

松芝股份 (002454)

多元化的起点 高成长的继续

增持/ 首次评级

股价: RMB25.78

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhzq.com

联系人

谢振东

+755-82125072 xiezd@lhzq.com

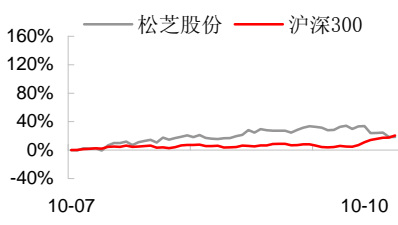
- 作为专业自有品牌汽车空调制造商,公司逐渐形成了以大中客空调为支柱业务,不断拓展乘用车、轨交、冷藏车空调业务,形成了“以旧养新、梯次发展”的良性格局。
- 公司上半年大中客空调收入 4.05 亿元,同比增长 76%,毛利提升明显,达到 44.52%。在大中客空调行业的龙头地位以及可能优于行业的持续发展都将是公司目前股价最大的支撑:随着二三四线城市终端客户的开发,以及在国家大力发展新能源客车、新型公共交通体系的背景下,公司利用技术、产品储备,将拓展更大的市场,有望实现 5 年复合 10%以上的增速。
- 公司作为乘用车空调领域的新进入者成长迅速:上半年乘用车空调收入 2.13 亿元,同比增长 175%,毛利进一步提升至 19.48%。尽管目前公司在该领域不具有明显技术优势,但宽阔的市场空间、行业显著的成长性以及竞争对手参差不齐的技术水平为公司未来发展提供了良好的竞技平台。短期内公司将利用多种营销模式拓展客户,产品主要集中在低端市场;而长期来看,公司将通过自主研发和对外部相关技术的吸收不断实现产品的技术升级、提高客户采购集成度和自身的利润率水平,同时通过产品竞争力的提升继续提高配套市场广度和深度,其产品将扩展到中低端市场竞争,个别优秀产品扩展到合资品牌配套市场。
- 公司有望在轨交和冷藏车空调业务领域成功复制“终端”模式,依靠持续成长的终端市场容量和充分的产品、产能储备,通过两年的市场开拓,进入业绩加速爆发期。
- 投资建议:公司以“终端销售”模式为主,多路径拓展标配市场的战略已经表现出成功的迹象,我们认为公司在市场空间、客户资源、技术水平等方面拥有较大优势,具有成功潜质;作为多元化初期的企业,依据公司目前的营销规模,单一维度的成功就将使公司发生较大的变化、具有很大的弹性。随着市场进一步认识公司的成长属性和多元化发展模式,就目前的估值水平,公司股价仍将有进一步上涨空间,因此我们给予积极的投资评价,预计 10、11 年 EPS 分别为 1.11 元、1.43 元,首次给予“增持”评级。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	240
流通 A 股(百万股)	48
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	1349

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	920.3	631.7	1346.2	1678.8	2085.8
(+/-%)	14.1	0.0	46.3	24.7	24.2
归属母公司净利润(百万元)	151.8	128.4	266.2	342.1	425.7
(+/-%)	30.8	0.0	75.3	28.5	24.4
EPS(元)	0.63	0.53	1.11	1.43	1.77
P/E(倍)	41.0	48.5	23.2	18.0	14.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测  
 谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

## 目 录

投资视角 .....	3
松芝股份简介 .....	4
公司历史 .....	4
资产结构 .....	4
股本结构 .....	5
大中客空调业务——行业领先 短期业绩的最大支撑 .....	5
大中客空调行业仍将稳定、健康发展 .....	5
下游需求——大中客需求未来仍将稳定增长 .....	5
大中客空调行业市场格局稳定 .....	6
公司大中客空调业务分析——成功源自何方 .....	7
终端销售模式优秀的实践者 .....	7
技术领先——公司长期核心竞争力 .....	8
公司大中客空调业务预测——未来走向何处 .....	9
募投项目——延伸产业链、突破产能瓶颈 .....	9
标配模式——终端模式的有效补充 .....	9
新型客车空调——仍有可为 .....	9
多元化之路——成长性分析 .....	10
公司乘用车空调业务——机遇大于风险 .....	10
乘用车空调市场广阔 .....	10
自主品牌空调低端切入 技术水平相对落后 .....	11
公司转型的首选突破口 .....	11
轨道交通——成功模式或将复制 .....	12
两个市场 不同格局 市场容量秀色可餐 .....	12
竞争格局稳定 合资品牌占据绝对优势 .....	13
相似的营销模式 期待同样的发展路径 .....	13
冷链物流空调——静待市场培育 .....	14
中国冷链物流的发展水平较为落后 .....	14
多因素孕育行业新机会 .....	14
“终端”为主 “标配”为辅 .....	14
盈利预测 .....	15
风险提示 .....	15
新业务的开拓低于预期 .....	15
原材料上涨 .....	15

## 投资视角

公司在大中客空调领域已经形成了较为明显的技术和销售模式优势，保持较高的市场占有率，而近年来公司乘用车空调业务发展迅速，营收快速增长，并努力进入轨道交通空调、冷藏车空调领域，逐渐形成了以大中客空调作为公司支柱业务，担当业务转型、多元化发展过程中的“现金牛”，形成了“以旧养新、梯次发展”的良性格局。

预计 10、11 年实现归属母公司净利润 2.66 亿元、3.42 亿元，对应 EPS1.11 元和 1.43 元，目前股价对应 10 年 23.2 倍 PE。相对估值的溢价来源于公司拥有较高的成长性，我们试图通过回答三个问题来评价公司的成长性问题：1、公司能有多快的成长；2、公司成长的可持续性如何；3、该成长性源自何处。

