

# 大中客空调稳定增长，乘用车空调业务井喷

松芝股份 (002454)

建议申购

中小板

询价区间: 17.5-21 元

新股定价报告

2010年7月6日 星期二

## 投资要点

牛纪刚

njg@longone.com.cn  
执业证书编号: S0630209060131

联系人: 吴文钊、吴剑

021-50586660-8617

wwz@longone.com.cn

汽车行业

### 发行数据

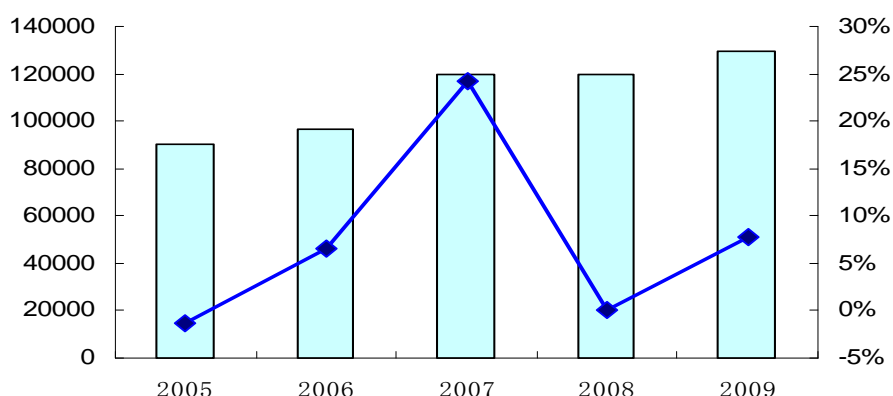
|            |          |
|------------|----------|
| 发行前总股本(万股) | 18000    |
| 拟发行股本(万股)  | 6000     |
| 新发股份占比     | 25%      |
| 申购日期       | 2010-7-7 |

### 重要指标(发行前)

|            |       |
|------------|-------|
| 每股净资产(元)   | 2.56  |
| 净资产收益率     | 32.8% |
| 每股收益(元)    | 0.84  |
| 每股经营现金流(元) | 0.79  |

- **大中型客车空调行业龙头。**公司是车辆空调专业制造商，产品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。公司主营产品为大中型客车空调，在大中型客车市场具有明显的竞争优势。公司2007-2009年大中型客车空调销量分别为21229台、19901台、21188台，市场占有率分别达25.33%、23.72%、23.43%，位于行业第一。
- **具有明显的客户资源优势。**公司经过多年的经营和积累，掌握了众多优质的“标配”客户——整车制造商，和“终端”客户——公交公司、长途客运公司、长途旅游公司和团体客户。目前，公司整车厂商客户约60多家，其中稳定的客户20多家，包括厦门金旅、漳州金龙、申龙客车、中通客车、丹东黄海、安凯客车等行业知名企业。公司的终端客户约180家，其中长途客运客户70多家，稳定的客户50多家，包括：国旅、中旅、中青旅等大型企业；公交客户100多家，稳定的客户约50多家，包括：北京公交、上海巴士、杭州公共、广州公交等。上述客户综合实力较强、品牌信誉优良，是大中型客车空调行业的优质大型客户。可以说，公司在一定程度上垄断了行业内的优质客户资源，为公司盈利的稳定性和连续性提供了坚实的客户基础。
- **大中型客车市场带来稳定的收入。**中国大中型客车市场增长稳定，大中型客车2006-2009年年均复合增长率为9.31%，其中大型客车2006-2009年年均复合增长率为13.93%，中型客车2006-2009年年均复合增长率为7.00%。上游行业的稳定增长带来大中型客车空调的持续稳定的需求。预计未来几年，大中型客车行业仍将保持增长趋势，作为配套行业龙头，松芝股份将从中受益。

