

公司研究

新股研究

建议询价区间： 21.7-26 元

大中型客车空调行业龙头

——松芝股份(002454)新股研究

核心观点

询价结论:

根据我们的盈利预测,公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.87、1.01、1.23 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 25-30 倍 PE 为询价依据,建议网下询价区间为 21.7-26 元。

主要依据:

1、产业政策支持汽车零部件企业快速发展。汽车工业是国民经济重要支柱产业,涉及面广、关联度高、消费拉动明显。政府对汽车工业的发展高度重视,先后出台了多项政策支持汽车工业的发展。有利于汽车工业及零配件行业的健康、稳定和有序的发展。

2、政府优先发展城市公共交通的政策将拉动公交客车的需求。2005 年 9 月出台《关于优先发展城市公共交通的意见》,实施“公交优先”战略,大力发展城市公共交通。为贯彻实施“公交优先”战略,国家出台公交车辆更新政策,提出公交老旧车辆提前 2~3 年报废办法;各地政府加大对公交资金的投入;加快发展快速公交系统(BRT);推动节能环保型和绿色新能源公共汽车的发展,科技部和财政部主导的新能源车“十城千辆”计划,2009 年 12 月国务院常务会议通过汽车刺激政策,其中提出将节能与新能源汽车示范推广试点城市由 13 个扩大到 20 个,选择 5 个城市进行对私人购买节能与新能源汽车给予补贴试点,这将极大推动我国城市公交客车市场的发展,进而带动客车空调的市场需求。

3、人们的“舒适性”需求促进汽车空调的快速发展。汽车消费市场已开始由“价格决定购买”的初级消费阶段,向“追求动力性、舒适性和安全性”的消费阶段升级。作为提高车辆舒适性的重要零部件,汽车空调已被广大汽车制造商和用户认可,成为汽车市场竞争的重要手段,高性能的汽车空调安装率也日益提高。

4、行业地位优势。公司是大中型客车空调行业的龙头,市场占有率约为 23.43%,2007、2008、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高居第一。

5、独特的销售模式。公司重点发展“终端模式”,针对最终客户的“终端”业务毛利更高,竞争相对较弱。公司由于掌握了较多大型最终用户,建立了稳定的信任关系,因此业务相对稳定,毛利率较高。

风险提示:

经济周期波动风险;市场分割的风险;技术进步与产品开发风险。

基础数据

总股本(万股)	18000
流通A股(万股)	
总市值(亿元)	
总资产(亿元)	11
每股净资产(元)	2.56
建议询价区间(元)	21.7-26

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	920	1196	1507	1869
同比增速(%)	14.13%	30.00%	26.00%	24.00%
净利润(百万)	167	229	267	325
同比增速(%)	29.62%	37.51%	16.32%	21.70%
EPS(元)	0.84	0.87	1.01	1.23

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人: 刘芬

电话: 010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

一、本次发行一般情况

表 1：公司发行基本情况

公司	上海加冷松芝汽车空调股份有限公司
公司简称	松芝股份
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010-07-07
申购代码	002454
发行股数	6000 万股
每股发行价	通过向询价对象询价方式确定发行价格
发行方式	网下与网上
发行后总股本	24000 万股
发行前每股净资产	2.56 元

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

二、公司基本情况

1、公司概况

公司是一家专业的车辆空调制造商，主要产品为各系列大中型客车空调和乘用车空调，广泛应用于大中型客车、乘用车、货车、轻型客车和轨道车等各类车辆。公司以自有品牌运营为核心，以市场为导向，自主研发、设计、营销推广、销售各类车辆空调产品。拥有 30 余项发明和实用新型专利，产品根据车辆类型和运营特点，向市场投放了面向公交车的 LUX',HLA、CPP 和 DPP 系列，长途旅游客车的 BBP、JLA、SZC、SZD 和 SZA 系列，独立式 DL 系列，轻型客车的 SZN 系列，以及纯电动车 JLD 系列、双层客车 SZB 系列等十余个系列 300 多个型号的高质量空调系统，致力于将轿车的换热技术应用于客车空调系统，实现最大限度的满足客户要求。

