

松芝股份(002454)调研报告

—— 新增长点培育尚需时日

可选消费/汽车零部件

谨慎推荐

首次评级

发布时间：2011 年 10 月 17 日

投资要点：

- 公司是一家民营的汽车空调企业，业务包括四块：大中客车空调、乘用车空调、轨道交通空调、冷藏车制冷机组。公司已逐步形成“以大中型客车空调为基础，乘用车空调、轨道车空调机组、冷藏车制冷机组梯次发展、以旧养新、产品线不断丰富”良性发展格局。
- 公司的大中客空调产品主要用于公交和旅游大巴，是大中客车空调的龙头，市场占有率超过 25%。其中公交空调的市场占有率约 60-70%，在一线城市的市场占有率甚至高达 80%。我们认为，未来几年公司大中客车空调业务增速基本与客车行业增速一致，年复合增长率 15%左右。
- 乘用车空调业务高速增长，市场空间巨大，是公司未来 3 年业绩成长的关键。由于基数较低，我们判断，未来几年，该项业务的增长速度仍将维持在 30-50%。更长远看，由于公司的体制优势、管理优势、成本优势，公司有望进入合资品牌乘用车配套市场。
- 公司轨道交通空调业务正在培育，突破点在于获得第一笔订单。一旦突破，公司将可全面销售。公司预计 2012 年可获得订单，2013 年产生规模效益。
- 考虑到如果轨道交通空调业务开拓成功的话，将为公司估值提升带来较大的想象空间，我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。预测公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.79 元、0.98 元，以 10 月 14 日收盘价计算，PE 分别为 18.34 倍、14.79 倍。
- 风险提示：1、宏观经济持续不稳定，使客车行业增长低于预期；2、自主品牌乘用车销量增长大幅放缓，公司影响营销开拓不力；3、轨道交通空调市场和冷藏车冷机设备市场开拓持续不能获得突破。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	130,100	41.41	22,723	50.70	0.73		19.85	
2011E	155,300	21.80	24,600	8.22	0.79		18.34	
2012E	197,800	27.37	30,420	24.05	0.98		14.79	
2013E								

走势图



市场数据

2011-10-14

收盘价：	14.49 元
52 周最高价：	32.48 元
52 周最低价：	13.78 元
平均持仓成本：	16.83 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	31,200
流通 A 股（万股）：	31,200
每股收益（元）：	0.42
每股净资产（元）：	5.58
每股经营现金流（元）：	0.30
市净率：	2.60

分析师：刘立喜

执业证书编号：S0550511020007

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulx@nesc.cn

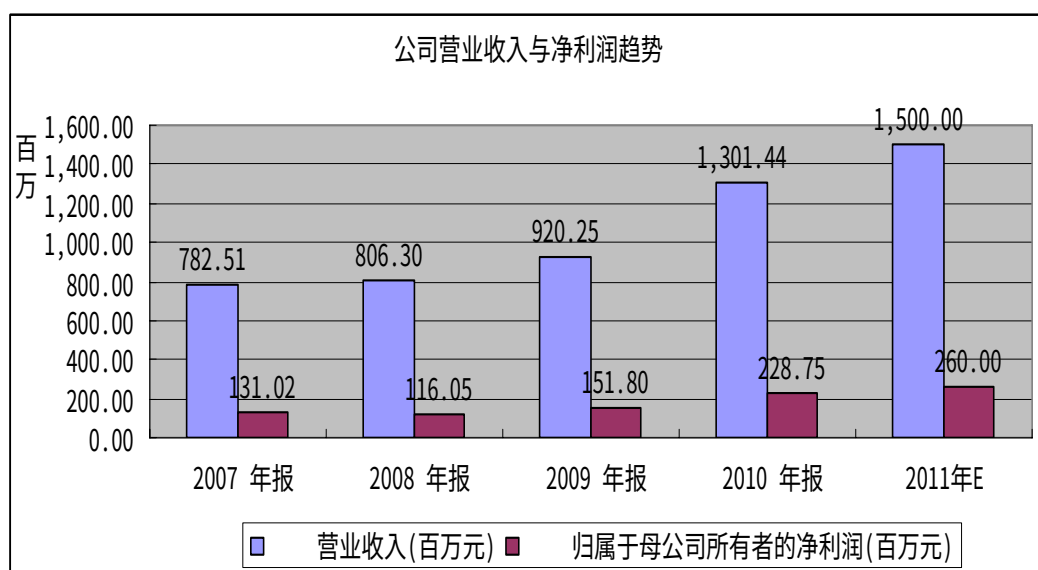
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

