

传统业务稳定增长，新业务助推业绩

——松芝股份（002454）半年报点评——

增持

内容摘要:

- **业绩报告:** 公司 2013 年半年度报告显示: 1-6 月公司实现营业总收入 8.16 亿, 同比增长 12.42%, 实现净利润 1.16 亿元, 同比增长 17.90%。基本每股收益 0.37 元, 同比增长 17.88%。
- **客车空调板块:** 一线城市强势地位持续, 二三线城市市场逐步拓展。公司上半年大中型客车空调营业收入 4.73 亿元, 同比增长 3.65%, 毛利率 38.87%。在一线城市公司产品依然保持着较高的市场占有率, 维持市场强势地位。此外公司逐步开拓二、三线市场, 开发了 22 个新客户, 为松芝空调在二、三线公交市场的开拓打开了局面。客车空调板块已完成半年任务目标。
- **乘用车空调板块:** 获取新项目开发权, 推动收入和利润增长。上半年, 乘用车空调营业收入 2.99 亿元, 同比大幅增长 29.90%, 毛利率为 18.76%, 同比增长 4.78%。公司获得七个新项目开发权, 部分车型的配套份额提升, 为小车空调新项目的开发创造有利条件。
- **轨道车空调板块:** 地铁项目取得突破性进展。上半年营业收入 62.43 万元, 营业成本为 104.66 万元, 轨道项目为公司新业务, 目前处于投资阶段, 成本高于收入。该业务进展较为顺利, 已获得上海、大连地铁等项目, 拿到 3 列车的销售订单; 并和长春长客控股的重庆长客签署 8 列车的购销合。用于重庆地铁 6 号线二期, 标志着松芝轨道车辆空调正式批量性的进入重庆地铁市场。
- **冷冻冷藏车板块:** 业务大幅增长, 毛利有所下降。上半年, 实现营业收入 417.11 万元, 同比增长 58.34%, 毛利率为 32.49%, 同比下降 6.79%。超酷公司在冷冻冷藏车业务板块积极开拓, 同比获得较大幅度的增长, 已经确立公司在冷冻冷藏空调市场的市场地位公司在独立机组上也取得了突破, 成为全系列冷冻冷藏空调的供应商。
- **投资建议:** 公司作为大中客空调的供应商龙头企业, 具有一定的技术优势。随着公司对新市场、新业务的拓展, 有望给公司带来稳定增长, 预计 2013~2015 年 EPS 分别为 0.63 元、0.72 元、0.80 元。我们认为随着公司在乘用车空调和轨道车空调市场的拓展, 公司盈利有望持续增长。给予公司“增持”评级。

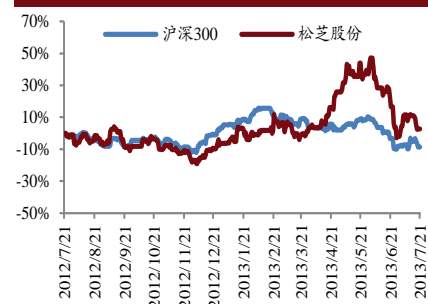
分析师

徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 023-67791263
邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理

高翔
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(亿股)	3.12
流通 A 股(亿股)	3.12
52 周股价区间(元)	6.90-13.48
总市值(亿元)	28.95
总资产(亿元)	28.42
每股净资产(元)	6.45
当前价(元)	9.28

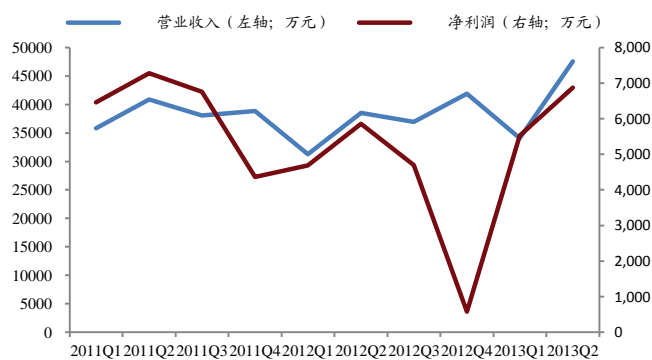
以 2013 年 7 月 29 日收市价为标准

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入(百万元)	1,536.13	1,514.52	1,859.23	2,147.97	2,457.69
增长率(%)	18.03%	-1.41%	22.76%	15.53%	16.63%
净利润(百万元)	231.65	146.00	196.56	224.64	249.73
增长率(%)	1.27%	-36.97%	45.73%	23.17%	17.83%
每股收益(元)	0.74	0.47	0.63	0.72	0.80