2、股权结构

表 2：发行前后公司股本结构

类别	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
陈福成 (外资股)	14686	81.59%	14686	61.19%
大众公用	540	3.00%	540	2.25%
北巴传媒 (SLS)	540	3.00%	540	2.25%
南京中北	540	3.00%	540	2.25%
义兴投资	540	3.00%	540	2.25%
锦绣一方	396	2.20%	396	1.65%
元开投资	360	2.00%	360	1.50%
佳威尔科技	200	1.11%	200	0.83%
聚联投资	99	0.55%	99	0.41%
乾瑞投资	79	0.44%	79	0.33%
汇冠企业管理	20	0.11%	20	0.08%
本次发行股份	--	--	6000	25.00%
合计	18000	100.00%	24000	100.00%

资料来源：公司招股意向书

三、公司经营分析

1、公司收入构成 (万元)

表 3: 公司主营业务收入构成 (万元)

产品类别	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	营业收入	比例	营业收入	比例	营业收入	比例
主营业务收入	90,462.58	98.30%	79,037.36	98.03%	76,640.32	97.94%
其中:						
大中型客车空调	65,654.91	71.34%	70,146.00	87.00%	70,996.60	90.73%
乘用车空调	24,398.76	26.51%	8,624.87	10.70%	5,347.37	6.83%
自制半成品	408.90	0.44%	266.48	0.33%	296.35	0.38%
其他业务收入	1,562.82	1.70%	1,592.31	1.97%	1,610.88	2.06%
其中:						
材料销售	1,185.64	1.29%	1,215.13	1.51%	1,233.70	1.58%
租赁业务	377.18	0.41%	377.18	0.47%	377.18	0.48%
总计	92,025.40	100.00%	80,629.67	100.00%	78,251.20	100.00%

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

2、公司募集资金投向

表 4: 公司募集资金投向 (万元)

序号	项目名称	立项审批情况	投资总额 (万元)
1	汽车空调生产基地技术改造项目	上海市发改委沪发改产 (2009) 019 号	41,000
2	汽车空调压缩机技术改造项目	上海市发改委沪发改产 (2009) 020 号	5,000
合		计	46,000

资料来源: 上市公司招股意向书

3、未来公司成长性

产业政策支持汽车零部件企业快速发展。汽车工业是国民经济重要支柱产业,涉及面广、关联度高、消费拉动明显。政府对汽车工业的发展高度重视,先后出台了多项政策支持汽车工业的发展。有利于汽车工业及零配件行业的健康、稳定和有序的发展。

政府优先发展城市公共交通的政策将拉动公交客车的需求。为解决城市居民出行问题,缓解城市交通压力,2005年9月,建设部、发改委、科技部、公安部、财政部、国土资源部出台《关于优先发展城市公共交通的意见》,实施“公交优先”战略,大力发展城市公共交通。为贯彻实施“公交优先”战略,国家出台公交车辆更新政策,提出公交老旧车辆提前2~3年报废办法;各地政府加大对公交资金的投入;加快发展快速公交系统(BRT);推动节能环保型和绿色新能源公共汽车的发展,科技部和财政部主导的新能源车“十城千辆”计划,2009年12月国务院常务会议通过汽车刺激政策,其中提出将节能与新能源汽车示范推广试点城市由13个扩大到20个,选择5个城市进行对私人购买节能与新能源汽车给予补贴试点,这将极大推动我国城市公交客车市场的发展,进而带动客车空调的市场需求。

人们的“舒适性”需求促进汽车空调的快速发展。随着我国经济的稳步增长,人们生活水平和消费水平不断提高,汽车消费市场已开始由“价格决定购买”的初级消费阶段,向“追求动力性、舒适性和安全性”的消费阶段升级。作为提高车辆舒适性的重要零部件,汽车空调已被广大汽车制造商和用户认可,成为汽车市场竞争的重要手段,高性能的汽车空调安装率也日益提高。

