



增长有基石，想象有空间

——松芝股份（002454）调研快报

2011年7月14日

推荐/首次

汽车行业

调研快报

银国宏	执业证书编号： S1480510120002
联系人：苏杨	Suyang@dxzq.net.cn 010-6655 4030

事件：

近日我们走访了松芝股份，并与公司就目前的经营状况以及公司未来发展方向与公司领导进行了交流。

1、大客传统业务较稳定，未来成长还看新能源

(1) 公司大客空调产品主要用于公交和旅游大巴，是大中客空调市场龙头，市占率超过 25%，其中公交空调的市占率约 60%-70%，在一线城市的市占率甚至超过 80%。由于公交空调属政府采购行为，波动较小，公司大中客空调业务的市场地位、利润水平都较为稳定，我们公司该在传统大中客空调市场将随行业进入稳定增长期，未来年均增速在 10%左右。

(2) 新能源客车空调未来有望提升公司的盈利空间。新能源客车空调与传统客车空调总体差别不大，生产线基本可以共用。目前市场上新能源的空调价格约 7-8 万/台，而公交仅 3 万/台、旅游巴士仅 2 万/台，按照新能源客车空调生产成本约比传统客车高 50%左右测算，新能源客车空调毛利率可达 70%。公司新能源客车空调业务处于起步阶段，预计今年销量将达到 1000 台。随着新能源客车的推广，未来公司大中客业务盈利能力有望进一步增强。

2. 乘用车业务是未来几年成长基石

(1) 乘用车业务未来几年将持续高增长。行业层面上，乘用车需求增长将快于大中客主业。我国乘用车保有量在全球占比仅为商用车的一半，未来乘用车市场的成长空间远大于商用车。公司层面上，合资企业目前在乘用车市场上占据主导地位，松芝 2005 年才进入乘用车市场，目前仍有巨大的成长空间，公司 2008-2010 收入增速均在 60%以上，收入占比由 06 年的 6.8%提升至 2010 年 30.7%。虽然今年上半年整个汽车行业增速放缓，乘用车销售低迷，但公司仍实现了 50%以上的增长。公司乘用车业务目前仍处快速上升通道之中，其未来 50%以上的增长将至少维持 2-3 年。

(2) 行业定位：剑指乘用车空调霸主，逐渐向合资乘用车低端车型进军。公司乘用车业务紧盯自主品牌市场，不断在主要自主品牌工厂附近建厂，提升服务质量与效率，力争成为自主品牌汽车空调龙头。而合资品牌空调市场，由于目前合资品牌整车销售火爆，其以合资品牌空调为主的产业链格局尚难打破。但是未来随着吉利帝豪、长城这些较高端自主品牌汽车的崛起，合资整车的 A 级车市场并将受到价格冲击，也意味这其产业链格局的打破，而松芝也有望藉此进入乘用车低端车型。从客户定位的角度来说，公司未来也有不断提升的空间。

3. 轨道交通业务已具雏形，出色的营销能力将是突破保证

(1) 轨道交通市场具备竞争较弱、利润水平高的特点。轨道交通市场竞争相对较弱。轨道交通空调目前主要供货商是石家庄国祥、广州中冷等 10 家厂商。相对于客车空调市场 50 多家供货商的格局，高铁、地铁

空调市场相对客车空调市场竞争要弱得多。目前轨道交通空调售价为地铁空调 15-16 万/台，高铁 30 万/台，且高铁、地铁与汽车空调生产线有一定程度可以共用，轨道交通空调的利润水平显著高于公司传统业务，毛利率可达 60%以上。按照地铁、高铁一节车厢 2 个空调，车头一个空调测算，一条地铁线的空调市场大概 5000 万。今年全国大约 48 条地铁线招标，市场空间约 25 个亿。

