

2015年03月27日

证券研究报告·公司研究·汽车

松芝股份(002454) 2014年年报点评

买入(维持)

当前价: 19.01元

目标价: 一一元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 业绩稳步高增, 新兴领域可期

- **业绩稳步增长, 乘用车空调收入占比提升:** 2014年公司实现营业收入25.27亿元, 同比增长28.41%; 实现净利润3.01亿元, 同比增长18.04%; 实现归属于上市公司股东的净利润2.76亿元, 同比增长15.38%; 实现扣非后归属于上市公司的净利润2.38亿元, 同比增长35.86%。每股收益0.68元。
- **三费率有所下降, 客车空调毛利率显著提升:** 2014年公司全年期间费用率为16.78%, 较13年下降0.15个百分点。主要原因是管理费用的大幅下滑, 显示公司在日常费用开支方面的管控效果较好。14年客车空调毛利率为44.8%, 较13年提升4.12个百分点。主要原因是新能源客车空调的销量增长, 14年全年销售新能源客车空调近5000台, 较13年增长近3倍。
- **新能源客车空调发力, 乘用车空调自主品牌配套第一:** 14年全年新能源客车空调订单5000-6000台, 实现发货近5000台, 在电动客车空调市场占有率60%-70%, 行业龙头地位稳固。乘用车空调市场, 公司目前业务仍以传统燃油汽车空调为主。2014年全年实现乘用车空调销售台套数约120余万台, 自主品牌覆盖率位居行业第一。
- **轨道交通车和冷藏车空调刚起步, 空间大:** 轨道交通车空调和冷藏车空调在公司收入中占比较小, 还处于发展的初期, 未来空间巨大。在轨道交通车空调领域, 2014年上半年公司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。冷链物流领域, 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, 重点布局集装箱制冷空调。2014年, 中集集团冷藏箱销量有所回升, 全年冷藏箱销量12.88万TEU, 同比增长7.7%。未来随着公司与中集集团合作的进一步深化以及其他客户的开拓, 有望在冷藏车空调市场迎来高增长。
- **不考虑增发摊薄, 我们预计2015年、2016年和2017年每股收益分别为0.87元(22倍)、0.98元(19倍)和1.1元(17倍)。**考虑到公司在新能源客车有望持续高增长, 轨道交通车和冷藏车空调市场空间大, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源客车推广或低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2527.25	3157.94	3556.92	4091.33
增长率	28.41%	24.96%	12.63%	15.02%
归属母公司净利润(百万元)	276.35	327.86	366.41	412.86
增长率	15.38%	18.64%	11.76%	12.68%
每股收益EPS(元)	0.68	0.87	0.98	1.1
净资产收益率ROE	11.93%	9.27%	9.68%	10.16%
PE	27.90	21.79	19.49	17.30
PB	3.33	2.18	2.04	1.90

数据来源: WIND, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 高翔

执业证号: S1250515030001

电话: 023-67898841

邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 简洁

电话: 023-67610282

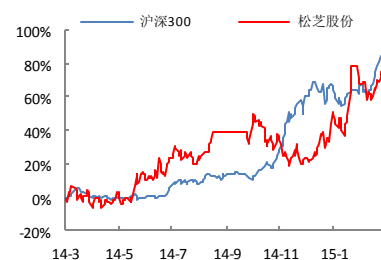
邮箱: jjie@swsc.com.cn

联系人: 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)	10.52-20.57
总市值(亿元)	77.10
总资产(亿元)	37.46
每股净资产(元)	5.71