行业地位。公司是大中型客车空调行业的龙头，2009 年大中型客车空调销量 21,188 台。根据中国汽车工业信息网数据统计，2009 年全国大中型客车产量为 129,210 辆，按照目前市场每年销售的大中型客车约 70% 的空调安装率计算，公司的市场占有率约为 23.43%。根据住房和城乡建设部科学技术委员会城市车辆专家委员会的统计，公司 2007、2008、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高居第一。

独特的销售模式。绝大多数汽车空调企业、汽车零部件企业采用的销售模式是“标配模式”，即将产品直接销售给整车厂商，为整车厂商提供配套的零部件。与此不同，公司重点从最终客户入手，发展“终端模式”，即公司与最终客户达成购销意向后，由最终用户向整车厂商发出指令，要求在其购买的车辆上必需安装松芝品牌的汽车空调，报告期内公司大中型客车空调的“终端”业务收入占大中型客车空调总收入为 60%~75%。最终用户一般为公交公司、长途客运公司和长途旅游公司等，购买车辆的目的在于商业营运，对产品质量、特殊需求的响应速度、个性化的售后服务和品牌信誉更为关注，对价格的关注相对偏于次位，因此针对最终客户的“终端”业务毛利更高，竞争相对较弱。公司由于掌握了较多大型最终用户，建立了稳定的信任关系，因此业务相对稳定，毛利率较高。

四、风险因素

经济周期波动风险。汽车生产和销售受宏观经济影响较大，当宏观经济繁荣时，汽车产业发展迅速，汽车消费能力和消费意愿增强；反之汽车产业发展放缓，汽车消费能力和消费意愿减弱。公司作为汽车空调零部件的供应商，也必然受到经济周期波动的影响。

市场分割的风险。虽然《汽车产业发展政策》中提出“汽车整车生产企业要在结构调整中提高专业化生产水平，将内部配套的零部件生产单位逐步调整为面向社会的、独立的专业化零部件生产企业”，但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。但另一方面，独立的汽车空调制造商在专业化、技术开发、售后服务和市场普遍接受程度方面具有整车厂内部配套企业不具有的优势。因此公司将一方面努力发挥质量、价格、品牌和售后服务上的优势，继续积极开拓最终用户市场；另一方面将通过技术创新，加快新产品开发力度、实现核心零部件——压缩机的自制，通过机制创新、管理创新和技术创新提高效率，大幅压低成本，凭借精细化、质优价廉、专业售后服务的优势与整车厂商的下属配套企业展开竞争，争取整车厂直接配套业务的市场份额。

技术进步与产品开发风险。汽车工业是资金、技术密集型行业，汽车空调企业必须不断加强研发力量，进行技术更新和新产品开发以保持市场竞争力。公司建立了行之有效的技术创新机制，培养了一支优秀的研发团队，拥有国内先进的研发实验设备，技术处于国内同行业领先水平。但由于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究和新产品的开发，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，从新产品的立项、设计、与整车的匹配、产品装机试验到通过整车制造商的认可整个开发过程大概需要 1.5~2 年的时间，不确定性因素较多，存在新产品开发不成功的风险。

五、公司盈利预测

表 5: 2010-2012 年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	920	1196	1507	1869
营业成本	587	778	1010	1271
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	82	99	120	135
管理费用	61	78	98	122
财务费用	10	11	10	10
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	30	35	40
营业利润	186	261	303	370
营业外收入	7	5	6	6
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	192	266	309	376
所得税	25	36	42	51
净利润	167	229	267	325
少数股东损益	15	21	25	30
归属母公司净利润	152	208	242	295
EBITDA	211	289	332	401
股本 (百万股)	180	240	240	240
EPS (元)	0.84	0.87	1.01	1.23

资料来源: 国都证券

六、估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测, 公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.87、1.01、1.23 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 25-30 倍 PE 为询价依据, 建议网下询价区间为 21.7-26 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com