1、公司在大中客空调领域成长的可持续主要来源于客户对于公司产品的较大粘性，这是由公司完善的服务体系、领先的性价比等因素造成的；在目前大中客空调行业寡头垄断的竞争环境下，行业格局较难发生改变，为新进入者构筑了较大的壁垒，而公司通过拓展二类整车厂商以及深度开发二三四线城市的终端客户，并在国家大力发展新能源客车、新型公共交通体系的背景下，利用其技术、产品储备，有更大的动力和可能拓展市场空间。我们预计公司大中客业务有望取得超越行业的发展步调；

2、虽然公司目前在乘用车空调领域不具有明显技术优势，但宽阔的市场空间、行业显著的成长性以及竞争对手参差不齐的技术水平为公司未来发展提供了良好的竞技平台：预计公司在乘用车空调业务发展的初期仍是着力于扩大客户范围，加大相关标准配件的配套比例，在低端市场力拼产品性价比，其营收将显著提升；公司具有较强的研发能力，而上市带来的雄厚资金实力和不断增强的品牌影响力使公司在未来存在通过兼并收购实现压缩机等核心技术直接引入的可能性。因此中长期公司有望通过自主研发以及对外部相关技术的吸收消化不断实现产品技术升级，从而提高客户采购的集成度和自身产品利润率水平，使公司竞争领域扩展至中低端市场，甚者通过个别优秀产品进入合资品牌配套市场；

3、多元化的发展路径赋予公司多维度的成长可能：凭借已有的产品储备和相似的营销模式，公司的轨交业务有望在地铁空调率先铺开；而随着下游市场的不断培育，公司冷藏车空调业务利用原有技术的延伸，有望凭借高性价比产品取得“终端”和“标配”市场的收获。

**表格 1 公司盈利弹性假设**

	产能利用率	09 年净利润/百万	净利润增长/百万	增长%
大中客	100%		61.09	36.60%
乘用车	50%		32.90	19.71%
	100%		65.80	39.43%
轨交空调	50%	166.89	23.76	14.24%
	100%		47.52	28.47%
冷藏车空调	50%		54.00	32.36%
	100%		108.00	64.71%

资料来源：华泰联合证券研究所预测

注：相关毛利假设 大中客 44.5%、乘用车 19.5%、轨交、冷藏车空调按 40%

公司仍处在高成长和多元化的初期，而依据公司目前的营销规模，来自单一维度的成功就将使公司发生较大的变化、具有较大的弹性。站在此时间节点上，我们认为公司具有诸多成功的潜力，因此针对目前估值我们仍然给予积极的投资评价。

## 松芝股份简介

### 公司历史

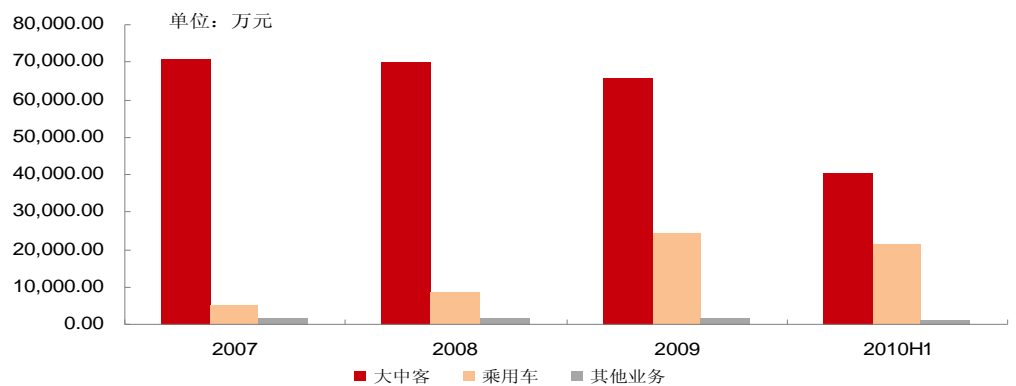
上海加冷松芝汽车空调由陈福成先生于02年6月投资1550万美元兴建的专业研发、制造、销售商用车和乘用车空调系统企业，经过近8年的发展，公司目前拥有大中客、乘用车空调两大核心业务，并积极开拓轨道交通、冷藏车空调市场。公司总部位于上海莘庄，并控股厦门松芝、安徽松芝、重庆松芝，员工近千人，市场范围遍及全国30个省市以及东南亚、非洲、中东、东欧、南美等30多个国家和地区。

**表格 2 公司 09 年产品销售情况**

产品	销量	产能/台	单价/元	毛利率
大中客空调	21,188	21,000	30,986	42.66%
乘用车/轻客/货车空调	134,795	125,000	1,810	18.50%

资料来源：华泰联合证券研究所

**图表 1 公司主营业务历年收入结构**



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

### 资产结构

**表格 3 公司资产结构**

	股比	产品
本部	100%	汽车空调生产、销售
上海松芝	51%	汽车空调零配件
厦门松芝	75%	大中客空调生产、销售
安徽松芝	100%	汽车空调生产、销售（筹建）
重庆松芝	100%	汽车空调生产、销售（筹建）
上海松芝轨道车	100%	轨道车辆空调研发、生产
成都松芝制冷	100%	汽车空调生产、销售（筹建）

银芝利汽车热交换系统	31%	汽车空调零部件（筹建）
安徽江淮松芝	40%	汽车空调零部件

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

## 股本结构

公司董事长陈福成持有公司股权 14686.2 万股，占发行后总股本的 61.2%。主要参股东为：大众公用（2.25%）、北巴传媒（2.25%）、南京中北（2.25%）和义兴投资（2.25%）等。其中大众公用、北巴传媒和南京中北是公司客户或客户相关公司，双方合作紧密，公司的快速发展本质上符合公司客户的利益；义兴投资由公司 8 名高级管理人员发起设立（公司总经理李兵，副总经理翟淑俊、纪安康等人），高级管理人员拥有公司股份保证了管理层人事的相对稳定，管理人员的个人利益与公司利益高度一致。

