

2014年03月14日

证券研究报告·公司研究·交运设备

松芝股份(002454)深度报告

买入

当前价: 15.17元



客车空调龙头，新能源是最大亮点

投资要点

- **大中客车空调市场优势明显。**公司的大中客车空调市场占有率达 30%，毛利率一直维持在 40%左右。就全国来说，大中客车销量进入稳定增长期，我们预计 14 年公司销售大中型客车空调 3.78 万台-3.9 万台之间。
- **新能源客车推广打开公司新的增长空间。**雾霾天气困扰，政策频出促进新能源客车推广；新能源客车空调售价高，毛利率高，14 年公司新能源客车空调订单超预期，预计 14 年全年公司销售新能源客车空调数量达到 4000-6000 台。
- **乘用车空调市场发展空间大。**受益于乘用车的高速稳定增长以及公司对合资品牌客户的开拓，14 年公司在乘用车空调市场将有所突破。新能源乘用车所需的电池热管理系统虽然目前还未能为公司带来显著受益，但是其技术先进、附加值高，市场前景广阔。14 年，随着公司新客户的开拓以及江淮松芝的完全并表，我们预计小车板块净利润将有 60%-80% 的增长。
- **开拓新领域：轨道交通、冷藏车空调。**1、我国城市轨道交通将迎来建设热潮，公司已进入城市轨道交通零部件供应体系。2、消费升级、食品安全意识增强促进冷链物流发展，松芝股份与中集集团成立合资公司，打造中国冷链的第一品牌。
- **控股江淮松芝，和中通成立合资公司将提升 14 年业绩。**控股江淮松芝，预计 14 年将为公司带来 2500 万左右的净利润；与中通设立合资子公司，预计将为公司带来 1500 万左右的净利润。
- **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、0.79 元和 0.95 元，对应 PE 为 22 倍、16 倍、13 倍。考虑到公司在新能源空调业务上的高速增长以及对传统空调市场客户的不断拓展，我们看好公司未来两年的业绩表现。维持“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	2008.59	2614.60	3206.04
增长率	-1.41%	32.62%	30.17%	22.62%
归属母公司净利润(百万元)	146.00	178.63	246.03	296.37
增长率	-36.97%	22.35%	37.73%	20.46%
每股收益 EPS(元)	0.468	0.573	0.789	0.950
净资产收益率 ROE	7.71%	8.91%	11.41%	12.68%
PE	27.14	22.18	16.11	13.37
PB	2.09	1.98	1.84	1.70

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：xychao@swsc.com.cn

研究助理：高翔

电话：023-67898841

邮箱：gaox@swsc.com.cn

研究助理：简洁

电话：023-67610282

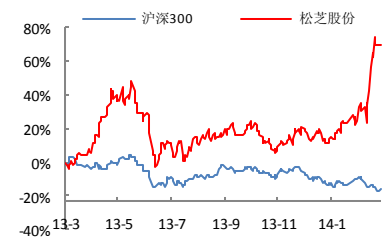
邮箱：jjie@swsc.com.cn

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)	8.26-15.99
总市值(亿元)	47.33
总资产(亿元)	31.84
每股净资产(元)	6.59

相关研究

1. 松芝股份(002454): 新能源汽车零部件里的“隐形冠军”(2014-03-04)
2. 松芝股份(002454): 传统业务稳定增长, 新业务助推业绩(2013-07-30)

目 录

一、公司概况：移动式空调龙头企业	1
二、大中型客车空调市场优势明显	2
（一）大中型客车空调市场占有率达 30%	2
（二）大中型客车市场稳步增长	3
（三）新能源客车推广打开公司新的增长空间	4
三、乘用车空调市场发展空间大	8
（一）乘用车市场高速稳定增长	8
（二）自主品牌为主，合资品牌拓展进行中	9
（三）新能源乘用车空调的必备——电池热管理系统	10
四、开拓新领域：轨道交通、冷藏车空调	12
（一）城市轨道交通将迎来建设热潮	12
（二）公司已进入城市轨道交通零部件供应体系	13
（三）与中集集团合资，打造中国冷链的第一品牌	13
五、控股江淮松芝，和中通成立合资公司将提升 14 年业绩	14
（一）控股江淮松芝，提升乘用车空调板块业绩	14
（二）与中通设立合资子公司，大中客车空调板块受益	14
六、盈利预测与估值	14

插图目录

图 1: 2013 年三季报披露的公司股权结构及子公司情况.....	1
图 2: 公司主营业务结构情况.....	1
图 3: 大中型客车空调和乘用车空调收入占比.....	1
图 4: 大中客车空调收入占比.....	2
图 5: 公司主营业务毛利情况.....	2
图 6: 松芝大中客空调.....	3
图 7: 松芝大中客空调.....	3
图 8: 大中客车销辆（辆）及增速.....	4
图 9: 公司主要客户大中客车销量（辆）.....	4
图 10: 历年雾霾日数.....	4
图 11: 新能源汽车产销量（辆）.....	6
图 12: 新能源客车销量及增速（辆、%）.....	6
图 13: 乘用车销量（辆）.....	9
图 14: 自主品牌销量（辆）及占比.....	9
图 15: 城市轨道交通运营线路网长度（公里）.....	12

表格目录

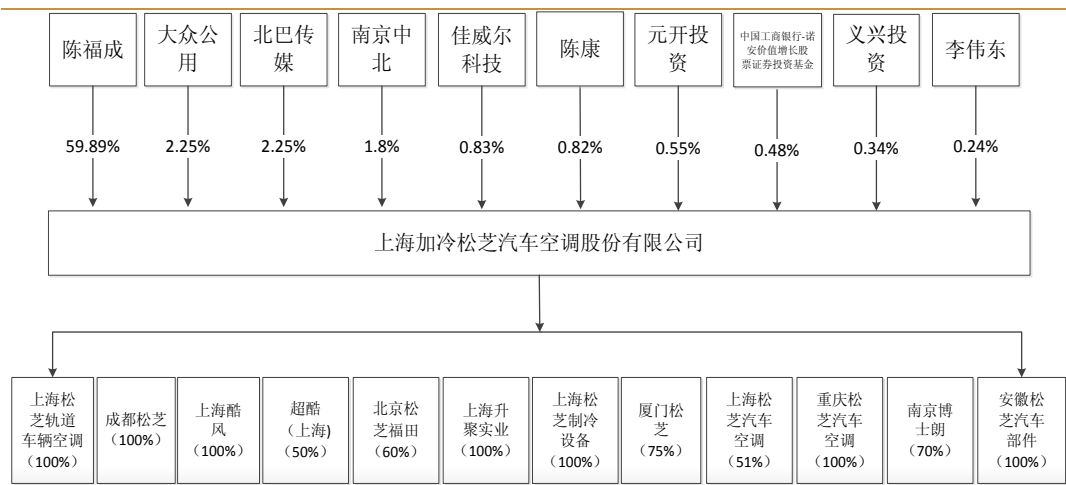
表 1: 标配模式与终端模式对比.....	3
表 2: 第一批、第二批新能源汽车试点城市推广计划全览.....	5
表 3: 新能源汽车主要政策梳理.....	6
表 4: 新能源汽车空调系统与常规汽车空调系统差别.....	8
表 5: 2012 年空调装置主要生产企业的产销情况（台）.....	10
表 6: 新能源汽车热管理方式.....	11
表 7: 2013 年全国已开通城市轨道交通路线运营里程统计表.....	12
表 8: 各业务板块收入预测.....	15
附录: 财务预测表（单位：百万元）.....	16