(2) 公司轨道交通业务已初现端倪，出色的营销能力将是突破保证。轨道交通和公交是政府采购行为，其招标等规则与公交类似，只是其要求更高。而公司在公交市场 60%的占比特别是在一线城市超过 80%的占比已充分说明了其营销能力，其市场突破和增长应都不是问题。而技术方面，地铁市场直接竞标即可，但铁路方面需要通过铁道部的认证。公司目前产品已经在同济大学试跑，以基本已经完成前期准备。按照正常流程，下半年铁道部将派人来审查，预计明年上半年将通过铁道部的认证。而地铁业务方面，公司目前正积极参与竞标，预计今年就将产生收益。

4、国内冷链物流落后，冷藏机组业务成长空间巨大。

随着生活水平的提高，大家对食品安全的要求越来越高，中国冷链物流相当落后，未来的大发展是大势所趋。冷链物流对冷藏机组的需求包含了冷藏车、海运冷藏集装箱、半挂车机组等众多需求。

松芝在 2011 年 4 月与中集集团成立了合资公司，中集集团未来每年大约以 20%-30%的集装箱要更换冷藏机组，在成立合资公司后，我们可以预期公司的冷藏机组将成为这部分更换的唯一来源。合资公司预计今年将实现 300 台的销量，销售额约 1000 万。

5、压缩机自给提升公司相对成本优势

公司主要原材料成本占比：压缩机 20%以上，铜铝占比都在 10%以上。目前市场普遍使用德国比泽尔 (bitzer) 公司的压缩机，公司亦以比泽尔为主。但公司目前已实现自产压缩机，自给率大概 10%多。虽然目前比例不高，但在公司实现自产压缩机后，比泽尔等压缩机供货商已经显著降低了供给公司的压缩机价格，与公司自产的成本接近，且品质更好。因此，虽然自给的比例仍不高，但公司的压缩机成本已显著下降。另一方面，由于铜铝等金属材料等原材料价格快速上涨，公司仍然面临成本上涨的压力。但我们认为，铜铝的上涨属于行业普遍成本上涨，而压缩机的自产则促进了公司自身的成本下降，因而在成本上升的大前提下，公司仍然提升了相对成本优势。

结论：

我们以波士顿矩阵来看公司：目前传统大中客空调产品是公司收入的主要来源，居行业龙头地位但增速较慢，而其明显高于乘用车的毛利率水平也决定其未来几年利润主导地位，属于现金牛产品；乘用车空调作为未来几年稳定增长基石，具有不错的市占率和超过 50%的增速，是典型的明显产品；而极具想象空间的轨道交通空调、新能源客车空调、冷藏机组则构成了公司丰富的问号产品；公司目前产品体系中还没有瘦狗产品。总体上，公司产品比较好的吻合了波士顿矩阵西北方向大吉的法则（第三法则），产品结构非常合理。但鉴于目前中国车用空调行业整体所处的产品价格呈缓慢下降趋势，而原材料成本却快速上涨的大环境，我们对公司持谨慎看好的态度。

预计公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.91、0.98、1.17 元，对应当前股价 PE 分别为 20、18、15 倍。考虑到公司近三年成长的稳定支撑和未来的诸多看点，结合现在汽车零部件市场偏弱的行业形势，给予公司“推荐”评级。

表 1：松芝股份盈利预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	920.25	1,292.12	1,639.91	2,096.56	2,762.54
主营收入增长率	14.13%	40.41%	26.92%	27.85%	31.76%
EBITDA（百万元）	209.46	305.24	358.35	387.10	468.60
EBITDA 增长率	19.89%	45.73%	17.40%	8.02%	21.05%
净利润（百万元）	151.80	228.75	284.04	305.13	365.39
净利润增长率	30.80%	50.69%	24.17%	7.42%	19.75%
ROE	32.95%	13.22%	13.64%	12.72%	13.16%
EPS（元）	0.84	1.12	0.91	0.98	1.17
P/E	21.31	16.04	19.66	18.30	15.28
P/B	6.99	2.48	2.68	2.33	2.01
EV/EBITDA	15.89	11.19	12.88	12.17	9.92

资料来源：东兴证券

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 14 年。

联系人简介

苏杨

毕业于英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 2 月开始从事煤炭行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。