## 大中客空调业务——行业领先 短期业绩的最大支撑

### 大中客空调行业仍将稳定、健康发展

#### 下游需求——大中客需求未来仍将稳定增长

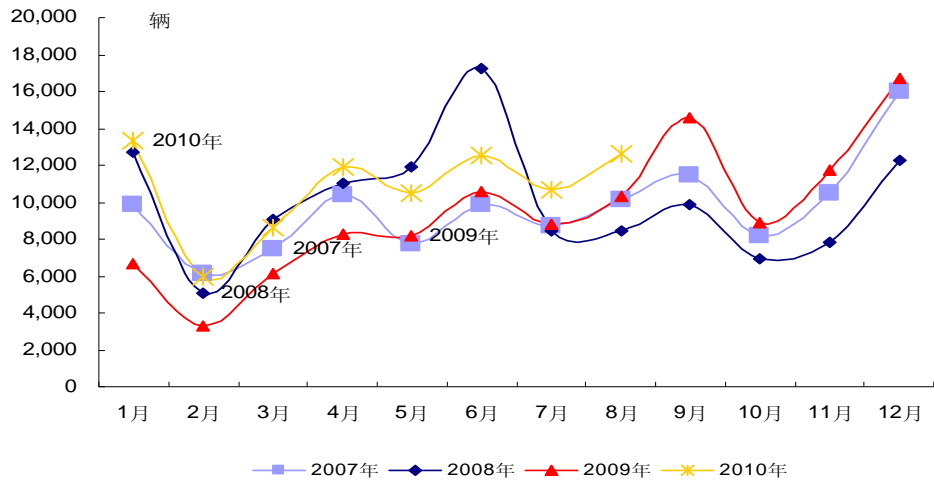
受益于中国经济的高速增长、城乡一体化进程的加速以及道路交通建设的不断完善，大中客市场整体保持稳定增长，销量从 2005 年的 8.2 万辆增长到 2009 年的 11.4 万辆，年复合增长率 8.59%。2010 年 1-8 月大中客实现销量 8.6 万辆，同比增速更是达到 11.92%。

高铁线路的陆续开通，市场普遍对大中客未来需求有一定担忧。但我们注意到随着高铁这一更加便利和快捷的交通工具的引入，中心城市和周边地区的往来更加频繁，部分地域客运人流迅速增长，公路客运企业在原有线路的基础上开拓了适应于接驳的新线路，刺激了新的客运需求。此外，客运公司灵活的定价机制，使票价可以随时根据客运量的变化作出相应的调整，利用现阶段国民对票价具有较高敏感度的特性，在很大程度上抵消了高铁对原有线路客运的冲击。

另一方面，城市传统交通体系正逐渐成为城市发展的一大瓶颈，而发展高速、高效便捷的公共交通是解决目前问题的良方，因此随着地方政府对公共交通投入的增加以及在传统公交之外加快发展快速公交（BRT）系统都将刺激公交市场的持续繁荣，未来公交用大中客需求持续稳定增长是大概率事件。

通过对长途客运和公交市场的分析以及展望，我们认为，随着中国旅游市场的持续繁荣和城乡一体化进程的不断深入，下游市场的持续旺盛需求将保证大中客行业继续稳定健康的发展，预计未来 5 年行业仍有望保持 8-9% 左右的增速。

图表 2 大中客月销量统计



资料来源：中客网、华泰联合证券研究所

### 大中客空调行业市场格局稳定

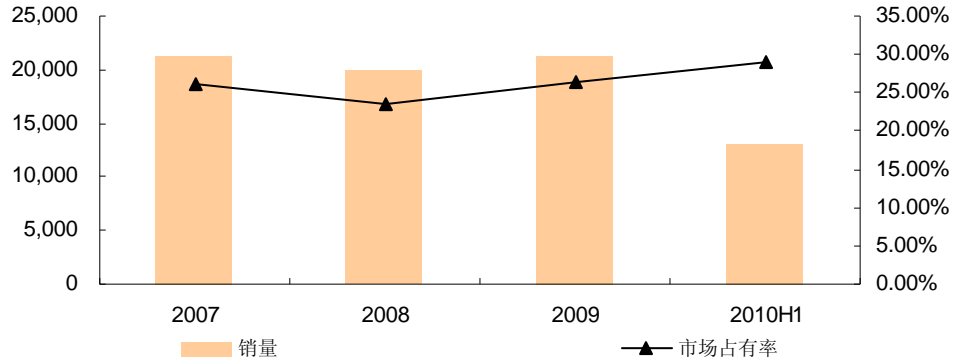
相对于乘用车空调，大中客空调的行业门槛相对较低，从九十年代至今，本土大中客空调企业凭借较明显的性价比优势和完善的售后服务完成了较为全面的进口替代（目前外资空调的市场占有率较低，09年市场份额仅为3%左右）。目前国内规模较大的大中客空调企业有：上海加冷松芝、郑州科林、苏州新同创、广州精益，四家企业在09年的市场占有率已经达到80%以上，行业呈现寡头竞争局面。其中郑州科林和苏州新同创分别是宇通客车、金龙系客车的空调配套商，而上海加冷松芝和广州精益是市场化最为充分的客车空调企业。