一、业绩点评

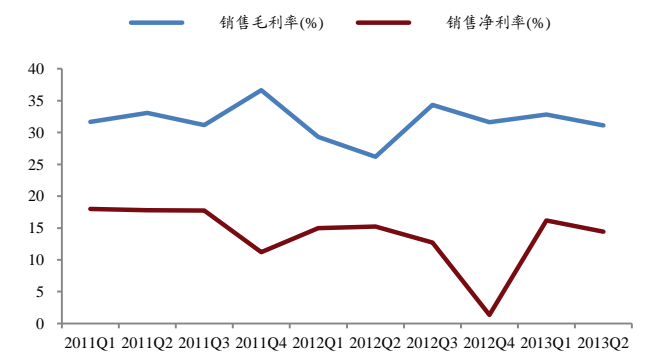
公司2013年半年度报告显示：1-6月公司实现营业总收入8.16亿，同比增长12.42%，实现净利润1.16亿元，同比增长17.90%。基本每股收益0.37元，同比增长17.88%。其中：大中型客车空调营业收入4.73亿元，同比小幅增长3.65%；乘用车空调营业收入2.99亿元，同比大幅增长29.90%；其他实现营业收入0.13亿元。

图 1：2013 年上半年营业收入和利润



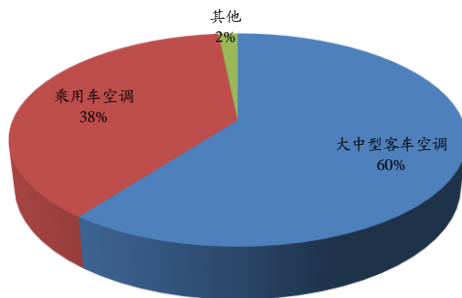
数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

图 2：2013 年销售毛利率和净利率



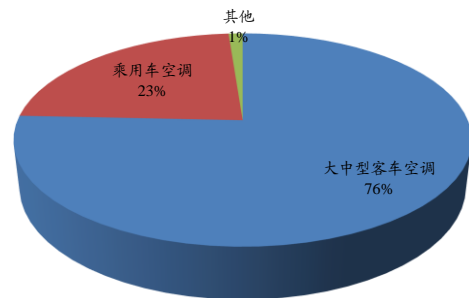
数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

图 3：2013 年上半年营业收入结构



数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

图 4：2013 年上半年毛利润结构



数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

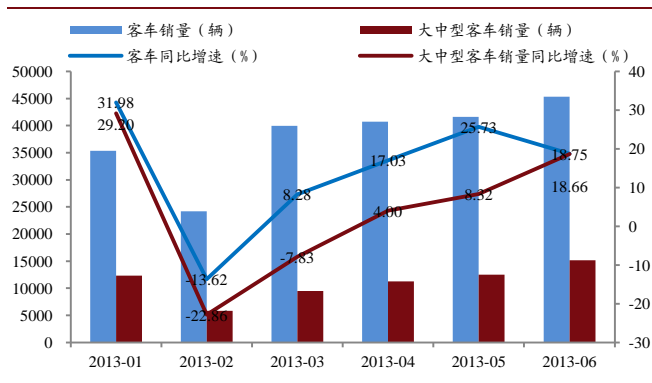
大中型客车空调板块：一线城市强势地位持续，二三线城市市场逐步拓展

公司上半年大中型客车空调营业收入4.73亿元，同比增长3.65%，毛利率38.87%，同比下降0.09%。在一线城市公司产品依然保持着较高的市场占有率，维持市场强势地位。此外公司逐步开拓二、三线市场，开发了22个新客户，为松芝空调在二、三线公交市场的开拓打开了局面，为提升大巴空调市场占有率打下了基础。客车空调板块已完成任务目标。