一、公司概况：移动式空调龙头企业

松芝股份专业从事研发、制造、销售车辆空调系统，是国内移动式空调生产的龙头企业。公司产品广泛应用于大中型客车、乘用车、货车、轻型客车和轨道车等各类车辆。

公司实际控制人为香港籍陈福成先生，2013年下半年，实际控制人由于个人原因对其持有的松芝股份股票进行减持，截止2013年12月31日，陈福成持有松芝股份股票共计169,009,785股，持股比例由年初的61.19%下降至54.17%。减持股份后，陈福成先生对于松芝股份的控股地位。

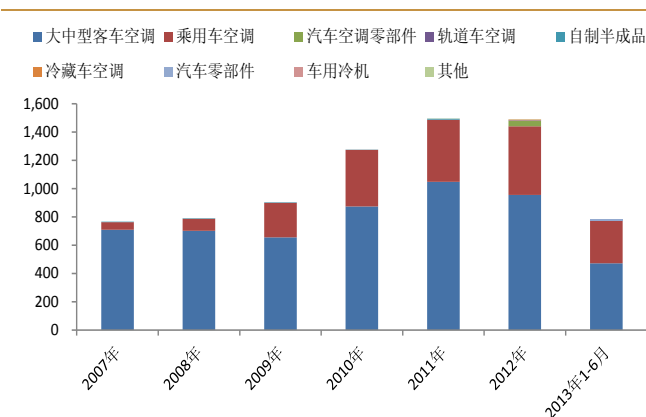
图 1：2013 年三季报披露的公司股权结构及子公司情况



数据来源：公司公告，西南证券

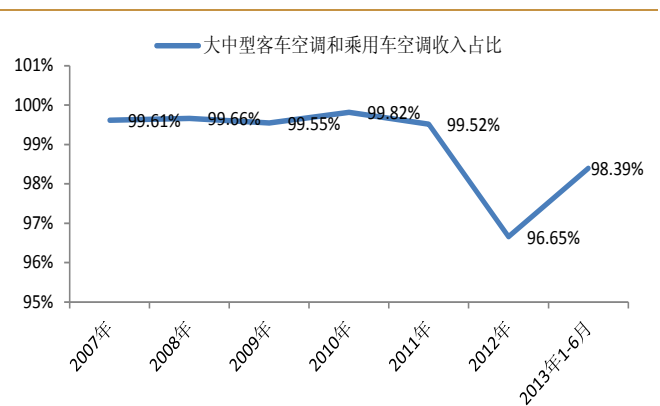
公司主营业务结构：公司的业务主要分为四大板块——大中客车空调业务、乘用车空调业务、轨道交通空调业务和冷冻冷藏车空调业务。其中，大中型客车空调和乘用车空调是公司收入的主要来源。07-13年，这两者销售收入之和占主营业务收入比重超过95%。大中客车空调收入在公司全年收入中占比一直高于50%，但是近年来有逐渐下降趋势，主要源于公司在乘用车空调市场的开拓，使得乘用车空调业务快速上量。

图 2：公司主营业务结构情况

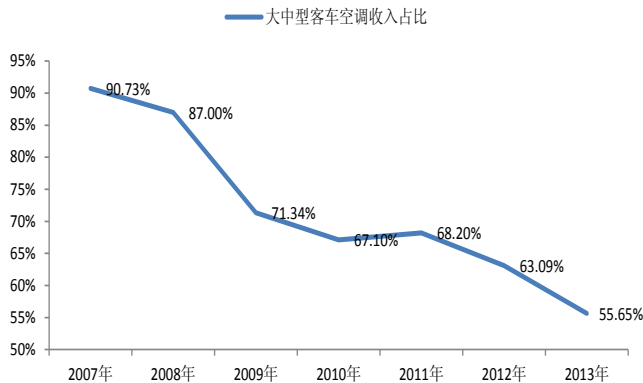


数据来源：公司公告，西南证券

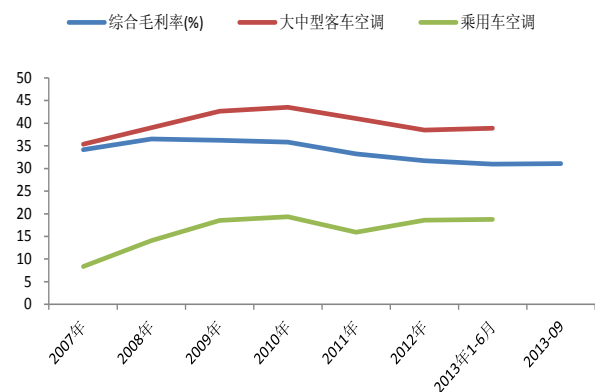
图 3：大中型客车空调和乘用车空调收入占比



数据来源：公司公告，西南证券

图 4: 大中客车空调收入占比


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 5: 公司主营业务毛利情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司业绩: 公司 13 年实现营业收入 20 亿元, 同比增长 32.12%, 归属于上市公司股东的净利润 1.79 亿元, 同比上升 22.34%。每股收益为 0.57 元。松芝股份业绩增长主要得益于 13 年行业的高景气度以及 13 年下半年收购安徽江淮松芝的并表。

松芝股份 2010 年在深圳中小板上市, 上市以来业绩增长稳定。2007 年到 2013 年, 公司营业收入的年复合增长率为 16.93%, 净利润从 2007 年的 1.31 亿元增长到 2013 年的 1.78 亿元。综合毛利率一直维持在 30% 以上。我们认为稳定的业绩增长主要来源于公司在传统的大中客空调业务中较强的综合服务能力以及公司积极开拓新兴市场、扩大品牌影响力的不懈努力。

