

日期: 2010年6月30日  
行业: 电器机械及器材制造业



冀丽俊  
021-53519888-1921  
jilijun@sigchina.com  
执业证书编号: S0870208090141

# 大中型客车空调龙头

IPO 询价区间 RMB20.43-24.51 元  
上市合理估值 RMB25.54-30.64 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 60.00  
发行后总股本 (百万股) 240.00  
发行方式 网下询价配售  
网上定价发行  
保荐机构 国元证券

## 主要股东 (IPO 前)

陈福成 (外资股) 81.59%  
大众公用 3.00%  
北巴传媒 (SLS) 3.00%

## 收入结构 (Y09)

大中型客车空调 71.34%  
乘用车空调 26.51%  
自制半成品 0.44%

报告编号: JLJ10-NSP09

首次报告时间: 2010年6月30日

## ■ 投资要点:

### 大中型客车空调龙头

公司主要产品为汽车空调, 汽车空调按照产品应用车型、换热器结构形式、制冷量和外形尺寸大小分为大中型客车空调和乘用车/轻型客车/货车空调两大类。公司是大中型客车空调行业的龙头, 公司大中型客车空调销量在全国大中型客车空调行业排名第一。

### 募集资金扩大产能

募集资金将投向“汽车空调生产基地技术改造项目”及“汽车空调压缩机技术改造项目”, 分别用于对现有生产设施进行调整和降低公司生产成本, 提高竞争力。在各项经济因素与预期相符的前提下, 募集资金投资项目顺利投产后, 预计公司每年新增利润总额为 17,662 万元, 净利润 13,247 万元。

### 业绩增长可持续

近几年来, 公司业务稳定增长, 预计募集资金项目于 2011 年进入投产期, 未来经营可维持增长, 2010-2013 年归母公司所有者的净利润将实现年递增 15.34%、9.04%、18.55% 和 10.82%, 相应的稀释后每股收益为 0.73 元、0.80 元、0.94 元和 1.05 元。

### 定价结论

我们认为给予公司 2010 年 35-42 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 25.54-30.64 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 20% 的折让, 建议询价区间为 20.43-24.51 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 32.30-38.75 倍。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	920.25	1,001.57	1,443.30	2,032.17	2,327.80
年增长率 (%)	14.13	8.84	44.10	40.80	14.55
归属于母公司的净利润	151.80	175.09	190.91	226.32	250.82
年增长率 (%)	30.80	15.34	9.04	18.55	10.82
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.63	0.73	0.80	0.94	1.05

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## ■ 公司概况

公司主要产品为汽车空调，汽车空调按照产品应用车型、换热器结构形式、制冷量和外形尺寸大小分为大中型客车空调和乘用车/轻型客车/货车空调两大类。公司是大中型客车空调行业的龙头，公司2007--2009年大中型客车空调销量在全国大中型客车空调行业排名第一。公司2007、2008连续两年被世界客车联盟评为“BAAV最佳巴士空调制造商”；2008年，公司被上海市科学技术委员会评为“高新技术企业”；2010年，公司商标被评为上海市著名商标。

公司是由上海加冷松芝汽车空调有限公司整体变更设立的外商投资股份有限公司，发起人为陈福成、大众公用、北京巴士（现已更名为北巴传媒）、南京中北、义兴投资、锦绣一方、元开投资、佳威尔科技、聚联投资、乾瑞投资、汇冠企业管理。公司控股股东和实际控制人为陈福成先生，本次发行前，陈福成先生持有公司81.59%的股份；本次股票发行成功后，陈福成先生持有公司61.19%股份，仍然是公司的控股股东和实际控制人。除加冷松芝及其控股子公司外，陈福成先生控制的企业还有义福房地产和广东和景丰实业有限公司。

表1 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股、%

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	陈福成（外资股）	14,686.20	81.59	14,686.20	61.19
2	大众公用	540.00	3.00	540.00	2.25
3	北巴传媒（SLS）	540.00	3.00	540.00	2.25
4	南京中北	540.00	3.00	540.00	2.25
5	义兴投资	540.00	3.00	540.00	2.25
6	其他股东	1153.80	6.41	1153.80	4.81
7	本次发行流通股	-	-	6,000.00	25.00
	合计	18,000.00	100.00	24,000.00	100.00

