

交运设备行业/汽车

松芝股份（002454）半年报点评：

首次

报告原因：半年报点评

乘用车、轨道车空调领域成长空间显现

增持

2013年07月29日

公司研究/点评报告

市场数据（2013年7月29日）

收盘价（元）	9.28
一年内最高/最低（元）	13.48/6.90
市净率	1.44
市盈率（TTM）	17.7
流通A股市值（亿元）	28.95

基础数据（2013年6月30日）

每股净资产（元）	6.45
资产负债率（%）	24.24
毛利率（%）	31.81
净资产收益率（摊薄 %）	5.81

分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-82190395

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：王德文

电话：010-82190302

邮箱：wangdewen@sxzq.com

联系人：

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件：

发布 2013 年半年报：公司 2013 年上半年营业收入为 8.16 亿元，较上年同期增长 12.42%；归属于母公司所有者的净利润为 1.17 亿元，较上年同期增长 17.90%；基本每股收益为 0.37 元，较上年同期增长 17.88%。

点评：

- **下游需求旺盛，大力开拓新市场，带动大中型客车空调收入实现微增长。**上半年，大型客车销量同比增长 11.11%，好于去年同期，尤其大型公交车同比大涨 41.5%，下游需求旺盛。此外，上半年公司不断加强销售力度，保证客车空调在一线城市维持较高市场占有率的同时，大力挺进二、三线市场，开发了 22 个新客户，为公司产品在二、三线公交市场的开拓打开了局面，进而带动大中型客车空调收入增速转正（去年同期下降 3.90%），增长 3.65%。
- **乘用车空调板块实现大幅增长。**公司乘用车空调产品主要配套国内自主品牌，虽然上半年自主品牌乘用车市场份额有所下降，但公司加强与现有客户的沟通联系，获得了客户七个新项目开发权，部分车型的配套份额较 2012 年获得了提升，超额完成了上半年销售任务，销售收入同比大涨 29.90%，远好于去年同期（下降 17.71%）。未来乘用车空调业务增长空间广阔，公司将继续大力开拓新客户和新车型，不断提高市场占有率。
- **轨道车空调实现初装“零”突破。**此前，公司该项业务主要以大修订单为主，2013 年上半年，公司地铁项目实现突破性进展，获得了新造轨道（地铁）车厢空调首批订单。虽然订单金额较小，但项目意义重大，标志着公司已经掌握了轨道车辆空调的自主核心技术，得到市场的认可。未来我国将大规模建设轨道交通，市场空间巨大，公司有望从中受益。
- **毛利率大幅提升，下半年有望延续。**上半年，受益于原材料价格的下降，公司毛利率得到大幅提升。上半年，公司整体毛利率为 31.81%，较去年同期提升 4.21 个百分点。分产品看，乘用车空调和汽车空调零部件毛利率大幅提升，分别较去年同期提高 4.8 和 4.4 个百分点，大中型客

车空调毛利率小幅降低 0.09 个百分点。下半年，原材料（铜和铝）价格上涨的动力不足，维持低位的概率较大，公司有望保持较高的毛利率。

- **盈利预测与投资建议。**公司作为内地移动式空调唯一的上市公司，在大中型客车领域保持领导者地位。未来在乘用车和轨道车空调领域成长空间广阔，有望逐步提高市场占有率。我们预计公司 2013、14、15 年 EPS 分别为：0.64 元、0.74 元和 0.85 元，按当前价格（7 月 29 日收盘价 9.28 元）算，2013、14、15 年 PE 分别为 14.5、12.5 和 10.9，结合公司的市场地位和未来成长性，给予“增持”评级。
- **风险提示：**大中型客车市场需求放缓；原材料价格大幅反弹；乘用车、轨道交通市场开发进度不及预期。

盈利预测

单位：百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1536.13	1514.52	1696.27	2001.60	2401.91
增长率 (%)	18.03	-1.41	12.00	18.00	20.00
营业成本	1026.24	1034.36	1133.11	1325.06	1578.06
毛利率 (%)	33.19	31.70	33.20	33.80	34.30
营业税金及附加	8.34	8.01	9.50	11.61	14.41
销售费用	131.21	128.81	127.22	160.13	204.16
管理费用	126.44	176.05	203.55	246.20	307.45
财务费用	-16.89	-13.99	-16.96	-24.02	-31.22
资产减值损失	7.57	19.31	15.00	17.00	19.00
公允价值变动净收益					
投资净收益	14.64	16.33	15.00	16.00	17.00
营业利润	267.85	178.30	239.85	281.63	327.06
加：营业外收入	28.56	16.42	20.00	20.00	20.00
减：营业外支出	0.87	2.11	1.00	1.00	1.00
利润总额	295.55	192.62	258.85	300.63	346.06
减：所得税	46.94	34.39	45.30	53.81	62.29
净利润	248.60	158.23	213.55	246.81	283.77
减：少数股东损益	16.95	12.23	15.00	16.00	18.00
归属于母公司所有者净利润	231.65	146.00	198.55	230.81	265.77
增长率 (%)	1.27	-36.97	35.99	16.25	15.15
EPS (元)	0.74	0.47	0.64	0.74	0.85

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。