二、大中型客车空调市场优势明显

(一) 大中型客车空调市场占有率达 30%

大中型客车空调业务在公司业务板块中举足轻重。2013 年全年, 公司销售大中型客车空调 3.6 万台左右, 市场占有率 30%。扣除新能源客车空调, 传统大中型客车空调销量约为 3.45 万台。粗略计算约为公司带来 10.35 亿元的销售收入, 在公司全年 20 亿元的销售收入中占比超过 50%。

公司销售的大中型客车空调近几年一直维持在 40% 左右的毛利率水平, 显著高于乘用车空调毛利率。高毛利源于公司拥有突出的技术优势、售后服务优势、营销能力及管理水平优势。松芝股份在大中型客车空调市场主要采取的销售方式是“终端模式为主, 标配模式为辅”。终端模式的主要客户一般为公交公司、长途客运公司和长途旅游公司。由于这一模式需要建立并维持较为庞大的最终客户销售网络和售后服务网络, 对市场营销能力、管理能力及售后服务水平要求很高, 因此仅适合于单位价值量较高、技术含量较高、产品附加值较高的汽车零部件产品, 采用终端销售模式的产品毛利率也相对较高。

表 1: 标配模式与终端模式对比

	模式解析	特点	适用范围	主要客户类型
标配模式	面向整车厂的销售模式,即汽车零部件企业将产品直接销售给整车厂的销售模式	(1) 产品特点: 大批量、标准件、单价低、技术含量中等; (2) 售后服务: 由于产品单位售价偏低,且直接销售给整车厂商,因此面对最终用户的售后服务基本由整车厂商承担,零部件厂商承担的很少	适合于单价较低、标准化、批量大且售后服务较少的汽车零部件产品	整车制造商市场
终端模式	面向最终客户的销售模式,即汽车零部件企业与最终客户达成购销意向后,由最终用户向整车厂商发出指令,要求在其购买的车辆上必需安装其指定的汽车零部件企业产品的销售模式	(1) 产品特点: 非标准件、批量小、单价高、技术含量较高; (2) 售后服务: 汽车零部件厂单独对最终客户承担售后服务费。需要企业建立并维持较为庞大的最终客户销售网络和售后服务网络客户需要个性化的产品及特殊的售后服务安排	仅适合于单位价值量较高、技术含量较高、产品附加值较高的汽车零部件产品	公交公司、长途客运公司和长途旅游公司

数据来源: 招股说明书, 西南证券

公司目前在大中客车空调业务中已经积累了大量的客户资源。整车厂商客户有厦门金龙旅行车有限公司、漳州金龙客车有限公司、申龙客车、保定长安客车制造有限公司、中通客车、宇通客车、桂林大宇、一汽客车(无锡)、安凯客车等。终端客户有北京公交、上海巴士物资实业有限公司、杭州市公共交通总公司、广州公交公司、深圳公共交通集团公司、武汉市公共交通集团有限责任公司等。

图 6: 松芝大中客空调


数据来源: 公司公告, 西南证券

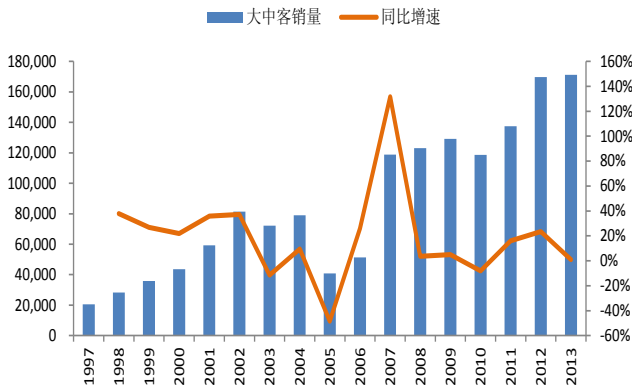
图 7: 松芝大中客空调


数据来源: 公司公告, 西南证券

(二) 大中型客车市场稳步增长

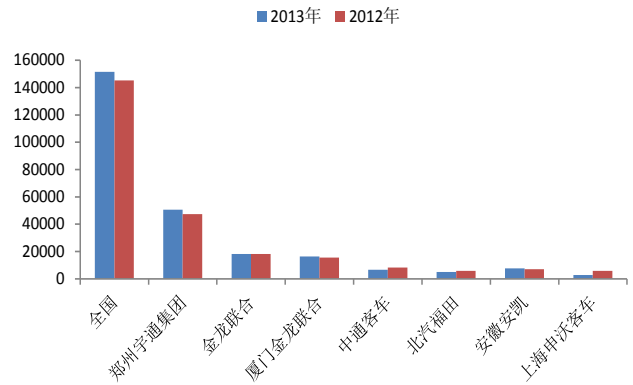
公司在大中客车市场的主要主机厂客户均为全国大型客车生产企业,宇通客车、金龙客车、中通客车、北汽福田、上海申沃、安凯客车全年销量之和在全国占比 70%以上,这为公司的大中客车空调业务提供了保障。就全国来看,大中型客车市场在 2000 年-2013 年的年均复合增长率为 11.08%,但近五年增速有所放缓,2008 年-2013 年期间的复合增长率为 6.8%。我们认为未来 1-3 年内,这一市场的增速仍以稳定增长为主,增速将保持在 3%-7%的区间内。

图 8: 大中客车销辆 (辆) 及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 9: 公司主要客户大中客车销量 (辆)



数据来源: 公司公告, 西南证券

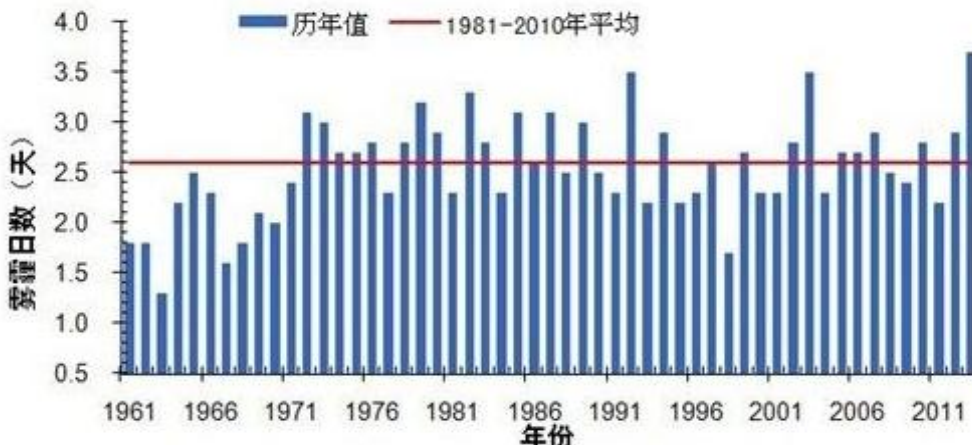
伴随着大中型客车销量稳定的增长, 我们预计公司的大中客空调销量也将有稳定的增长率。2014 年, 我们给予 5%-8% 的销售增速, 预计公司全年销量大中型客车空调 3.78 万台-3.9 万台之间。

