



运输设备业/可选消费品

松芝股份 (002454)

低估值新能源汽车标的迎业绩爆发

	洪荣华 (分析师)	王炎学 (分析师)	庞钧文 (研究助理)
	021-38675854	010-59312757	021-38674703
	hongronghua@gtjas.com	wangyanxue@gtjas.com	pangjunwen@gtjas.com
证书编号	S0880514080002	S0880514040001	S0880115080135

本报告导读:

四季度新能源客车空调销售暴增拉动业绩, 三大估值压制因素有望得到解除, 作为估值最低的新能源汽车产业链标的之一, 业绩估值双升或迎戴维斯双击。

投资要点:

维持“增持”评级。四季度新能源客车空调销量暴增, 业绩大概率超预期; 传统乘用车空调有望进入大众、通用等合资车厂供应链打开成长空间, 股权激励已完成授予, 估值压制因素消除。预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.74 (-0.24)、0.83 (-0.33)、0.97 (-0.37) 元, 对应 PE 分别为 24、22、18 倍, 给予 2016 年 36 倍 PE, 维持目标价 29.67 元, 维持增持评级。

四季度新能源客车空调增速或超预期, 毛利率高显著增厚业绩。新能源汽车爆发式增长, 我们预测新能源汽车四季度销量可达 15 万辆, 全年 30 万辆。预计全年新能源客车空调销量有望达到 15000 台, 全年可贡献 10 亿元收入, 其中四季度收入约 5.6 亿元, 环比暴增, 新能源客车空调毛利率高于传统客车空调 20 个百分点, 业绩加速上扬。

公司是估值最低的新能源汽车产业链标的之一。可比公司估值普遍 50PE 以上。低估值原因: 市场认为传统汽车空调增速有下滑风险, 管理层过于稳健, 新业务拓展预期较低, 并且股权激励尚未完成。

我们认为以上因素均开始发生积极变化, 估值压制因素有望消除, 有望迎来估值修复。1) 乘用车空调有望进入大众和通用等合资品牌供应链, 新成长空间打开, 轨交空调和冷链也有突破; 2) 在手现金逾 4 亿, 之前的定增计划延后, 围绕新能源汽车核心零部件有足够外延能力; 3) 公告股权激励授予完成, 压制股价因素消除, 管理层利益与市场趋于一致。

催化剂: 轨交市场新订单公布; 乘用车空调通过合资车厂认证。

风险因素: 新能源汽车产销量增速下滑, 进入合资品牌供应链进度低预期

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,968	2,527	2,944	3,238	3,886
(+/-)%	30%	28%	16%	10%	20%
经营利润 (EBIT)	264	353	361	409	487
(+/-)%	58%	34%	2%	13%	19%
净利润	240	276	301	336	393
(+/-)%	64%	15%	9%	12%	17%
每股净收益 (元)	0.59	0.68	0.74	0.83	0.97
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	13.4%	14.0%	12.3%	12.6%	12.5%
净资产收益率 (%)	11.2%	11.9%	11.9%	12.0%	12.7%
投入资本回报率 (%)	11.6%	14.3%	14.7%	14.9%	14.6%
EV/EBITDA	17.8	17.5	16.8	14.9	13.0
市盈率	30.3	26.2	24.1	21.6	18.4
股息率 (%)	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 29.67

上次预测: 29.67

当前价格: 17.88

2015.11.22

交易数据

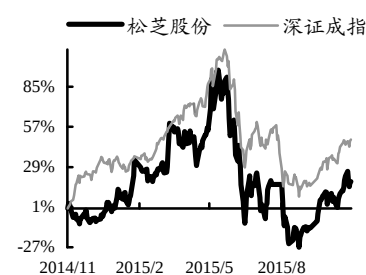
52 周内股价区间 (元)	10.85-30.95
总市值 (百万元)	7,252
总股本/流通 A 股 (百万股)	406/253
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	62%
日均成交量 (百万股)	956.63
日均成交值 (百万元)	146.66

