

证券研究报告

平安汽车和汽车零部件

推荐 (首次)

证券分析师

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
021-38636729
yubing006@pingan.com.cn

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006
021-38638428
wangdean002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

松芝股份 (002454)

战略布局完成，进入发展快车道

事项：近日，我们调研了松芝股份，就本次非公开发行 A 股股票的情况以及公司四大业务板块的未来发展战略目标与公司进行了交流。

平安观点：

松芝股份在大中型公交客车空调领域具备渠道、技术、品牌的综合优势，本轮新能源车大规模推广将大幅提升公司电动空调销量。同时，公司在乘用车空调、轨道空调和冷藏空调三大板块均取得一定突破，发展有望进一步提速。

■ **受益于新能源公交大规模推广，电动空调销量有望大幅增加。**从 2014 年前三季度新能源客车的产销情况看，9 月份开始各试点城市应用推广的步伐明显加快，在配套政策和基础设施建设落地之后，预计 2015 年以公交为主的新能源客车市场将成倍增长。公司依托传统大中客空调建立起的渠道、品牌和技术优势，在电动空调推广方面有着得天独厚的优势，估计市场占有率超过 50%。随着新能源客车的产销规模迅速扩大，公司电动空调销量也将随之大幅增加，预计 2014 年电动空调销量 5,000 台左右，2015 年有望突破 10,000 台。考虑到电动空调毛利率明显高于传统空调，公司整体盈利能力和业绩将显著改善。

■ **乘用车空调敲开合资品牌大门，市场空间更加广阔。**公司乘用车空调主要配套江淮和长安等自主品牌，近两年自主品牌轿车低迷的市场表现对公司乘用车空调业务形成一定拖累。但合资车型价格不断下探已是大势所趋，降成本的压力将为松芝乘用车空调业务提供更加广阔的市场空间，估计公司已进入上汽通用五菱的供应商体系，并有望进一步获得雪佛兰下一代赛欧的供应许可，预计于 2016 年开始放量。另外，公司积极进军乘用车电动空调领域，估计已装备江淮 iEV4、荣威 E50 等量产车型，抢得市场先机。

■ **轨道空调获得 CRCC 认证，破冰之旅开启。**获得 CRCC 认证是进入铁路配套系统的必要条件。获得认证之前，公司多从事轨道车空调大修业务。但 2014 年初获得认证后，公司能够参与地铁和铁路空调的竞标，并有所斩获。2014 年上半年，公司借此进入大铁路领域，并在上海铁路局获得订单超过 120 台，带动轨道空调板块收入成倍增长。由于目前仍处于市场开拓期，此块业务毛利水平偏低，但随着公司在铁路、地铁、有轨电车等领域积极参与招标，收入结构中维修业务占比将逐步降低，盈利能力不断改善。

■ **冷藏空调突破技术难点，静待市场启动。**目前，我国冷链运输市场尚处于初期阶段，冷藏车和冷藏空调的产销规模较小，但市场空间巨大。公司冷藏空调技术于 2011 年引进自芬兰 Lumikoo 公司，经过三年的钻研，已比较成熟。今年上半年，冷链运输市场高速增长，公司冷链空调订单数量同比翻番，预计 2014 年全年冷链空调销量超过 1,000 台，并为公司贡献利润。**盈利预测与投资建议。**短期，受益于新能源公交的大规模推广，公司电动空调业务有望获得高速发展，提供较大业绩弹性；公司乘用车空调、轨道空调和冷藏空调三大板块均有所突破，虽然目前仍处于市场开拓期，但将为公司提供中长期的增长动力。预计 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.65 元/0.77 元/0.98 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**1) 电动空调市场竞争加剧；2) 新业务拓展进度不达预期；3) 铜、铝等原材料价格上涨。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2647	3855	4462	5475	营业收入	1968	3053	3671	4640
现金	264	398	353	368	营业成本	1348	2124	2534	3186
应收账款	723	1130	1356	1715	营业税金及附加	10	15	18	23
其他应收款	4	72	60	87	营业费用	143	241	290	367
预付账款	39	90	96	125	管理费用	204	321	400	506
存货	338	548	648	817	财务费用	-13	-24	-29	-37
其他流动资产	1278	1618	1949	2364	资产减值损失	79	80	100	130
非流动资产	693	672	740	778	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	47	44	45	45	投资净收益	82	25	25	25
固定资产	267	243	216	188	营业利润	280	321	383	491
无形资产	161	229	309	385	营业外收入	15	15	15	15
其他非流动资产	217	156	170	161	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3340	4527	5202	6253	利润总额	295	335	397	505
流动负债	967	1968	2425	3169	所得税	39	50	60	76
短期借款	0	619	786	1149	净利润	255	285	338	429
应付账款	479	680	841	1045	少数股东损益	16	20	24	30
其他流动负债	488	668	799	976	归属母公司净利润	240	265	314	399
非流动负债	93	89	90	90	EBITDA	302	330	388	489
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.77	0.65	0.77	0.98
其他非流动负债	93	89	90	90					
负债合计	1060	2056	2515	3259	主要财务比率				
少数股东权益	145	165	189	219	会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E
股本	312	406	406	406	成长能力				
资本公积	936	842	842	842	营业收入	30.0	55.1	20.3	26.4
留存收益	886	1058	1250	1528	营业利润	57.3	14.4	19.4	28.2
归属母公司股东权益	2134	2306	2498	2776	归属于母公司净利润	64.0	10.6	18.6	27.2
负债和股东权益	3340	4527	5202	6253	获利能力				
					毛利率(%)	31.5	30.4	31.0	31.3
					净利率(%)	12.2%	8.7	8.6	8.6
					ROE(%)	11.2	11.5	12.6	14.4
					ROIC(%)	10.8	8.6	9.2	9.8
					偿债能力				
					资产负债率(%)	31.7	45.4	48.4	52.1
					净负债比率(%)	0.00	30.12	31.23	35.24
					流动比率	2.74	1.96	1.84	1.73
					速动比率	2.39	1.68	1.57	1.47
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.8
					应收账款周转率	2.7	2.9	2.6	2.7
					应付账款周转率	3.7	3.7	3.3	3.4
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.59	0.65	0.77	0.98
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	-0.99	-0.12	-0.52
					每股净资产(最新摊薄)	5.26	5.68	6.16	6.84
					估值比率				
					P/E	27.8	25.1	21.2	16.7
					P/B	3.1	2.9	2.7	2.4
					EV/EBITDA	21.3	19.4	16.5	13.1

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	132	-401	-48	-211
净利润	255	285	338	429
折旧摊销	35	34	34	35
财务费用	-13	-24	-29	-37
投资损失	-82	-25	-25	-25
营运资金变动	-148	-726	-399	-660
其他经营现金流	85	56	33	47
投资活动现金流	-436	-16	-71	-52
资本支出	53	0	0	0
长期投资	-367	-3	1	-0
其他投资现金流	-750	-19	-70	-53
筹资活动现金流	-127	550	74	278
短期借款	-100	619	166	363
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	94	0	0
资本公积增加	0	-94	0	0
其他筹资现金流	-27	-69	-92	-85
现金净增加额	-431	133	-44	15

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	