(三) 新能源客车推广打开公司新的增长空间

1、雾霾天气困扰, 政策频出促进新能源客车推广

2013 年全国有 25 个省份、100 多个大中型城市受到雾霾天气影响, 全国平均雾霾天数达 29.9 天, 创 52 年来之最。不可否认, 机动车排放污染是导致雾霾天气的因素之一, 在节能环保的主题下, 新能源汽车备受关注。

图 10: 历年雾霾日数



数据来源: 公开资料, 西南证券

新能源汽车正式进入推广阶段源于北京奥运会的推动。2009 年, 在“开展节能与新能源汽车示范推广试点工作”、“十城千辆”工程、《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》等政策的刺激下, 新能源汽车开始量上的突破。新能源汽车由于其在使用的环节中基本没有污染, 成为解决汽车排放污染问题的最佳方案, 尤其是在持续遭受雾霾天气的压力下, 新能源汽车的重要性日益凸显, 其也被看做是汽车行业发展趋势和方向。

2012年,《节能与新能源汽车产业发展规划(2012—2020年)》出台,规划提出新能源汽车推广中长期目标:到2015年,纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到50万辆;到2020年,纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达200万辆、累计产销量超过500万辆,燃料电池汽车、车用氢能源产业与国际同步发展。2013年11月,财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委组织专家对各地申报的新能源汽车推广应用方案进行了审核评估,确认北京、天津、上海、广州等28个城市或区域为第一批新能源汽车推广应用城市;2014年2月,第二批新能源汽车推广应用城市名单出炉,沈阳、长春等12个城市或区域获支持开展新能源汽车推广应用工作。从这两批推广计划来看,40个试点城市或区域到2015年推广目标之和达到近20万辆。

与乘用车相比,新能源客车的推广成果受政策影响更大,也更容易在各地政府的推动下快速进入市场。2013年,全国销售新能源客车共46206辆(同比增42.38%),占全部新能源汽车销量的45.54%。2008到2013年,新能源客车销量的年均复合增长率达到109.83%。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。我们预测,今年新能源客车仍可保持40%以上的增速。

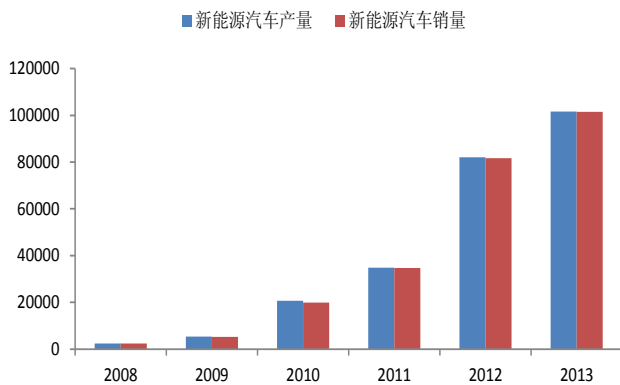
表 2: 第一批、第二批新能源汽车试点城市推广计划全览

	地区	推广目标(2015年)	细分领域
第一批示范城市	北京	35000 辆	公共领域 5000 辆; 出租车、租赁、私人购买各 10000 辆
	天津	12000 辆	公共 11500 辆;私人 500 辆
	上海	10000 辆	公共: 3200 辆;私人: 6800 辆, 公共: 3200 辆;私人: 6800 辆
	重庆	10000 辆	公共 10000 辆
	河北省城市群(石家庄(含辛集)、唐山、邯郸、保定(含定州)、邢台、廊坊、衡水、沧州、承德、张家口)	13000 辆	公共近 9000 辆;私人近 4000 辆
	浙江省城市群(杭州、金华、绍兴、湖州)	10100 辆	-
	福建省城市群(福州、厦门、漳州、泉州、三明、莆田、南平、龙岩、宁德、平潭)	10000 辆	公共 6950 辆;私人 3050 辆
	江西省城市群(南昌、九江、抚州、宜春、萍乡、上饶、赣州)	5300 辆	公共 5100 辆;私人 200 辆
	广东省城市群(佛山、东莞、中山、珠海、惠州、江门、肇庆)	10000 辆	公共 6000 辆;私人 4000 辆
第二批示范城市	内蒙古自治区城市群(呼和浩特市、包头市)	5000 辆	-
	辽宁沈阳市	5000 辆	公交、出租、公务和其他公共用车的推广目标达 4000 辆。包括公交 1500 辆、出租车 1500 辆、公务车 500 辆、其他公共用车(环卫、医疗等)500 辆、其他领域 1000 辆
	吉林长春市	10000 辆	-
	黑龙江哈尔滨市	5000 辆	公共领域 4600 辆, 私人领域 400 辆
	江苏省城市群(南京市、常州市、苏州市、南通市、盐城市、扬州市)	18085 辆	公共领域 9985 辆, 私人领域 8100 辆

地区	推广目标 (2015年)	细分领域
山东淄博市	5000 辆	-
山东临沂市	5690 辆	-
山东潍坊市	5010 辆	-
山东聊城市	5010 辆	-
四川省泸州市	5000 辆	-
云南省城市群 (昆明市、丽江市、玉溪市、大理市)	5000 辆	-
贵州省城市群 (贵阳市、遵义市、毕节市、安顺市、六盘水市、黔东南州)	-	-

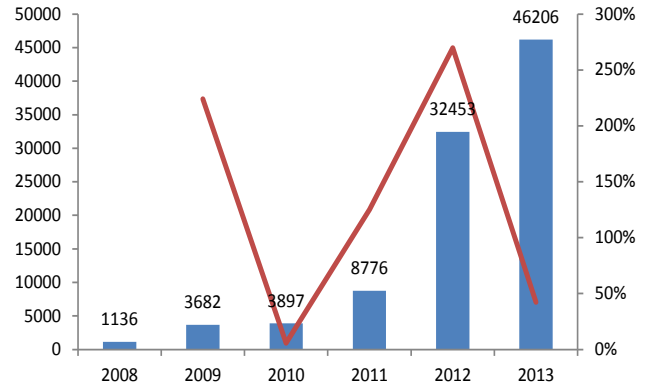
数据来源: 公开信息, 西南证券

图 11: 新能源汽车产销量 (辆)