2013年上半年，客车销售25万辆，同比增长12.93%，增幅高于上年同期10.35个百分点，产销率为99.80%，略高于上年同期。上半年，大型客车销售3.94万辆，同比增长3.55%；中型客车销售3.94万辆，同比增长4.28%；轻型客车销售17.12万辆，同比增长17.63%。大、中和轻型客车产销率分别为100.40%、99.79%和99.67%。大中客车销量增速较低，对公司大中型空调产品需求拉动作用相对较小。

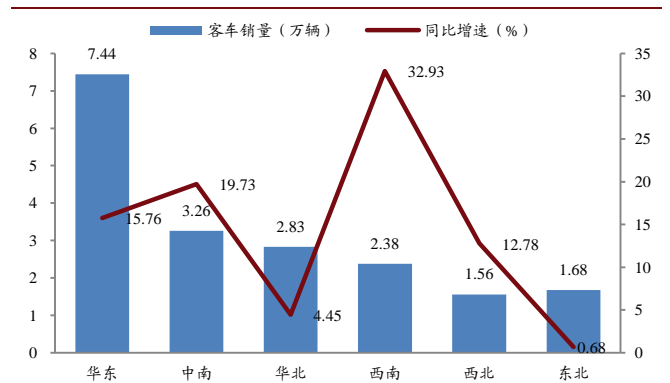
但从区域来看：2013年上半年，客车销量与上年同期相比，在国内六大地区中，东北地区销量小幅下降，其它地区销量呈不同程度增长。上半年，华东地区销售7.44万辆，同比增长15.76%；中南地区销售3.26万辆，同比增长19.73%；华北地区销售2.83万辆，同比增长4.45%；西南地区销售2.38万辆，同比增长32.93%；西北地区销售1.56万辆，同比增长12.78%；东北地区销售1.68万辆，同比下降0.68%。而公司下游需求企业主要集中于增速较高的华东、中南、西南等地区，一定程度使稳定了下游客户的需求。

图 5：2013 年 1-6 月客车销量及增速



数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

图 6：2013 年上半年客车分区域销量及增速

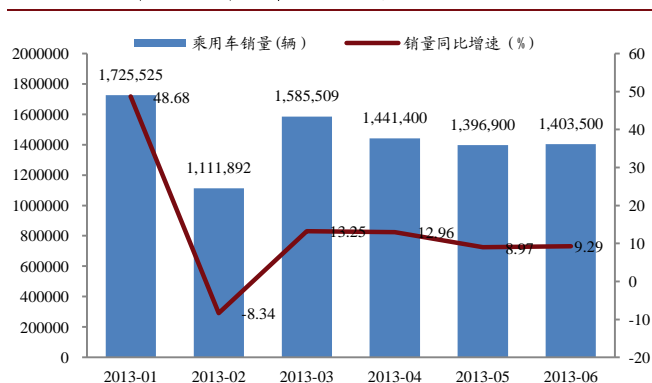


数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

乘用车空调板块：获取新项目开发权，推动收入和利润增长

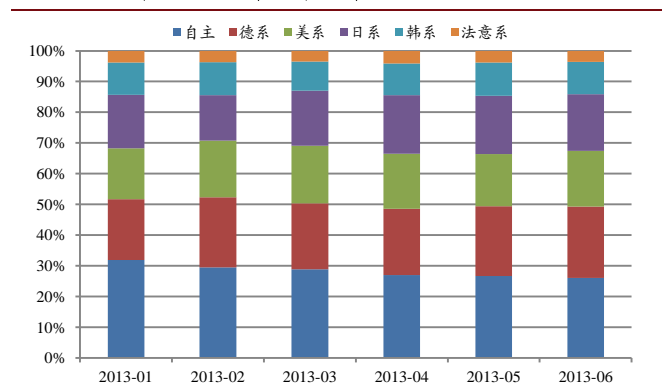
上半年，乘用车空调营业收入 2.99 亿元，同比大幅增长 29.90%，毛利率为 18.76%，同比增长 4.78%。公司获得七个新项目开发权，部分车型的配套份额较 2012 年获得了提升，为小空调新项目的开发创造有利条件。上半年，国内市场乘用车共销售 866.51 万辆，同比增长 13.81%，增幅较上年同期明显提升。目前公司主要客户包括长安、江淮、柳汽、东南等自主品牌厂商，而合资品牌乘用车空调主要为德尔福、法雷奥等合资品牌厂商垄断，上半年自主品牌市场占有率有下滑趋势，但乘用车市场逐步回暖，加上公司业务的积极拓展，带动公司乘用车空调板块的需求。

