

松芝股份(002454)动态点评

减持不碍基本面, 政府力推新能源

事件:

- 1、松芝股份(002454)控股股东陈福成先生在2014年5月29日-7月9日, 减持公司无限售条件流通股395.34万股, 按照转增股本前后分别计算总计占总股本的0.97%, 减持后其持股数量占总股本的50.1%, 仍为公司控股股东。控股股东承诺至2014年9月20日不再减持公司股票。2、昨日, 国家机关事务管理局、财政部、科技部、工信部和国家发改委联合公布了《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》(简称《方案》)。《方案》明确了政府机关和公共机构公务用车“新能源化”的时间表及路线图。指出至2016年, 中央国家机关以及纳入新能源汽车推广应用城市的政府机关和公共机构, 购买的新能源汽车占当年配备更新总量的比例不低于30%, 以后逐年提高。

点评:

- 我们认为松芝股份控股股东减持行为与公司基本面无关, 公司的经营情况没有发生变化。依然看好松芝股份14、15年的业绩表现: (1) 公司将显著受益于新能源汽车的推广。今年以来, 新能源汽车政策支持力度不断加大, 《方案》又为新能源汽车推广打了一剂强心针, 按照目前每年1亿元左右的政府机构用车采购订单计算, 16年新能源车政府采购规模接近300亿, 市场空间巨大。而14年上半年新能源汽车产销量已超过去年全年数量。若全年各省市招标正常进行的话, 预计全年新能源电动大巴的销售将达到10000万辆。松芝股份在新能源客车空调市场占有率接近70%, 龙头地位确保了公司在新能源客车空调订单上的获取, 我们预计全年销售新能源客车空调4000-6000台; (2) 乘用车空调目前主要配套自主品牌, 《方案》的出台, 我们判断政府采购产品无疑将会向国产新能源汽车倾斜, 对公司来说, 新能源乘用车电池热管理在后期打开市场。合资品牌方面, 公司已经通过大众认证。虽然合资品牌客户开拓难度较大, 但是公司已在积极准备, 此前投资2亿与德国Imtech公司合作“加冷松芝环境风洞”项目, 将进一步加强公司的研发能力, 为进入合资车型的配套体系坚实打下基础; (3) 冷链物流行业今年势头较好, 订单增长较快, 实现盈亏平衡难度不大。股价催化剂主要为政府支持新能源推广的利好政策, 公司合资乘用车品牌成功开拓。预计14年、15年公司EPS分别为0.79元、0.95元, 对应的动态市盈率为16倍、13倍, 维持“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	16.12	13.4

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

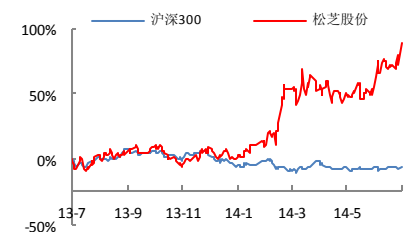
分析师: 徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xychao@swsc.com.cn

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: 023-67791327
邮箱: lchao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

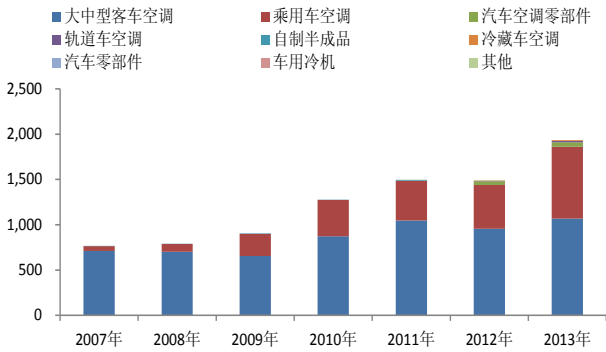
基础数据

总股本(亿股)	4.06
流通A股(亿股)	2.41
52周内股价区间(元)	6.71-14.05
总市值(亿元)	52.08
总资产(亿元)	34.46
每股净资产(元)	7.05