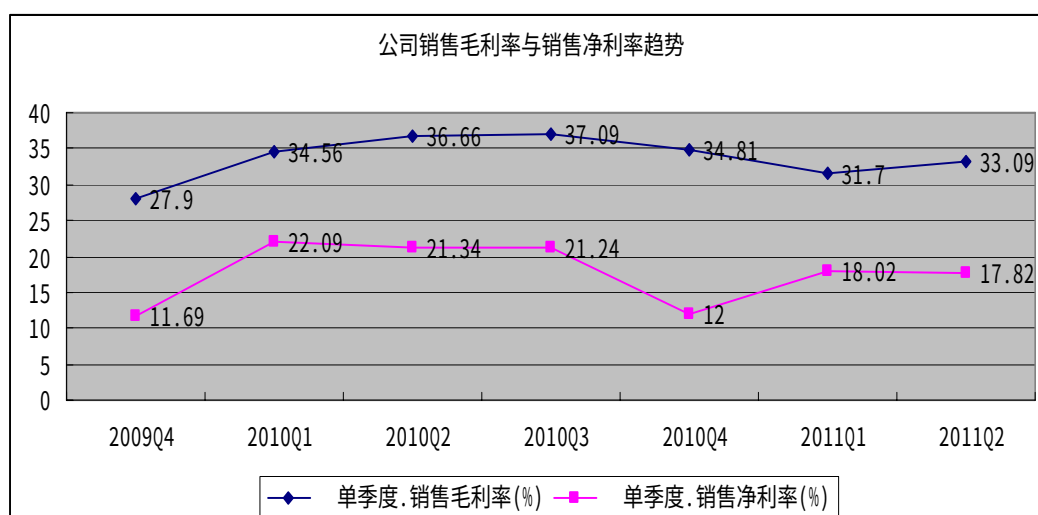
9月22日，我们参加了公司股东大会，与公司董事长陈福泉先生、总经理李兵先生、董秘陈纯华先生等就公司的经营情况及发展前景进行了深入的交流。现将有关内容整理如下：

一、公司预计下半年的经营情况与上半年差不多，全年看，公司销售毛利率有所下滑，利润增速明显低于收入增长。

公司是一家民营的汽车空调企业，业务包括四块：大中客车空调、乘用车空调、轨道交通空调、冷藏车制冷机组。公司已逐步形成“以大中型客车空调为基础，乘用车空调、轨道车空调机组、冷藏车制冷机组梯次发展、以旧养新、产品线不断丰富”的良性发展格局。



资料来源：公司公告 东北证券整理



资料来源：公司公告 东北证券整理

2010年，大中客车空调占公司收入69%，毛利率高达43.49%，是公司的主要利润来源；乘用车空调公司收入31%，是公司收入的主要增长点，但毛利率较低，为19.32%。

