



小订单 大未来

——松芝股份（002454）轨道车辆子公司首批订

单事件点评

2013年5月28日

推荐/维持

松芝股份

事件点评

苏杨	汽车行业分析师	执业证书编号: S1480512090002
	010-66554030	suyang@dxzq.net.cn

事件:

松芝股份发布公告称全资子公司上海松芝轨道车辆空调有限公司近日通过招投标程序获得客户认可,并获得了新造轨道车辆空调首批订单。

观点:

1. 一举拿下 2 个新轨道交通订单, 规模小但意义重大。

此次签订的 2 个订单分别是: ①与中国北车下属长春长客、重庆长客签订的用于汽车重庆地铁 6 号线的 9 就列车空调, 包括 104 台客室空调和 18 个司机室增压单元, 合同金额 1076 万元; ②与中国北车下属大连机车签订的用于大连地铁 1、2 号线的 3 列车空调, 包括 36 台客室空调和 6 台司机室送风单元, 合同金额 335 万。两订单合计包括客室空调 140 台, 合计金额 1411 万元。相对与公司 2200 台的产能规模, 这次的订单规模显得并不足道。但这次的订单是公司首次进入新建城市轨道交通领域, 将对公司后续订单开拓产生示范作用, 意味着公司开始掌握公关城市新建轨道订单的套路, 该领域的想象空间被打开。

2. 技术领域已获得认可, 凸显市场开拓的重要性。

子公司松芝轨道已经完成了 IRIS 国际铁路标准认证, EN15085-2 国际轨道车辆和车辆部件的焊接认证等重要的生产工艺和质量保证的认证。IRIS 是由欧洲铁路工业联盟研究工作组 (UNIFE) 联合其旗下西门子、阿尔斯通、庞巴迪等公司制订在 ISO 9001: 2000 的基础上, 针对铁路行业的特殊要求由欧洲铁路联盟于 2006 年 5 月 18 日发布实施的。其主要成员西门子, 阿尔斯通, 庞巴迪, Adhanz 占有整个世界铁路行业 54% 的市场份额, 权威性不言而喻。我认为这意味着公司在技术领域已经充分受到认可, 在技术上没有太多障碍。未来发展还是主要取决与市场开拓能力, 这也更凸显了这次获得新建轨道订单的意义。

3. 新建轨道交通市场广阔

公司此前在轨道交通领域的订单主要是维修市场。目前来看已经承接了上海市和大连市多批次轨道车空调大架修任务, 大架修业务背后是存量市场, 有望成为公司的支柱业务。但我们认为由于受到存量和维修频率的限制, 存量市场空间还是相对有限。而我们国众多城市正处于大规模兴建轨道交通的阶段。“十二五”期间将要建成投运 2500 公里左右, 年均 500 公里左右, 到 2020 年末, 全国建成总里程将达 7000 公里左右。而目前存量不足 2000 公里, 再考虑更换频率的因素, 新建轨道交通市场将远大于存量市场。

结论：

综上所述，我们认为此次订单签订虽然规模有限，但对于公司却具有特殊的意义。公司目前已经通过了 IRIS 等重要认证，在技术领域已经有很深厚的积淀，而这回首次拿到新建轨道订单。而新建轨道远大于存量市场，意味着公司在新建轨道领域的巨大想象空间将被打开。

预计公司 2013-15 年 EPS 分别为 0.68、0.84、0.99 元，对应当前股价 PE 分别为 18、15、13 倍，维持公司“推荐”的投资评级。

表 1：中原内配盈利预测

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	1,536.13	1,514.52	1,859.23	2,107.25	2,417.44
主营收入增长率	18.03%	-1.41%	22.76%	13.34%	14.72%
EBITDA（百万元）	277.45	194.23	264.44	314.05	370.80
EBITDA 增长率	-9.11%	-29.99%	36.15%	18.76%	18.07%
净利润（百万元）	231.65	146.00	212.77	262.07	308.80
净利润增长率	1.27%	-36.97%	45.73%	23.17%	17.83%
EPS（元）	0.743	0.470	0.682	0.840	0.990

资料来源：东兴证券

分析师简介

苏杨

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 6 月开始从事汽车行业研究。

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

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。