

松芝股份(002454)调研报告

各业务板块有序发展, 新能源抢眼

投资要点

- **新能源客车空调订单大幅增长。**14年新能源汽车行业爆发,松芝为行业龙头,在新能源客车空调市场的占有率达到70%,在深圳、北京等大城市的市占率接近90%。今年1-9月份,新能源客车空调交货量超过3000台(去年全年1300台)。我们预计公司14年新能源客车空调销量5000-6000台。
- **小车板块翻倍。**受益于并表江淮松芝及新客户的成功开拓,公司上半年乘用车空调收入翻番。合资品牌客户开拓初有成效,已成功开拓上汽通用五菱,未来有望继续拓展其他合资品牌客户。公司目前的乘用车电池热管理系统主要供应的是江淮iev4和iev5,期待未来在更多车型上的推广。
- **冷藏车空调需求旺盛。**14年中国对外贸易进出口形势逐季好转,冷链物流行业回暖。松芝股份依靠与中集集团的合作进入这一市场。我们预计公司今年冷冻冷藏车空调销售翻倍。公司未来主要往冷藏箱空调方向发展,目前已经小批量的生产供客户在试用。公司有望在分享这一新兴领域高速增长带来的收益。
- **定增引战略投资者,轨交领域想象空间大。**公司上半年在上海铁路局获得订单超过120台,并在地铁和有轨电车领域参与招标。而此次非公开增发对象的战略投资者之一——京投公司系北京市国有独资公司,主营地铁运营管理等业务。此次定增京投公司认购30%,在五大定增对象中认购股权占比最大。我们认为公司此次定增引入京投公司,为未来在轨交领域的业务拓展打下了基础。
- **估值与评级:**我们预计公司2014年、2015年和2016年的每股收益0.7元、0.89元和1元,对应PE为24倍、19倍、17倍。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。维持“买入”评级。
- **风险提示:**新能源汽车推广不达预期,乘用车市场开拓不利。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1968.16	2716.00	3331.38	3724.32
增长率	29.95%	38.00%	22.66%	11.80%
归属母公司净利润(百万元)	239.52	285.35	359.49	405.63
增长率	64.05%	19.14%	25.98%	12.83%
每股收益EPS(元)	0.59	0.70	0.89	1.00
净资产收益率ROE	11.22%	12.36%	14.21%	14.60%
PE	29.09	24.42	19.38	17.18
PB	3.26	3.02	2.75	2.51

数据来源:西南证券

西南证券研究发展中心

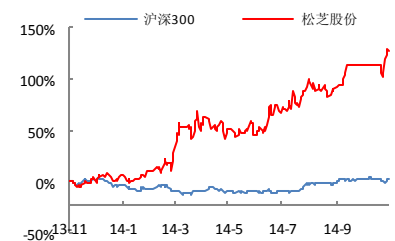
分析师:徐永超
执业证号:S1250512110002
电话:010-57631186
邮箱:xychao@swsc.com.cn

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)	6.97-17.82
总市值(亿元)	68.95
总资产(亿元)	35.69
每股净资产(元)	5.54

相关研究

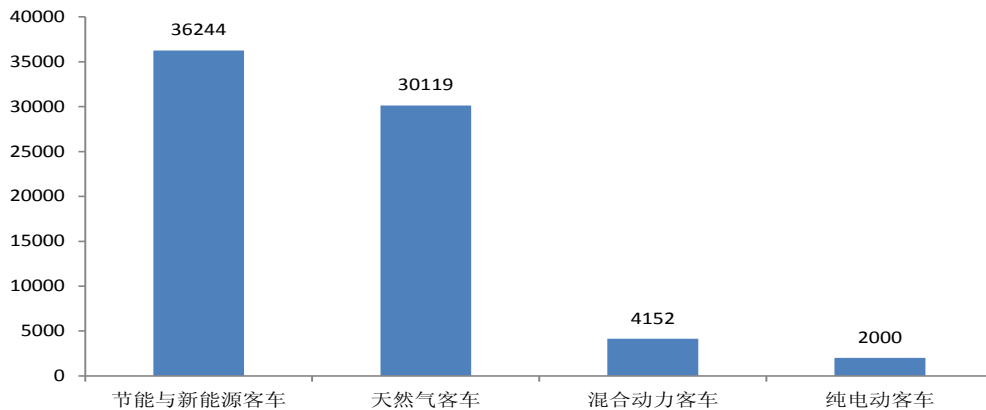
1. 松芝股份(002454): 小车收入翻倍, 新能源客车空调高增 (2014-08-28)
2. 松芝股份(002454): 减持不碍基本面, 政府力推新能源 (2014-07-14)

一、新能源客车空调订单大幅增长

行业：新能源客车市场火爆

1-9月，我国节能与新能源客车销量达到 36244 辆，其中天然气客车销售最多，前三季度共售出 30119 辆，混合动力客车（混合动力客车的类型相对比较丰富，涵盖 NG 混合动力客车、柴油混合动力客车、插电式混合动力客车等燃料类型）售出 4152 辆；纯电动客车销量接近 2000 辆。

图 1：1-9 月份新能源客车销量



数据来源：Wind, 西南证券

临近年末，11 月份开始监管部门对地方政府新能源落实情况检查，这将刺激四季度新能源客车销量。我们认为四季度新能源客车伴随着地方配套政策出台、考核期临近等因素将实现销量突破。

表 1：部分地区新能源公交车推广计划

地区	新能源公交车推广规划
北京	2014-2017 年共推新能源公交车 4395 辆
天津	2014 年增 600 辆纯电动公交车
上海	超六成新公交车为新能源汽车，上海巴士集团 2014 年计划更新数千辆公交车
深圳	2015 年前推广 5000 辆公交大巴
广州	2015 年将有 1 万辆电动公交车上路
河北省	两年完成 3421 辆新能源公交车推广计划
邯郸	2014 年将更新 200 台新能源公交车
石家庄	2014 年纯电动公交车将亮相
南京	2014 年将更新 2530 辆新能源公交车
淄博	2014 年内新增 200 辆电动公交车
海口	2014 年增加 50 辆新能源公交车
武汉	2014 年投资 4.5 亿元新增 300 台新能源公交
哈尔滨	计划采购 700 辆电动公交车

地区	新能源公交车推广规划
郑州	2014 年拟增新能源公交车 1100 辆
长沙	2014 年内将新增 30 台电动公交

数据来源：公开信息，西南证券

公司：新能源客车空调销量高增长

松芝在新能源客车空调市场的占有率达到 70%，在深圳、北京等大城市的市占率接近 90%，龙头地位稳固。去年全年公司销售新能源客车空调 1300 台，今年 1-9 月份，新能源客车空调交货量超过 3000 台。我们预计公司 14 年新能源客车空调销量 5000-6000 台。

二、小车板块翻倍

受益于并表江淮松芝及新客户的成功开拓，公司上半年乘用车空调收入同比增长 104%。客户方面，公司目前主要客户集中在自主品牌领域，合资品牌进入难度较大但合资品牌主机厂是松芝未来开拓的主要方向，公司目前成功开拓上汽通用五菱，未来有望继续拓展其他合资品牌客户。

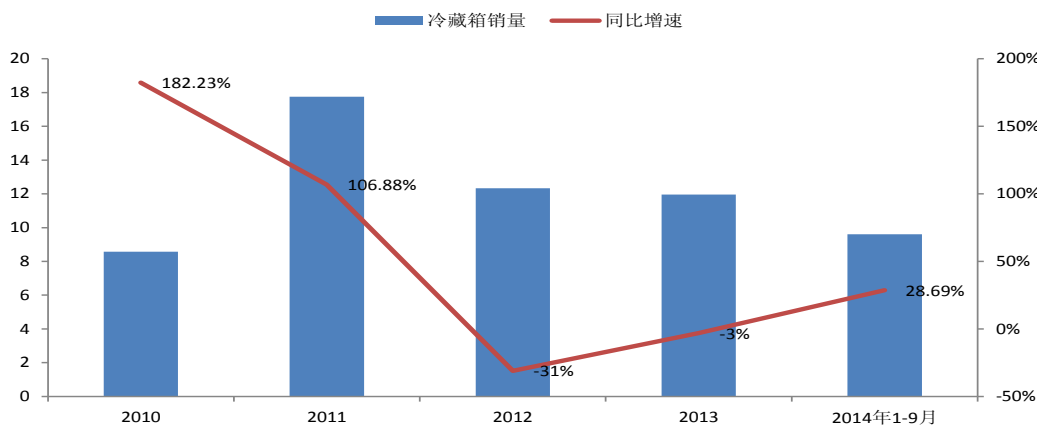
乘用车新能源汽车空调目前主要用于插电式混合动力和纯电动车型。公司目前的乘用车电池热管理系统主要供应的是江淮 iev4 和 iev5，虽然电池热管理系统单价高，利润率高，但是目前量仍然较小，期待未来产品渗透到更多的产品中。

三、冷链物流市场景气度高

2014 年冷链物流行业回暖。松芝股份与中集集团合资成立的公司——超酷（上海）制冷设备有限公司，主要生产冷冻冷藏车空调，我们预计松芝全年冷冻冷藏车空调销售翻倍，达到 1000 台以上。

公司未来主要往冷藏箱空调方向发展，目前已经小批量的生产供客户在试用。受出口回暖的影响，今年冷藏箱销售增长显著。1-9 月份中集集团冷藏箱销售 9.6 万 TEU，同比增长 28.69%。冷藏箱市场需求旺盛，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。

图 2：中集集团冷藏箱销售



数据来源：Wind，西南证券

四、轨交空调存进入壁垒，期待实现规模效应

公司上半年在上海铁路局获得订单超过 120 台，并在地铁和有轨电车领域参与招标。轨交领域存在进入壁垒，公司前几年在轨道车空调业务的小批量订单已经证实公司产品有实力进入这一市场。我们认为短期内这一业务的增长不会太快，但初具规模后有望取得突破。

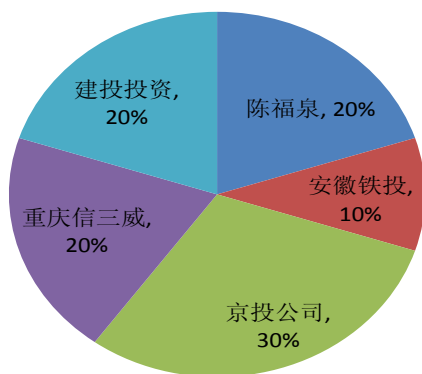
此次非公开增发的战略投资者之一——京投公司，其是 2003 年 11 月由北京市国有资产监督管理委员会出资成立的国有独资公司，主营制造地铁车辆、地铁设备；授权内国有资产的经营管理、投资及投资管理、地铁新线的规划与建设；地铁已建成线路的运营管理等业务。此次定增京投公司认购 2304 万股，占全部增发股份额的 30%，在五大定增对象中认购股权占比最大。我们认为公司此次定增引入京投公司，为未来在轨交领域的业务拓展打下了基础。

五、大股东与战略投资者共同参与定增

此次非公开发行股票数量为不超过 7680 万股，其中陈福泉认购 1536 股，北京市基础设施投资有限公司认购 2304 万股，重庆信三威投资咨询中心（有限合伙）认购 1536 万股，建投投资有限责任公司认购 1536 万股，安徽省铁路建设投资基金有限公司认购 768 万股。认购股份占比分别为：20%、30%、20%、20%、10%。

大股东参与此次增发，显示出对公司未来发展的信心。而引入战略投资者，为公司未来各板块业务发展打开了想象空间。

图 3：非公开增发对象增发股权占比



数据来源：Wind，西南证券

六、估值与评级

根据公司三季报业绩，我们对其业绩预测稍做调整。预计公司 2014 年、2015 年和 2016 年的每股收益 0.7 元、0.89 元和 1 元，对应 PE 为 24 倍、19 倍、17 倍。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。维持“买入”评级。

财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	222.45	246.58	268.54	445.20	营业收入	1968.16	2716.00	3331.38	3724.32
应收和预付款项	1676.49	2324.66	2583.05	2903.52	减:营业成本	1348.40	1846.88	2265.34	2532.54
存货	338.45	400.31	423.45	497.47	营业税金及附加	9.55	13.31	16.32	18.25
其他流动资产	367.91	40.00	40.00	40.00	营业费用	142.71	203.70	249.85	279.32
长期股权投资	47.25	57.25	67.25	77.25	管理费用	203.69	255.30	306.49	342.64
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-13.10	-4.72	-5.24	-7.47
固定资产和在建工程	276.72	246.83	196.06	128.01	资产减值损失	78.67	70.00	60.00	60.00
无形资产和开发支出	267.10	259.43	251.77	244.10	加:投资收益	82.21	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	63.51	0.26	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3259.87	3575.32	3830.13	4335.57	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	280.45	341.53	448.62	509.05
应付和预收款项	887.65	1006.89	1014.53	1241.07	加:其他非经营损益	14.06	30.00	20.00	20.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	294.51	371.53	468.62	529.05
其他负债	92.87	92.87	92.87	92.87	减:所得税	39.41	65.08	82.55	93.43
负债合计	980.52	1099.77	1107.41	1333.95	净利润	255.10	306.45	386.07	435.62
股本	312.00	312.00	312.00	312.00	减:少数股东损益	15.58	21.10	26.58	29.99
资本公积	936.02	936.02	936.02	936.02	归属母公司股东净利润	239.52	285.35	359.49	405.63
留存收益	886.37	1061.48	1282.07	1530.97	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	2134.39	2309.50	2530.09	2779.00	经营性现金净流量	132.34	131.51	198.66	358.95
少数股东权益	144.95	166.05	192.63	222.62	投资性现金净流量	-435.95	-2.40	-43.60	-33.60
股东权益合计	2279.35	2475.55	2722.72	3001.62	筹资性现金净流量	-126.65	-104.98	-133.10	-148.69
负债和股东权益合计	3259.87	3575.32	3830.13	4335.57	现金流量净额	-430.55	24.14	21.96	176.66

数据来源: 西南证券

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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
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
邮箱：research@swsc.com.cn

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net