图 7：2013 年 1-6 月乘用车销量及增速



数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

图 8：2013 年 1-6 月分车系乘用车销量



数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

轨道车空调板块：地铁项目取得突破性进展

上半年，轨道车空调营业收入62.43万元，营业成本为104.66万元，轨道项目为公司新业务，目前处于投资阶段，成本高于收入。该业务进展较为顺利，已获得上海地铁1、3号线3个标段的维修订单，大连地铁1、2号线新造车辆空调的项目，拿到3列车的销售订单；并和长春长客控股的重庆长客签署8列车的购销合。用于重庆地铁6号线二期，标志着松芝轨道车辆空调正式批量性的进入重庆地铁市场。凭借公司前期的技术和汽车空调行业的经验积累，公司产品充分受到市场的认可，并且公司目前已经通过了IRIS等重要认证。轨道车空调市场需求广阔，在该领域的拓展有望成为公司新的盈利点。

冷冻冷藏车板块：业务大幅增长，毛利有所下降

上半年，该板块实现营业收入417.11万元，同比增长58.34%，毛利率为32.49%，同比下降6.79%。超酷公司在冷冻冷藏车业务板块积极开拓，相对于去年同期获得较大幅度的增长，已经确立公司在冷冻冷藏空调市场的市场地位公司在独立机组上也取得了突破，成为全系列冷冻冷藏空调的供应商。

二、投资建议与盈利预测

公司作为大中客空调的供应商龙头企业，具有一定的技术优势。随着公司对新市场、新业务的拓展，有望给公司带来稳定增长，预计2013~2015年EPS分别为0.63元、0.72元、0.80元。我们认为随着公司在乘用车空调和轨道车空调市场的拓展，公司盈利有望持续增长，维持公司“增持”评级。

三、风险提示

钢材、铝材等原材料成本的上升，导致公司盈利能力下降；乘用车空调、轨道车空调等业务拓展低于预期。

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
 邮编：400023
 电话：(023) 63725713
 网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
 邮编：100033
 电话：(010) 57631234
 邮箱：research@swsc.com.cn

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理
张仕元	zsy@swsc.com.cn	/宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	中小市值
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	蒋卫华	jwh@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	朱国广	zhugg@swsc.com.cn	医药行业
李双武	lsw@swsc.com.cn	策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	杨仁眉	yrm@swsc.com.cn	食品饮料
匡荣彪	krb@swsc.com.cn	固定收益及衍生品	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李佳颖	lijy@swsc.com.cn	固定收益及衍生品	刘正	liuzh@swsc.com.cn	商贸零售
熊莉	xiongli@swsc.com.cn	银行业	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业
刘浩	liuh@swsc.com.cn	非银金融行业	李孝林	lixl@swsc.com.cn	电子元器件
徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材	纵菲	zfei@swsc.com.cn	计算机行业
贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材	文雪颖	wenxy@swsc.com.cn	计算机行业
朱会振	zhz@swsc.com.cn	建筑建材	张延明	zym@swsc.com.cn	化工行业
王立洲	wanglz@swsc.com.cn	房地产业	商艾华	shah@swsc.com.cn	化工行业
申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属	李晓迪	lxdi@swsc.com.cn	化工行业
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	高翔	gaox@swsc.com.cn	汽车及零部件
王恭哲	wgz@swsc.com.cn	电力环保	李欣	lix@swsc.com.cn	军工行业