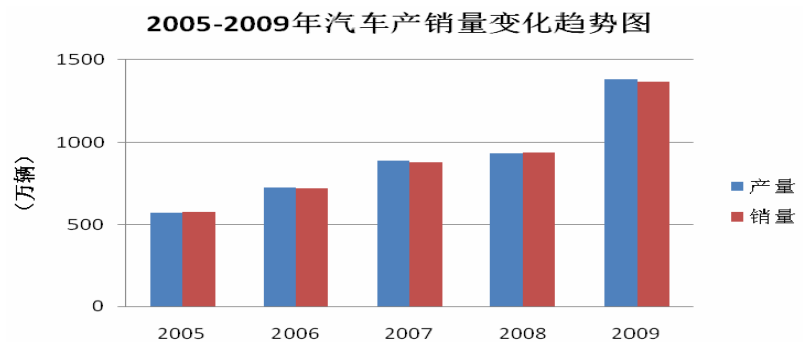
数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## ■ 行业概况

自20世纪90年代以来，随着中国汽车工业的快速发展，汽车空调需求量激增，行业利润水平较高，本土和国际汽车空调企业纷纷设厂或扩大产能，致使产品供应量较快增长。最近几年，汽车空调市场竞争开始趋于平稳，各大汽车空调生产企业拥有较为稳定的客户群和市场，行业采用以销定产的生产模式，市场供应量基本与市场需求保持同等幅度的增长，市场未出现供应大幅超过需求的情况。

作为整车的重要零配件，汽车空调的销售量与整车的产销量密切相关，因此汽车产销量的变化能够反映汽车空调市场需求量的变动情况。随着汽车工业的发展，我国汽车产量逐渐扩大，特别是在改革开放的三十年时间，从1978年的年产量14.9万辆，到2009年的年产量为1,379.1万辆，增长了91.56倍。最近5年，我国汽车年产量从2005年的570.77万辆增加到2009年的1,379.10万辆，年均复合增长率24.68%。我国高速增长的汽车工业为汽车空调行业提供了广阔的市场空间。

图 1 2005-2009 年我国汽车产销量变化趋势图（万辆）



资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

## ■ 行业竞争结构及公司的地位

目前国内汽车空调企业较多，但产品类别和客户类型相差较大。按照产品的类别及客户的类型，汽车空调行业市场竞争主要分为两大市场的竞争，其一为大中型客车空调市场，另一市场为乘用车/轻型客车/货车空调市场。

在大中型客车空调市场上竞争的企业主要分为客车厂下属的大中型客车空调生产企业与独立的大中型客车空调生产企业。客车厂商的大中型客车空调生产企业主要包括：郑州科林车用空调有限公司、苏州新同创汽车空调有限公司，这类企业可以从其所属客车厂获得较为稳定的订单，但因此也较难获得其他客车厂的订单；独立的大中型客车空调生产企业主要包括：上海加冷松芝汽车空调股份有限公司、广州精益汽车空调有限公司，这类企业主要依靠研发实力、成本优势、产品质量以及售后服务等在竞争中获取市场份额。随着大中型客车市场竞争的加剧，客车厂家成本压力越来越大，产品更新换代越来越快，大中型客车空调市场竞争的市场化程度也越来越高。

乘用车/轻型客车/货车空调市场竞争格局主要为外资品牌汽车空调企业与自主品牌汽车空调企业的竞争。外资品牌汽车空调企业凭借技术优势、品牌优势以及外资品牌整车制造商良好的全球合作关系占

据大部分市场份额，但随着自主品牌整车制造商的崛起以及外资品牌整车制造商对自主品牌汽车空调企业的认可，国内自主品牌空调企业将有望获得更多的市场分额。

公司主营业务为车辆空调研发、生产与销售，目前，公司正逐步建立起技术优势、销售模式优势、质量和品牌优势、优质客户资源优势、销售及售后服务网络优势、自我配套优势和管理优势，在国内大中型客车空调企业中独树一帜，在大中型客车空调市场建立起核心竞争优势。公司在大中型客车空调市场具有明显的竞争优势，公司2007-2009年市场占有率较为稳定，维持在24%左右，且持续保持销量排名第一，大中型客车空调市场竞争格局已基本稳定，公司在大中型客车空调市场具有非常强的竞争力，未来市场占有率不会发生较大变化。在乘用车/轻型客车/货车空调市场，公司于2005年才进入该市场，尚处于起步阶段，目前市场份额较小。

