

2014年03月04日

证券研究报告·公司研究·交运设备

松芝股份(002454)调研报告

买入(首次)

当前价: 13.97元



新能源汽车零部件里的“隐形冠军”

投资要点

- **新能源客车空调: 订单充足, 毛利率高。**14年1-2月, 松芝股份已拿到南京、深圳等地的新能源大中客空调订单两千多台, 高出去年全年水平也远超今年全年的销售目标。环境污染严重的北京、石家庄、天津等地预计将于3、4月份进行新能源客车生产企业招标, 我们认为公司将凭借其技术与市场等优势获得较多的订单, 而该块业务的较高毛利也将为公司业绩做出实际贡献。
- **新能源乘用车空调: 电池热管理系统待新能源乘用车市场打开。**公司的“新能源汽车电池热管理系统项目”已经获得上海市政府大力支持, 电池热管理系统已成功进入到江淮系列电动车上。现阶段, 新能源乘用车市场空间尚未完全打开, 该公司在此技术储备丰富, 将是最直接的受益者。
- **轨道、冷藏车空调: 打入市场, 等待机遇。**公司已经进入轨交空调市场, 迈出了新业务拓展的关键一步。目前, 此块业务仍处于亏损状态, 后续, 随着公司的配套市场进一步打开, 将实现盈亏平衡并盈利。冷冻冷藏业务毛利率高, 但目前量较小, 随着业务的拓展以及市场需求的释放, 公司有望在分享这一新兴领域高速增长带来的收益。
- **估值与评级:** 我们预计公司2013年、2014年和2015年的每股收益0.57元、0.78元和0.97元, 对应PE为22倍、16倍、13倍。从行业层面看, 受益于新能源汽车的大力推广, 公司在电动空调与电池热管理系统上的市场份额将进一步提高。公司是国内车用空调的龙头企业, 考虑到公司在新能源车用空调业务上的高速增长以及在传统空调市场上的不断拓展, 我们看好公司未来两年的业绩表现。首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动; 新能源汽车推广不达预期。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1514.52	2000.74	2565.82	3284.25
增长率	-1.41%	32.10%	28.24%	28.00%
归属母公司净利润(百万元)	146.00	177.92	241.70	303.34
增长率	-36.97%	21.86%	35.84%	25.50%
每股收益EPS(元)	0.468	0.570	0.775	0.972
净资产收益率ROE	7.71%	8.88%	11.23%	12.97%
PE	27.14	22.27	16.39	13.06
PB	2.09	1.98	1.84	1.69

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

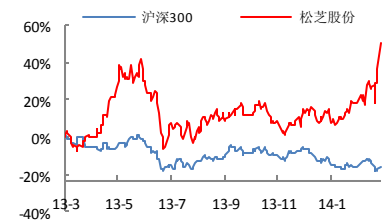
分析师: 徐永超
 执业证号: S1250512110002
 电话: 010-57631186
 邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理: 高翔
 电话: 023-67898841
 邮箱: gaoo@swsc.com.cn

研究助理: 简洁
 电话: 023-67610282
 邮箱: jjie@swsc.com.cn

研究助理: 梁超
 电话: 023-67898871
 邮箱: lchao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.12
流通A股(亿股)	3.12
52周内股价区间(元)	8.26-13.97
总市值(亿元)	43.59
总资产(亿元)	31.84
每股净资产(元)	6.59