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,390
每股净资产	5.89
市净率	3.0
净负债率	-10.89%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.16	0.18
Q2	0.19	0.15
Q3	0.16	0.15
Q4	0.18	0.26
全年	0.68	0.74

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	2%	23%
相对指数	-3%	1%	-30%

相关报告

《看好新能源汽车电动空调放量》2015.03.29

《受益于公共交通投入加速增长》2015.03.01

《客车用空调行业龙头》2015.02.10

《传统汽车空调稳健增长, 新能源贡献弹性》2014.06.24

《经营业绩延续年初至今下滑趋势》

模型更新时间: 2015.11.22

股票研究

可选消费品

运输设备业

松芝股份 (002454)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **29.67**

上次预测: 29.67

当前价格: 17.88

公司网址

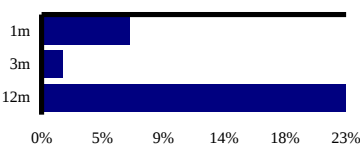
www.shsongz.com.cn

公司简介

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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

10.85-30.95

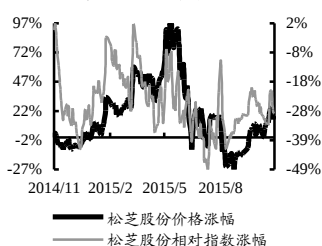
市值 (百万)

7,252

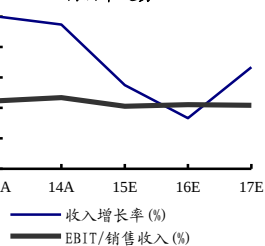
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,968	2,527	2,944	3,238	3,886
营业成本	1,348	1,741	2,079	2,275	2,734
税金及附加	10	12	14	15	18
销售费用	143	185	215	237	284
管理费用	204	236	274	302	362
EBIT	264	353	361	409	487
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	82	20	20	20	20
财务费用	-13	3	1	3	7
营业利润	280	348	380	426	500
所得税	39	57	62	69	81
少数股东损益	16	25	27	30	35
净利润	240	276	301	336	393
资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金、交易性金融资产	264	420	967	967	967
其他流动资产	368	146	0	0	0
长期投资	47	50	50	50	50
固定资产合计	277	428	543	660	779
无形资产及其他资产	331	403	281	288	294
资产合计	3,340	3,746	4,510	4,777	5,736
流动负债	967	1,191	1,807	1,787	2,396
非流动负债	93	100	1	3	6
股东权益	2,134	2,317	2,537	2,792	3,104
投入资本(IC)	1,969	2,085	2,060	2,305	2,809
现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
NOPLAT	229	297	304	344	410
折旧与摊销	35	43	36	34	33
流动资金增量	27	-119	-148	-122	-379
资本支出	-53	-208	-20	-148	-148
自由现金流	237	14	172	109	-85
经营现金流	132	225	389	272	80
投资现金流	-436	-33	0	-128	-128
融资现金流	-127	-30	158	-144	48
现金流净增加额	-431	162	547	0	0
财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长性					
收入增长率	30.0%	28.4%	16.5%	10.0%	20.0%
EBIT 增长率	57.7%	34.0%	2.2%	13.2%	19.1%
净利润增长率	64.0%	15.4%	8.8%	11.7%	17.1%
利润率					
毛利率	31.5%	31.1%	29.4%	29.7%	29.6%
EBIT 率	13.4%	14.0%	12.3%	12.6%	12.5%
净利率	12.2%	10.9%	10.2%	10.4%	10.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.2%	11.9%	11.9%	12.0%	12.7%
总资产收益率(ROA)	7.2%	7.4%	6.7%	7.0%	6.9%
投入资本回报率(ROIC)	11.6%	14.3%	14.7%	14.9%	14.6%
运营能力					
存货周转天数	84	83	83	83	83
应收账款周转天数	120	108	108	108	108
总资产周转天数	563	512	512	523	494
净利润现金含量	0.55	0.81	1.29	0.81	0.20
资本支出/收入	3%	8%	1%	5%	4%
偿债能力					
资产负债率	31.7%	34.5%	40.1%	37.5%	41.9%
净负债率	-12.4%	-13.8%	-23.4%	-22.7%	-15.3%
估值比率					
PE	30.3	26.2	24.1	21.6	18.4
PB	2.6	3.1	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	17.8	17.5	16.8	14.9	13.0
P/S	2.8	2.9	2.5	2.2	1.9
股息率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

