

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 13.20元

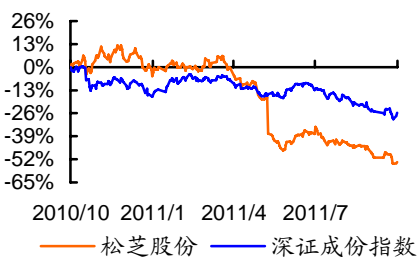
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	10203.40
总股本(百万)	312
流通股本(百万)	116
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	0.74
每股净资产(元)	5.71
资产负债率	22.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
松芝股份	-10.93	-30.08	-35.31
深证成份指数	-3.18	-14.73	-18.43



相关报告

《松芝股份-车用空调受制成本, 轨道交通明年放量》2011-8-25

《松芝股份-迈向轨道交通与冷链物流的制冷龙头》2011-3-28

松芝股份

002454

推荐

车载空调“空”增长, 轨道交通与冷链运输市场仍需培育——三季报点评

公司10月27日公布11年三季报, 实现收入11.47亿元, 同比增长20.62%, 实现归属上市公司股东净利润1.93亿元, 同比增长0.67%, 每股EPS为0.62元, 低于市场预期。主要原因来自原材料价格持续高位运行, 导致产品毛利率降低, 同时公司加大新产品开发力度, 管理费用支出增多。

公司作为大中客空调供应商龙头, 依托技术优势渗入乘用车领域, 并积极开拓轨道交通和冷链物流市场, 未来多市场扩张成功几率大, 前景广阔, 值得关注, 给予“推荐”评级。

投资要点:

- **车载空调稳定增长, 营业收入快速上升。**公司在大中客车空调领域优势明显, 市场占有率保持在20%左右, 销量随下游大中客行业景气稳定增长; 乘用车空调扩张快速, 并谋划进入合资品牌供应体系, 进一步提升市场份额。公司收入主要来源于车载空调市场, 未来仍将快速上升。
- **原材料成本与管理费用高位运行, 压低盈利水平。**主要原材料成本持续高位运行, 导致毛利率下降3.16个百分点; 新产品研发与新客户开拓投入, 使管理费用率上升1.5个百分点, 两者压低了公司净利润水平。四季度是公司传统计提管理费用时期, 利润将进一步被侵蚀, 预计四季度EPS为0.12元。
- **进军轨道交通和冷链物流领域, 带来巨大成长潜力。**公司作为内资车载空调的代表, 技术优势促使其积极开拓外延潜在市场。公司着力开拓的市场包括轨道交通空调市场和冷链物流市场, 其中轨道交通空调的产品单价高, 毛利空间好; 而冷链物流行业随着铁路基建的完善或将进入黄金发展期, 冷链物流需求可能实现井喷, 公司正加快合作步伐, 谋求分享该领域的爆发增长机遇。
- **投资建议:**预计公司11-13年收入15.74、18.61和22.04亿元, 归属母公司净利润为2.30、3.00和3.61亿元, 每股EPS为0.74、0.96和1.16元, 对应PE为17.8、13.7和11.4倍。但公司是车载空调龙头, 在中大客空调领域优势明显, 积极渗入乘用车空调领域, 并将陆续切入轨道交通空调和冷链物流领域, 未来多元化扩张成功概率大, 前景广阔, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:**汽车行业持续不景气, 轨道交通和冷链物流业务开展低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1301	1574	1861	2204
收入同比(%)	41%	21%	18%	18%
归属母公司净利润	229	230	280	343
净利润同比(%)	51%	0%	22%	23%
毛利率(%)	35.8%	32.2%	32.6%	32.5%
ROE(%)	13.2%	12.5%	13.2%	13.9%
每股收益(元)	0.73	0.74	0.90	1.10
P/E	18.00	17.92	14.69	11.99
P/B	2.38	2.24	1.94	1.67
EV/EBITDA	11	12	9	8

