

一季报略超预期，看好公司乘用车及新能源、轨交空调业务增长

——松芝股份（002454）点评报告

	2015年	2016年	2017E	2018E
营业收入(亿元)	30.01	32.35	36.34	41.31
增长比率(%)	18.74	7.81	12.00	14.00
净利润(亿元)	3.10	2.34	2.88	3.43
增长比率(%)	12.25	-24.52	22.83	19.27
每股收益(元)	0.76	0.58	0.68	0.81
市盈率(倍)	25.25	23.50	18.53	15.54

事件:2017年一季度报点评

2017年4月25日，公司发布2017年第一季度报告，报告显示公司一季度实现营业总收入9.89亿元，同比增长38.55%；归属于母公司股东的净利润0.74亿元，同比增长29.44%。

投资要点：

- 营收增长较快，超出市场预期：**公司专业从事移动式空调系统研发、生产及销售，主要应用于大中型客车、乘用车及轨道交通领域，尤其在大中型客车空调领域一直处于领先优势。2016年公司的大中型客车空调产品共销4.6万台，在我国大中型客车市场占有率达到26.6%，尤其是在多个一、二线城市公交细分领域市场上交付数量同比上升较快，产品在直辖市及省会城市大公交的市场占有率达到70%以上，继续保持较高的市场份额，积累了众多的整车制造商“标配”客户如宇通、中通、金龙、安凯、北汽福田等及“终端”客户如国旅、中旅和大部分公交城市客运公司，贡献了公司全年42.49%的收入占比。同时，得益于国内新能源汽车的较快增长及公司新能源客车空调拓展速度的加快，2016年公司共交付大中型新能源客车空调超过2.6万台，较2015年增长超过60%，远高于国内大中型新能源客车增速。另外，公司大中型客车空调业务在海外出口方面也取得了较大的突破，全年交付数量超过3,000台，较2015年同比增长400%。公司在稳固大中型客车市占领先优势的同时，加强乘用车空调领域拓展力度，2016年乘用车空调实现营业收入15.76亿元，同比增长16.84%，毛利率15.92%稳中略微上升。从2016年公司收入结构来看，乘用车空调及新能源客车空调贡献公司营收绝大部分增量。由于公司2017年订单较多，公司业务增长较快，2017年一季度实现营收同比增速及归属于母公司股东净利润增速分别高于2016年30.74个百分点及40.88个百分点，超出市场预期。
- 进一步拓展乘用车空调市场，定增加码新能源汽车及轨交领域：**受国内市场供需结构及新能源汽车发展的影响，公司一方面重点加强乘用车空调领域的发展，2017年3月以来拟先后受让苏州新同创汽车空调51%的股权及北京首钢福田汽车空调器有限公司67.39%的股权，优化公司产品结构；另一方面，公司抓住新能源汽车市场的

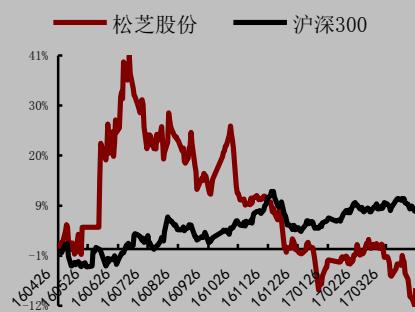
增持 (首次)

日期：2017年04月25日

基础数据

收盘价(元)	12.63
市净率(倍)	1.86
流通市值(亿元)	40.37
每股净资产(元)	6.78
每股经营现金流(元)	0.12
营业利润率(%)	9.20
净资产收益率(%)	2.63
资产负债率(%)	37.29
总股本(万股)	42,199
流通股(万股)	31,967

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2017年04月25日

相关研究

分析师：王赵欣

执业证书编号：S0270513110001
电话：021-60883490
邮箱：wangzx@wlzq.com.cn

研究助理：周春林

电话：021-60883486
邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

爆发机遇及轨交领域快速发展时机，拟非公开发行股票募集资金投资于新能源汽车空调及控制系统、干线铁路及城市轨道交通车辆空调产业化项目，定增加码新能源汽车及轨交领域，有利于增强公司盈利能力和市场竞争力。非公开发行股票价格12.55元/股，由于非公开发行预案尚需股东大会及证监会审批通过，注意变动风险。

- **盈利预测与投资建议：**当前，国内客车市场增速下滑，但大中型客车份额进一步提升，公司在大中型客车空调领域优势明显，受新能源客车渗透率及大中型客车空调行业集中度的提升，公司大中客车空调业务能够保持稳中略增长。另外，国内自主乘用车及新能源汽车的较快发展为公司乘用车及新能源汽车空调业务提供了较大的发展空间，公司一季度增速略超预期，我们预计公司2017年-2018年EPS分别为0.68元/股和0.81元/股，结合2017年4月25日收盘价12.63元/股，对应的PE分别为18.53倍和15.54倍，给予谨慎“增持”评级，建议逢低建仓
- **风险因素：**

非公开发行未通过核准、产品销量不及预期

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：王赵欣

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484