公司未来的主要看点是乘用车空调市场份额的提高,以及轨道交通空调和冷藏车制冷机组的市场有效开拓。

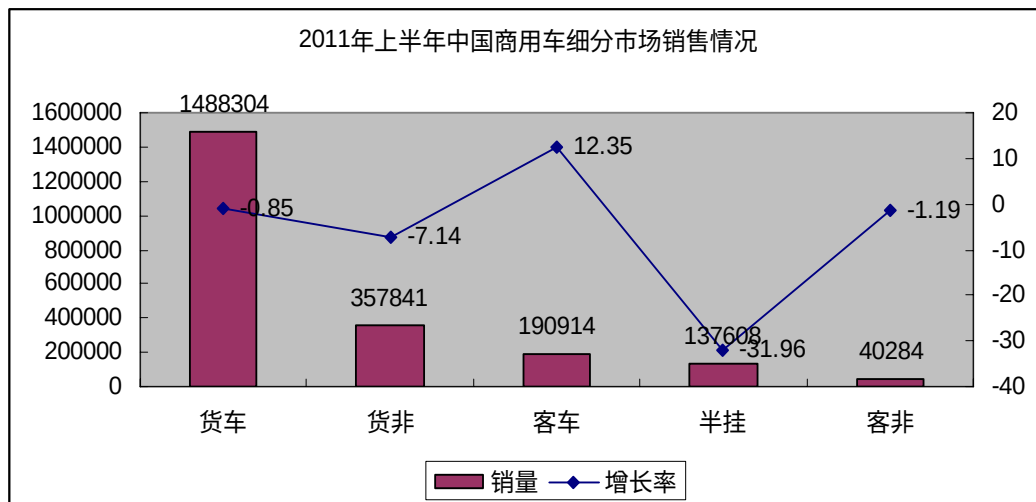
公司预计 2011 全年的销售收入将达到 15 亿元左右。公司上半年实现营业收入 7.67 亿元,同比增长 21.42%,净利润 1.30 亿元,同比增长仅 1.63%,利润增速明显低于收入增长,主要原因是公司毛利率有所下滑。毛利率下滑有三个方面的原因:一是公司与主要客户有约定,随着时间的推移,销售价格应逐年下调;二是公司收入结构的变化,低毛利率的乘用车空调收入占比增加;三是上半年铝材等原材料价格的上涨。

二、大中客车空调业务是公司稳定的“现金牛”，未来几年复合增长率 15%左右。

上半年,整个汽车行业销量增速为 3.35%,乘用车子行业销量为 711.03 万辆,同比增长 5.75%,商用车子行业销量为 211.11 万辆,同比下降 6.07%。在商用车子行业中,独有客户实现 12.35%的增长,其中大客增长 15-16%。两个原因导致客车行业的增长:

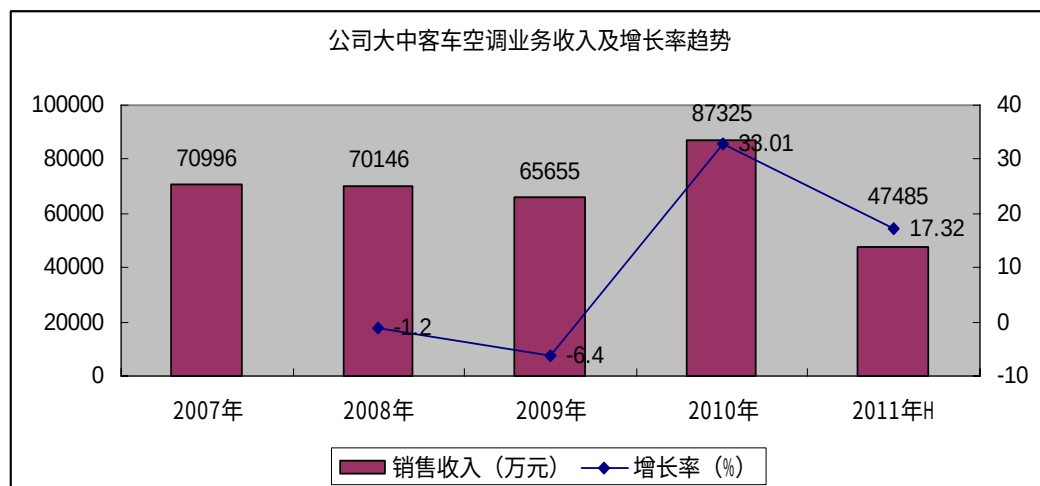
(1) “公交优先”战略的优先实施,将推动未来几年公交客车复合增长率达 15%。随着民用汽车保有量的快速增长,城镇交通拥堵、环保能源等问题日益突出,国家《城市公共交通“十二五”发展规划纲要》明确提出实施公共交通优先发展的战略。目标是至“十二五”末,全国公共汽车保有量大约 60 万辆,较 2010 年新增约 20 万辆,加上更新需求 25 万辆,累计 45 万辆左右的市场需求,而目前公交车的年销量 6 万辆左右,未来五年复合增长 15%左右。