资料来源: 中投证券研究所

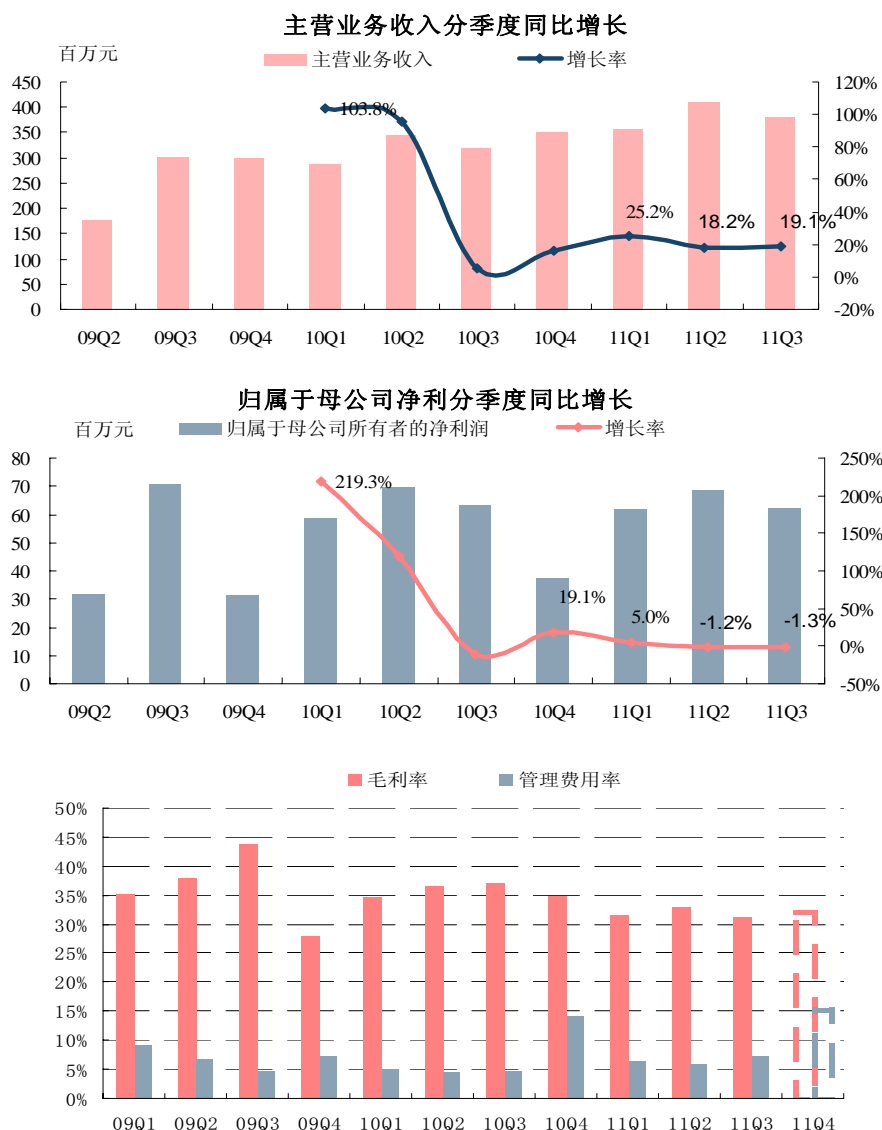
一、三季度数据点评

公司 10 月 27 日公布 11 年三季报, 实现收入 11.47 亿元, 同比增长 20.62%, 实现归属上市公司股东净利润 1.93 亿元, 同比增长 0.67%, 每股 EPS 为 0.62 元, 低于市场预期。

收入快速增长。本年度大中客因公交市场火热, 前三季销量同比增长约 8.8%, 带动公司大中客空调产品分享该增长; 同时, 公司乘用车空调市场份额快速上升, 贡献大量收入, 使公司营业收入同比增长 20.6%。

利润基本未变。毛利率受原材料价格持续高位运行, 同比下降约 3 个百分点; 管理费用率因公司加大对新产品研发和新客户开拓的投入, 同比上升约 1.5 个百分点, 受此影响, 公司净利润在收入快速增长的情况下同比基本未变。

