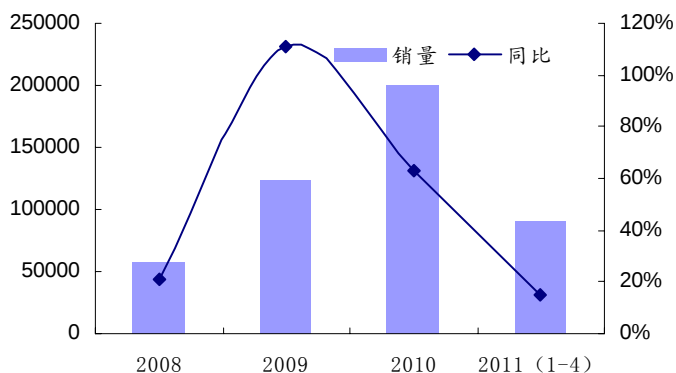


图6：江淮乘用车销量变化



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

轨道交通与冷链装备业务是未来成长的亮点

随着国内各地政府加快推进轨道交通的发展以及食品安全要求对冷链装备市场需求的提升，公司在巩固现有业务的同时，加大对研发的投入力度，开拓相关领域的空调机组业务。目前公司已经自主研发了轨道交通空调机组以及冷藏车制冷机组的相关产品。

轨道交通空调业务方面公司有望在今年取得突破，但是因为产品的交付周期较长，我们预计业绩释放需要到2013年。在冷链装备用制冷机组方面，公司与中集集团合资成立超冷（上海）制冷设备有限公司，我们认为依托公司的技术储备以及中集集团在相关领域的市场渠道优势，冷链装备空调市场将成为公司又一亮点。但是，我们认为在冷链装备制冷机组方面，公司产品的推广还有待技术的进一步提升以及充分的市场考验，因此，我们判断该项目需要2-3年才会体现业绩。

业绩预测与假设

1、我们预计公司2011-2013年营业收入增长21.45%、17.44%、17.95%；