区别于乘用车空调企业的经营模式，终端客户点单模式的存在使大中客整车企业的行业话语权被相对削弱，因此配套体系之外的供应商（如上海加冷松芝和广州精益）凭借出色的营销模式和较高产品性价比占据了较大的市场份额。整体来看，较高的市场占有率和由售后服务等长期合作带来的顾客粘性在很大程度上增加了新进入者的壁垒，但同时也增加了其他竞争对手改变当下竞争格局的难度。

随着下游大中客行业稳定增长、空调配套率的稳步提升以及未来海外市场的突破，我们预计2010年全年大中客空调销量为10.2万台左右，并在未来三年有望实现12%左右的复合增速。

公司大中客空调业务分析——成功源自何方

图表 3 公司大中客空调销量及市占率



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所 注：2010年情况根据公司历史空调单台售价估计，与实际数字可能有出入

终端销售模式优秀的实践者

07-09年公司大中客空调终端销售收入分别占总收入的59.35%、71.26%和74.38%。我们认为公司对于终端销售模式的成功实践是其快速成长，并持续维持行业领先地位的关键。

表格 4 公司终端销售统计

	终端销售收入	占比	标配销售收入	占比
2009	57,706	74.38%	19,876	25.62%
2008	63,277	71.26%	25,520	28.74%
2007	49,638	59.35%	33,992	40.65%

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所 注：发货价格、含增值税

终端销售模式是指以大中客的终端客户（公交公司、长途客运公司）为营销主体，使终端客户向整车生产商点单指定使用某空调生产商的产品，以此使空调生产商间接进入整车厂商的配套体系

- **终端模式的必要性：**中国大中客市场呈现典型的寡头垄断（“三龙一通”），整车厂商各自扶持相关核心零部件厂商，外部供应商很难在体系内获得稳定、利润率合理的订单。因此区别于郑州科林、苏州新同创等客车体系内的空调生产商，公司早期是通过承接公交公司、长途客运公司、旅游公司部分空调的维修工作，凭借杰出的性价比和服务水平，与客户建立了长期的合作关系，并最终占据了一大批终端市场。
- **完善的服务体系是公司终端销售模式成功的基础。**最终用户使用大中客的目的是为商业运营，因此在关注产品品牌、性能、质量的同时格外关注产品的售后服务。大中客空调普遍存在2年和5年时间点上的大修以及往后的小修，因此终端客户对售后服务的及时性、便捷性和完善性提出了较高的要求。通过多年来的发展，公司在全国各省市已建立268个安装服务中心和特约维修网点，有能力为客户提供1-3年不等的“全年365天24小时”维修服务，因此**相对主要竞争对手，公司具有更加完善的服务体系**，能通过相对优质、便捷的服务不断强化原有客户粘性，凭借公司原有20多家销售分公司的良好服务声誉争取更多的终端客户，有望上演大中客空调行业的“马太效应”。

**表格 5 相关公司服务体系完备性（安装服务中心、特约维修网点数量）比较**

公司	上海加冷松芝	郑州科林	苏州新同创	广州精益
服务网点数量	268	约 150	193	约 110

资料来源：公司招股说明书、相关公司官方网站、华泰联合证券研究所统计

- 优质客户资源保证盈利能力、降低行业风险：**公司终端客户约 180 家，其中稳定的长途客运客户 50 多家，包括：国旅、中旅、中青旅、苏州客运等；稳定的公交客户 50 多家，包括：北京公交、上海巴士物资实业有限公司、杭州市公交公司、广州公交公司、深圳公交集团公司、武汉公交集团公司等。上述终端客户虽然相对分散，但实力较强，相比于单一的大中客整车企业，其整体的稳定发展更值得信赖。此外，由于和整车企业盈利模式的差异性，终端客户在选择空调厂商时更注重产品的质量、售后服务而非首要关注价格，赋予了公司产品相对较高的毛利率。因此考虑到公司已经在较大程度率先抢占了终端市场的优质客户资源，公司盈利的稳定性和持续性具有较大保障。

#### 技术领先——公司长期核心竞争力

公司作为大中客空调企业中市场化最为彻底的公司，十多年来其产品完全暴露在市场终端用户的检验中，产品质量和技术较竞争对手具有一定优势。公司具有专利 50 余项，例如自主研发了超细超长胀管技术、大中客空调平行流冷凝器技术、薄壁小管径技术、车身铝管技术等，在产品能效比获得较大提升的同时，产品成本大幅降低；公司掌握了核心部件压缩机的生产工艺，随着募投项目的实施，自配比例将逐步提升，预计 2012 年实现大中客空调 50% 的自配率，产品成本有望降低 7%。

较强的技术和工艺实力保障了公司产品种类的完备性，公司大中客空调包括两大类（长客空调、公交空调），13 个系列的产品。

**表格 6 公司研发支出情况**

	2009	2008	2007
公司研发费用（万元）	2,432.02	2,080.95	1,081.56
研发费用占营业收入%	2.64%	2.58%	1.38%

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

此外，公司联合上海交通大学成功开发了纯电车、无轨电车、混合动力车的 JLD 系列全电空调，自主研发了双层巴士空调 SZB 系列、适用于 BRT 车辆的特种空调。随着新能源客车市场的启动以及城市公交体系的不断升级，公司在上述领域充足的技术和产品储备有望为未来发展提供广阔的成长空间。

**表格 7 相关公司专利获取比照**

	上海加冷松芝	郑州科林	苏州新同创	广州精益
发明专利	8			3
实用新型专利	29	8	3	9
外观设计专利	13	3	2	15
合计	50	11	5	27

资料来源：国家知识产权局、华泰联合证券研究所整理

## 公司大中客空调业务预测——未来走向何处

### 募投项目——延伸产业链、突破产能瓶颈

公司在陆续完成电子控制系统、风机、各类配管等重要零部件的自制后，正通过募投资金进行大中客空调最核心部件压缩机的自制，进一步延伸产业链。自制压缩机经过三年实验检验，配套效果良好，预计今年将配套 2,000-2,500 台左右，计划 2012 年实现自身产品 50% 以上的配套率。随着压缩机自制项目的实施，在提高空调系统性能的同时，成本有望降低 1,500-1,800 元左右，将进一步提升产品竞争力。