图 1 松芝股份分季度数据



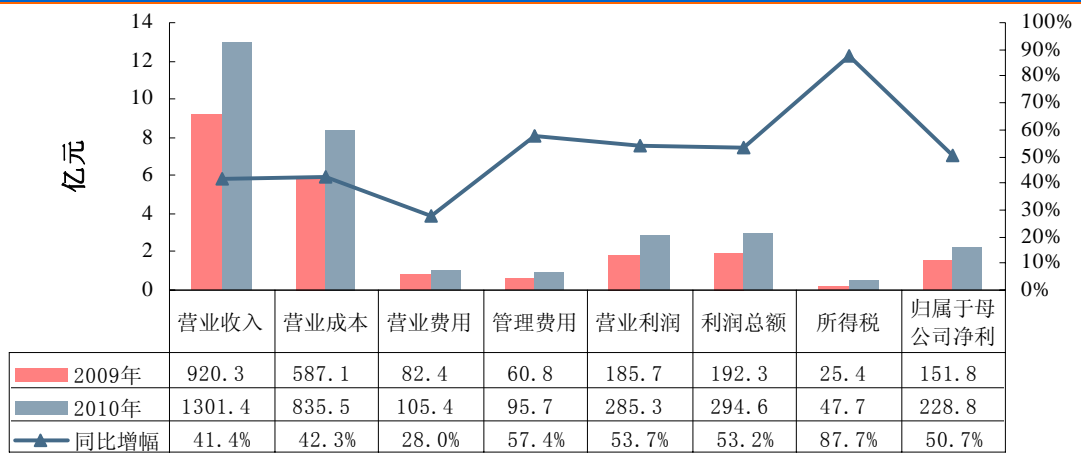
资料来源: 松芝股份历年报表、中投证券研究所

表 1 松芝股份的季度盈利性数据 (09Q3-11Q3)

财务指标(百万)	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	环比	同比
营业总收入	300.3	286.2	345.5	319.7	350.1	358.4	408.6	380.6	-6.8%	19.1%
营业成本	216.5	187.3	218.9	201.1	228.2	244.8	273.4	261.9	-4.2%	30.2%
营业费用	34.9	11.4	27.3	30.7	36.0	18.3	23.1	30.2	30.6%	-1.8%
管理费用	21.5	14.6	15.8	15.2	50.1	22.9	23.5	27.7	17.7%	82.3%
财务费用	2.5	2.8	2.5	(0.0)	(1.7)	(3.6)	(0.9)	(11.8)	1173.1%	-
营业利润	36.6	74.7	86.0	76.4	48.3	77.6	88.0	73.6	-16.4%	-3.6%
利润总额	40.1	75.2	86.5	81.4	51.5	78.0	88.9	79.1	-11.1%	-2.9%
所得税	5.0	12.0	12.7	13.6	9.5	13.4	16.1	11.5	-28.8%	-15.3%
净利润	31.3	58.8	69.6	63.1	37.2	61.8	68.7	62.3	-9.3%	-1.3%
EPS	0.00	0.00	0.00	0.26	0.16	0.26	0.22	0.20	-9.1%	-
毛利率	27.9%	34.6%	36.7%	37.1%	34.8%	31.7%	33.1%	31.2%	-5.7%	-15.9%
营业费用率	11.6%	4.0%	7.9%	9.6%	10.3%	5.1%	5.7%	7.9%	40.2%	-17.5%
管理费用率	7.2%	5.1%	4.6%	4.7%	14.3%	6.4%	5.8%	7.3%	26.3%	53.1%
营业利润率	12.2%	26.1%	24.9%	23.9%	13.8%	21.6%	21.5%	19.3%	-10.2%	-19.1%
实际所得税率	12.6%	15.9%	14.7%	16.7%	18.4%	17.2%	18.1%	14.5%	-19.9%	-12.8%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 2 松芝股份近期年度报告期数据 (2009 vs 2010)



资料来源：松芝股份历年报表、中投证券研究所

二、行业分析：城市化+出口,推动大中客行业景气

2.1 城市化深入带动消费升级

大中型客车的市场需求主要来源于公路客运、旅游、城市公交和团体专用等的客运需求，消费升级是未来大中客车最大的亮点。我们认为目前我国较低的人均出行里程、对便利城市公交系统的渴求和旅游需求的增长都将直接刺激大中客车市场的快速发展。此外，大中型客车高端化的趋势，在继续深化城市化和居民收入上升的背景下将愈演愈烈。我们通过分析目前大中型客车终端市