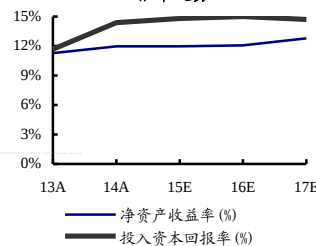
股票绝对涨幅和相对涨幅



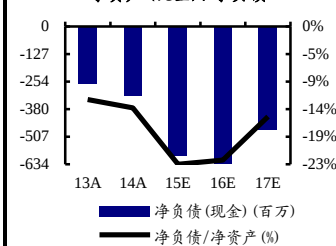
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

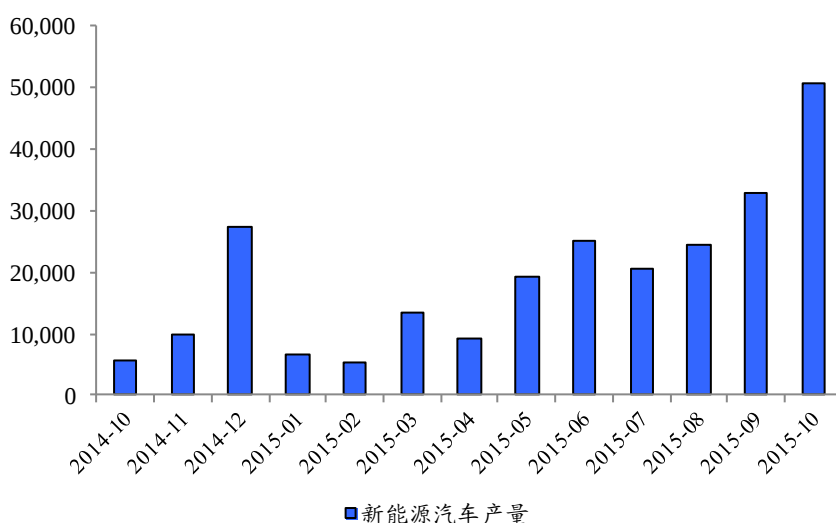
1. 四季度电动空调供不应求，业绩爆发点来临	4
1.1. 四季度新能源汽车环比大增	4
1.2. 预计电动空调四季度放量，业绩爆发点来临	4
1.3. 2016 年新能源客车空调增速有望达 30%以上	5
2. 估值最低的新能源汽车标的之一，估值有望重塑	5
2.1. 三大因素压制估值	5
2.2. 压制因素解除，估值有望重塑	6
3. 业绩估值双升迎戴维斯双击	6
4. 风险提示	7

1. 四季度电动空调供不应求，业绩爆发点来临

1.1. 四季度新能源汽车环比大增

四季度新能源汽车销量加速放量，单季度逾 15 万辆，全年超过 30 万辆。2015 年新能源汽车迎爆发式增长，预计四季度增速全年最高。2015 年 1-10 月新能源汽车产量 20.7 万辆，同比增长 3 倍，呈现爆发式增长。10 月单月新能源汽车产量 5.07 万辆，环比增长 54%。预计 11-12 月两月新能源汽车产量有望突破 13 万辆，呈现加速增长趋势，四季度产量有望超过三季度产量之和。