09 年公司大中客空调销量 21,725 台，但年底产能仅为 21,000 台左右，很大程度上限制了公司市场份额的提升。募投项目的实施将新增 8,300 台产能，考虑到下游旺盛需求和公司产品市占率的稳中有升，预计新增产能将迅速被市场消化，公司盈利能力将进一步提升。

**表格 8 公司产能、产量统计**

	2007	2008	2009
大中客空调产能	20,000	21,000	21,000
产量	20,024	20,765	21,725

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

### 标配模式——终端模式的有效补充

除“三龙一通”以外的二类客车制造厂商大多未下设汽车空调企业，公司 09 年通过标配渠道销售大中客空调约 6,400 套，考虑到二类客车制造厂商 09 年约 42,000 万辆的大中客销量（总市场份额大约在 35% 左右），双方进一步开展产品合作的可能性较大。

此外，公司目前主要终端客户主要集中在东部沿海一二线城市，广阔的三四线城市蕴藏着更加广阔的商机，仍然值得公司深度挖掘。虽然客户分布广泛，单一客户产品消化能力有限，各个击破的效率较低，但考虑到公司产品进入二类客车制造厂的标配市场，并利用自身不断下沉的服务网络，有望在三四线城市中取得较大的市场份额。

### 新型客车空调——仍有可为

中国大多数城市的市政交通都在近年来遇到了较大压力，特别是东部发达省份的主要城市，原有的公共交通体系已经无法承载城市的高速发展，在未来几年中，城市公交体系将会加快变革：除城市轨道、高架等的建设外，市政规划会加快对快速公交、双层巴士等一系列更加经济、便捷的城市交通方式的发展。公司层面已经在快速公交车空调、双层巴士空调领域有了充分的产品储备，先发优势较为明显，考虑到特种空调技术瓶颈高、毛利率较普通产品有较大提升，而公司作为公交客车空调领域的龙头企业，凭借与主要城市的公交系统积累的良好合作，将充分受益于在此进程中的集中采购，因此下游市场的快速发展将显著提升公司盈利水平。

**表格 9 基于特种空调（含 BRT 空调）销量上升的敏感性分析**

销量/套	销售收入/万元	09 年销售额提升比例	毛利率提升比例
1,000	10,000	15.23%	1.35%
2,000	20,000	30.46%	2.46%
3,000	30,000	45.69%	3.39%

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所 注：相关售价按 10 万/台、毛利率按 50% 估计

中国新能源汽车的发展已经起步，而其中走在最前列的无疑是新能源客车：09 年全国新能源汽车产销约为 5200 辆，其中新能源客车约为 3300 辆左右。相关示范项目的开展以及补贴政策的出台都大大刺激了新能源客车的销售，预计 10 年全国新能源客车销量将增长 50% 以上，达到 5000 辆左右的规模。相比之下新能源乘用车的产业化受制于基础设施建设、地方补贴政策等因素的制约，因此在新能源乘用车产业化进程仍不明朗的情况下，新能源客车的产业化将最早为其产业链上的企业带来现实利益。

新能源客车终端市场需求的爆发是公司另一个发展机遇：公司联合上海交通大学已经成功开发了适用于纯电车、无轨电车、混合动力车的 JLD 系列全电空调，载有电车空调专用变频器，适应于电动客车直流电源电压变化落差大的特点，并通过无极能量调节降低了压缩机启动频率，从而延长压缩机使用寿命。由于电车空调的技术瓶颈较高，目前国内产业化成功的仅有上海加冷松芝、广州精益、苏州新同创等少数几家企业。随着终端需求的爆发，公司新能源客车空调业务有望取得较好表现。

## 多元化之路——成长性分析

综合分析公司的乘用车空调业务，我们认为机遇大于风险。虽然目前公司面临内忧外患的竞争环境以及在乘用车领域相对落后的技术地位，这些给公司保持高速发展带来相对不确定性，但广阔的市场空间、行业显著的成长性以及竞争对手参差不齐的技术水平为未来发展提供了良好的竞争平台。

国内自主品牌整车厂商相对集中在低端领域，相对于产品性能，成本控制仍处于更为重要的地位，因此公司产品性价比较高的标准件在短期内仍有较大的销售市场。而公司在近年来高速发展的过程中，已经聚集了一大批技术人才，通过自主研发甚至通过上市带来的雄厚的资金实力和品牌影响力，未来存在通过兼并收购实现压缩机等核心技术的直接引入的可能性。此外电动空调的技术路径完全颠覆先前的四代压缩机技术，目前国内厂商几乎没有相关的产品储备，考虑到公司已经在大中客电车空调领域有了充分的技术储备和产业化经验，公司相对于国内同行，更具备同国外乘用车空调龙头企业竞争的机会。因此我们认为公司在乘用车空调领域具有较大的成功机会。

### 公司乘用车空调业务——机遇大于风险

#### 乘用车空调市场广阔

中国经济的高速发展、居民收入的稳步提升以及城乡一体化建设的加速推进，特别是考虑到国内千人汽车保有量刚刚接近 50 辆，乘用车行业相比较大中客行业将有更大的成长性：乘用车 09 年销量达到 1,032 万辆，四年复合增长率达到 27%；今年更是