场，明确未来中高端大中型客车市场的发展趋势，对技术和质量的要求将逐步提高，同时随着排放法规和节能减排的需求，车辆更新年限也将缩短。

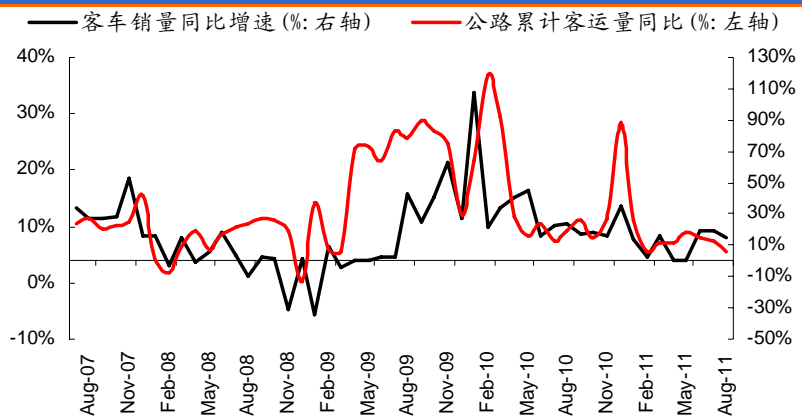
表 2 大中型客车市场划分（按用途）

细分市场	用户类型	营运距离	平均每日行	平均行驶速度	车辆档次	更新年限
城际客运	城际客运公司	中长途	500-800km	60-100km/h	中->高	5-6 年
城市公交	城市公交公司	市内	150-250km	15-25km/h	中低->中	6-8 年
旅游观光	旅游、租赁公司	短途，少量长途	50-100km	45-60km/h	中高	10-15 年
单位用车	政府、企事业	市内，少量长途	50-100km	45-60km/h	中高	8-10 年

资料来源：Rolandberg、中投证券研究所

随着城市化进程加快和居民收入增加，居民出行带来的客运需求，将长期支撑客车市场景气程度。以国际经验来看，城市化率在到达 50% 以前，仍以农村人口迁往城市为主，超过 50% 以后陆续发生小城市往大城市、大城市郊区化等社会化进程，这些都将刺激居民的出行需求，并带来客运需求的消费升级。近年围绕大城市与郊区，以及城市群之间的日间流动越来越大，包括城郊长途公交、快速公交系统 BRT（Bus Rapid Transit）、集团公司职员的班车、高校及中小学校校巴、旅游景区巴士等成为大中客的快速新增市场。

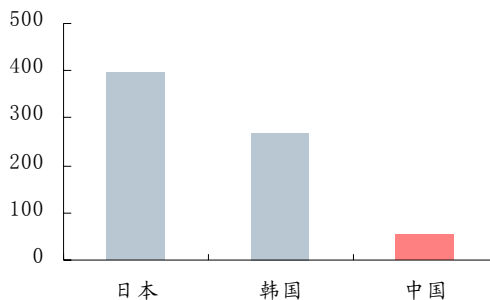
图 3 客车销量增速与公路客运量增速保持强相关



资料来源：CAAM、wind、中投证券研究所

客运、旅游、城市公交的市场新增需求将保证客车市场的稳定增长。根据我国人均年出行次数（总客运量/人口总量）仅为 21.5 次，处于世界的极低位。城市人口的增加、政府加大对民生工作的重视，将促使对公交系统的构建和公交公司的改革，同时一二线城市的拥堵问题导致对公交车队的更新扩大仍将加快。2009 年我国旅游人口达 19 亿人次、入境游人数稳步增长达到 1.2 亿人次，旅游出行将成为未来居民消费升级的重要组成部分。