### 相关研究

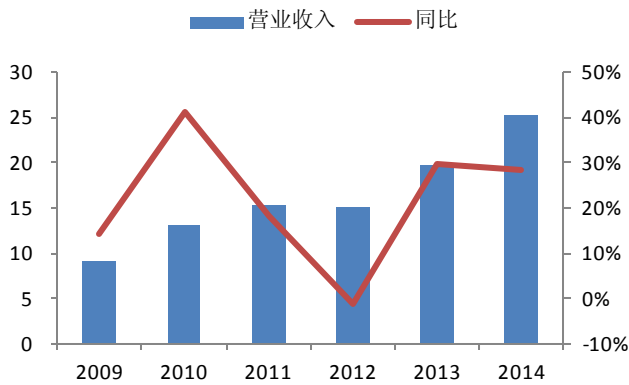
1. 松芝股份(002454): 各业务板块有序发展, 新能源抢眼 (2014-11-04)
2. 松芝股份(002454): 小车收入翻倍, 新能源客车空调高增 (2014-08-28)
3. 松芝股份(002454): 减持不碍基本面, 政府力推新能源 (2014-07-14)
4. 松芝股份(002454): 移动式空调龙头, 13年业绩高增长 (2014-04-28)
5. 松芝股份(002454): 客车空调龙头, 新能源是最大亮点 (2014-03-14)

## 一、业绩稳步增长，乘用车空调收入占比提升

2014 年公司全年实现营业收入 25.27 亿元，同比增长 28.41%；实现净利润 3.01 亿元，同比增长 18.04%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.76 亿元，同比增长 15.38%；实现扣非后归属于上市公司股东的净利润 2.38 亿元，同比增长 35.86%。每股收益 0.68 元，公司业绩实现稳定增长。扣非后归属于上市公司净利润增长较高的原因是 2013 年对“江淮松芝”的股权重估产生了 6695.6 万元的投资收益，导致基数较高。

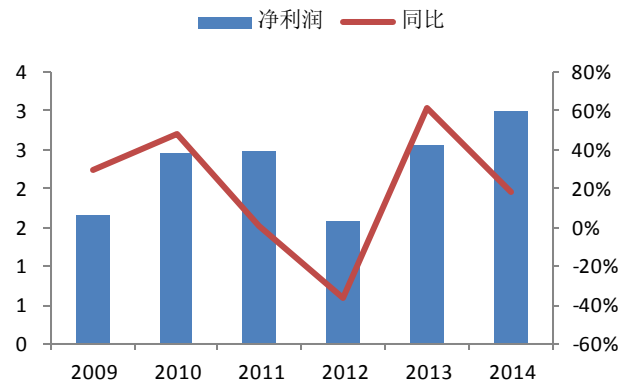
分季度看，公司四季度实现营业收入 7.07 亿元，环比增长 25.1%，同比增长 5.1%。净利润 0.74 亿元，环比增长 7.2%，同比下滑 9.8%。四季度受益于汽车行业的销售旺季，公司空调业务也随之表现的较好。

图 1: 公司近年来营业收入 (亿元) 及增速



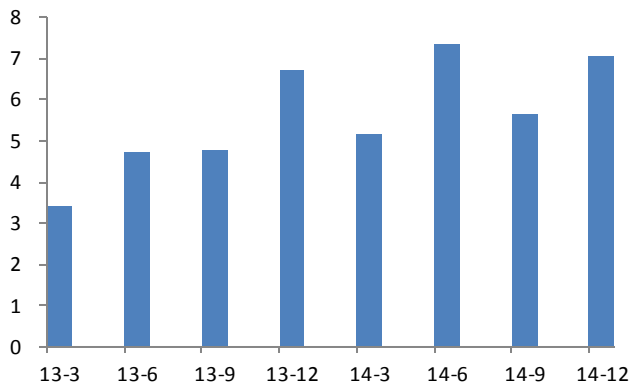
数据来源: WIND, 西南证券

图 2: 公司近年来净利润 (亿元) 及增速



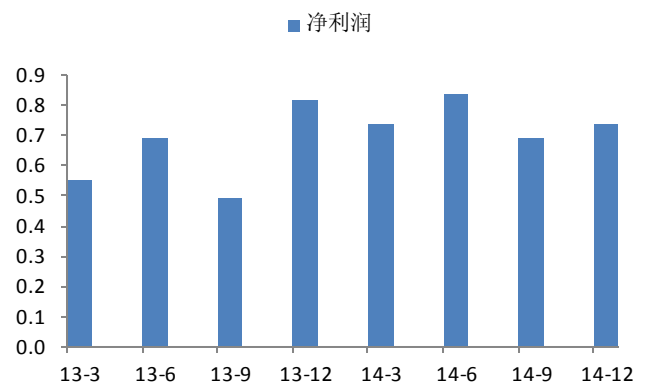
数据来源: WIND, 西南证券

图 3: 分季度营业收入 (亿元)



