

松芝股份(002454)年报点评

移动式空调龙头, 13年业绩高增长

投资要点

- 事件:** 松芝股份(002454) 2013年实现营业收入 19.68 亿元, 同比增长 29.95%; 归属于上市公司股东的净利润 2.39 亿元, 同比增长 64.05%; 归属于上市公司股东的扣非后净利润 1.76 亿元, 同比增长 30.41%。
- 业绩增长的主要原因在于:** (1) 在汽车行业的高景气度带动下, 公司全年销售大巴空调 36000 台, 同比增长 14%; 小车空调板块在自主品牌销量增速放缓、占有率下降的不利环境下, 公司积极进行市场开发, 全年仍实现销量增长 28.7%。(2) 13 年下半年完成了对江淮松芝少数股东权益的收购, 实现了对江淮松芝的控股和并表。并对购买日之前持有的“江淮松芝”的股权重新评估其公允价值, 产生投资收益 6695.60 万元。
- 未来看点:** (1) 公司大巴空调在大中型客车空调市场占有率达 30%, 在直辖市及省会城市大公交的市场占有率达到 70%以上, 市场地位稳固, 业绩增长稳定, 大中客车空调是公司占领市场的“王牌”; (2) 公司在传统大中客空调市场的绝对龙头地位有利于其在新能源客车空调的市场开拓。虽然新能源客车的增长对传统客车有一定的替代作用, 但是新能源客车空调技术含量高, 毛利率高于传统大中客空调 (40.68%)。从 14 年第一季度看, 公司新能源客车空调订单情况良好, 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, 同比大幅增长; (3) 对合资品牌乘用车客户的开拓是松枝业务扩展的重点之一, 公司在大众全球的评审中获得了不错的评价。正在从自主品牌到合资品牌的配套升级。(4) 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。
- 公司投资逻辑:** 受益于新能源汽车的推广、乘用车自主品牌与合资品牌客户的开拓, 我们看好公司未来两年的业绩表现。预计 14 年、15 年 EPS 分别为 0.79 元、0.95 元, 对应的动态市盈率为 18.7 倍、15.5 倍, 我们维持对公司的“买入”评级。
- 风险提示:** 新能源汽车推广不利, 宏观经济不景气; 原材料价格大幅波动。

指标年度	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1514.52	1968.16	2614.60	3206.04
增长率	-1.41%	29.95%	32.84%	22.62%
归属母公司净利润(百万元)	146.00	239.52	247.67	297.61
增长率	-36.97%	64.05%	3.41%	20.16%
每股收益 EPS(元)	0.468	0.768	0.794	0.954
净资产收益率 ROE	7.71%	11.22%	10.83%	12.05%
PE	31.75	19.36	18.69	15.51
PB	2.45	2.17	2.03	1.88

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

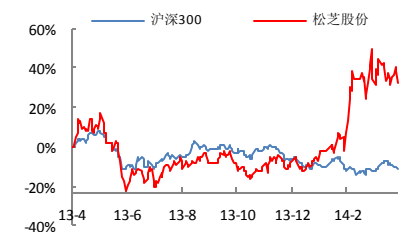
分析师: 徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xychao@swsc.com.cn

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

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

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

相对指数表现



数据来源: 西南证券

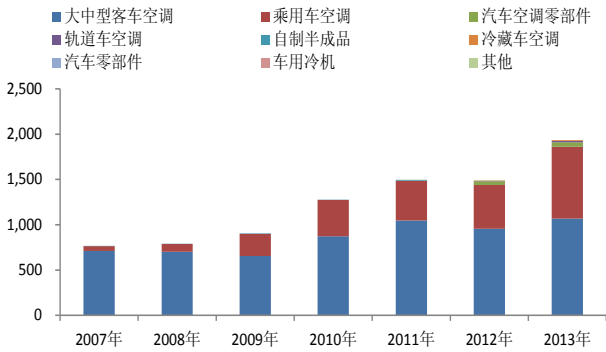
基础数据

总股本(亿股)	3.12
流通 A 股(亿股)	3.12
52 周内股价区间(元)	8.45-17
总市值(亿元)	46.36
总资产(亿元)	33.40
每股净资产(元)	6.84

相关研究

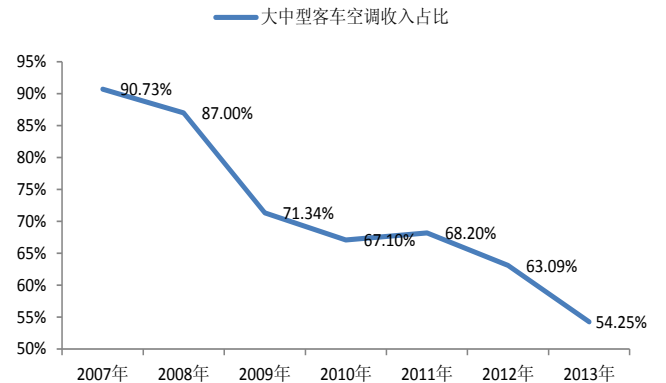
1. 松芝股份(002454) 深度报告: 客车空调龙头, 新能源是最大亮点 (2014-03-14)
2. 松芝股份(002454): 新能源汽车零部件里的“隐形冠军” (2014-03-04)
3. 松芝股份(002454): 传统业务稳定增长, 新业务助推业绩 (2013-07-30)

