

汽车零部件

署名人: 邢卫军

S0960513070005

0755-82026562

xingweijun@china-invs.cn

松芝股份

002454

推荐

等待轨交空调和冷链物流市场爆发

公司是大中客空调领域龙头企业, 积极向乘用车市场、轨道交通市场和冷链物流车市场切入, 多元化战略清晰, 潜在市场巨大。目前乘用车空调已为自主品牌批量供货, 积极拓展合资品牌市场; 轨交空调已进入重庆、大连等地区, 南京、广州等地市场是下一步拓展方向; 冷链物流技术储备完成, 等待下游需求爆发。我们看好公司发展方向, 由于轨交市场和冷链物流市场爆发不确定性, 给予推荐评级, 建议积极关注。

投资要点:

- **车载空调龙头, 多元化发展加快。**公司是车载空调领域龙头, 在大中客领域优势明显, 利用生产、技术和市场优势, 扩大领先的竞争地位; 目前公司积极多元化发展, 陆续切入乘用车空调, 轨道交通空调和冷链物流市场。
- **大中客空调稳定, 乘用车空调突飞猛进。**公司在大中客车空调领域优势明显, 年销量超过3万台, 市场占有率约25%; 乘用车空调主要为长安、江淮、东南等自主品牌配套, 增长迅速, 预计13年销量超过100万台, 未来有望进入广汽、中华等供货体系, 并谋划进入合资体系, 陆续实现进口替代。国内汽车空调年需求超过2000万套, 公司发展空间巨大。
- **轨道交通+冷链物流, 新领域带来新增长。**轨道交通空调产品单价高, 毛利空间好, 近年来轨交线路建设加快, 轨交空调需求快速释放, 公司利用车载空调技术优势, 已进入重庆、大连轨交市场, 并有望继续开拓广州、南京等地市场; 我国冷链物流还处于发展初期, 随着铁路和公路路网完善, 冷链物流需求将实现井喷, 公司已完成相关技术储备, 与中集合作推广冷链物流车, 分享该领域的爆发增长机遇。
- **投资建议:**我们预计公司13-15年实现收入18.59亿元、20.85亿元和23.51亿元, 归属于母公司净利润为1.79亿元、1.99亿元和2.36亿元, 同比增长23%、11%、18%, 每股EPS为0.57元、0.64元和0.76元, 对应13-15年PE为18.19、16.33和13.80。我们给予公司13年20倍估值, 目标价11元, 给予“推荐”评级
- **催化剂:** 轨交空调新订单, 食品运输安全引发冷链物流市场爆发

风险提示: 原材料价格大幅增长, 下游整车需求萎缩

6-12个月目标价: 11.00元

当前股价: 10.22元

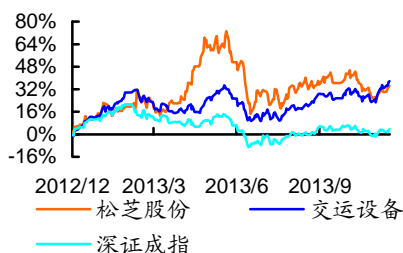
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2219.37
总股本(百万)	312
流通股本(百万)	169
流通市值(亿)	17
EPS	0.51
每股净资产(元)	6.59
资产负债率	30.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
松芝股份	-0.78%	-1.83%	-17.65%
交运设备	8.86%	13.53%	4.09%
深证成指	2.54%	3.50%	-9.46%



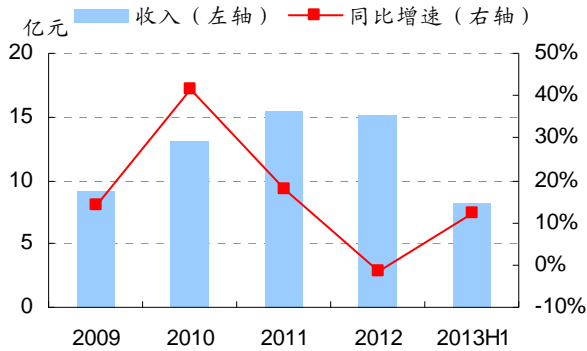
相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1515	1859	2085	2351
收入同比(%)	-1%	23%	12%	13%
归属母公司净利润	146	179	199	236
净利润同比(%)	-37%	23%	11%	18%
毛利率(%)	31.7%	30.2%	31.0%	31.4%
ROE(%)	7.7%	8.6%	8.8%	9.4%
每股收益(元)	0.47	0.57	0.64	0.76
P/E	22.31	18.19	16.33	13.80
P/B	1.72	1.57	1.43	1.30
EV/EBITDA	14	13	11	9

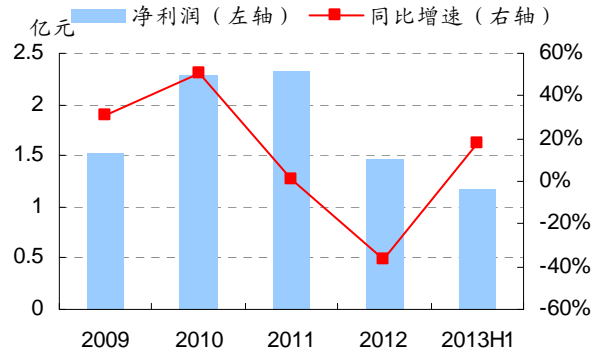
资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司收入变化