(2) 根据调研,上半年大中客车的出口形势不错。考虑到中国生产的客车具有较强的性价比和竞争优势,未来出口形势值得看好。



资料来源:中汽协 东北证券整理

公司的大中客空调产品主要用于公交和旅游大巴,是大中客车空调的龙头,市场占有率超过 25%。其中公交空调的市场占有率约 60-70%,在一线城市的市场占有率甚至高达 80%。我们认为,未来几年公司大中客车空调业务增速基本与客车子行业增速一致,年复合增长率 15%左右。

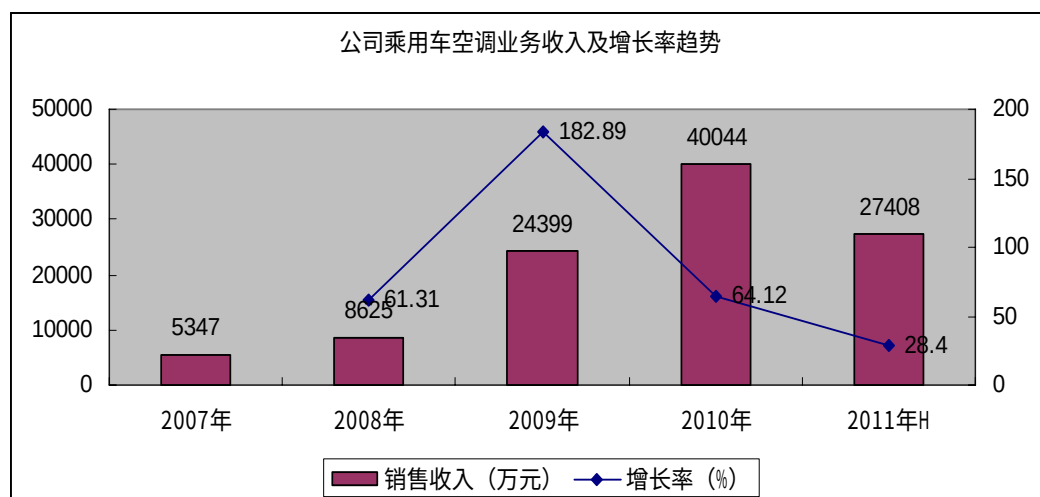


资料来源：公司公告 东北证券整理

三、乘用车空调业务高速增长，市场空间巨大，是公司未来3年业绩成长的关键。

公司于2005年开始进入市场空间巨大的乘用车空调市场，销售收入持续大幅增长。目前公司主要配套客户是长安、江淮、吉利、东南、北汽福田等自主品牌客户。随着配套车型的持续增多，过去几年该业务增长远超越乘用车子行业的销量增速。根据调研，公司目前有50多个配套项目在开发。我们判断，由于基数较低，未来几年，该项业务的增长速度仍将维持在30-50%。更长远看，由于公司的体制优势、管理优势、成本优势，公司有望进入合资品牌乘用车配套市场。

2007年，乘用车空调业务的收入占比为6.83%，到2010年，该项业务的占比提升到30.7%。上半年该项业务的占比提升到36.52%。



资料来源：公司公告 东北证券整理

四、轨道交通空调业务正在培育，突破点在于获得第一笔订单。 一旦突破，公司将可全面销售。公司预计 2012 年可获得订单， 2013 年产生规模效益。

近年来，各地城市纷纷投资建设轨道交通。截止 2010 年底，中国已有北京、上海、广州、天津、重庆、南京、武汉、长春等 12 个城市，先后开通运营了城市轨道交通线，运营里程超过 1500 公里。未来 10 年，中国城市轨道交通车辆需求都将保持高速增长。

轨道交通市场竞争相对较弱。相对于客车空调市场 50 多家供货商的竞争格局，轨道交通空调目前主要供货商只有石家庄国祥、广州中冷等 10 家厂商，竞争环境相对好很多。因此，公司预计轨道交通业务的毛利率有望在 60% 以上。

2009 年 9 月，公司投资 3000 万元，全资设立上海松芝轨道车辆空调有限公司（简称松芝轨道），全面负责公司轨道交通空调业务。松芝轨道目前已拥有研发人员 23 名，其中博士 1 名，硕士 3 名，大学本科 12 名，大学专科 5 名。松芝轨道已经完成系列产品开发，其中为科技部“十一五”支撑技术项目—A 型车开发的专用空调，已经完成装机。该产品经第三方测试，较国内同类产品产品在节能、制冷等方面拥有较大的优势。