相关研究

一、新能源汽车带来公司新的增长空间

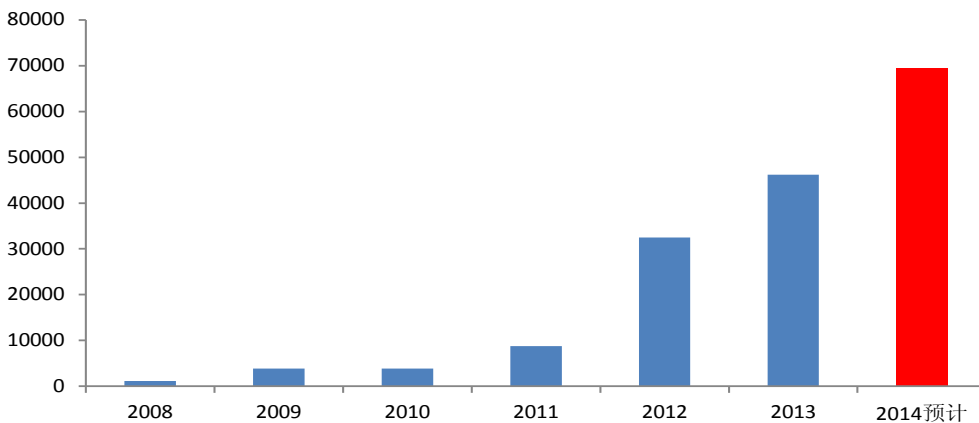
(一) 新能源客车空调订单充足，毛利率高

公司作为移动式空调生产龙头企业，及时的把握住了新能源客车推广的黄金期。公司生产的纯电动空调可用于纯电动客车和插电式混合动力客车上。13年全年共销售大中客车空调36000台，其中新能源客车空调1300台左右，市场占有率接近70%。松芝股份在新能源客车空调市场的客户主要是城市公交，目前在深圳、南京、青岛等地均有覆盖，在深圳新能源公交市场占有率达到87%。

近期，连续的雾霾天气笼罩在我国中东部大部分地区，令汽车行业的节能减排成为焦点。14年开年，伴随国家补贴政策的落地，新能源汽车行业将会迎来快速发展时期。客车也将成为快速导入新能源汽车的最有利的出发点。14年1-2月，松芝股份已拿到南京、深圳等地的新能源大中客空调订单两千多台，高出去年全年水平也远超今年全年的销售目标。环境污染严重的北京、石家庄、天津等地预计将于3、4月份进行新能源客车生产企业招标，我们认为公司将凭借其技术与市场等优势，将获得较多的订单，而该块业务的较高毛利也将为公司业绩做出实际贡献。

价格方面，纯电空调与的大中客车空调相比技术难度更大，较家用空调相比，其对电压、操作环境等要求更高，再加上公司在行业内具备技术、客户、服务等多方优势，因此其纯电驱动空调价格也较普通大中客车空调有大幅上升，价格一般在6-7万元左右，我们预计14年全年公司销售新能源客车空调数量在4000-6000台，将为公司带来24000-36000万的收入，2000-3000万的净利润。

图 1: 新能源客车销量走势及预测 (辆)



数据来源: Wind, 西南证券

(二) 新能源乘用车空调: 电池热管理系统待新市场打开

电池作为电动汽车中的主要储能元件,是电动汽车的关键部件,直接影响到电动汽车的性能。传统汽车空调只考虑乘客舱用空调,而新能源汽车由于动力电池的应用,空调系统不仅要考虑乘客舱所需,还得对电池的冷热进行管理,电池热管理系统显得尤为重要。

公司的“新能源汽车电池热管理系统项目”已经获得上海市政府大力支持,电池热管理系统已成功进入到江淮系列电动车上,数量约3000套,价格约5000元/套。虽然电池热管

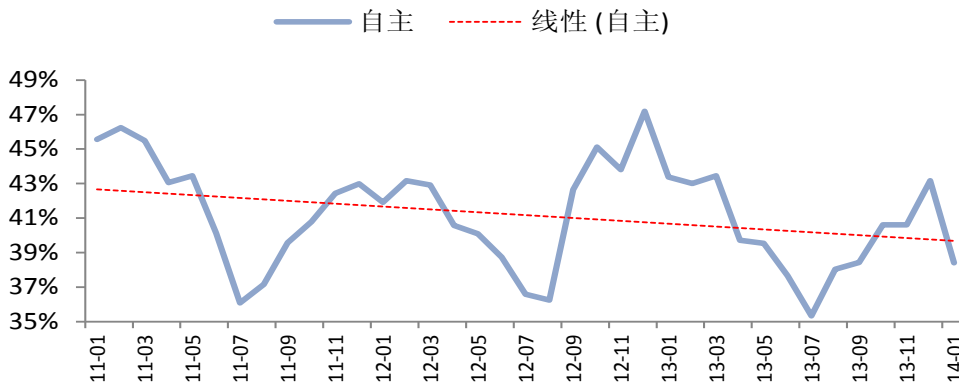
理系统的单套价格已显著高于传统乘用车空调，但是现阶段新能源乘用车市场空间尚未完全打开，暂时对公司的业绩不构成该公司大的影响，但是公司在此技术储备丰富，将是最直接的受益者。