图 4 我国年人均出行次数处于低位

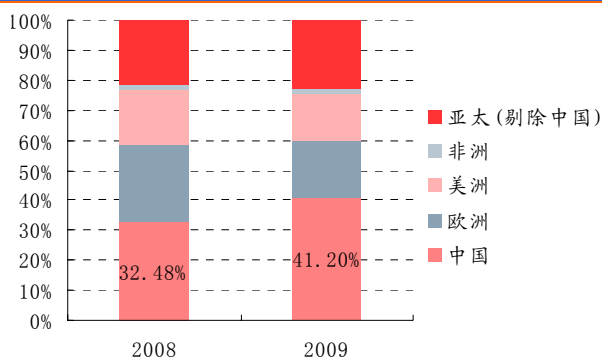


资料来源：中投证券研究所

2.2 出口潜力拓展客车空间

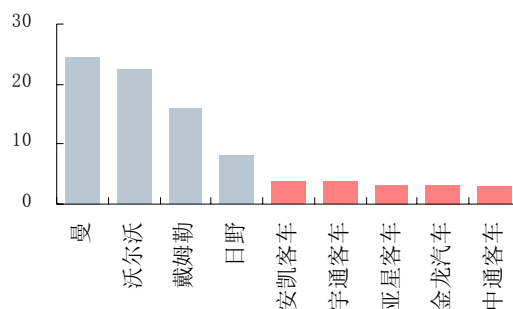
我国已成为世界第一客车生产大国，而且份额有扩大趋势。与全球知名客车生产商相比，中国客车具有明显的价格优势。出口将成为我国大中客企业的重要增长点。

图 5 我国已成为世界第一大客车生产国



资料来源：OICA、中投证券研究所

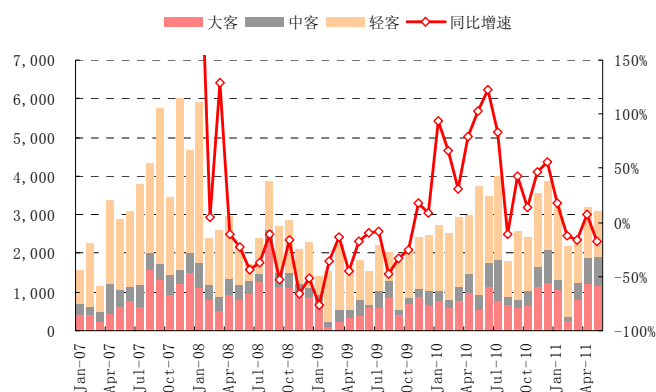
图 6 我国客车具有价格优势（万美元）



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

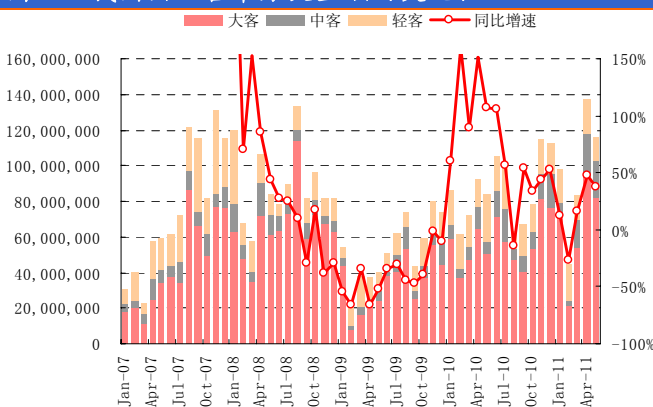
客车出口市场稳步回暖，结构发生积极变化，大中客占比扩张，凸显相应客车企业竞争力在提升。11年销量增速有所放缓，但是销售金额增速仍然表现亮眼，体现出口结构正在发生重大变化，大中客占比由45%以下提升至60%以上，销售金额的贡献更为明显，目前已达客车出口占比的89%。

图 7 我国客车出口分类销量（辆）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 8 我国出口客车分类金额（美元）