数据来源: WIND, 西南证券

图 4: 分季度净利润 (亿元)



数据来源: WIND, 西南证券

分业务板块看，乘用车空调全年收入 12.14 亿元，同比增长 53%，大中型客车空调收入 11.75 亿元，同比增长 16.39%。乘用车空调大幅增长的主要原因是控股江淮松芝实现并表带来的业绩增幅。

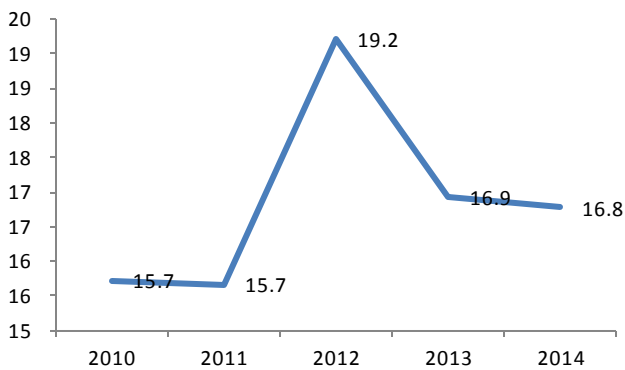
**表 1: 乘用车空调与大中型客车空调收入 (亿元) 及占比 (%)**

	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入	13.01	15.36	15.15	19.68	25.27
乘用车空调收入	4.00	4.39	4.85	7.93	12.14
乘用车空调占比	0.31	0.29	0.32	0.40	0.48
大中型客车空调收入	8.73	10.48	9.56	10.68	11.75
大中型客车空调占比	28.39	36.67	29.86	26.50	24.46

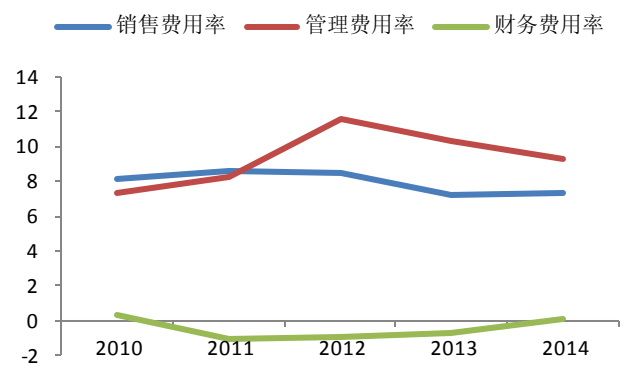
数据来源: WIND, 西南证券

## 二、三费率有所下降, 客车空调毛利率显著提升

2014 年公司全年期间费用率为 16.78%, 较 13 年下降 0.15 个百分点。主要原因是管理费用的大幅下滑, 全年管理费用 2.36 亿元, 管理费用率 9.32%, 较 13 年下滑 1.03 个百分点。构成管理费用的各项费用中, 业务招待费和办公费下降较多, 显示公司在日常费用开支方面的管控效果较好。