根据调研，公司目前已在上海、广州两地的地铁系统安装样机试用。公司领导预计 2012 年可获得订单，2013 年将产生规模效益。

五、公司的冷藏车冷机业务，目前仍处于培育期，短期难见效益。

中国目前冷链运输业务仍处于起步阶段。果蔬、肉类、水产品等的冷藏运输市场需求巨大。

2011 年 4 月 8 日，公司于中集集团成立超酷（上海）制冷设备有限公司，注册资本 1800 万元，双方各占比 50% 股权，致力于冷藏车冷机的制造。设计产能 5000 台/年，目前小批量生产，处于业务培育期，短期难见效益。

公司 9 月 30 日公告，公司募投子项目“冷藏车制冷机组生产设备”终止执行。该公告对公司没有任何实质性影响。公司与中集合作开拓冷藏车冷机业务，早已是事实，该项目必须终止，该公告只是例行程序而已。

序号	投资内容	金额（万元）	比例（%）
1	乘用车/轻型客车/货车空调生产设备	11,380.00	27.76%
2	大中型客车空调生产设备	1,500.00	3.66%
3	轨道车空调机组生产设备	3,500.00	8.54%
4	冷藏车制冷机组生产设备	2,570.00	6.27%
5	研发中心	9,850.00	24.02%
6	土建工程	5,200.00	12.68%
7	其他费用	2,800.00	6.83%
8	流动资金	4,200.00	10.24%
总 计		41,000.00	100.00%

资料来源：公司公告

六、盈利预测与投资评级。

公司已逐步形成“以大中型客车空调为基础，乘用车空调、轨道车空调机组、冷藏车制冷机组梯次发展、以旧养新、产品线不断丰富”的良性发展格局。截止 2011 年中期，公司的营业收入仍全部来源于大中型客车空调和乘用车空调，而轨道交通空调机组和冷藏制冷机组业务仍待突破。

综上分析，我们预测公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.79 元、0.98 元，以 10 月 14 日收盘价计算，PE 分别为 18.34 倍、14.79 倍。考虑到公司为中小板个股，也有一定的业绩弹性，而且如果轨道交通空调业务开拓成功的话，将为公司估值提升带来较大的想象空间，我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示：1、宏观经济持续不稳定，使客车子行业增长低于预期；2、自主品牌乘用车销量增长大幅放缓，公司影响营销开拓不力；3、轨道交通空调市场和冷藏车冷机设备市场开拓持续不能获得突破。

公司分业务收入预测（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
大中客车空调	657	873	1000	1155	1328
乘用车空调	244	400	550	785	1060
自制半成品	4	2	3	3	3
轨道交通空调	0	0	0	15	45
冷藏车冷机	0	0	0	20	30
合计	905	1275	1553	1978	2466

资料来源：公司公告 东北证券预测整理

松芝股份（002454）盈利预测

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	920	1301	1553	1978
增长率（%）		41.41%	21.80%	27.37%
营业成本	587	835	1045	1350
综合毛利率（%）	36.20%	35.82%	32.71%	31.75%
营业税金及附加	0.42	0.67	0.8	0.8
销售费用	82	105	105	130
管理费用	61	96	105	120
财务费用	10	4	2	2
三项费用	153	205	212	252
期间费用率（%）	16.63%	15.76%	13.65%	12.74%
资产减值损失	3.00	-3.00	5.00	10.00
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	8.00	21.00	15.00	15.00
营业利润	184.58	284.33	305.2	380.2
营业利润率（%）	20.06%	21.85%	19.65%	19.22%
营业外收入	7	10	10	10
营业外支出	0.8	1.1	1	1
利润总额	190.78	293.23	314.2	389.2

利润率 (%)	20.74%	22.54%	20.23%	19.68%
所得税	25	48	48	60
实际税负比率 (%)	13%	16%	15%	15%
净利润	165.78	245.23	266.2	329.2
少数股东权益	15	18	20	25
归属于母公司所有者的净利润	150.78	227.23	246.2	304.2
增长率 (%)		50.70%	8.22%	24.05%
总股本 (百万股)	312.00	312.00	312.00	312.00
每股收益 (元)	0.48	0.73	0.79	0.98

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。