## ■ 募资项目

本次发行所募集资金将投向“汽车空调生产基地技术改造项目”及“汽车空调压缩机技术改造项目”，分别用于对现有生产设施进行调整和降低公司生产成本，提高竞争力。在各项经济因素与预期相符的前提下，募集资金投资项目顺利投产后，预计公司每年新增利润总额为17,662万元，净利润13,247万元。

**表2 公司的募集资金项目计划概况**      单位：万元

项目名称	项目总投资	建设周期
汽车空调生产基地技术改造项目	41,000.00	1年
汽车空调压缩机技术改造项目	5,000.00	1年
<b>合计</b>	<b>46,000.00</b>	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

汽车空调生产基地技术改造项目建设期1年，项目达产后，预计每年新增销售收入131,468万元，新增利润总额15,816万元，净利润11,862万元，财务内部收益率26.42%，动态投资回收期6.7年。

汽车空调压缩机技术改造项目建设期1年，项目达产后，公司每年新增30,000台大中型客车空调压缩机的产能，预计公司每年新增利润总额为1,846万元，净利润1,385万元，财务内部收益率25.93%，动态投资回收期6.4年。

## ■ 财务状况和盈利预测

### 盈利能力及资产周转能力

公司业务近年来稳步发展，2008-2009 年主营业务收入同比增长分别为 3.13% 和 14.46%，净利润同比增长 -16.66% 和 29.62%。

2007-2009 年，公司综合毛利率分别为 34.16%、36.50% 和 36.20%，平均值为 35.62%，高于同类行业上市公司的平均水平（2007-2009 年，相近公司的平均毛利率分别为 18.66%、17.31% 和 22.06%），主要是公司具有独特的销售模式、技术优势、独特的品牌价值等。

表3 公司主要财务指标增长情况 单位：万元

项目	2009年		2008年度		2007年度
	金额	增长率	金额	增长率	金额
主营业务收入	90,462.58	14.46%	79,037.36	3.13%	76,640.32
其他业务收入	1,562.82	-1.85%	1,592.31	-1.15%	1,610.88
营业利润	18,566.95	25.30%	14,818.42	-11.29%	16,704.33
利润总额	19,232.83	27.59%	15,074.18	-12.03%	17,135.67
净利润	16,688.62	29.62%	12,874.60	-16.68%	15,452.75

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2007-2009 年，公司的应收账款周转率分别为 2.98 次、2.85 次和 2.81 次，存货周转率分别为 5.16 次、4.65 次和 3.83 次，低于同类上市公司平均水平（2007-2009 年，行业平均应收账款周转率分别为 8.21、8.41、7.31，存货周转率为 5.60、5.32 和 5.24）。公司应收账款周转率偏低，主要是销售模式和结算方式造成的。公司“标配模式”收入占全部收入的 30% 左右，“终端模式”收入约占 70%，但由于付款习惯的原因，70% 以上的货款由整车厂商支付，30% 左右的货款由最终用户支付。

表4 同行业上市公司营运能力比较 单位：次

公司简称	应收帐款周转率			存货周转率		
	2009年	2008年	2007年度	2009年	2008年	2007年度
潍柴动力	11.36	13.75	15.64	4.61	5.20	6.11
万向钱潮	6.88	7.68	7.50	4.09	3.73	3.67
襄阳轴承	4.85	5.00	4.44	1.94	2.21	1.93
一汽富维	24.17	25.38	19.73	10.82	10.02	8.80
特尔佳	3.28	3.17	2.85	4.25	5.02	4.57
其他						
平均	7.31	8.41	8.21	5.24	5.32	5.60
加冷松芝	2.81	2.85	2.98	3.83	4.65	5.16

资料来源：WIND；上海证券研究所整理

**业绩预测**

近几年来，公司业务稳定增长，预计募集资金项目于 2011 年进入投产期，未来经营可维持增长，2010-2013 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 15.34%、9.04%、18.55%和 10.82%，相应的稀释后每股收益为 0.73 元、0.80 元、0.94 元和 1.05 元。