有望实现销量的持续升温，预计全年实现 30%左右的增速，达到 1300 万辆的规模，其增速与规模将全面超越汽车行业整体水平。

中国自主品牌厂商多年来的发展，产品性价比有了较大提升，其价格区间较为符合二三线城市初次购车者的消费习惯，二三线城市市场的发展将是自主品牌轿车渗透率进一步提升的主要驱动力。

6月1日，财政部等部委联合发布了针对小排量、节能汽车的具体补贴政策，将对满足要求的汽车企业实行 3,000 元/辆的补贴。由于此次补贴看“辆”不看“价”以及自主品牌乘用车相对较低的价格区间，3,000 元的补贴甚者超越 09 年的补贴水平。此外，考虑到《汽车产业调整和振兴规划》中关于“2011 年实现自主品牌乘用车市场份额超过 40%”的描述，我们预计未来仍将有相应扶持自主品牌乘用车的政策出台，将进一步提升比亚迪、奇瑞、长安等自主品牌车企的产品竞争力。

### 自主品牌空调低端切入 技术水平相对落后

凭借相对领先的技术水平以及和合资品牌长时间稳定的配套关系，乘用车空调的高端市场基本被外资公司占据，广州电装空调有限公司、上海德尔福汽车空调系统有限公司和法雷奥汽车空调湖北有限公司等合资公司几乎占据了 50%以上的市场份额。自主品牌厂商众多，例如重庆超力高科技有限责任公司，但主要是着眼于中低端市场，配套对象基本以东风、上汽、长安等自主品牌企业为主。

此外，我们注意到自主品牌乘用车企业的空调配套过程同合资品牌相比具有一定的差异性：由于对成本控制的要求更高，自主品牌乘用车的空调采购的集成度不高，倾向于向本土企业进行相关核心部件的单独采购，例如压缩机、冷凝器、蒸发器等，导致相关企业目前对于自主品牌的配套主要是通用性较强、有一定规格标准的配件，如风机、冷凝器、加热器、蒸发器等。这也造成了配套自主品牌的空调企业相对比较分散，市场集中度比较低，存在行业进一步整合的机会，同时技术水平残次不齐也是现阶段的一大特点。

### 公司转型的首选突破口

作为公司近年来战略重点发展的业务，乘用车空调业务自 07 年以来发展迅速，三年销售收入从 5,347 万（2 万套）增加至 2.44 亿（13 万套），10 年上半年销售收入更是创纪录的达到 2.13 亿（约 11 万套），全年有望达到 4.75 亿。

**表格 10 公司乘用车空调销售收入**

	07	08	09	10H1
产能	80,000	80,000	125,000	估计 300,000
销量	20,663	44,495	134,795	估计 112,315
同比增长%		115.34%	202.94%	163.63%
销售收入	5,347	8,625	24,399	21,346
同比增长%		61.29%	182.89%	175.44%
毛利率水平	8.33%	14.05%	18.50%	19.48%

资料来源：公司招股说明书、年报、华泰联合证券研究所

公司通过自主研发已经掌握了整体式 HVAC、层叠式蒸发器、平行流冷凝器和平行流蒸发器的开发和制作技术，拥有较强的产品配套和设计能力，具有同整车厂商共同开

发的能力。依靠多年来大中客空调的产业化经验以及不断的技术创新，公司在压缩机以外的核心配件，如蒸发器、冷凝器等具有较高的性价比。公司目前已成为长安汽车、东风柳汽、东南汽车、福田汽车的主要配套商，并积极开拓奇瑞、吉利等企业市场。

综合考虑以下几点，我们仍倾向于认为公司乘用车空调业务具有较大成功可能性，成为公司顺利打响多元化战役的第一枪：

- 1、低端市场将在一段时期内保证公司成长空间：由于乘用车空调压缩机产业化能力的缺失以及自主品牌整车厂商自身配套模式的原因，公司产品目前仍集中在向整车厂商提供蒸发器、冷凝器等高性价比、通用性较强的核心配件，而非空调系统。这也是公司产品单价变化较大的主要原因，而产品毛利率水平的持续提升也体现了公司通过不断的技术创新和工艺改造的努力。虽然大型自主品牌厂商倾向于建立体系内的配套厂商，但就近几年内，成本控制的压力仍会驱使大多自主品牌厂商向外寻找性价比最高的配件厂商。此外，由于国内自主品牌轿车企业众多、技术水平参差不齐，公司目前的产品结构所对应的消费群体较大。
- 2、多样式的市场开拓：公司向奇瑞汽车的一级供应商博耐尔汽车电气有限公司提供汽车空调零配件以此进入奇瑞汽车空调配套市场；10年上半年，公司与浙江银轮股份、浙江吉利控股集团共同投资设立合资公司——浙江银芝利热交换系统有限公司，松芝股份占31%股份，以此进入了吉利汽车的乘用车空调配套体系。
- 3、确定性的技术提升：正向研发体系的成功构建已经使公司受益颇多，短时间内对于整体式HVAC、层叠式蒸发器、平行流冷凝器和平行流蒸发器等技术工艺的掌握体现了公司高效的研发能力和对市场的快速相应力；公司品牌知名度的提升以及地理位置的优越性使公司聚集了一批优秀的科研人员，研发能力得以进一步加强。而成功上市发行后，超募资金的使用可能会涉及在国际上寻找知名机构进行相关技术的深度合作，因此我们预计公司仍会朝着强化集成能力、发展核心部件（压缩机）的方向快速发展。
- 4、产业技术升级或将成为公司脱胎换骨的机会：电动空调的技术路径完全颠覆先前的四代压缩机技术，目前国内厂商几乎没有相关的产品储备，考虑到公司已经在大中客电车空调领域有了充分的技术储备和产业化经验，公司相对于国内同行，更具备通国外乘用车空调龙头企业竞争的机会。由于技术路径的更替，又可能改变过往核心部件分开采购的惯例，提升采购的集成度，从而提高供应商的利润率水平。