图 1 新能源汽车产量月度数据

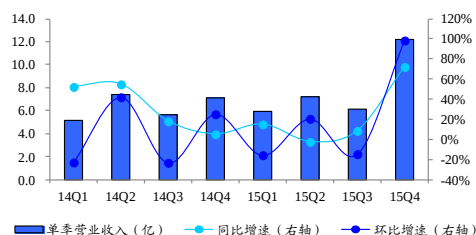


数据来源：工信部，国泰君安证券研究

1.2. 预计电动空调四季度放量，业绩爆发点来临

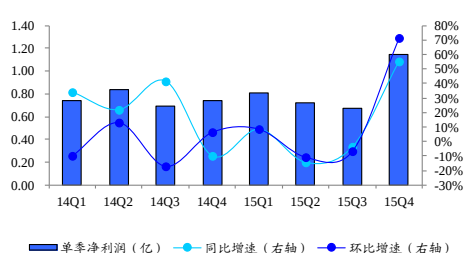
电动空调供不应求，四季度迎来业绩释放。电动空调是新能源汽车的必备零部件，供需紧张程度甚至超过了动力电池。依赖在传统客车空调领域积累的技术和地方公交公司客户资源优势，松芝电动空调实现电动客车市占率在 60% 以上。预计公司四季度电动客车空调销量为前三季度之和，全年销售 15000 台左右，均价 6.5 万元以上，全年贡献销售收入 10 亿元以上。前三季度实现收入、净利润分别同比+8.5%、-5.6%，增速平稳，预计四季度将是公司业绩爆发点。

图 2 14-15 单季度营业收入 (15Q4 为预测值)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3 14-15 单季度净利润 (15Q4 为预测值)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.3. 2016 年新能源客车空调增速有望达 30%以上

补贴引入 Ekg 指标后,市场担忧新能源客车增速下滑,但我们认为车辆制造成本的下降足以对冲。有别于 2015 年的补贴标准(仅考虑车长进行补贴),2016 年客车补贴引入 Ekg 指标,即按照单位载质量能量消耗量($Wh/km \cdot kg$)进行梯度补贴,很多投资者认为在考核标准改变的情况下,新能源客车将会因为补贴更为严格而销量受影响。实际上根据测算,以 200Kwh 新能源客车来说,在当前时点电池成本为 60 万元,2016 年电池价格至少下降 20%,即-12 万元,能够基本覆盖补贴退坡,新能源客车依然可以保持高速增长。

图 4、2016 年纯电动、插电式混合动力等客车推广应用补助标准

车辆类型	单位载质量能量消耗量 (E_{kg} , $Wh/km \cdot kg$)	车长 L (米)		
		$6 \leq L < 8$	$8 \leq L < 10$	$L \geq 10$
纯电动客车	$E_{kg} < 0.3$	30	40	50
	$0.3 \leq E_{kg} < 0.4$		36	46
	$0.4 \leq E_{kg} < 0.5$		32	42
	$0.5 \leq E_{kg} < 0.6$	26	/	/
	$0.6 \leq E_{kg} < 0.7$	22	/	/
插电式混合动力客车(含增程式混合动力客车、双源无轨客车等)		17	20	23
快充纯电动客车		10	12	15

数据来源:发改委,国泰君安证券研究(单位:万元/辆)

新能源客车拓展短途城际客车领域,打开新的增长空间。新能源客车 2015 年主要由地方公交公司集中采购,主要针对市区内的公交运营,原因是方便建设集中式充电站。随着各个城市紧锣密鼓建设集中式新能源客车充电站,短途城际客车电动化也成为可能,行驶到异地无法充电的情况得到解决,2016 年有望成为短途城际新能源客车快速发展的一年,为新能源客车打开成长空间。综合来看,新能源客车 2016 年仍能维持 30%以上的增长。

2. 估值最低的新能源汽车标的之一,估值有望重塑

2.1. 三大因素压制估值

公司是新能源汽车产业链估值最低的标的之一。市场主要有三点担忧:

- 传统车空调增速放缓。市场认为公司业绩主要依赖传统客车空调,而乘用车空调没有进入明星车型供应链,毛利较低,并且乘用车增速拐点向下,或拖累公司业绩。
- 公司管理层是实业起家,注重深挖主业,市场认为管理层思路较为保守,没有充分利用资本市场优势。
- 第二期股权激励尚在进行中,股价过高将增加公司股权激励摊销费