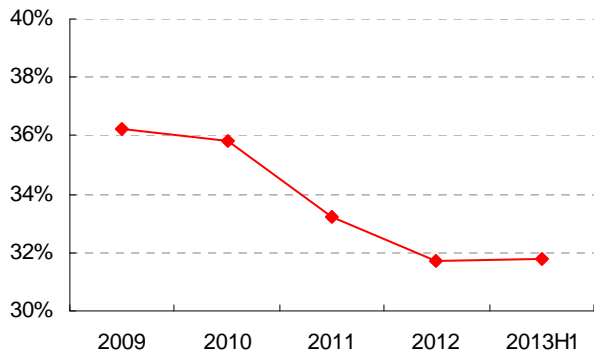
资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 2 公司净利润变化



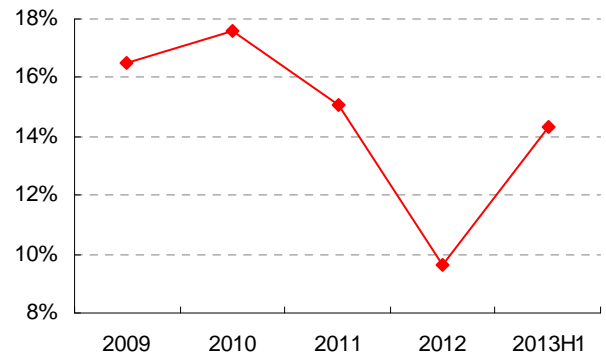
资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 3 公司毛利率变化



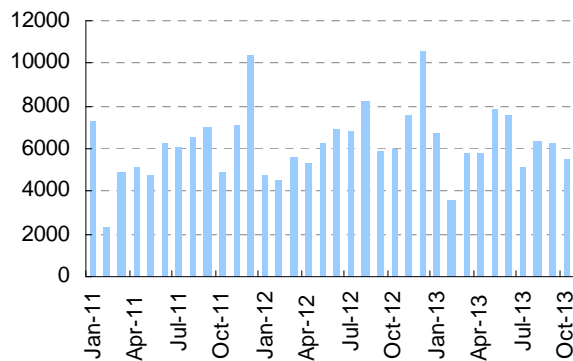
资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 4 公司净利率变化



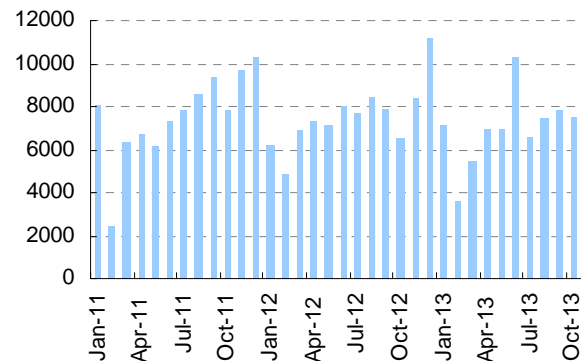
资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 5 大客月销量



资料来源：中汽协、中投证券研究所

图 6 中客月销量



资料来源：中汽协、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2361	2622	2989	3291	营业收入	1515	1859	2085	2351
现金	664	788	888	879	营业成本	1034	1298	1439	1613
应收账款	567	543	636	761	营业税金及附加	8	10	11	13
其它应收款	103	132	148	166	营业费用	129	158	178	200
预付账款	71	90	99	111	管理费用	176	185	225	243
存货	281	352	391	438	财务费用	-14	-10	-12	-13
其他	673	717	827	935	资产减值损失	19	19	19	19
非流动资产	375	370	354	339	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	38	39	39	39	投资净收益	16	16	16	16
固定资产	215	236	233	226	营业利润	178	215	242	291
无形资产	53	49	46	43	营业外收入	16	19	20	19
其他	69	46	36	32	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	2735	2991	3343	3630	利润总额	193	232	260	308
流动负债	661	723	859	890	所得税	34	39	44	53
短期借款	100	122	150	124	净利润	158	194	216	256
应付账款	259	312	348	395	少数股东损益	12	15	16	20
其他	302	289	361	371	归属母公司净利润	146	179	199	236
非流动负债	80	80	80	80	EBITDA	195	218	245	294
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.57	0.64	0.76
其他	80	80	80	80					
负债合计	741	804	940	970	主要财务比率				
少数股东权益	99	114	130	150	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	312	312	312	312	成长能力				
资本公积	936	936	936	936	营业收入	-1.4%	22.8%	12.2%	12.7%
留存收益	647	826	1025	1261	营业利润	-33.4%	20.7%	12.3%	20.5%
归属母公司股东权益	1895	2074	2273	2509	归属于母公司净利润	-37.0%	22.6%	11.4%	18.3%
负债和股东权益	2735	2991	3343	3630	获利能力				
					毛利率	31.7%	30.2%	31.0%	31.4%
					净利率	9.6%	9.6%	9.6%	10.0%
					ROE	7.7%	8.6%	8.8%	9.4%
					ROIC	10.0%	11.8%	12.1%	12.6%
					偿债能力				
					资产负债率	27.1%	26.9%	28.1%	26.7%
					净负债比率	13.49	15.19%	15.91	12.77%
					流动比率	3.57	3.62	3.48	3.70
					速动比率	3.15	3.14	3.02	3.21
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.65	0.66	0.67
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	4.14	4.55	4.36	4.34
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.57	0.64	0.76
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.27	0.14	-0.04
					每股净资产(最新摊薄)	6.07	6.65	7.29	8.04
					估值比率				
					P/E	22.31	18.19	16.33	13.80
					P/B	1.72	1.57	1.43	1.30
					EV/EBITDA	14	13	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 涨幅 10%~20%之间
中性: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

邢卫军,中投证券研究所汽车行业分析师,2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位,2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434