**表 5 公司未来三年收入、利润结构预测 单位：万元**

指标	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>现有业务</b>				
销售量(台)				
大中型客车空调	23,307	23,307	23,307	23,307
乘用车/轻型客车/货车空调	142,883	142,883	142,883	142,883
平均价格(万元/台)				
大中型客车空调	3.10	3.10	3.10	3.10
乘用车/轻型客车/货车空调	0.18	0.18	0.18	0.18
大中型客车空调	72,220	72,220	72,220	72,220
乘用车/轻型客车/货车空调	25,863	25,863	25,863	25,863
自制半成品	511	639	799	998
其他业务	1,563	1,563	1,563	1,563
收入合计	100,157	100,285	100,445	100,644
大中型客车空调	39,721	39,721	39,721	39,721
乘用车/轻型客车/货车空调	21,207	21,207	21,725	21,725
自制半成品	281	351	439	549
其他业务	938	938	938	938
成本合计	62,148	62,218	62,823	62,933
大中型客车空调	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
乘用车/轻型客车/货车空调	18.00%	18.00%	16.00%	16.00%
自制半成品	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
综合毛利率	37.95%	37.96%	37.46%	37.47%
<b>募投项目</b>				
生产负荷		30%	70%	90%
产品年均销售收入		44,045	102,772	132,136
营业总成本		38,747	90,409	116,240
年均利润总额		5,299	12,363	15,896

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

**表 6 公司损益简表及预测(单位：百万元人民币)**

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	920.25	1,001.57	1,443.30	2,032.17	2,327.80

营业总成本	742.87	775.22	1,163.58	1,700.56	1,959.97
营业成本	587.10	621.48	1,009.64	1,532.32	1,791.72
营业税金及附加	0.42	0.50	0.50	0.50	1,791.72
销售费用	82.35	90.14	90.26	90.40	0.50
管理费用	60.80	65.10	65.19	65.29	90.58
财务费用	9.51	-2.00	-2.01	12.05	65.42
资产减值损失	2.69				
其他经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益	8.30				
汇兑净收益					
营业利润	185.67	226.35	279.72	331.61	367.49
加：营业外收入	6.74	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	192.33	226.35	279.72	331.61	367.49
减：所得税	25.44	33.95	69.93	82.90	91.87
加：未确认的投资损失		0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	166.89	192.40	209.79	248.70	275.62
减：少数股东损益	15.09	17.32	18.88	22.38	24.81
归属于母公司所有者的净利润	151.80	175.09	190.91	226.32	250.82
摊薄 EPS（元）	0.63	0.73	0.80	0.94	1.05

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## ■ 风险因素

### 市场风险

经历了前几年的快速发展，大中型客车市场增速有所放缓，因此大中型客车空调的销售增长也可能受到影响，公司为稳定并提高市场份额，加大了新产品、新市场的开拓，但因受到市场竞争、经济环境、行业波动以及国家政策等方面的影响，公司对新产品市场的开拓效果存在一定的不确定性；目前主要整车制造商大多建有内部配套的零部件体系，对加冷松芝这样独立的汽车空调制造商，存在市场份额被挤压而不能及时扩大的风险；汽车生产和销售受宏观经济影响较大，公司作为汽车空调零部件的供应商，也必然受到经济波动的影响。

### 经营风险

经过多年的经营，公司凭借技术、品牌和售后服务优势，在最终用户市场具有较大的影响力。随着市场竞争的日益激烈，以及毛利率较低的乘用车空调销售收入所占比重的上升，公司存在毛利率下降的风险；公司原材料种类较为分散，不存在对单一原材料过分依赖的情况，原材料价格较少出现同方向大幅变动的情况，铜、铝等有色金属

对公司利润的影响尚处于可控范围，但不排除由于原材料价格持续、同一方向剧烈波动，公司盈利能力出现较大变化的可能性。

### 技术研发和技术保护风险

汽车工业是资金、技术密集型行业，汽车空调生产工艺及技术更新迅速，如果公司不注重技术的研发和新产品的开发，将面临技术进步带来的风险，同时汽车空调新产品开发周期较长，不确定因素较多，存在新产品开发不成功的风险；公司自主开发并掌握了大量新产品设计、开发和生产方面的核心技术，虽然公司对技术保护很重视，采取申请专利等多项技术保护措施，但仍然存在着失密的风险。