相关研究

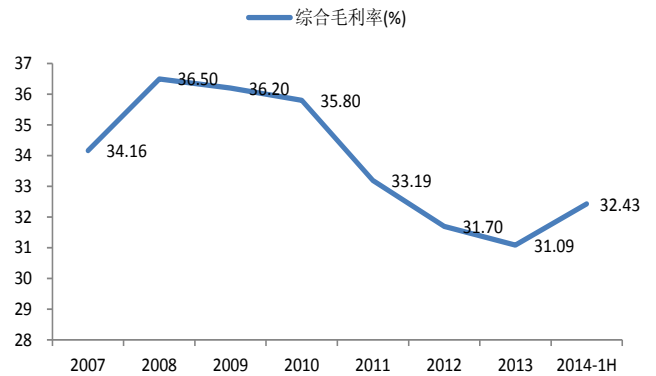
1. 松芝股份(002454): 客车空调龙头, 新能源是最大亮点 (2014-03-14)
2. 松芝股份(002454): 新能源汽车零部件里的“隐形冠军” (2014-03-04)
3. 松芝股份(002454): 传统业务稳定增长, 新业务助推业绩 (2013-07-30)

图 1: 公司主营业务结构情况



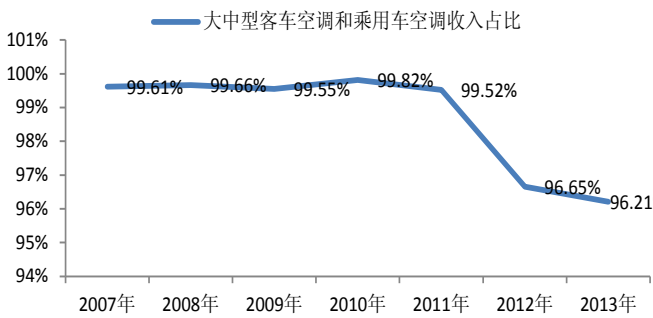
数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 公司综合毛利率 (%)



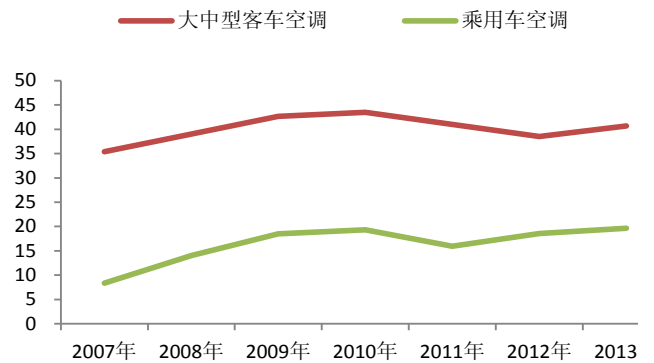
数据来源: Wind, 西南证券

图 3: 大中客车空调和乘用车空调收入占比



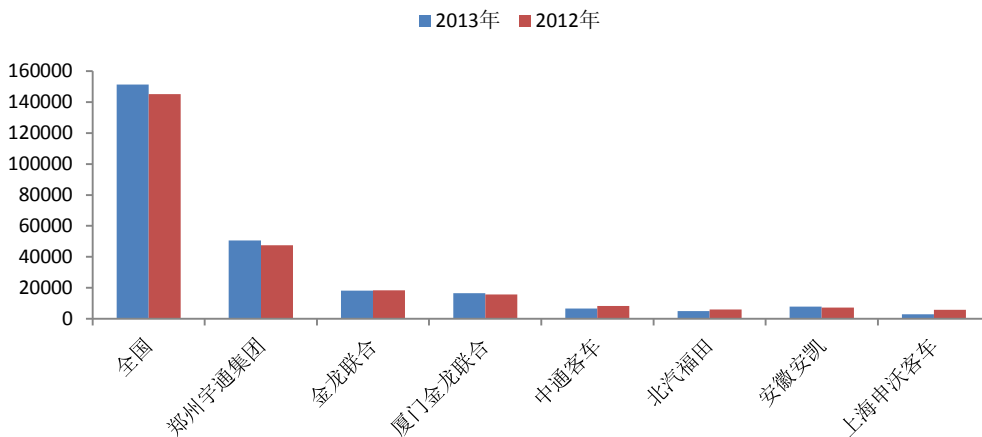
数据来源: Wind, 西南证券

图 4: 大中客车和乘用车空调毛利率 (%)



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