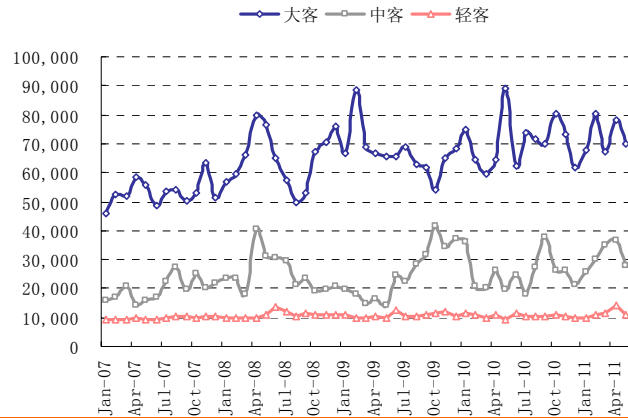


资料来源：CAAM、中投证券研究所

大中客车的出口均价稳步增长，产品结构积极上升，出口盈利能力将得到保障。目前大客的出口均价由07年的5万美元增加到目前7万美元~8万美元

间，中客出口均价由不到2万美元提升至3万美元附近，轻客出口均价常年维持在1万美元附近。大中客的价格表现体现中国客车出口结构上移明显，盈利空间值得期待。

图 9 我国出口客车均价（美元/辆）

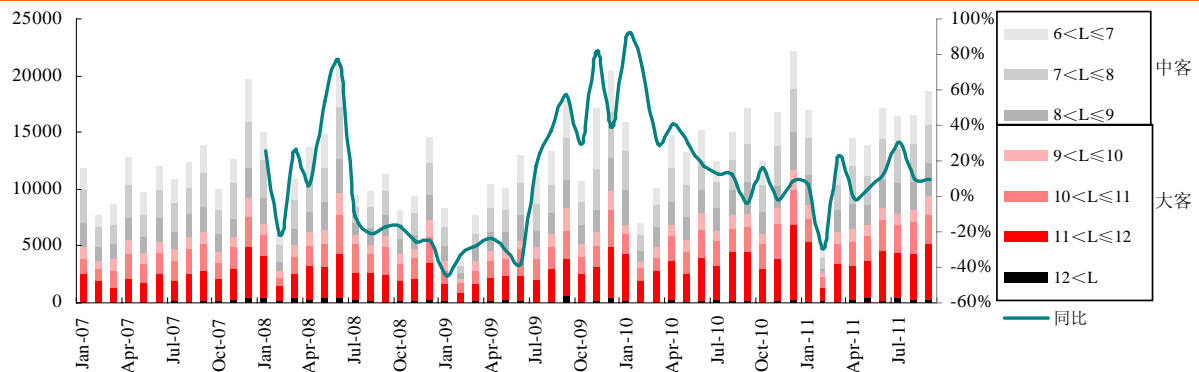


资料来源：CAAM、中投证券研究所

2.3 公司受益于大中客行业景气

大中客行业景气带动公司收入与盈利上升。我们认为，随着城市化深入和出口扩张加快，预计大中客行业将持续景气，销量稳步增长。公司作为大中客空调龙头，将充分受益下游景气，收入与盈利快速上升。

图 10 全国大中客月度销量数据

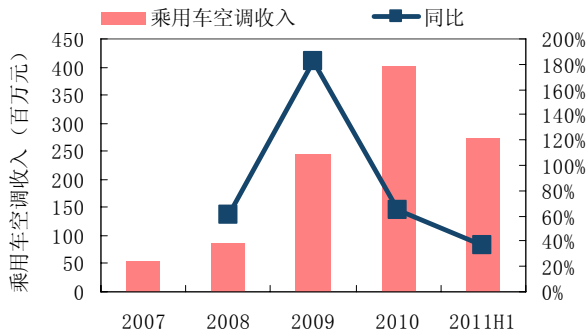


资料来源：中客网、中投证券研究所

三、公司战略分析：渗透乘用车空调领域，培育轨道交通与冷链物流市场

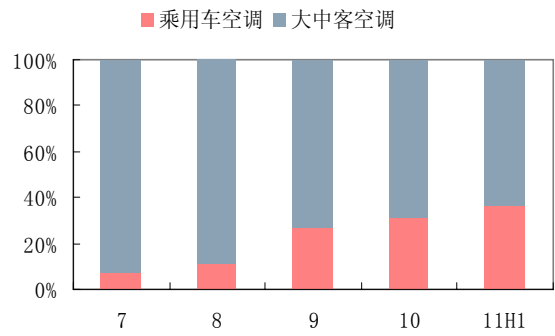
乘用车空调产品高速发展，成为公司又一主打产品。公司自 07 年介入乘用车空调领域至今，保持爆发式增长速度！预计 11 年乘用车空调产品营业收入超过 5 亿元，约占公司收入的三分之一。公司未来谋划进入合资体系，陆续实现进口替代，仍使该部分业务保持稳健增长。