### 管理风险

当前汽车空调行业竞争激烈，技术人才短缺，公司面临核心技术人才流失至竞争对手的风险，随着汽车行业的快速发展，汽车零部件行业人才在国内外的流动将变得更为频繁，如果公司在人才引进和培养方面存在缺陷，人才流失将对公司的科研开发、市场营销和生产管理造成较大的影响。

## ■ 估值及定价分析

### 国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同行业上市公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 47.75 倍、33.73 倍和 26.91 倍。

表 7 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
000338.SZ	潍柴动力	60.90	2.32	4.09	5.85	6.33	26.25	14.89	10.40	9.62
000559.SZ	方向钱潮	10.71	0.22	0.26	0.41	0.54	49.81	41.35	26.00	20.01
000631.SZ	顺发恒业	6.71	0.65	0.27	0.28	0.52	10.32	24.85	23.95	12.80
600742.SH	一汽富维	18.32	0.90	1.68	1.96	2.37	20.36	10.90	9.33	7.72
002213.SZ	特尔佳	9.67	0.25	0.27	0.17	0.21	38.68	35.81	57.59	45.76
	其他									
国内同行业整体平均							<b>22.30</b>	<b>47.75</b>	<b>33.73</b>	<b>26.91</b>

数据来源: WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯, 上海证券研究所 (6 月 28 日收盘价)

表 8 国际同类公司的相对估值

股票代码	股票名称	交易所代码	股价	EPS	PE
SAH US Equity	SONIC AUTOMOTIVE INC-CLASS A	US	41.68	2.44	18.42
LZB US Equity	LA-Z-BOY INC	US	70.7	6.02	11.59
DIN US Equity	DINEEQUITY INC	US	42.4	2.51	18.35

BJRI US Equity	BJ'S RESTAURANTS INC	US	22.99	1.51	26.98
STEI US Equity	STEWART ENTERPRISES INC-CL A	US	21.69	1.36	24.26
SCSS US Equity	SELECT COMFORT CORPORATION	US	28.96	2.25	13.31
UTI US Equity	UNIVERSAL TECHNICAL INSTITUT	US	41.68	2.44	18.42
SSP US Equity	EW SCRIPPS CO-CL A	US	70.7	6.02	11.59
VLCM US Equity	VOLCOM INC	US	42.4	2.51	18.35
<b>平均</b>					<b>19.40</b>

数据来源: bloomberg,上海证券研究所整理 (6月28日收盘价)

表9 最近上市(中小板)股票(10只平均)的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
002430.SZ	杭氧股份	24.46	0.78	0.76	0.76	0.95	31.36	32.18	32.31	25.72
002431.SZ	棕榈园林	56.20	0.67	0.86	1.07	1.59	84.13	65.20	52.68	35.34
002432.SZ	九安医疗	24.01	0.34	0.42	0.48	0.70	70.62	57.17	50.18	34.22
002433.SZ	皮宝制药	29.12	0.51	0.72	0.69	1.02	57.10	40.44	41.93	28.45
002434.SZ	万里扬	28.32	0.71	1.08	1.07	1.43	39.89	26.22	26.48	19.85
002435.SZ	长江润发	16.24	0.38	0.44	0.44	0.56	42.74	36.91	37.28	28.77
002436.SZ	兴森科技	34.05	0.82	0.93	1.01	1.35	41.52	36.61	33.56	25.15
002437.SZ	誉衡药业	61.20	1.01	1.24	1.33	1.88	60.59	49.35	46.05	32.54
002438.SZ	江苏神通	27.80	0.43	0.53	0.56	0.79	64.65	52.45	49.81	35.39
002439.SZ	启明星辰	35.97	0.72	0.70	0.66	0.88	49.96	51.39	54.21	40.69
<b>平均值</b>							<b>54.26</b>	<b>44.79</b>	<b>42.45</b>	<b>30.61</b>

数据来源: Wind 资讯,上海证券研究所整理 (6月28日收盘价)

### 公司可给的估值水平及报价区间

我们认为公司近年来保持快速增长,未来将受益于募集资金项目的投产,增长持续。给予公司2010年35-42倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为25.54-30.64元。

从2010年上市的中小板股票来看,截至6月28日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为9.35%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场20%的折让,建议询价区间为20.43-24.51元,对应的2009年市盈率区间为32.30-38.75倍。

## 分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20% 以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10% 以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。