因此，我们愿意畅想这样一幅场景，在未来的2-3年内，公司乘用车空调业务的发展方向将是在提高已有客户配套率的同时不断拓展新的厂商，**集中在低端市场力拼产品高性价比**；在3-5年左右时间内通过自主研发以及对外部相关技术的吸收消化不断实现产品的技术升级，从而提高客户采购的集成度和自身产品利润率水平，同时通过产品竞争力的提升继续配套市场广度和深度，因此此阶段公司**扩展到中低端市场竞争，甚至个别优秀产品拓展到合资品牌配套市场**。

#### 轨道交通——成功模式或将复制

#### 两个市场 不同格局 市场容量秀色可餐

轨道交通市场分为两类：铁路和城市地铁轻轨。铁路运输的机车、客车和动车组的配套市场相对封闭：进入相关配套体系需要首先获得铁道部的认证，难度较大；而高度

垄断的竞争格局又使主要的机车厂商出于绝对的强势地位，产品配套以标配模式为主。相比较，城市地铁轻轨的配套市场则较为开放，终端客户为各地的地铁公司，注重产品的品质和相关售后服务，因此其营销模式类似于大中客的配套市场，具有较强“终端模式”营销能力的企业将占据较大市场份额。

预计 2010 年新增铁路运输车辆 5,067，对应空调需求约 9,500 台左右；根据《中长期铁路规划》：全国铁路营业里程将从 2009 年的 8.6 万公里增加到 2020 年 12 万公里以上，其中客运专线将达到 1.6 万公里，电气化率达到 60%以上，主要技术装备达到或接近国际先进水平，因此未来 10 年铁路建设强度的持续以及车辆保有量（预计 2010 年铁路车辆保有量约为 70,000 辆左右）的快速增长将保障铁路运输车辆空调的旺盛需求。

地铁线路大修周期一般 10 年，  
预计 2010 年新增地铁运营  
里程 300 公里，对应车辆 3000  
辆，以每辆车配置 2 台空调计  
算，2020 年将替换空调 6,000  
台左右。

预计 2010 年新增地铁车辆 3,000 辆，对应空调需求约为 6,000 台左右；根据地铁已有规划，2010 年我国地铁运营里程将达到 1500 公里，2020 年达到 2500 公里，对应未来 10 年年均新增车辆 1,000 辆，同时考虑到地铁保有量的持续提升，预计 2020 年仅维修市场空调需求就将超越 6,000 台。（相关假设请参考左栏）

考虑到较高售价（约 10 万元），2010 年轨交空调机组的市场容量约为 15.5 亿元，未来仍将保持稳定增长。

#### 竞争格局稳定 合资品牌占据绝对优势

目前轨道车空调机组市场呈现明显的寡头竞争格局：预计上海法维莱交通车辆设备有限公司、石家庄国祥运输设备有限公司和广州中车轨道交通装备股份有限公司合计占据了 80%以上的市场份额。近年来三家厂商均通过了合资或者项目引进的方式引进了国外先进技术，但自主研发能力有限、技术独立性较差，无法对客户 需求形成快速有效的响应。

#### 相似的营销模式 期待同样的发展路径

公司轨道交通业务目前处于市场开拓的初期，已经具备了产业化轨交空调机组的能力，随着募投项目的实施，有望 2011 年初实现 2,200 台/年的产能。

城市轨道交通市场体系开放、市场化较为充分，终端用户对于配件产品的选购具有较大的选择权，主要注重产品的质量和售后服务，因此其运营模式与大中客市场基本相同，具有“终端模式”得以成功实施的市场基础。特别是考虑到地铁公司和公交公司同属于城市的公共交通系统，相互之间联系密切，而近年来随着多个城市推进地铁、公交一体化，公司可以利用原有客户资源进行地铁客户的开拓，因此我们认为公司具有成功复制大中客领域成长路径的较大可能——通过维修项目进行产品导入，凭借较高的产品质量和及时、便捷和完善的售后服务获得地铁公司的认可，成功实施“终端模式”。例如，公司已经成功获得为北京地铁复八线 DKZ4 型电动客车大修加装客室空调机组项目开发样机的机会。公司全国范围内完善的销售和服务网络强化了客户对于公司产品的粘性，从而保证了公司业务稳定性，而新客户的不断开拓则保障公司高成长。

此外公司目前正在积极进行铁道部焊接认证，计划与铁道部和各地铁路局开展联系，争取从大修项目切入配套市场。未来的标配市场的客户则主要为南车集团株洲电力机车公司，但由于国内铁路运输的机车、客车和动车组的配套市场体系相对封闭，未来市场份额的获取难度较大。

## 冷链物流空调——静待市场培育

### 中国冷链物流的发展水平较为落后

由于长期以来中国大而粗的经济发展模式，特别是相关法律法规和统一的准备、技术规范长期缺失，导致我国冷链物流的基础设施建设较为落后：目前我国机械冷藏列车 1,910 辆、机械冷藏汽车 20,000 辆、冷藏船吨位 10 万吨，年集装箱生产能力 100 万标准箱，远远落后于发达国家的人均水平。

**表格 11 冷链物流发展比较**

	发达国家	东欧国家	中国
生鲜食品冷藏运输率	80-90%	50%	15%
产后损耗率	5%	NA	25-30%

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

### 多因素孕育行业新机会

近年来，随着居民消费水平提高、农业结构的优化以及农产品进出口需求的持续旺盛，生鲜农产品的产量和运输半径逐年增加，对冷链物流体系的完善提出了更高的要求。此外，发展农产品冷链物流体系又是促进农民稳定增收的要求：受运输环节保鲜能力等因素制约，生鲜农产品产量的增长与农民实际收入并不匹配。完善的农产品冷链物流既可以减少农产品的产后损失，又可以带动相关农产品跨季节、地域均衡销售，将有效地促进农民收入增长。