用。

表 1: 新能源汽车产业链可比公司估值表 (截至 2015/11/22)

代码	简称	EPS			PE		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
002196	方正电机	0.30	0.64	0.86	110	51	38
002407	多氟多	0.21	0.89	1.62	269	64	35
002594	比亚迪	0.97	1.30	1.87	69	51	36
300153	科泰电源	0.14	0.24	0.29	120	69	56
600478	科力远	0.09	0.31	0.55	231	70	39
002074	国轩高科	0.57	0.95	1.32	72	44	31
平均					145	58	39
002454	松芝股份	0.74	0.83	0.97	24	22	18

数据来源: Wind 一致预期, 国泰君安证券研究

2.2. 压制因素解除, 估值有望重塑

我们认为在目前时点来看, 三大压制因素都有边际好转。

- 除客车空调外, 其他空调有新拓展。乘用车空调有望进入大众和通用等合资品牌的供应链, 打开成长空间。轨交空调成功开拓地铁空调更换业务, 轨交空调更换周期为 8 年, 每节车厢需要两台空调, 单台费用 15-20 万元, 毛利率 50%, 目前已经进入上海 3、4 号线, 未来有望拓展更多线路。冷链领域与中集合作, 进入远洋集装箱冷链领域, 可能通过外延并购获取关键技术。
- 三季报披露公司在手现金逾 4 亿元, 负债率仅为 33%。2015 年定增预案已经撤回, 取消发行, 未来或重启。未来围绕新能源汽车核心零部件如电机、电控, 乘用车空调核心零部件如压缩机等有足够的外延扩张能力。
- 11 月 19 日公告第二期股权激励授予, 公司股权激励成本确定, 压制股价因素消除。管理层与市场利益趋于一致, 公司与资本市场沟通的动力也加强。

表 2: 两次股权激励情况表

股权激励期次	参与人	股票数量	授予价格	摊销费用
1	高管及核心员工共 98 人	1500 万	8.35 元	3884 万元
2	同上	1500 万	6.32 元	5287 万元

未来 36 个月内分三次解锁, 解锁条件: 2015-2017 年扣非净利润相比 2012-2014 年扣非净利润平均数的增长不低于 35%、45%和 65%, 分别为 2.47、2.65、3.02 亿元

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 业绩估值双升迎戴维斯双击

业绩释放, 估值回升, 迎戴维斯双击。公司估值压制因素消除, 估值有望回升至新能源汽车产业链平均估值水平; 四季度新能源汽车销量增量, 业绩将得到释放, 预计全年新能源车空调贡献收入 10.18 亿元以上, 利润占比有望超 50%。估值最低的新能源汽车产业链公司之一迎戴维斯双击, 建议各位投资者把握住机会。

表 3: 2015 年松芝新能源汽车空调销量测算

	销量 (台)	单价 (万元/台)	销售收入 (亿元)
新能源客车空调	15000	>6.5	>10
新能源乘用车空调	10000	0.18	0.18

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

维持增持评级。预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.74(-0.24)、0.83(-0.33)、0.97(-0.37) 元, 对应 PE 分别为 24、22、18 倍。参照同行可比公司估值水平 (参照表 1), 给予 2016 年 36 倍 PE, 维持目标价 29.67 元, 维持增持评级。

4. 风险提示

2016 年新能源汽车销量不达预期。2015 年新能源汽车市场爆发的重要因素是国家补贴和地方补贴对新能源汽车购置成本的覆盖。2016 年客车补贴会有一定程度的下滑, 并且随着第一代新能源汽车运行满一年, 各种问题可能会暴露, 新能源汽车在 2016 年上半年有可能会进入思考调整期, 对电动空调的销售产生不利影响。

进入合资品牌供应链进度低于预期。我们判断公司乘用车空调进入合资品牌如大众、通用是大概率事件, 但存在进入合资品牌供应链进度低于预期的可能。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		