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 12: 新能源客车销量及增速 (辆、%)



数据来源: 公司公告, 西南证券

表 3: 新能源汽车主要政策梳理

发布时间	文件项目名称	主要内容
2001 年 9 月	“863 计划” 电动汽车重大专项	涉及的电动汽车包括 3 类: 纯电动、混合动力和燃料电池汽车, 并以这 3 类电动汽车为 “三纵”, 多能源动力总成控制、驱动电机、动力蓄电池为 “三横”, 建立 “三纵三横” 的开发布局
2009 年 1 月 23 日	《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》	在北京、上海、重庆、长春、大连、杭州、济南、武汉、深圳、合肥、长沙、昆明、南昌等 13 个城市开展节能与新能源汽车示范推广试点工作, 以财政政策鼓励在公交、出租、公务、环卫和邮政等公共服务领域率先推广使用节能与新能源汽车, 对推广使用单位购买节能与新能源汽车给予补助
2009 年 1 月 1 日	“十城千辆” 工程	通过提供财政补贴, 计划用 3 年左右的时间, 每年发展 10 个城市, 每个城市推出 1000 辆新能源汽车开展示范运行, 涉及这些大中城市的公交、出租、公务、市政、邮政等领域, 力争使全国新能源汽车的运营规模到 2012 年占到汽车市场份额的 10%。
2010 年 5 月 31 日	《关于扩大公共服务领域节能与新能源汽车示范推广有关工作的通知》	新能源汽车示范推广在现有 13 个试点城市的基础上, 增加天津、海口、郑州、厦门、苏州、唐山、广州等 7 个试点城市
2010 年 5 月 1 日	《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》	对满足支持条件的新能源汽车, 按 3000 元/千瓦时给予补助。插电式混合动力乘用车最高补助 5 万元/辆; 纯电动乘用车最高补助 6 万元/辆。对动力电池、充电桩等基础设施的标准化建设给予适当补助。此次补助选定上海、长春、深圳、杭州、合肥 5 个城市作为试点城市。

发布时间	文件项目名称	主要内容
2010年7月1日	《关于增加公共服务领域节能与新能源汽车示范推广试点城市的通知》	新能源汽车示范推广范围有进行了扩充，沈阳、成都、南通、襄樊、呼和浩特为新增的5个城市
2011年3月16日	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	提出要重点发展插电式混合动力汽车、纯电动汽车和燃料电池汽车技术，开展插电式混合动力汽车、纯电动汽车研发及大规模商业化示范工程，推进产业化应用
2011年9月7日	《关于调整节能汽车推广补贴政策的通知》	从2011年10月1日起实施新的节能汽车推广补贴政策。新的补贴政策提高了节能汽车补贴范围的门槛，将百公里平均耗油从6.9升降低到6.3升。推广补贴标准不变，即对消费者购买节能汽车继续给予一次性3000元定额补助，由生产企业在销售时兑付给购买者
2012年3月6日	《关于节约能源，使用新能源车船、车船税政策的通知》	从2012年1月1日起对节约能源的车船减半征收车船税，对使用新能源的车船免征车船税。对不属于车船税征收范围的纯电动乘用车、燃料电池乘用车，由三部委联合发布《不属于车船税征收范围的纯电动乘用车和燃料电池乘用车车型目录》实施管理
2012年7月9日	《节能与新能源汽车发展规划（2012-2020年）》	规划提出，要以电驱动为汽车工业转型的主要战略取向，当前重点推进纯电动汽车和插电式混合动力汽车产业化，推广普及非插电式混合动力汽车、节能内燃机汽车，提升我国汽车产业整体技术水平
2012年9月18日	《关于扩大混合动力城市公交客车示范推广范围有关工作的通知》	通知》指出，将混合动力公交客车（包括插电式混合动力客车）推广范围从目前的25个节能与新能源汽车示范推广城市扩大到全国所有城市，同时，将采取总量控制的方式，推广目标为3000-5000辆
2013年9月17日	《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	2013年新能源汽车推广应用补助标准显示，纯电续航里程大于250公里的纯电动乘用车补助标准达6万元/辆，而纯电续航里程大于50公里的插电式混合动力（含增程式）乘用车补助标准为3.5万元/辆。而且，此次扩大了新能源汽车推广的范围，符合一定条件的城市，都可以成为新能源汽车的示范城市
2013年11月26日	第一批新能源汽车推广应用城市或区域名单	推广城市：北京市、天津市、太原市、晋城市、大连市、上海市、宁波市、合肥市、芜湖市、青岛市、郑州市、新乡市、武汉市、襄阳市、长林潭地区、广州市、深圳市、海口市、成都市、重庆市、昆明市、西安市、兰州市；河北省城市群〔石家庄（含辛集）、唐山、邯郸、保定（含定州）、邢台、廊坊、衡水、沧州、承德、张家口〕、浙江省城市群（杭州、金华、绍兴、湖州）、福建省城市群（福州、厦门、漳州、泉州、三明、莆田、南平、龙岩、宁德、平潭）、江西省城市群（南昌、九江、抚州、宜春、萍乡、上饶、赣州）、广东省城市群（佛山、东莞、中山、珠海、惠州、江门、肇庆）
2014年2月8日	《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》	纯电动和插电式混合动力乘用车2014年和2015年的补助标准将在2013年标准基础上下降5%和10%，而之前提出的下降幅度分别为10%和20%
2014年2月8日	《关于支持沈阳、长春等城市或区域开展新能源汽车推广应用工作的通知》	第二批新能源汽车推广应用城市名单，支持沈阳、长春等12个城市或区域开展新能源汽车推广应用工作

数据来源：公开信息，西南证券

2、移动式空调龙头企业，新能源客车空调订单超预期

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年全年共销售新能源客车空

调 1300 台左右, 市场占比接近 70%。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台左右, 高出去年全年水平也远超今年全年的销售目标。

各地政府对新能源客车生产企业的招标一般独立于主机厂招标, 这一招标模式有利于像松芝股份这种具有丰富的市场经验的龙头公司。现阶段, 环境污染严重的北京、石家庄、天津等地还未开始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, 今年将在更多城市的招标中获得订单。