二、积极备战，拟进军乘用车合资品牌配套体系

公司现阶段在乘用车空调业务中的客户主要为国产整车制造企业，如长安、江淮、东风汽车等。产品多停留在中低端水平，附加值低，毛利率并不高。近年来，随着人民生活水平的提高，乘用车销量高速增长，自主品牌销量占比有所下降，合资品牌市场占比有上升趋势，而目前合资品牌乘用车空调主要被德尔福、法雷奥等合资品牌厂商垄断。

2013年10月，松芝股份投资2亿与德国Imtech公司合作“加冷松芝环境风洞”项目，该环境风洞是目前国内汽车零部件生产企业中能力最高的风洞，实将在今年年底投入使用。此项投资将进一步加强公司的研发能力，为公司进入合资车型的配套体系坚实打下基础。

图 2: 自主品牌销量占比及趋势线



数据来源: Wind, 西南证券

三、轨道、冷藏车空调：进入市场，等待机遇

公司已经进入轨交空调市场，迈出了新业务拓展的关键一步。目前，此块业务仍处于亏损状态，后续，随着公司的配套市场进一步打开，群体效应便会逐步体现，届时公司将实现盈亏平衡并盈利。

松芝股份在冷冻冷藏业务上拟打造中国冷链的第一品牌。在2011年6月，松芝股份与中集集团按照50%对50%的股份比例，成立了冷冻冷藏车空调业务的合资公司，超酷（上海）制冷设备有限公司。超酷公司重点的业务方向就是冷冻冷藏车空调，由于中国的冷链市场还处于初期阶段，冷链运输也是国家重点发展的方向，超酷公司立足于市场高端引进芬兰Lumikoo公司的相关技术，力争在冷冻冷藏车空调市场中占得一席之地，并逐渐拓展业务领域。2012年，公司的冷藏车空调毛利率为38.62%，13年上半年下降到32.49%。虽然毛利率有所下降，但整体来说还是处于较高的水平。这一业务对公司的业绩贡献较小，因为量不大，全国也仅有1万辆左右，公司未来主要往冷链方向发展，随着业务的拓展以及市场需求的释放，公司有望在分享这一新兴领域高速增长带来的收益。

财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	680.27	539.88	504.96	482.38	营业收入	1514.5	2000.74	2565.82	3284.25
应收和预付款项	1354.30	1396.49	1945.01	2107.75	减:营业成本	1034.3	1380.51	1770.42	2266.13
存货	280.85	322.98	355.27	390.80	营业税金及附加	8.01	7.50	9.61	12.31
其他流动资产	41.00	420.00	40.00	40.00	营业费用	128.81	173.06	224.51	285.73
长期股权投资	37.78	48.78	60.78	73.78	管理费用	176.05	220.08	284.29	361.27
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-13.99	-10.45	-10.96	-10.09
固定资产和在建工程	246.85	242.86	234.00	220.41	资产减值损失	19.31	4.00	6.00	8.00
无形资产和开发支出	65.61	141.38	237.15	342.92	加:投资收益	16.33	11.00	12.00	13.00
其他非流动资产	1.88	1.41	0.94	0.47	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2708.54	3113.78	3378.12	3658.52	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	178.30	237.04	293.95	373.90
应付和预收款项	533.23	879.17	958.11	1013.01	加:其他非经营损益	14.31	14.11	25.00	20.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	192.62	251.15	318.95	393.90
其他负债	81.53	101.65	116.74	134.09	减:所得税	34.39	43.23	55.25	68.56
负债合计	714.76	980.82	1074.85	1147.11	净利润	158.23	207.92	263.70	325.34
股本	312.00	312.00	312.00	312.00	减:少数股东损益	12.23	30.00	22.00	22.00
资本公积	936.02	936.02	936.02	936.02	归属母公司股东净利润	146.00	177.92	241.70	303.34
留存收益	646.85	756.03	904.35	1090.49	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	1894.88	2004.06	2152.37	2338.51	经营性现金净流量	105.67	115.71	156.21	207.12
少数股东权益	98.90	128.90	150.90	172.90	投资性现金净流量	-148.9	-98.43	-109.50	-123.60
股东权益合计	1993.78	2132.96	2303.27	2511.41	筹资性现金净流量	-154.2	-157.67	-81.63	-106.09
负债和股东权益合计	2708.54	3113.78	3378.12	3658.52	现金流量净额	-197.5	-140.39	-34.92	-22.58

数据来源: 西南证券

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