图 1: 公司主营业务结构情况



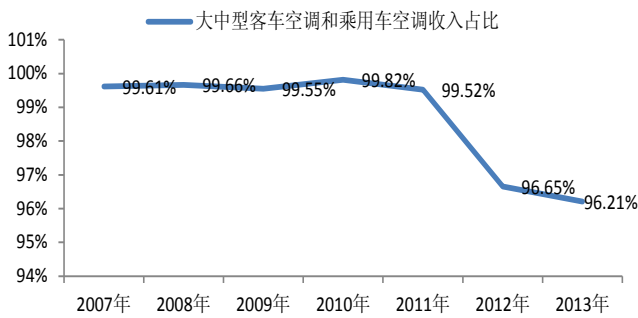
数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 公司主营业务毛利情况



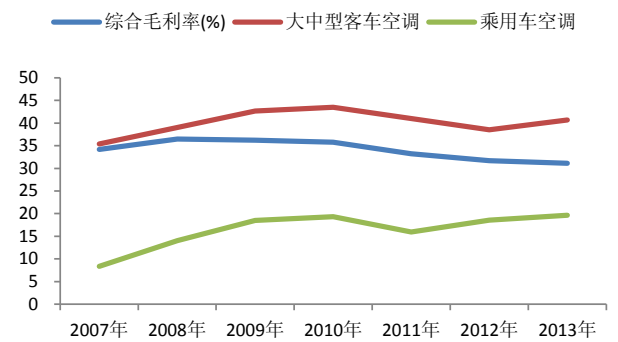
数据来源: Wind, 西南证券

图 3: 2013 年子公司营业收入



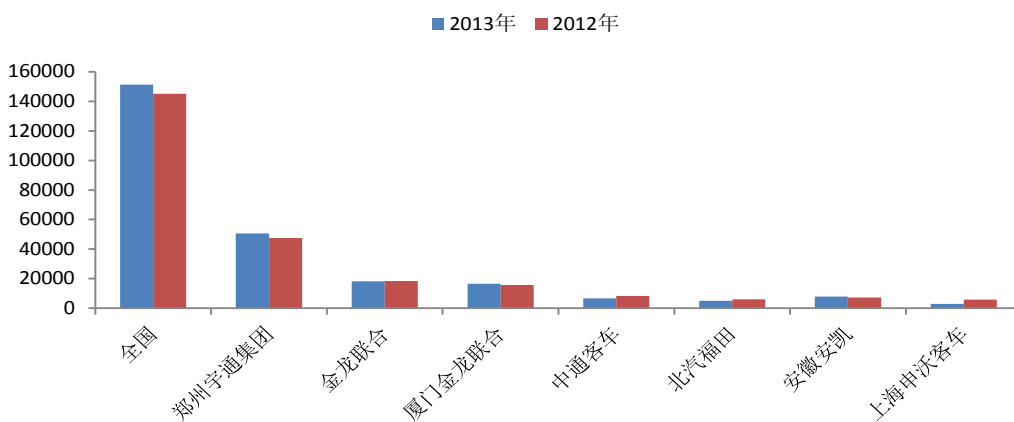
数据来源: Wind, 西南证券

图 4: 2013 年子公司净利润 (单位: 元)



数据来源: Wind, 西南证券

图 5: 公司主要客户大中客车销量 (辆)



数据来源: Wind, 西南证券

附：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2012	2013	2014E	2015E	利润表	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	680.27	222.45	536.04	290.08	营业收入	1514.5	1968.16	2614.60	3206.04
应收和预付款项	1354.30	1676.49	1866.78	2202.19	减:营业成本	1034.3	1348.40	1804.07	2212.17
存货	280.85	338.45	355.27	390.80	营业税金及附加	8.01	9.55	12.69	14.11
其他流动资产	41.00	367.91	40.00	40.00	营业费用	128.81	142.71	227.47	278.93
长期股权投资	37.78	47.25	59.25	72.25	管理费用	176.05	203.69	287.61	352.66
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-13.99	-13.10	-7.98	-8.74
固定资产和在建工程	246.85	276.72	300.72	321.84	资产减值损失	19.31	78.67	6.00	8.00
无形资产和开发支出	65.61	267.10	367.10	477.10	加:投资收益	16.33	82.21	12.00	13.00
其他非流动资产	1.88	63.51	0.38	0.26	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2708.54	3259.87	3525.55	3794.51	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	280.45	296.74	361.91
应付和预收款项	533.23	887.65	959.17	1006.15	加:其他非经营损益	14.31	14.06	25.00	25.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	192.62	294.51	321.74	386.91
其他负债	81.53	92.87	116.74	134.09	减:所得税	34.39	39.41	55.75	67.30
负债合计	714.76	980.52	1075.91	1140.24	净利润	158.23	255.10	265.99	319.61
股本	312.00	312.00	312.00	312.00	减:少数股东损益	12.23	15.58	18.31	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	239.52	247.67	297.61
留存收益	646.85	886.37	1038.35	1220.97	现金流量表	2012	2013	2014E	2015E
归属母公司股东权益	1894.88	2134.39	2286.38	2469.00	经营性现金净流量	105.67	132.34	447.26	-20.78
少数股东权益	98.90	144.95	163.26	185.27	投资性现金净流量	-148.9	-435.95	-46.50	-119.50
股东权益合计	1993.78	2279.35	2449.64	2654.27	筹资性现金净流量	-154.2	-126.65	-87.16	-105.69
负债和股东权益合计	2708.54	3259.87	3525.55	3794.51	现金流量净额	-197.5	-430.55	313.60	-245.97

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