在此背景下，国家发改委于 2010 年 6 月颁布了《农产品冷链物流发展规划》，提出加强农产品物流冷藏设施建设，加快冷链物流装备与技术升级，加快节能环保的各种新型冷链物流技术的自主研发、引进消化和吸收，不断提高冷链物流产业的自主创新能力和技术水平。预计到 2015 年我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别达到 20%、30%、36% 以上，冷藏运输率分别提高到 30%、50%、65% 左右，流通环节产品腐损率分别降至 15%、8%、10% 以下。

#### “终端”为主 “标配”为辅

公司完善的售后服务体系、全国范围内发达的服务网络契合了沃尔玛、家乐福、联华等大型生鲜食品连锁商规模的不断扩大、二三线城市门店网络迅速扩张的趋势，相比较主要外资品牌竞争对手，例如开利运输空调冷冻（中国）、大冷王运输制冷有限公司，在终端市场公司产品具有较大的竞争力，因此“终端模式”同样是公司初期切入市场的主要营销方式。

在标配市场，由于公司不具有先发优势，其产品技术、品质并没有经历市场长时间的检验，品牌影响力比较有限，因此在业务开展的初期“标配模式”应是“终端模式”的补充。但标配客户单体需求较大，其发展的可持续性更强，因此公司仍将发展冷藏车制造商的标配供应商作为未来战略发展方向，将利用自主研发优势、产品价格和售后服务切入市场，争取同中集车辆（山东）有限公司、河南冰熊冷藏车有限公司、镇江飞驰汽车集团有限责任公司等冷藏车制造商建立战略联盟。

募投项目的完成将使公司具有充足的产量储备,随着下游市场的快速启动,预计 2012 年后有望充分消化 5,000 台/年的产能,按照每辆车空调机组 8 万元计算,公司营业收入将有 4 亿左右的增长。

## 盈利预测

**表格 12 主营收入预测**

收入/百万	09	10E	11E	12E
大中客空调	656.55	844.25	910.59	978.27
乘用车空调	243.99	475.00	712.50	926.25
轨交空调	0		16	64
冷藏车空调	0		8	80
其他业务收入	19.70	26.99	31.66	37.26
合计	920.25	1346.25	1678.75	2085.78

资料来源:公司招股说明书、华泰联合证券研究所预测

## 风险提示

### 新业务的开拓低于预期

公司在乘用车空调、轨道交通空调等市场领域的开拓决定了公司未来的成长性,尽管我们认为公司具有成功的潜质,但新业务领域的竞争模式均与大中客空调领域有较大差别,仍具有不确定性。

### 原材料上涨

铜、铝等原材料成本占公司产品总成本的 25%左右,若原材料价格上涨将对公司毛利率构成较大影响。

**盈利预测**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	894	1866	2181	2672	<b>营业收入</b>	920	1346	1679	2086
现金	129	781	821	977	营业成本	587	870	1083	1345
应收账款	351	504	626	779	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	6	13	16	20	营业费用	82	94	118	146
预付账款	77	104	130	161	管理费用	61	74	92	115
存货	187	235	303	381	财务费用	10	-6	-16	-18
其他流动资产	145	229	285	355	资产减值损失	3	0	0	0
<b>非流动资产</b>	229	422	581	664	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	33	50	50	50	投资净收益	8	20	28	38
固定资产	126	233	360	453	<b>营业利润</b>	186	333	429	534
无形资产	41	41	40	40	营业外收入	7	3	3	3
其他非流动资产	30	99	132	121	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1124	2289	2763	3336	<b>利润总额</b>	192	336	432	537
<b>流动负债</b>	570	403	509	627	所得税	25	52	69	89
短期借款	235	0	0	0	<b>净利润</b>	167	284	363	449
应付账款	175	226	289	363	少数股东损益	15	18	21	23
其他流动负债	159	177	220	264	<b>归属母公司净利润</b>	152	266	342	426
<b>非流动负债</b>	49	58	64	71	EBITDA	211	351	453	573
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.11	1.43	1.77
其他非流动负债	49	58	64	71					
<b>负债合计</b>	618	462	573	697	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	45	63	84	107	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	180	240	240	240	<b>成长能力</b>				
资本公积	27	1004	1004	1004	营业收入	14.1%	46.3%	24.7%	24.2%
留存收益	254	520	862	1288	营业利润	25.3%	79.5%	28.8%	24.5%
归属母公司股东权益	461	1764	2106	2532	归属于母公司净利润	30.8%	75.3%	28.5%	24.4%
<b>负债和股东权益</b>	1124	2289	2763	3336	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	36.2%	35.4%	35.5%	35.5%
					净利率(%)	16.5%	19.8%	20.4%	20.4%
					ROE(%)	32.9%	15.1%	16.2%	16.8%
					ROIC(%)	30.8%	28.6%	27.0%	27.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	55.0%	20.2%	20.7%	20.9%
					净负债比率(%)	37.98%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.57	4.63	4.29	4.26
					速动比率	1.24	4.05	3.69	3.66
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.94	0.79	0.66	0.68
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	4.04	4.34	4.21	4.13
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.63	1.11	1.43	1.77
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.16	0.83	1.01
					每股净资产(最新摊薄)	1.92	7.35	8.78	10.55
					<b>估值比率</b>				
					P/E	40.14	22.89	17.81	14.31
					P/B	13.23	3.45	2.89	2.41
					EV/EBITDA	29	18	14	11

数据来源：华泰联合证券研究所。



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券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。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com