**图 5: 期间费用率 (%)**


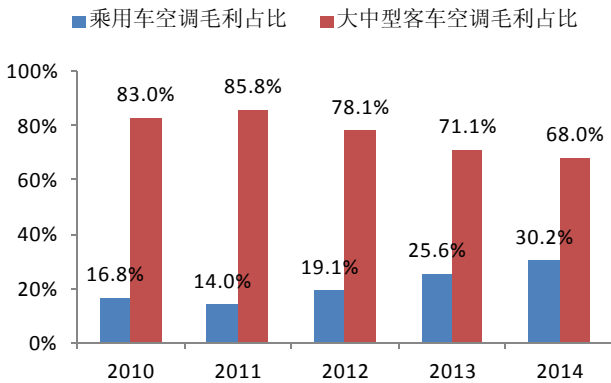
数据来源: WIND, 西南证券

**图 6: 三费率 (%)**


数据来源: WIND, 西南证券

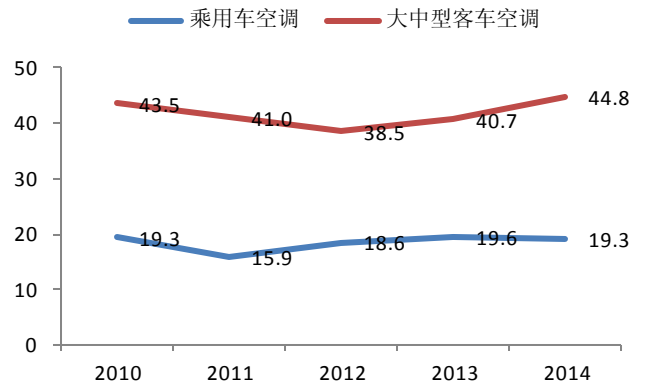
2014 年公司综合毛利率 31.1%, 较上一年度下降 0.39 个百分点。而客车空调毛利率提升显著, 14 年毛利率为 44.8%, 较 13 年提升 4.12 个百分点。主要原因是新能源客车空调的销量增长, 在客车空调销量占比提升, 改善了整体的毛利率水平。14 年全年销售新能源客车空调近 5000 台, 较 13 年增长近 3 倍。

图 7: 乘用车空调和大中型客车空调毛利占比



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 乘用车空调和大中型客车空调毛利率(%)



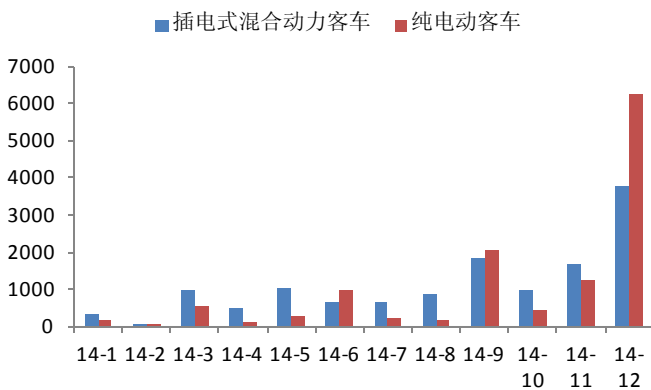
数据来源: 公司公告, 西南证券

### 三、新能源客车空调发力，乘用车空调自主品牌配套第一

14 年全年新能源客车空调订单 5000-6000 台，实现发货近 5000 台，在电动客车空调市场占有率 60%-70%，行业龙头地位稳固。

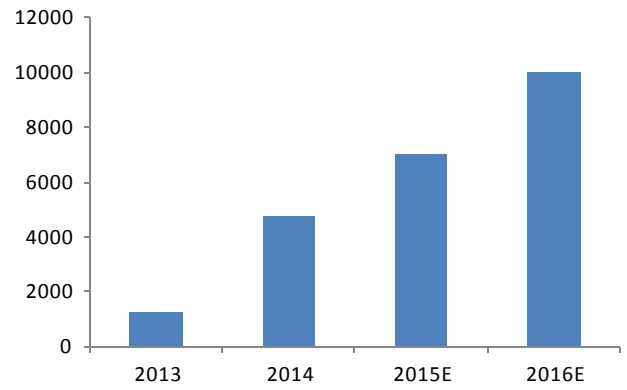
2014 年全年新能源客车销售 2 万辆左右，在新能源客车市场中，松芝的主要产品配套的是公交客车。公交车油耗排放大，是节能减排，实现新能源汽车推广的重点领域之一，2014 年 10 月份交通运输部发布了《关于加快新能源汽车推广应用的实施意见(征求意见稿)》(简称《意见稿》)，提出至 2020 年，在城市公交、出租汽车和城市物流配送等领域，新能源汽车比例不低于 30%。我们预计随着各地补贴政策的逐步落实，公司新能源客车空调销量有望达到 6000-8000 台的水平。

图 9: 纯电动客车和插电式混合动力客车销量(辆)



数据来源: WIND, 西南证券

图 10: 公司新能源客车空调销量与预测(辆)