图 11 乘用车空调收入及增速



资料来源：公司财报、中投证券研究所

图 12 公司近年收入构成变化



资料来源：公司财报、中投证券研究所

技术外溢带来巨大成长潜力：轨道交通+冷链物流。公司作为内资车载空调的代表，在车载空调领域具有技术外溢机遇，积极开拓外延轨道交通空调和冷链物流市场。轨道交通的空调市场，产品单价高，毛利空间好；近几年是我国冷链物流发展的黄金时期，随着铁路基建的完善，冷链物流需求将实现井喷，公司正加快步伐，谋求合作，分享该领域的爆发增长机遇。外延市场的积极培育，将成为公司未来业绩持续增长的源泉。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1990	2275	2657	3094
现金	921	926	1067	1243
应收账款	329	531	603	672
其它应收款	2	3	3	4
预付账款	85	108	128	151
存货	294	375	442	523
其他	359	332	415	501
非流动资产	318	352	354	355
长期投资	62	62	62	62
固定资产	160	179	178	173
无形资产	56	69	82	96
其他	40	41	30	24
资产总计	2308	2627	3011	3449
流动负债	465	656	738	806
短期借款	40	146	140	109
应付账款	236	280	338	397
其他	188	230	260	300
非流动负债	61	61	61	61
长期借款	0	0	0	0
其他	61	61	61	61
负债合计	526	718	799	867
少数股东权益	51	69	90	117
股本	240	312	312	312
资本公积	1008	936	936	936
留存收益	483	593	873	1216
归属母公司股东权益	1731	1841	2121	2464
负债和股东权益	2308	2627	3011	3449

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	47	27	124	180
净利润	247	248	302	370
折旧摊销	16	10	11	12
财务费用	4	-16	-15	-19
投资损失	-21	-21	-21	-21
营运资金变动	-196	-209	-158	-166
其它	-2	15	5	4
投资活动现金流	-86	-24	8	8
资本支出	82	21	0	0
长期投资	-8	8	-1	-2
其他	-12	6	7	6
筹资活动现金流	831	1	9	-12
短期借款	-195	106	-5	-32
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	72	0	0
资本公积增加	981	-72	0	0
其他	45	-105	15	19
现金净增加额	792	5	141	175

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1301	1574	1861	2204
营业成本	835	1068	1256	1487
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	105	129	149	176
管理费用	96	134	149	154
财务费用	4	-16	-15	-19
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	21	21	21	21
营业利润	285	283	347	429
营业外收入	10	8	9	9
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	295	290	354	437
所得税	48	43	52	66
净利润	247	248	302	370
少数股东损益	18	18	22	27
归属母公司净利润	229	230	280	343
EBITDA	305	278	343	421
EPS (元)	0.95	0.74	0.90	1.10

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	41.4%	21.0%	18.3%	18.4%
营业利润	53.7%	-0.6%	22.3%	23.7%
归属于母公司净利润	50.7%	0.5%	22.0%	22.5%
获利能力				
毛利率	35.8%	32.2%	32.6%	32.5%
净利率	17.6%	14.6%	15.1%	15.6%
ROE	13.2%	12.5%	13.2%	13.9%
ROIC	29.4%	21.9%	23.6%	25.5%
偿债能力				
资产负债率	22.8%	27.3%	26.6%	25.1%
净负债比率	7.60%	20.28%	17.53	12.52%
流动比率	4.28	3.47	3.60	3.84
速动比率	3.65	2.89	3.00	3.19
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.64	0.66	0.68
应收账款周转率	4	3	3	3
应付账款周转率	4.06	4.13	4.06	4.05
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.74	0.90	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.09	0.40	0.58
每股净资产(最新摊薄)	5.55	5.90	6.80	7.90
估值比率				
P/E	18.00	17.92	14.69	11.99
P/B	2.38	2.24	1.94	1.67
EV/EBITDA	11	12	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10% 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

邢卫军: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434