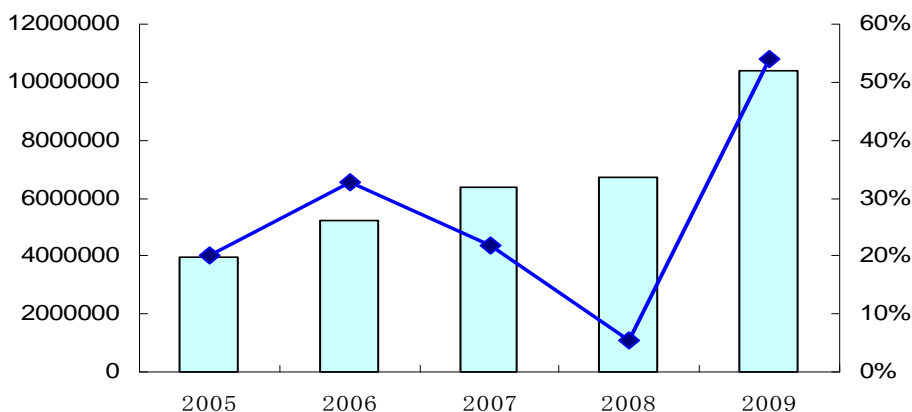
图1 大中型客车年产量和同比增长率（2005-2009）



资料来源：中国汽车工业信息网，东海证券研究所

□ 乘用车空调是公司未来业绩的主要增长点。伴随居民收入的增加和生活水平的提高，中国汽车保有量大幅上升，乘用车市场快速发展壮大。2005年国内乘用车产量为393.07万辆，2009年乘用车产量增加至1038.38万辆，年均复合增长率27.49%。最近几年，公司积极拓展乘用车空调市场，取得了明显成效。公司乘用车/轻型客车/货车空调销售收入2007年为5347.37万元，占营业收入6.83%，2009年为24398.76万元，占营业收入26.51%，年均复合增长率113.61%，显著高于全国乘用车产量的年均复合增长率，公司的市场份额提升迅速。由于我国仍处于汽车消费普及期，乘用车销量在未来相当长时期内仍可保持快速增长，相应的空调需求也将保持旺盛。预计公司乘用车空调业务收入将继续保持高速成长并成为公司未来业绩增长的主导力量。

图2 乘用车年产量和同比增长率（2005-2009）



资料来源：中国汽车工业信息网，东海证券研究所

- **轨道车和冷藏车空调市场前景广阔。**我国正处于轨道交通建设高潮时期，“十一五”期间我国铁路固定资产投资规模 1.5 万亿元，其中机车车辆购置和技术改造投资规模就达 2500 亿元。在冷藏车领域，我国生鲜食品运输率仅为 15%左右，远低于发达国家的 80-90%，潜在市场巨大。这两个行业均存在较高的进入壁垒，目前市场份额也主要由外资企业或合资公司把持，但公司在这一领域也有自己的优势，未来前景仍值得期待。在轨道车空调领域，公司已携手南车时代公司进行联合开发，并已同北京地铁运营公司签订技术协议，公司将为北京地铁复八线提供空调样机，这可认为是公司在轨道车空调领域的良好开局。在冷藏车空调领域，公司正在开发适合运输多品种、小批量、保鲜温度不同的生鲜食品的多温室冷藏车制冷机组，该项目已引起冷藏车制造商的广泛关注。
  
- **盈利能力较为突出。**公司产品中，大中型客车空调盈利水平最高，毛利率在 35%以上，2009 年达 42.66%；乘用车空调则相对较低，2009 年为 18.5%。由于大中型客车空调仍是公司的主要收入来源，公司综合毛利率水平仍很高，2009 年高达 36.2%。随着公司乘用车空调业务的快速发展，这一业务在公司收入中的占比将逐步提升，公司综合毛利率水平将有所下降，但总体而言公司盈利能力仍较为突出。我们预测公司 2010-2012 年公司综合毛利率将分别为 34.45%、33.55%、32.91%，这一水平已明显高于汽车零部件企业的普遍水平。
  
- **募投项目主要为扩大公司产能。**本次 IPO 拟发行 6000 万股，所得资金将投向以下两项目：汽车空调生产基地技术改造项目 and 汽车空调压缩机技术改造项目。汽车空调生产基地技术改造项目投资总额为 41000 万元，约占投资总额的 89.13%，包含 5 个子项目：乘用车/轻型客车/货车空调项目，大中型客车空调项目，轨道车空调机组项目，冷藏车制冷机组项目，研发中心项目。2009 年，公司乘用车/轻型客车/货车空调和中大型客车空调产能利用率分别为 118.43%和 103.45%，遭遇产能瓶颈。募投项目达产后，新增产能可迅速消化，顺利提升产品市场占有率，增加公司营业收入。汽车空调压缩机技术改造项目投资总额为 5000 万元，约占投资总额的 10.87%，预计 2013 年达产，公司计划生产 30000 台大中型客车空调压缩机，若能实现，可大幅提高大中型客车空调压缩机自给率，有效提升毛利率。
  
- **盈利预测与估值。**按发行后的总股本，我们预测公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.70 元、0.79 元、0.91 元。参考近期中小板发行

新股以及汽车零部件行业的估值水平，我们认为可按 2010 年 25-30 倍 PE 为公司估值，对应的合理股价为 17.5-21 元。

**附注:****一、行业评级**

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

**二、股票评级**

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

**三、免责声明**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122