数据来源: WIND, 西南证券

乘用车空调市场，公司目前业务仍以传统燃油汽车空调为主。2014 年全年实现乘用车空调销售台套数约 120 余万台，预计新能源乘用车空调配套 4000-5000 台。传统乘用车空调市场中，公司目前以配套国内自主品牌车企为主，具体客户包括江淮汽车、长安汽车、东南汽车、五菱汽车、东风柳汽、福田汽车等，实现空调外购车企（长城汽车、比亚迪、吉利汽车内部配套）的全覆盖，较 13 年增长 40 余万台，自主品牌覆盖率位居行业第一。

在保持自主品牌市场份额的同时，公司重点开拓合资品牌客户。此前公司与德国 Imtech 公司筹建的“加冷松芝环境风洞”项目，预计 15 年有望全面投入使用。此项目已达到全球一流的实验水平，大大提升公司综合研发实力，为产品切入合资品牌车企供应体系以及国际化布局奠定基础。目前公司已开始参与部分合资车型空调配套的设计和报价，预计未来将以低端车型为突破口，逐步切入合资品牌配套体系。

## 四、轨道交通车和冷藏车空调刚起步，空间大

轨道交通车空调和冷藏车空调在公司收入中占比较小，还处于发展的初期，未来空间巨大。在轨道交通车空调领域，2014 上半年公司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，公司经过数年努力已经成功进入这一市场，未来有望获取大量订单，且公司定增引入京投公司，为未来在轨交领域的业务拓展打下了基础。

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。

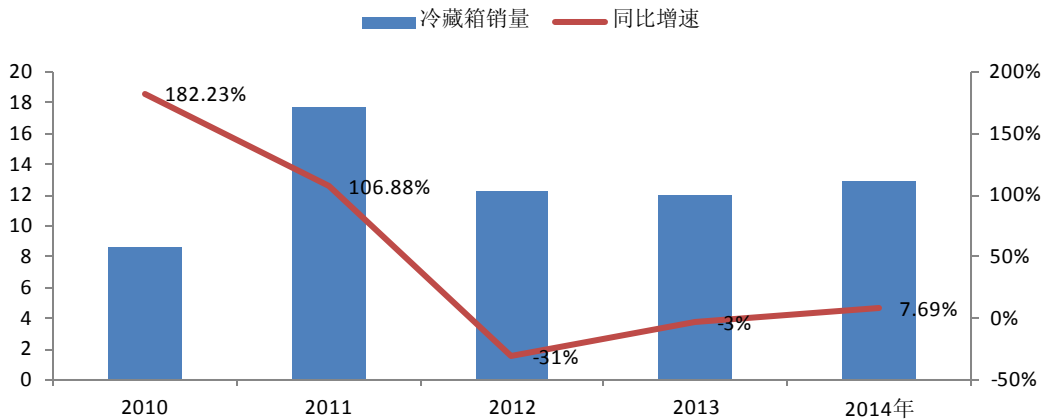
表 2: 2013 年全国已开通城市轨道交通路线运营里程统计表

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
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

冷链物流领域，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，重点布局集装箱制冷空调。2014 年，中集集团冷藏箱销量有所回升，全年冷藏箱销量 12.88 万 TEU，同比增长 7.7%。未来随着公司与中集集团合作的进一步深化以及其他客户的开拓，有望在冷藏车空调市场迎来高增长。