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达到 4000-6000 台。

表 3: 新能源汽车空调系统与常规汽车空调系统差别

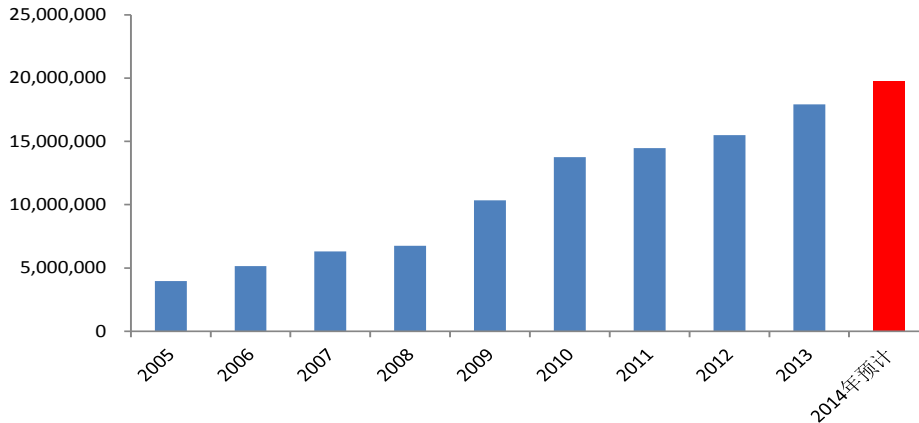
类型	细分	制冷系统	制热系统
常规汽车	-	皮带轮驱动 压缩机制冷	发动机余热+机械水泵
混合动力	轻度混合动力汽车	皮带轮驱动压缩机制冷 + 蓄冷式蒸发器	发动机余热+ 电动水泵
	中度混合动力汽车	双模压缩机制冷 发动机停止: 电机驱动压缩机 发动机运行: 发动机驱动压缩机	发动机余热+ 电动水泵
插电式混合动力汽车	-	电动压缩机制冷	1、发动机余热+ 电动水泵+ 空气 PTC 辅助加热 2、发动机余热+ 电动水泵+ 独立的燃料加热器
纯电动汽车	-	电动压缩机制冷	1、高压 PTC 水加热器+ 电动水泵 2、高压 PTC 空气加热器

数据来源: 公开信息, 西南证券

三、乘用车空调市场发展空间大

(一) 乘用车市场高速稳定增长

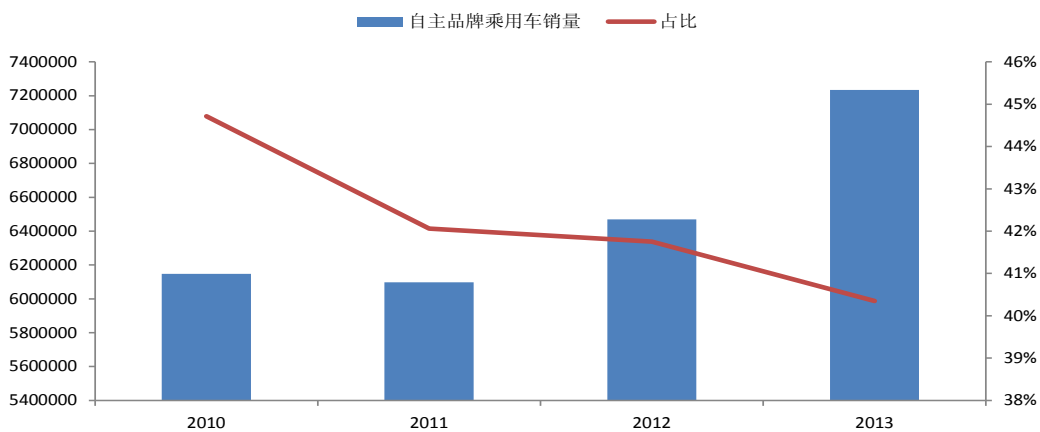
随着人们收入水平的提升, 汽车消费市场持续升温。2005-2013 年间乘用车销量年复合增长率达到 20.72%。其中 2009 年、2010 年是高速增长期, 2011 年、2012 年有所回落, 2013 年乘用车市场复苏, 全年销售乘用车 1792.8 万辆, 同比增长 15.71%。我们预计 2014 年总销量同比增速约 10%, 销量水平将达到 1970 万辆。

图 13: 乘用车销量 (辆)


数据来源: Wind, 西南证券

(二) 自主品牌为主, 合资品牌拓展进行中

公司小车事业板块主要产品为乘用车空调, 还包括轻型客车、货车空调。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, 产品毛利率并不高。而近年来, 随着人民生活水平的提高, 乘用车销量高速增长, 但是自主品牌市场占有率有所下降, 合资品牌市场占比上升。

图 14: 自主品牌销量 (辆) 及占比


数据来源: Wind, 西南证券

在我国, 乘用车/轻型客车/货车空调市场主要被外资品牌汽车空调企业垄断。它们主要是生产汽车空调的境外公司在国内设立的子公司。该类企业主要有: 广州电装空调有限公司、上海德尔福汽车空调系统有限公司、法雷奥汽车空调湖北有限公司等。外资品牌乘用车空调主要配套合资车企, 产品附加值高, 利润大。松芝股份正在努力开拓合资品牌客户。

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, 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。

表 5: 2012 年空调装置主要生产企业的产销情况 (台)

企业名称	主要配套车型	产量	销量
上海德尔福汽车空调系统有限公司	通用、大众	1742306	1661380
上海贝洱热系统有限公司	通用、大众	1337500	1336400
广州电装有限公司	本田、广汽	964772	964537
广州汽车集团零部件有限公司	广汽本田	960000	960000
伟世通汽车空调(北京)有限公司	EFC、XDC、YFC	860761	856666
新乡航空工业(集团)有限公司	日产、东风	708945	708945
豫新汽车空调股份有限公司	徐工、神龙、奇瑞	708945	708945
伟世通汽车空调(南昌)有限公司	金顺、福特	492990	492990
东风贝洱热系统有限公司	日产、东风	248100	245500
惠州东风易进工业有限公司	东风日产	176714	240385
安徽富春汽车空调有限公司	江淮	79987	79602
中国重汽集团济南商用车有限公司	各种车型	73692	72258
辽沈工业集团有限公司	包头北奔、华晨金杯	71808	71803
烟台首钢电装有限公司	柳工、三一	62873	62032
柳州力通车用空调有限公司	五菱	30000	30000
湖南长丰汽车空调有限公司	长丰	19503	19503
江苏罗思韦尔电气有限公司	福田	16500	17700
江西新电汽车空调系统有限公司	各种车型	14200	14445
合计		8569596	8543091

数据来源: 中国汽车工业信息网, 西南证券

(三) 新能源乘用车空调的必备——电池热管理系统

与燃油发动机汽车不同, 新能源汽车中空调系统的压缩机采用电机直接驱动。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。

传统乘用车空调只考虑乘客舱用空调, 而新能源乘用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。因为如果电动汽车电池组长时间在恶劣的热、冷环境中工作将缩短电池使用寿命、降低电池性能。现阶段, 电池热管理系统对新能源汽车来说是一个巨大的挑战。

从控制性的角度, 热管理系统有主动式、被动式两类。从传热介质的角度, 热管理系统又可以分为: 空气冷却式热管理、液体冷却式热管理, 以及相变蓄热式热管理。我国目前大部分新能源汽车的电池热管理系统采用的是风冷式, 而松芝股份电池热管理系统主要采用水冷式, 附加值更高, 市场更广阔。

表 6: 新能源汽车热管理方式

热管理系统	优点	缺点	原理	分类
以空气为传热介质的热管理	简单、成本低	安全性较低、冷却、加热速度慢	直接让空气穿过模块以达到冷却、加热的目的	被动式的系统主要依靠车辆运动时所产生的空气气流加热或冷却，而主动式系统，需建立单独系统，提供加热或冷却的功能，一般需有风扇，增加了整车能源消耗和成本。
以液体为传热介质的热管理	1、减少了风扇的数量，所以也减少了风扇所产生的振动及噪音。 2、冷却、加热速度快	成本高、重量相对较大、结构复杂、要考虑密封、绝缘等问题	传热介质可以采用水、乙二醇甚至制冷剂。需在模块与液体介质之间建立传热通道，以对流和导热两种形式进行间接式加热和冷却。	被动式液体冷却一般是通过液体-环境空气换热后再将其引入电池进行二次换热，而主动式则是通过发动机冷却液-液体介质换热器，或者电加热/燃油加热实现一级加热，以乘客舱空气/空调制冷剂-液体介质实现一级冷却。
相变蓄热式热管理	不需要运动部件、不需要耗费电池额外能量	成本高	当电池进行大电流放电时，PCM 吸收电池放出的热量，自身发生相变，而使电池温度迅速降低。此过程是系统把热量以相变热的形式储存在 PCM 中。在电池进行充电的时候，特别是在比较冷的天气环境下(亦即大气温度远低于相变温度 PCT)，PCM 把热量排放到环境中去。	-

数据来源:

公司“新能源汽车电池热管理系统项目”获得上海市政府的大力支持，现阶段新能源汽车空调的主要客户是江淮、长安。电池热管理系统已经成功的运用到江淮汽车电动车产品上，数量约 3000 台，价格约 5000 元/套。虽然电池热管理系统的单套价格已经显著高于传统乘用车空调，但是由于其量较小，暂时对公司的业绩不构成大的影响。这一业务板块的放量主要关注新能源乘用车的推广成效以及公司客户的开发力度。

公司 2005 年开始拓展乘用车/轻型客车/货车空调市场，2013 年公司小车板块销售空调约 80 万台，销售收入约 8.45 亿元，占总收入的 42.25%。公司目前的乘用车空调市场占比低于 5%，市场空间巨大。2014 年，随着公司新客户的开拓以及江淮松芝的完全并表，我们预计小车板块净利润将有 60%-80% 的增长。

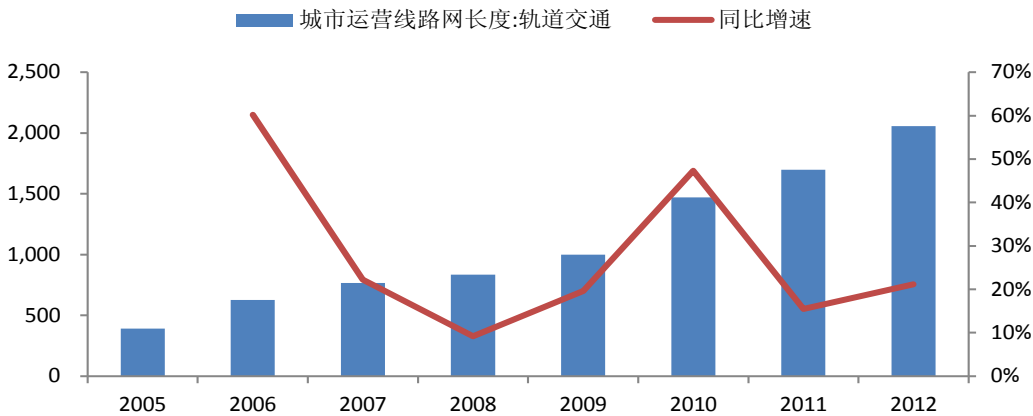
四、开拓新领域：轨道交通、冷藏车空调

轨道车空调机组主要用于轨道车辆，其市场需求取决于轨道车辆的产量。目前轨道车辆分为两大类，一类是铁路运输中的机车、客车和动车组，另一类是城市地铁轻轨车辆，我国轨道车辆的产量与我国铁路网的建设以及城市地铁轻轨的发展息息相关。

(六) 城市轨道交通将迎来建设热潮

我国的城市公共交通主要包括城市道路交通和城市轨道交通。据不完全统计，目前全国公共交通在城市出行中的比例仅为 20% 左右，与发达国家城市 70% 至 80% 的比例相去甚远，市场空间广阔。而城市公共交通系统内部，城市轨道交通的营运长度远低于公共汽车、电车的运营路网长度。国家统计局的统计数据显示，2012 年我国公共汽车、电车的运营路网长度为 54.97 万公里，而轨道交通的运营路网长度仅有 2057.9 公里，还不到公共汽车、电车的 1/250。

图 15: 城市轨道交通运营线路网长度 (公里)



数据来源: Wind, 西南证券

我国的城市轨道交通建设热潮始于上世纪 90 年代末期。2013 年末，我国累计有 19 个城市建成投运城轨线路 87 条，运营里程 2539 公里。我们预计，到 2020 年，中国将有 40-50 个城市发展轨道交通，运营里程数将超过 8000 公里。我国将迎来城市轨道交通建设热潮。届时对轨道车空调的需求也将增大。

表 7: 2013 年全国已开通城市轨道交通路线运营里程统计表

序号	城市	截至 2013 年底总里程	运营线路 (条)	2013 年新增里程 (公里)
1	北京	465	17	23
2	上海	577	16	99.3
3	天津	139	5	1.7
4	重庆	170	4	38.8
5	广州	246	9	24.5
6	深圳	178	5	0
7	武汉	73	3	16.5
8	南京	82	3	0

序号	城市	截至 2013 年底总里程	运营线路（条）	2013 年新增里程（公里）
9	沈阳	115	6	65.3
10	长春	48	2	0
11	大连	87	4	0
12	成都	115	3	8.7
13	西安	46	2	25.3
14	哈尔滨	17	1	17.5
15	苏州	51	2	26.1
16	郑州	26	1	26.2
17	昆明	40	2	22.1
18	杭州	48	1	0
19	佛山	15	1	0

数据来源：中国城市轨道交通协会，公开信息，西南证券

（二）公司已进入城市轨道交通零部件供应体系

松芝股份的轨道车空调业务在 2011 年实现零突破，当年与上海地铁、大连地铁、广州地铁签订了部分线路的列车空调大修合同。2013 年上半年，松芝股份又成功获得上海、大连、重庆等地的地铁维修或新造车辆空调订单，我们认为这一市场进入壁垒较高，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。

虽然公司已经打入市场，但是轨道车空调业务近三年仍未能实现盈亏平衡，去年全年轨道车空调业务收入 1500 万左右，亏损约 1200 万元。短期内，我们认为轨道交通空调业务仍无法为公司带来显著的业绩提升，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。

（三）与中集集团合资，打造中国冷链的第一品牌

1、消费升级、食品安全意识增强促进冷链物流发展

冷冻冷藏车空调需求量受益于国内冷链行业的快速发展，随着经济的发展以及人民生活水平的提高，冷链物流受到了越来越多的重视。目前我国食品冷链物流发展严重滞后，冷链设施匮乏，食品冷藏运输率只有 10% 左右，而发达国家在 80% 左右。随着对食品质量、安全的重视以及饮食习惯的改变，中国对冷链物流的需求将有大幅提升。

2、国家政策助推冷链物流高速发展

2010 年，国家发改委出台了《农产品冷链物流发展规划》，规划明确提出，到 2015 年，建成一批效率高、规模大、技术新的跨区域冷链物流配送中心，形成具有较强资源整合能力和国际竞争力的核心物流产业，初步建成布局合理、设施先进、上下游衔接、功能完善、管理规范、标准健全的农产品冷链物流服务体系。肉类和水产品冷链物流水平显著提高，食品安全保障能力显著增强；果蔬冷链物流进一步加快发展。果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别提高到 20%、30%、36% 以上，冷藏运输率分别提高到 30%、50%、65% 左右，流通环节产品腐损率分别降至 15%、8%、10% 以下。

《农产品冷链物流发展规划》的出台对冷链物流行业有重大的影响,将吸引更多的资金投资到这一领域。冷藏运输率的提高必定会增加对冷藏车的需求,也同时带来了冷藏车空调的需求。我们看好这一新兴市场的发展空间。

3、打造中国冷链第一品牌

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,公司未来主要往冷藏箱方向发展,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。

五、控股江淮松芝,和中通成立合资公司将提升 14 年业绩

(一) 控股江淮松芝,提升乘用车空调板块业绩

2013 年上半年公司收购安徽江淮松芝空调有限公司少数股东陈景喜先生所持 25% 的股权,本次收购后,公司持有江淮松芝 65% 的股权,使其成为控股子公司。2014 年将完全纳入合并报表范围,我们预计将为公司带来 2500 万左右的净利润。

(二) 与中通设立合资子公司,大中客车空调板块受益

松芝股份与中通客车牵手,通过增资方式取得中通客车下属的全资子公司山东通盛制冷设备有限公司 50% 的股权。山东通盛制冷设备有限公司主要负责公司中通客车空调及零部件制造业务,此次公司与中通客车合作,成功开拓了新客户,也再次向市场证实了松芝的技术实力。合资公司的成立将为公司在大中客车空调业务上带来更多的业绩贡献,我们预计仅合资公司 14 年将为公司带来 1500 万左右的净利润。

六、盈利预测与估值

我们预计 2013-2015 年公司主营业务收入分别为 20.09 亿、26.15 亿和 32.06 亿,增长率分别为 32.62%、30.17%和 22.62%,归属于母公司的净利润分别为 1.78 亿、2.46 亿和 2.96 亿元,增长率分别为 22.35%、37.73%和 20.46%,EPS 分别为 0.57、0.79 元和 0.95 元。

表 8: 各业务板块收入预测

业务板块	细分	2013 年	2014 年	2015 年
大中型客车空调	新能源大中客车空调销量 (台)	1300	5000	9000
	新能源大中客车空调收入 (万元)	7800	30000	54000
	传统大中客车空调销售 (台)	34700	34000	35020
	传统大中客车空调收入 (万元)	103059	102000	105060
	大中客车空调总收入 (万元)	110859	132000	159060
	增长率	16.02%	19.07%	20.50%
乘用车空调	乘用车空调销量	800000	1120000	1288000
	乘用车空调收入	84800	120960	145544
	增长率	74.83%	42.64%	20.32%
零部件	零部件收入	2900	3000	4000
	增长率	-26.40%	3.45%	33.33%
轨道交通空调	轨道交通板块收入	1500	4000	8000
	增长率	441.52%	166.67%	100.00%
冷藏车空调	冷藏车板块收入	800	1500	4000
	增长率	21.40%	87.50%	166.67%
收入合计		200859	261460	320604

数据来源: Wind, 西南证券

附录：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	540.30	508.00	481.38	营业收入	1514.5	2008.59	2614.60	3206.04
应收和预付款项	1354.30	1396.55	1945.33	2106.83	减:营业成本	1034.3	1385.93	1804.07	2212.17
存货	280.85	322.98	355.27	390.80	营业税金及附加	8.01	7.53	9.80	12.01
其他流动资产	41.00	420.00	40.00	40.00	营业费用	128.81	173.74	228.78	278.93
长期股权投资	37.78	48.78	60.78	73.78	管理费用	176.05	220.94	289.70	352.66
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-13.99	-10.45	-10.98	-10.14
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	3114.26	3381.47	3656.58	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	237.90	299.24	365.41
应付和预收款项	533.23	879.22	958.37	1012.26	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	252.01	324.24	385.41
其他负债	81.53	101.65	116.74	134.09	减:所得税	34.39	43.38	56.20	67.03
负债合计	714.76	980.87	1075.11	1146.35	净利润	158.23	208.63	268.03	318.37
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	178.63	246.03	296.37
留存收益	646.85	756.47	907.44	1089.31	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	1894.88	2004.49	2155.46	2337.33	经营性现金净流量	105.67	116.40	160.46	200.36
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	2133.39	2306.37	2510.23	筹资性现金净流量	-154.2	-157.94	-83.27	-103.38
负债和股东权益合计	2708.54	3114.26	3381.47	3656.58	现金流量净额	-197.5	-139.97	-32.30	-26.62

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