图 11: 中集集团冷藏箱销售 (万 TEU) 及增速



数据来源: Wind, 西南证券

## 五、盈利预测与估值

不考虑增发摊薄，我们预计松芝股份 (002454) 2015 年、2016 年和 2017 年每股收益分别为 0.87 元 (22 倍)、0.98 元 (19 倍) 和 1.1 元 (17 倍)。考虑到公司在新能源客车有望持续高增长，轨道交通车和冷藏车空调市场空间大，维持对公司的“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2527.25	3157.94	3556.92	4091.33	净利润	301.24	353.93	395.54	445.68
营业成本	1741.28	2178.98	2461.39	2839.38	折旧与摊销	43.06	49.03	65.78	75.87
营业税金及附加	12.01	15.68	17.66	20.31	财务费用	3.42	0.87	-3.44	-4.65
销售费用	184.99	231.16	260.37	299.49	资产减值损失	21.77	30.00	40.00	50.00
管理费用	235.57	329.42	371.04	426.79	经营营运资本变动	89.79	-356.15	-27.00	-101.43
财务费用	3.42	0.87	-3.44	-4.65	其他	-231.92	-34.23	-46.14	-52.78
资产减值损失	21.77	30.00	40.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	227.36	43.46	424.75	412.70
投资收益	20.05	30.00	35.00	40.00	资本支出	-200.27	-133.00	-133.00	-118.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	166.97	47.88	12.13	14.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-33.30	-85.12	-120.87	-103.32
<b>营业利润</b>	348.26	401.83	444.90	500.01	短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.83	9.27	14.27	17.27	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	358.09	411.10	459.17	517.28	股权融资	0.00	1000.00	0.00	0.00
所得税	56.85	57.16	63.63	71.59	支付股利	-93.60	-107.08	-119.67	-134.84
净利润	301.24	353.93	395.54	445.68	其他	-36.12	1.79	6.43	8.10
少数股东损益	24.89	26.07	29.14	32.83	<b>筹资活动现金流净额</b>	-29.72	894.71	-113.23	-126.74
归属母公司股东净利润	276.35	327.86	366.41	412.86	<b>现金流量净额</b>	164.34	853.05	190.64	182.63
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	375.67	1228.72	1419.36	1601.99	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1804.10	2216.17	2276.86	2541.50	销售收入增长率	28.41%	24.96%	12.63%	15.02%
存货	453.18	515.26	578.69	683.25	营业利润增长率	24.18%	15.38%	10.72%	12.39%
其他流动资产	146.00	200.00	200.00	200.00	净利润增长率	18.09%	17.49%	11.76%	12.68%
长期股权投资	9.56	39.56	74.56	114.56	EBITDA 增长率	27.57%	13.90%	13.13%	12.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	427.96	456.64	459.57	423.42	毛利率	31.10%	31.00%	30.80%	30.60%
无形资产和开发支出	273.68	297.41	321.13	349.86	三费率	16.78%	17.78%	17.65%	17.64%
其他非流动资产	169.31	130.87	131.44	131.00	净利率	11.92%	11.21%	11.12%	10.89%
<b>资产总计</b>	3659.45	5084.62	5461.61	6045.58	ROE	11.93%	9.27%	9.68%	10.16%
短期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	ROA	9.82%	8.05%	8.29%	8.42%
应付和预收款项	1003.45	1181.77	1282.88	1556.00	ROIC	14.16%	15.92%	14.51%	15.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.92%	14.51%	14.58%	14.30%
其他负债	101.07	101.07	101.07	101.07	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1204.53	1382.84	1483.96	1757.07	总资产周转率	0.69	0.62	0.65	0.68
股本	405.60	482.40	482.40	482.40	固定资产周转率	9.92	17.22	13.70	16.81
资本公积	842.42	1765.62	1765.62	1765.62	应收账款周转率	1.46	1.46	1.61	1.65
留存收益	1069.13	1289.91	1536.65	1814.67	存货周转率	3.84	4.23	4.25	4.16
归属母公司股东权益	2317.15	3537.93	3784.67	4062.69	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.08	—	—	—
少数股东权益	137.77	163.84	192.98	225.81	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2454.92	3701.78	3977.65	4288.50	资产负债率	32.92%	27.20%	27.17%	29.06%
负债和股东权益合计	3659.45	5084.62	5461.61	6045.58	带息债务/总负债	8.30%	7.23%	6.74%	5.69%
					流动比率	2.52	3.24	3.23	3.03
					速动比率	1.97	2.69	2.67	2.50
					股利支付率	33.87%	32.66%	32.66%	32.66%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.68	0.87	0.98	1.10
					每股净资产	5.71	8.72	9.33	10.02
					每股经营现金	0.56	0.11	1.05	1.02
					每股股利	0.23	0.26	0.30	0.33
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	402.40	458.34	518.51	585.05					
PE	27.90	21.79	19.49	17.30					
PB	3.33	2.18	2.04	1.90					
PS	3.05	2.44	2.17	1.88					
EV/EBITDA	16.55	15.41	11.3	9.41					
股息率	2.13%	1.86%	3.18%	3.69%					

数据来源: WIND, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 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

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

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

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟(地区销售总监)

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn