

松芝股份 (002454.SZ)

汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

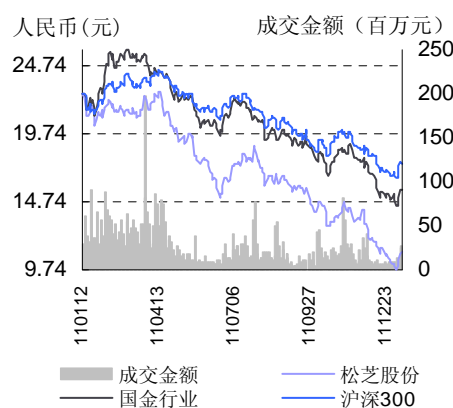
市价(人民币): 11.00元

## 校车需求爆发的又一显著受益者

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	116.40
总市值(百万元)	3,460.08
年内股价最高最低(元)	22.79/9.74
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 相关报告

1. 《盈利能力有所下滑》, 2011.4.26

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)61038231  
wuwz@gjzq.com.cn

厉叶淼 联系人  
(8621)61038244  
liyem@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.843	0.953	0.763	1.012	1.219
每股净资产(元)	2.56	7.21	6.31	7.32	8.54
每股经营性现金流(元)	0.79	0.20	0.54	0.25	0.62
市盈率(倍)	N/A	11.54	14.42	10.89	9.02
行业优化市盈率(倍)	52.18	55.41	45.65	45.65	45.65
净利润增长率(%)	30.80%	50.69%	4.02%	32.67%	20.44%
净资产收益率(%)	32.95%	13.22%	12.09%	13.82%	14.27%
总股本(百万股)	180.00	240.00	312.00	312.00	312.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **校车需求爆发将带动大中客行业高速增长:** 在中央高层的直接推动下, 校车市场需求已经爆发在即。我们测算 2012 年校车需求有望达约 7 万辆, 其中颇为确定的更新需求也有约 4 万辆, 由此大中客行业 2012 年销量增速至少可达 30%, 远超行业 9% 的历史平均增速。
- **松芝大中客空调业务优势明显, 可充分受益校车需求增长:** 公司为大中客空调行业龙头企业, 2011 年市场份额已达 28.6%, 其中在公交空调的份额达 29.4%。未来校车市场运营管理将具有类公交的显著特征, 公司依托“终端模式”与“标配模式”均可充分受益校车需求爆发。我们预测公司至少有望获得校车空调 25% 的份额, 增厚 2012 年 EPS 约 19%。
- **乘用车空调空间广阔, 轨交空调仍有望突破:** 公司乘用车空调近年收入复合增速达 95.6%, 现已配套长安、柳汽、福田等自主品牌车企, 成长空间仍然广阔。公司还将调整策略, 集中配套优质车型以提高盈利能力。轨交空调市场规模约 25 亿元, 虽然公司在此领域进展缓慢, 但未来仍有望取得突破。
- **乘用车业务改善及原材料价格回落有望带动公司盈利能力回升:** 公司成本受原材料价格影响很大, 2011 年公司综合毛利率下滑近 3 个百分点。2012 年, 铜材与铝材下滑已成定局, 且公司乘用车空调业务毛利率也有望得以改善, 预计公司 2012 年综合毛利率有望回升 1.6 个百分点。

## 盈利预测与估值

- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.76 元、1.02 元、1.23 元, 给予公司未来 6-12 个月 15.2 元目标价, 对应 2012 年 15 倍 PE。

## 投资建议

- 在校车市场需求即将爆发的背景下, 公司成熟的、富有竞争力的且盈利丰厚的大中客空调业务必将迎来快速成长, 整体业绩增长也将非常确定。公司当前股价对应 2012 年 PE 为 10.9 倍, 估值偏低, 建议“买入”。

## 风险

- 校车销量不达预期的风险, “终端模式”无法大范围复制至校车市场的风险, 原材料价格超预期上涨的风险。

## 内容目录

校车将带动大中客行业高速增长，松芝股份可充分受益 .....	4
松芝大中客空调优势明显，行业龙头地位稳固 .....	4
校车市场启动在即，大中客 2012 年销量增速有望超 50% .....	6
“终端模式”与“标配模式”共举，松芝将充分受益校车需求爆发 .....	8
预计公司可获校车空调 25% 份额，增厚 2012 年净利润约 19% .....	11
乘用车空调快速发展，轨交空调仍有望取得突破 .....	13
乘用车空调前景广阔，松芝股份快速增长 .....	13
轨道空调市场前景广阔，短期虽难突破但长远仍可期 .....	16
盈利能力领先，综合毛利率存在提升空间 .....	17
零部件占成本比例较高，盈利能力在零部件行业中领先 .....	17
乘用车空调业务改善与原材料价格回落有望带动毛利率回升 .....	18
盈利预测与估值 .....	19
盈利预测 .....	19
估值与投资建议 .....	19
风险提示 .....	19
校车行业销量不达预期的风险 .....	19
“终端模式”无法复制大范围至校车市场的风险 .....	19
原材料价格超预期上涨的风险 .....	20
附录：三张报表预测摘要 .....	22

## 图表目录

图表 1: 松芝股份收入结构 (2011H1) .....	4
图表 2: 松芝股份毛利结构 (2011H1) .....	4
图表 3: 国内大中客空调主要供应商及其概况 (台) .....	4
图表 4: 松芝股份大中客空调销量及市场份额 .....	5
图表 5: 公司近年长客类与公交类空调营收占比 .....	5
图表 6: 公司近年长客类与公交类空调毛利占比 .....	5
图表 7: 公司长客类空调销量及市场份额 (台) .....	5
图表 8: 公司公交类空调销量及市场份额 (台) .....	5
图表 9: 近年全国小学学校数量 (万所) .....	6
图表 10: 近年全国单所小学平均在校生数量 (人/所) .....	6
图表 11: 我国初中、小学与幼儿园在校人数占比-2010 年 .....	7
图表 12: 校车更新需求测算 (万辆) .....	7
图表 13: 新增校车需求测算 (万辆) .....	7
图表 14: 大中型客车销量及预测预测 (万辆) .....	8

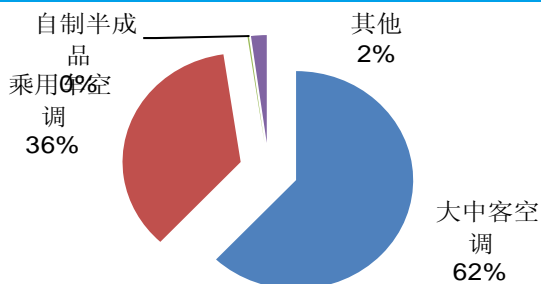
图表 15: 大中型客车销量及增速预测 (辆) .....	8
图表 16: 公司终端与标配销量按类别分拆-2011 年预测数 (万台) .....	9
图表 17: 公司近年“终端模式”营收及增速 (万元) .....	9
图表 18: 公司“终端模式”客户营收占比 .....	9
图表 19: 国内 6 个试点地区的校车运营概况 .....	10
图表 20: 松芝股份标配模式的销量分拆-2011 年预测 (台) .....	11
图表 21: 厦门金旅近年销量及增速 (辆) .....	11
图表 22: 安凯客车近年销量及增速 (辆) .....	11
图表 23: 公司对主要大中客空调客户的配套比例 .....	12
图表 24: 公司主要客户 2011 年在公交市场的份额 .....	12
图表 25: 2011 年 1-11 月大中型客车分长度销量比例 .....	12
图表 26: 松芝股份大中客空调业务预测 .....	13
图表 27: 乘用车行业近年销量及增速 (辆) .....	13
图表 28: 国内乘用车空调配套行业体系 .....	14
图表 29: 主要乘用车空调生产企业概况 (台) .....	14
图表 30: 松芝乘用车空调近年营收及增速 (百万元) .....	15
图表 31: 公司 2010 年主要乘用车客户的营收占比 .....	15
图表 32: 松芝股份对主要乘用车客户的配套情况 .....	15
图表 33: 松芝股份乘用车空调业务预测 .....	15
图表 34: 国内分城市轨道交通投资规模 (亿元) .....	16
图表 35: 国内轨交年度投资额-项目建成时间 (亿元) .....	16
图表 36: 松芝股份主营业务成本结构—2009 年 .....	17
图表 37: 公司大中客空调分业务及综合毛利率 .....	17
图表 38: 公司乘用车空调业务毛利率 .....	17
图表 39: 部分汽车零部件公司毛利率比较 .....	18
图表 40: 部分汽车零部件公司净利率比较 .....	18
图表 41: 公司铜材与铝材占主营业务成本比例 .....	18
图表 42: 国内现货铜价与现货铝价 (元/吨) .....	18
图表 43: 可比公司估值比较 .....	19
图表 44: 松芝股份业务分拆预测 .....	21

校车将带动大中客行业高速增长，松芝股份可充分受益

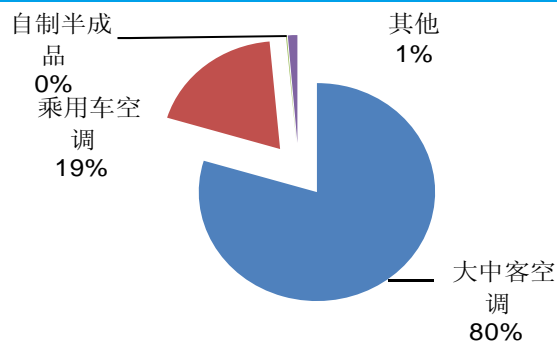
松芝大中客空调优势明显，行业龙头地位稳固

- **大中客空调为公司核心业务：**松芝股份以大中客空调起步，虽然 2007 年以来公司乘用车空调业务增长迅速，但大中客空调仍是公司的绝对主业：2011 年上半年，大中客空调分别占公司当期营收的 62%与毛利的 80%。

图表1：松芝股份收入结构（2011H1）



图表2：松芝股份毛利结构（2011H1）



■ 大中客空调 ■ 乘用车空调 ■ 自制半成品 ■ 其他

■ 大中客空调 ■ 乘用车空调 ■ 自制半成品 ■ 其他

来源：公司数据、国金证券研究所

- **公司在大中客空调行业地位稳固：**客车空调企业可分为客车厂内部配套与独立配套两大类，前者以宇通集团旗下的郑州科林为代表，后者以松芝股份为代表。从规模看，松芝股份不仅在独立配套领域遥遥领先，亦略微领先郑州科林。郑州科林与苏州新同创分别以配套宇通客车与苏州金龙为主，广州精益产销规模较小，综合看松芝股份在大中客空调市场的竞争优势十分明显。

图表3：国内大中客空调主要供应商及其概况（台）

公司	2011年销量(预测)	主要客户	公司背景
郑州科林	32,000	主要配套宇通客车，有部分出口，产品包括大、中、轻客	宇通集团控股
松芝股份	33,000	各地公交与客运公司，以及金旅、安凯等客车厂	A股上市
广州精益	18,000	各地公交与客运公司，及宇通、金龙等客车厂，另有部分出口	民营企业
苏州新同创	17,000	主要为苏州金龙配套，另有部分出口，产品包括大、中、轻	港资民营企业

来源：各公司网站、国金证券研究所

- **市场份额逐步提升，龙头地位日益稳固：**2007-2009 年，松芝大中客空调产能维持在 2 万台左右，年销量约 2 万台，市场份额约 23%-25%。公司 2010 年与 2011 年分别扩产 8,300 台与 4,000 台，2011 年的销量有望达到 33,000 台，市场份额也将升至 28.6%，龙头地位将进一步稳固。

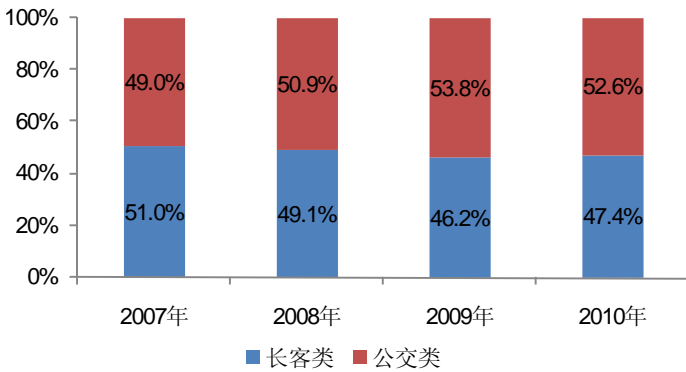
图表4: 松芝股份大中客空调销量及市场份额

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011E
大中客销量(辆)	119,735	119,875	129,210	158,722	165,000
空调安装数(台)	83,815	83,913	90,447	111,105	115,500
增速		0.1%	7.8%	22.8%	4.0%
松芝销量(台)	21,229	19,901	21,188	29,000	33,000
增速		-6.3%	6.5%	36.9%	13.8%
松芝市场份额	25.33%	23.72%	23.43%	26.10%	28.57%

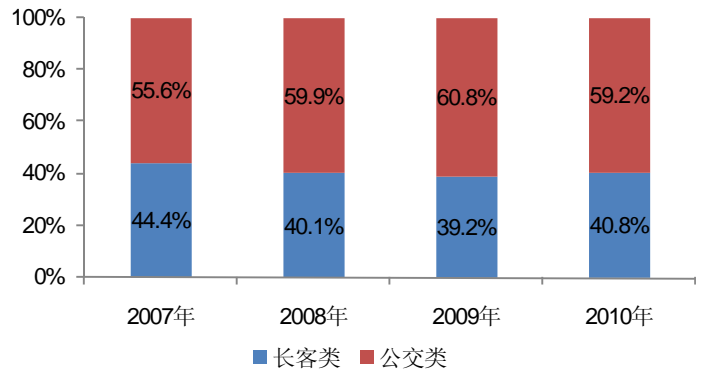
来源: 公司数据、国金证券研究所

- **长途客车空调与公交客车空调齐头并进:** 公司大中客空调主要应用于长途客车与公交客车两大类, 2010年长客类与公交类的销量比例为62%与38%。公交类空调销量较高且毛利率较好, 2010年占公司大中客空调营收的53%与毛利的60%, 明显高于其销量占比。2011年, 预计公司长客类与公交类空调销量分别为2万台与1.3万台, 在长客空调与公交空调的市场份额分别为17.8%与29.4%。

图表5: 公司近年长客类与公交类空调营收占比

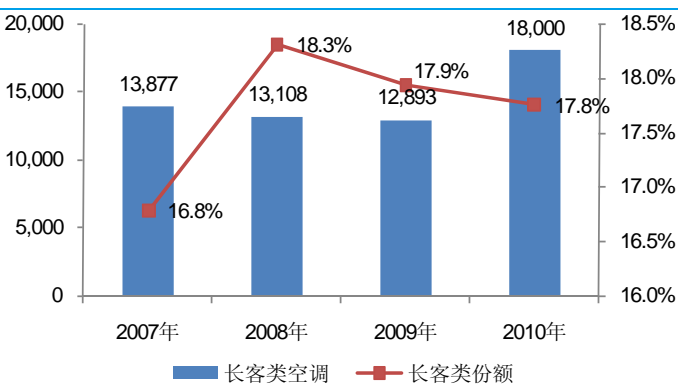


图表6: 公司近年长客类与公交类空调毛利占比

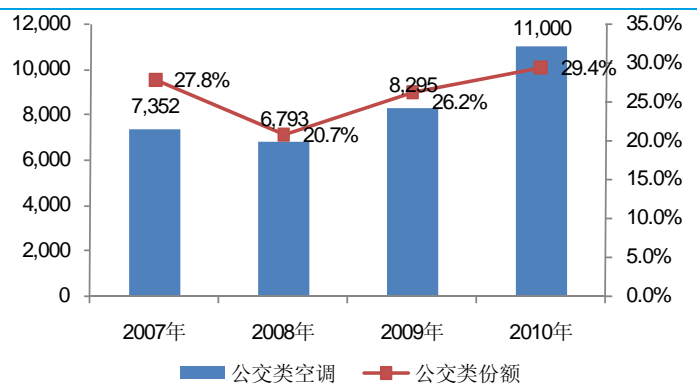


来源: 公司数据、国金证券研究所

图表7: 公司长客类空调销量及市场份额 (台)



图表8: 公司公交类空调销量及市场份额 (台)



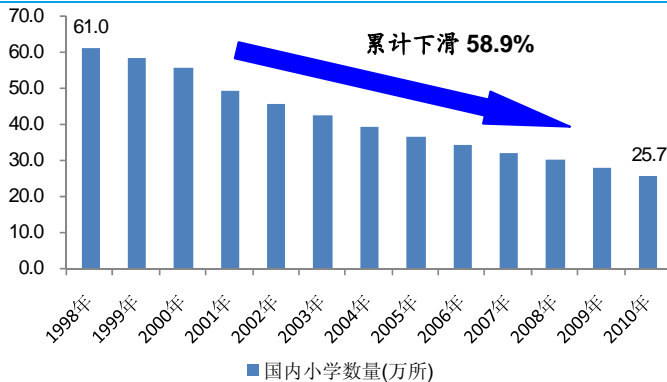
来源: 客车网、公司数据、国金证券研究所

注: 受中汽协与中客网销量统计口径不同的影响, 公司在两个口径下的市场份额亦有所差异。

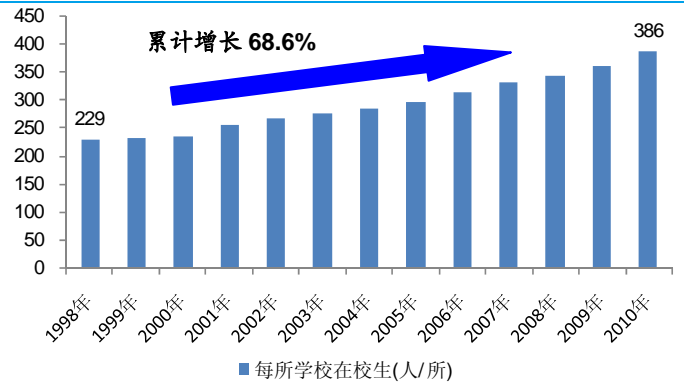
## 校车市场启动在即，大中客 2012 年销量增速有望超 50%

- “撤点并校”政策催生校车需求：**2001 年，国务院发布《关于基础教育改革与发展的决定》，提出“因地制宜调整农村义务教育学校布局”，并明确表示“农村小学和教学点要在方便学生就近入学的前提下适当合并”，开启了国内“撤点并校”大幕。从 1998-2010 年，国内小学数量从 61.0 万所减至 25.7 万所，同比减少 57.87%；同期在校学生从 1.30 亿人减少至 9,940 万人，同比下滑 28.76%；在每所小学人均学生数量从 235 人增加 386 人至的同时，也拉长了学生上、下学的距离。据央视等媒体报道，“撤点并校”后，农村地区许多学生上学需要徒步 1-2 小时甚至更长，校车的刚性需求也由此而生。

图表9：近年全国小学学校数量（万所）



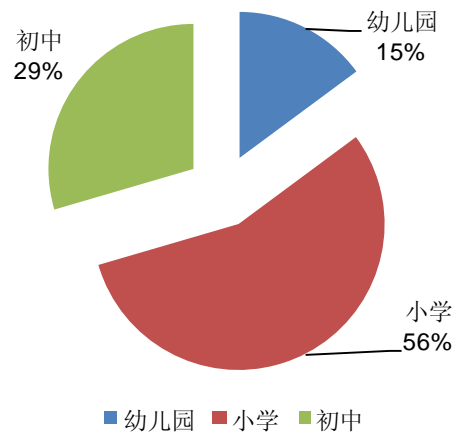
图表10：近年全国单所小学平均在校生数量（人/所）



来源：教育部、国金证券研究所

- 我国校车市场的规模至少为 30 万辆：**按照教育部做的“中小学生上下学出行方式的调查”，目前全国中小学校共有在校学生 1.8 亿人，有接送中小学生上下学车辆 28.5 万辆，其中符合标准的校车 2.9 万辆，仅占 10.32%，由此可见我国现行校车市场规模已达到约 30 万辆。美国目前校车保有量约为 50 万辆，每年运送 2500 万名学生，若参考美国情况，仅按 30% 学生需要乘坐校车，理论上我国校车需求量将在 100 万辆以上。
- 校车市场启动将推动大中型客车行业高速增长：**大中型客车国内需求已持续多年低速增长，但校车市场的启动有望改变这一状况。2010 年我国大中型客车销量为 15.9 万辆，预计 2011 年约 16.5 万辆（+4%），庞大的校车市场规模足以促进这一细分市场的高速增长。
- 预测的假设条件：**一、假设我国校车总需求为 100 万辆，其中大中型客车制式校车为 80 万辆（理论上高端轻客如依维柯、全顺也可用作校车，但轻客为冲压车身，安全性弱于采用骨架车身的大中型客车，且轻客载客人数明显少于大中型客车，经济效益不高）；二、参考我国幼儿及小学生、初中学生人数比重，假设专用校车占校车需求总量的 70%，普通校车占 30%；三、《条例》规定当前不合格校车更新的过渡期为 3 年，我们按未来三年更新量分别为 20%、30%、50%测算；四、按 80 万辆的总需求，扣除当前保有量 22.8 万辆后，新增需求总计 57.2 万辆，假设未来 5 年按 5%、8%、10%、12%、15% 的比例逐年释放。

图表11: 我国初中、小学与幼儿园在校人数占比-2010年



来源: 教育部、国金证券研究所

- 2012年校车更新需求可达4.10万辆:** 根据以上假设, 我们测算未来3年我国校车更新需求量将为4.10、6.16、10.26万辆, 其中2012年专用校车与普通校车的更新需求分别为2.87与1.23万辆。《条例》已明确规定小学、幼儿园非专用校车转为专用校车的过渡时间为3年, 且保障当前运营中校车的安全已经成为各地方政府民生工作的重中之重, 我们认为这一部分校车需求的释放是非常确定的。

图表12: 校车更新需求测算(万辆)

万辆	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
不合格校车更新率	20%	30%	50%	0%	0%
专用校车更新	2.87	4.31	7.18	-	-
普通校车更新	1.23	1.85	3.08	-	-
更新需求合计	4.10	6.16	10.26	-	-

来源: 国金证券研究所

注1: 2010年不合格校车保有量为25.65万辆, 按80%更换为大中型客车, 共将产生20.52万辆更新需求, 假设专用校车与普通校车占比为7:3;

- 2012年新增需求可达约2.86万辆:** 同样根据以上假设, 我们的测算表明未来3年我国校车新增购买需求将为2.86、4.57、5.72万辆, 其中2012年专用校车与普通校车新增需求分别为2.00与0.86万辆。

图表13: 新增校车需求测算(万辆)

万辆	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
新增需求释放比例	5%	8%	10%	12%	15%
专用校车新增	2.00	3.20	4.00	4.80	6.01
普通校车新增	0.86	1.37	1.72	2.06	2.57
新增需求合计	2.86	4.57	5.72	6.86	8.58

来源: 国金证券研究所

注1: 2010年已有大中型校车为22.8万辆, 按大中型校车总需求80万辆测算, 现有缺口为57.2万辆, 按2012-2016年按5%、8%、10%、12%、15%测算, 5年总共满足50%的需求空白。

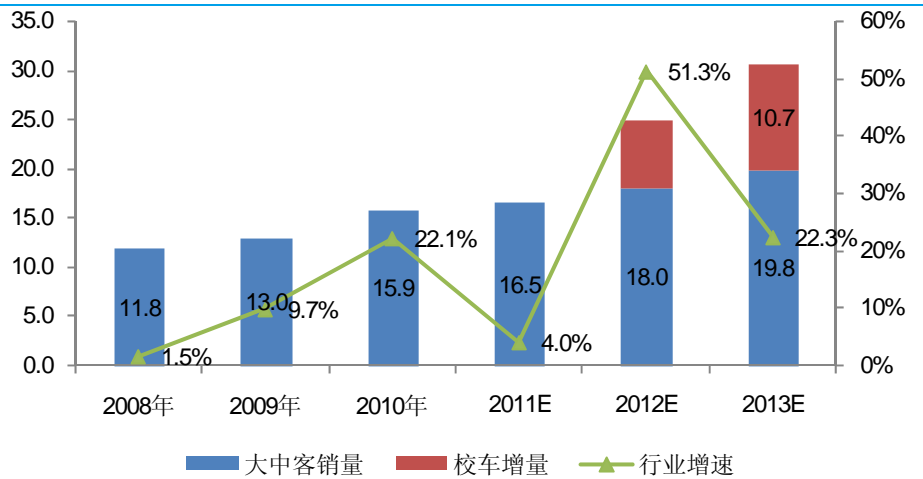
- 校车需求将带动大中型客车行业高速增长:** 综合以上专用校车及普通校车需求, 我们预测2012-2014年校车需求量将分别达6.96、10.73、15.98万辆。基于此, 2012年大中型客车行业总销量有望达24.96万辆, 增速则将达51.27%, 远超行业历史仅为9%左右的复合增速。

图表14: 大中型客车销量及预测(万辆)

	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E
大中客销量	13.00	15.87	16.50	18.0	19.8
校车增量	0.0	0.0	0.0	6.96	10.73
大中客总销量	13.00	15.87	16.50	24.96	30.53
行业增速	9.73%	22.14%	3.96%	51.27%	22.32%

来源: CAAM、国金证券研究所

图表15: 大中型客车销量及增速预测(辆)



来源: 中汽协、国金证券研究所

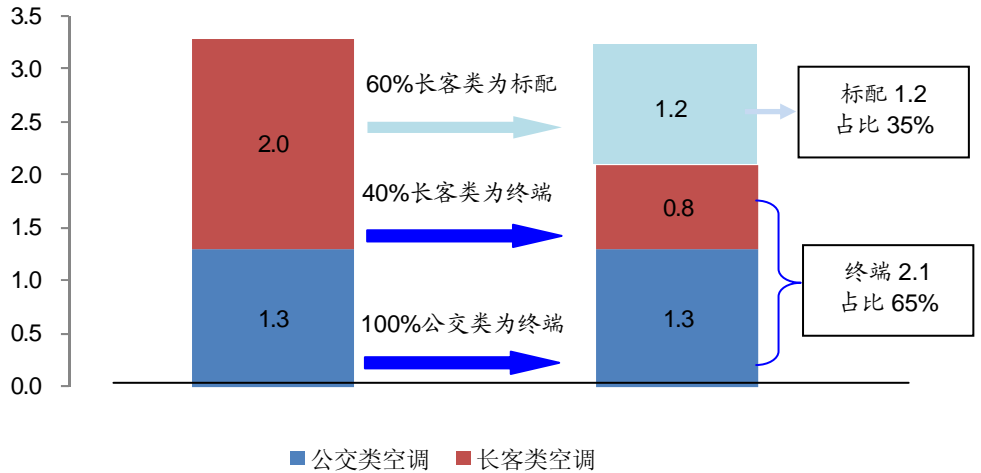
### “终端模式”与“标配模式”共举, 松芝将充分受益校车需求爆发

- **大中客行业运行规律决定“终端模式”将长期存在:** 与一般的零部件企业主要为整车客户做 OEM 配套不同, 松芝股份大中型客车空调除部分直接针对整车客户销售外(即标配模式), 其余主要部分则针对空调最终用户——客运公司或公交公司销售, 公司与最终用户达成协议后, 由最终用户向整车厂要求, 其采购客车必须配备指定的松芝空调, 这种方式即为“终端模式”。“终端模式”普遍存在是有其深刻背景的, 由于历史和体制原因, 各地客运和公交车辆采购中均存在较多的非市场化因素, 供应商的“关系营销”能力对于其获得空调订单有着极为重要的影响。此外, 大中型客车空调单价高、批量小、对售后服务要求很高, 从产品性能和品质角度最终用户也有意愿专门指定空调品牌。尤其在市场化程度更低, 对价格更不敏感的公交市场中, 大中客空调几乎 100%以“终端模式”配套。
  - **“终端模式”流程:** 1) 终端用户招标或进行资格验证; 2) 空调配套企业中标后, 商议购货数量、购货价格及付款方式; 3) 终端用户指定客车厂安装中标的空调; 4) 客车厂交付客车, 终端用户将空调款支付给企业或者由客车厂从全部货款中将空调款转给空调生产企业。
  - **“终端模式”仍将长期存在:** 从目前来看, 历经多年且早已成型的大中客行业的运行惯例还难以有实质性的改变, 大中型客车空调采购领域的“终端模式”仍将大行其道。
- **松芝股份尤为擅长“终端模式”:** 作为独立型空调配套企业, 松芝可谓以“终端模式”起家, 公司强大的市场营销能力正是帮助其成长为行业龙头企业的关键武器。此外, 公司产品种类丰富, 技术研发能力强, 尤其是售后服务网络健全也是公司可以凭借“终端模式”不断攻城略地的主要理由。松芝股份在全国已有 268 个安装服务中心和特约维修网点, 可以为客

户提供 1-3 年不等的“全年 365 天 24 小时”免费贴身服务，且与全国约 180 家终端客户建立了密切的合作关系（稳定的长途客运公司与公交公司各有 50 多家），其服务能力已非一般对手可比。

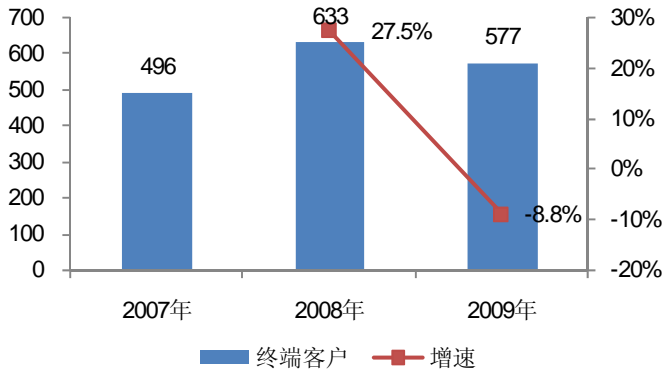
- **“终端模式”贡献公司大中客 70% 的营收：**按收入看，目前“终端模式”占公司大中客空调营收比例的 70%；按销量看，公司公交类空调销售全为“终端模式”，长客类空调中约有 40% 为“终端模式”。2011 年，松芝“终端模式”销量有望达 2.1 万台，其中公交类 1.3 万台、长客类 8,000 台，占公司总销量的 65%，在大中客空调的市场份额约为 18.5%。

图表 16: 公司终端与标配销量按类别分拆-2011 年预测数 (万台)

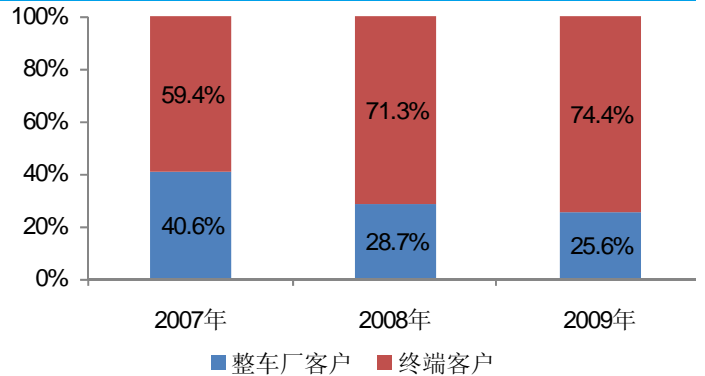


来源：公司数据、国金证券研究所

图表 17: 公司近年“终端模式”营收及增速 (万元)



图表 18: 公司“终端模式”客户营收占比



来源：公司数据、国金证券研究所

- **松芝“终端模式”有望成功复制到校车市场：**根据《校车安全条例》规定以及从校车运营本身的特点出发，未来的校车运营模式都将与公交运营存在很强的相似性。而松芝最为突出的优势之一就是拥有极为显著的客户资源优势，国内为数众多的客运公司、公交公司都已是公司的密切合作伙伴，公司完全有能力将“终端模式”复制到校车市场，从而分享校车需求爆发带来的大中客空调盛宴。
- **校车运营主体将与松芝现有客户高度重合或类似：**《校车安全条例（草案）》规定，道路客运经营许可、城市公共交通经营许可或者出租汽车经营许可的企业与根据县级以上地方人民政府规定设立的校车

**运营单位两类企业可提供校车服务。**对松芝股份而言，如校车由第一类企业运营，则很多校车运营主体——公交公司、客运公司已公司“终端模式”的客户，公司获得校车空调订单早已水到渠成；如由第二类企业运营，因校车在线路规划、运营、管理等方面均与公交有着很强的相似性，校车公司各方面的专业管理人员在很大程度上仍需从公交或者客运公司抽调，由此凭借公司已经同众多客运、公交公司形成的密切合作关系，松芝仍可方便地将“终端模式”复制至这类公司。

- **目前试点城市的校车运营主要即由当地公交或客运公司主导：**我们以上的分析已并非是纯粹的理论推导，实际上目前国内的校车运营中已初步呈现出“类公交”的明显特征。从目前国内 6 个校车试点城市来看，浙江德清、辽宁仁恒、黑龙江鸡西共 3 个地区均由当地公交或运输公司（或其子公司）负责校车运营。从近期媒体报导的其它一些城市未来校车运营的规划也可看出，“集中运营”、“公交化”也都是其中的关键思路。

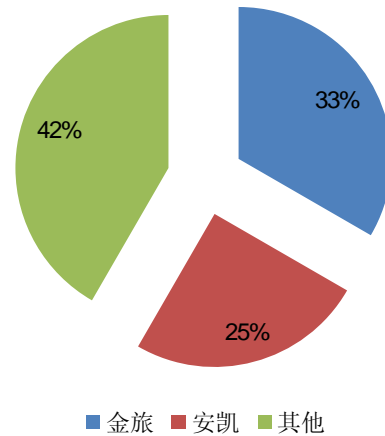
**图表19：国内 6 个试点地区的校车运营概况**

试点地区	运营主体	购车概况	运营概况
浙江省德清县	当地公交公司的全资子公司	县政府斥资2,000万元采购79辆宇通校车；覆盖全线5,000多名小学生，配备比例为64:1；全县小学生1万人，千人保有	年运营成本500多万元，约6.3万元/辆；农村学生每次1元，贫困生免费，民工子弟学校学生每月80元；每年补贴400万元专项资金
辽宁省桓仁县	当地客运公司运营	县政府出资260万元购置12辆校园巴士；覆盖全县1.5万名住宿生，校车每周接送，当地的配套比例为178:1	18所学校分时放假，学校与学生作息时间安排调整
山东省无棣县	成立校通公司	采截止2011年9月校车113辆，覆盖人数：惠及全县7,200名学生，配备比例为63:1	已挂牌5台，20辆正进行审核，其余均未牌照；每月政府补贴50元/人，学生缴纳70元/人；县乡财政每年补贴500多万运营费，学生自愿乘坐
山东省威海市	政府主导，非营利性车辆	截止11年11月，全市校车663辆，覆盖中小学及幼儿园共19.82万人	每年补贴1.5-2.2万元/车，免交或缓交各种税费；每车每天早、晚往返2次，单车年均2万元净利润
陕西省阎良区	区教育局主管	截止2011年9月为31辆，政府投入430万元；覆盖人数：21所学校约4,850余人，	单辆每天接送6趟，单车年费用7.2万元；全封闭运行，学生自愿乘坐，每人2元/天
黑龙江鸡西市	组织本地客运公司，新增公交车线路与班	覆盖全市6区的所有学生	减免客运附加费等费用

来源：互联网、国金证券研究所

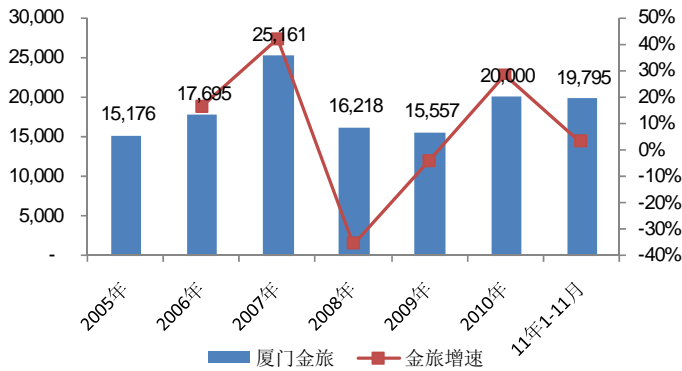
- **“标配模式”亦能分享校车爆发：**“终端模式”主要应用在公交客车与部分长途客车市场，大部分长途客运企业的订单，公司仍需依靠“标配模式”获得。松芝股份 2011 年“标配模式”销量为 1.2 万辆，占其长客类份额的 60%，占大中客空调总市场份额的 10.4%。配套客户方面，公司是厦门金旅、安凯客车、上海申沃等客车企业空调产品的第一标配供应商，对松芝股份而言，如果这些客户能获得校车订单，公司便可依靠“标配模式”分享校车市场的爆发。
- **金旅与安凯等为公司标配订单的主要来源：**2011 年安凯客车与厦门金旅分别占公司标配销量的 40%与 30%，其余包括黄海、中通、申沃等客车企业。厦门金旅 2011 年中大客销量有望超过 8,500 辆，公司占其大中客空调 90%的份额，且主要为“标配模式”；安凯客车 2011 年中大客销量有望超 6,000 辆，公司标配空调数量有望超过 3,000 台。

图表20: 松芝股份标配模式的销量分拆-2011年预测(台)



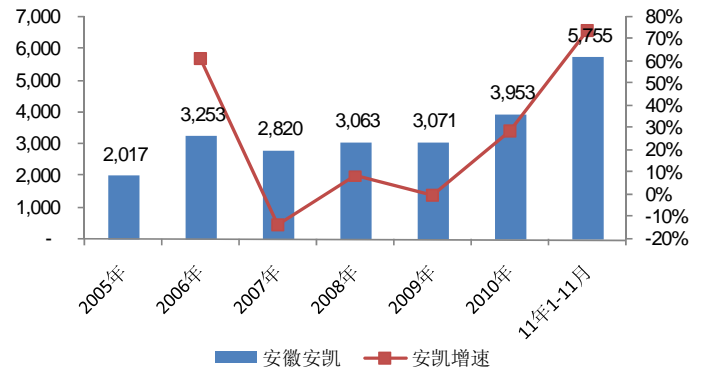
来源: 公司数据、国金证券研究所

图表21: 厦门金旅近年销量及增速(辆)



来源: 中客网、国金证券研究所

图表22: 安凯客车近年销量及增速(辆)

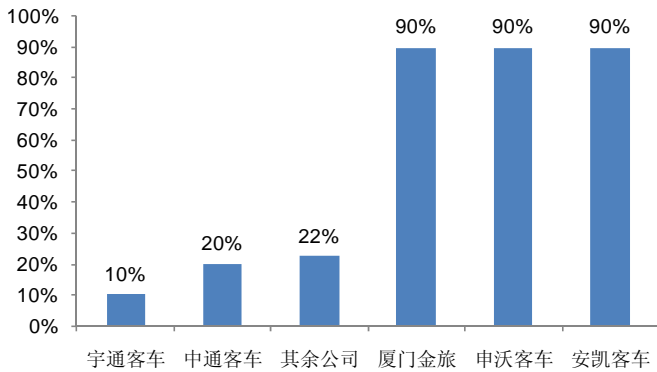


来源: 中客网、国金证券研究所

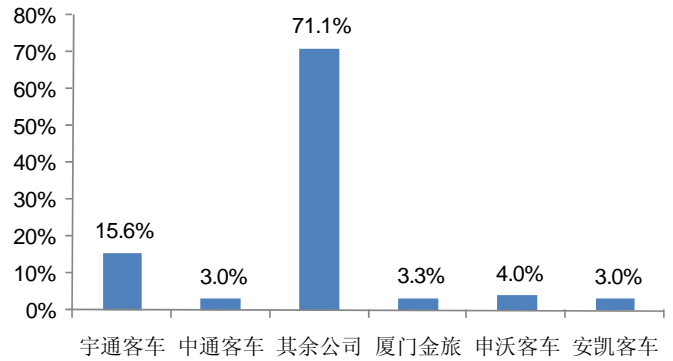
预计公司可获校车空调 25%份额，增厚 2012 年净利润约 19%

- 预计公司有望至少获得 25%的校车空调份额: 综合以上分析, 松芝无论凭借“终端模式”还是“标配模式”均可充分受益校车需求爆发。若参考公司在这个大中型客车市场的份额, 公司在校车市场的份额有望达 28.6%; 若参考公司在更为接近校车市场的公交领域份额, 公司在校车市场有望获得的份额则可达 29.4%。从谨慎角度出发, 我们在此仅按 25%的份额来测算校车需求爆发对公司业绩的影响程度。

图表23: 公司对主要大中客空调客户的配套比例



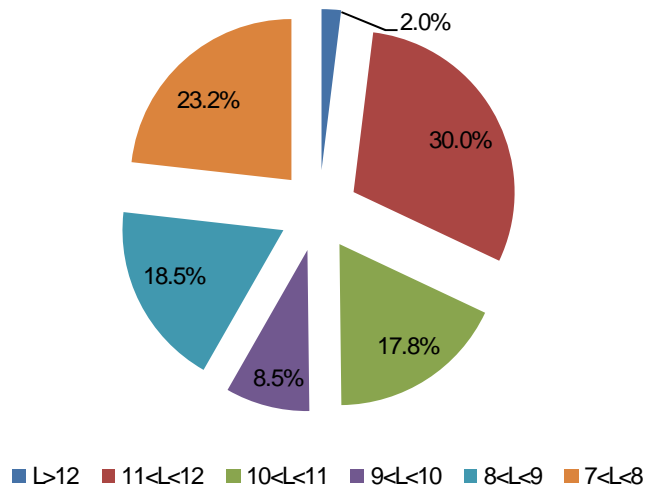
图表24: 公司主要客户 2011 年在公交市场的份额



来源: 中客网、公司数据、国金证券研究所

- **校车业务将增厚公司 2012 年 EPS 约 0.14 元:** 预计公司 2012 年校车空调销量为 10,250 台, 按单台售价 2 万元计算, 2012 年校车空调营收约 2.05 亿元, 占其 2011 年营收 13.4%; 校车空调毛利与净利润分别为 0.82 与 0.45 亿元, 分别较 2011 年增加 16.3%与 18.9%。
- **预计公司 2012 年校车空调销量为 10,250 台:** 出于谨慎考虑, 我们在预测公司的校车空调订单时, 仅计算相对更为确定的校车替换需求, 该部分需求 2012-2013 年分别为 4.10 万辆与 6.16 万辆。按照松芝 25%的份额测算, 其 2012-2013 年校车空调销量为 10,250 台与 15,400 台。
- **校车空调价格约 2 万元/台:** 价格方面, 当前宇通 48-51 座专用校车的长度为 9.98 米, 30-40 座专用校车的长度在 6.6-7.2 米之间; 考虑到适用性与经济性, 预计未来校车长度多为 7 米左右, 10 米以上的大型客车将较少。由此我们预测校车空调的价格约为 2 万元/台, 约为公司目前大中客空调单价 3 万元/台的 2/3。

图表25: 2011 年 1-11 月大中型客车分长度销量比例



来源: 中客网、国金证券研究所

- **增厚 2012 年净利润约 19%:** 2011 年, 公司大中客的毛利率与净利率分别约 40%与 22%, 分别约占其当期毛利的 80%与净利润的 90%。公司 2012 年校车空调营收为 2.05 亿元, 我们预计公司校车空调毛利率与净利率与公司目前其它大中客空调总体水平持平, 由此预计 2012

年校车毛利与净利润将分别为 0.82 与 0.45 亿元（对应的 EPS 为 0.14 元），分别较 2011 年增加 16.3% 与 18.9%。

- **公司大中型客车空调业务整体预测：**除校车需求外，长途客运以及公交类空调仍将平稳增长。综合考虑，我们预计公司 2011-2013 年大中客空调销量分别为 33,000、47,200、56,793 台，同比增加 13.8%、43.0% 与 20.3%，相应营收及毛利预测见下表。

图表26：松芝股份大中客空调业务预测

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
大中客空调总销量(台)	21,229	19,901	21,188	29,000	33,000	47,200	56,793
长途客车	13,877	13,108	12,893	18,000	20,000	22,000	24,200
公交客车	7,352	6,793	8,295	11,000	13,000	14,950	17,193
校车						10,250	15,400
总销量增幅		-6.3%	6.5%	36.9%	13.8%	43.0%	20.3%
单价(元/台)	33,443	35,247	30,987	30,112	29,985	27,819	27,209
营收(百万元)	710	701	657	873	990	1,313	1,545
增幅		-1.2%	-6.4%	33.0%	13.3%	32.7%	17.7%
毛利率	35.4%	39.0%	42.7%	43.5%	40.0%	41.0%	41.0%
毛利(百万元)	251	274	280	380	396	538	634

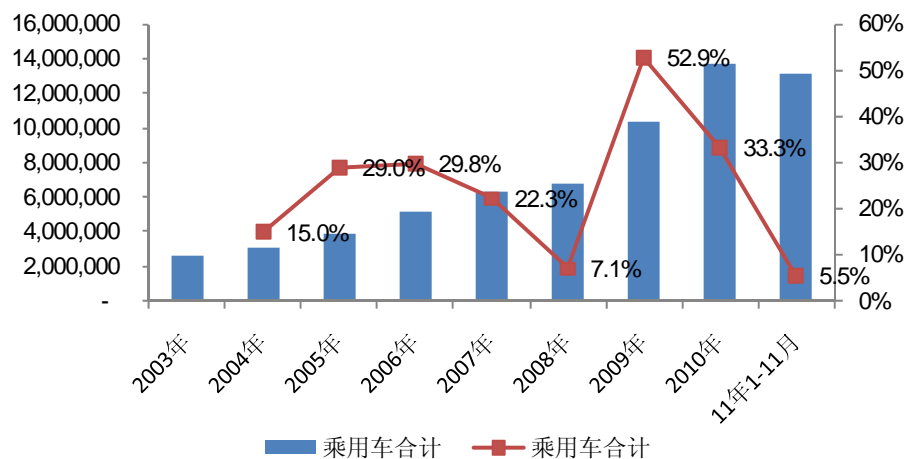
来源：公司数据、国金证券研究所

### 乘用车空调快速发展，轨交空调仍有望取得突破

#### 乘用车空调前景广阔，松芝股份快速增长

- **乘用车行业规模庞大、增速较快：**2011 年乘用车行业销量达 1,447 万辆，按乘用车空调 2,000 元/台的均价计算，其市场容量将达 289.4 亿元，约为大中客空调行业的 7-9 倍。受政策退出、北京限购、日本地震等因素影响，2011 年乘用车销量增速仅 5.3%，较 2009-2010 年大幅放缓；尽管如此，我们认为中国处于汽车消费普及进程的长期趋势不会改变，预计 2012 年乘用车销量增速有望达 13%，总销量约 1,635 万辆，对应的空调市场容量将为 327 亿元。

图表27：乘用车行业近年销量及增速（辆）



来源：中汽协、国金证券研究所

- **合资企业占据国内配套主流地位：**乘用车企业的空调配套体系可分为三类：第一类是上海通用、上海大众、北京现代等主流合资品牌，其汽车空

调多由德尔福、电装、伟世通等国际零部件巨头配套；第二类是长安、奇瑞、吉利等旗下拥有汽车空调业务的自主品牌车企；第三类是东南、福田、华泰等旗下未有空调业务的自主品牌车企。乘用车空调的行业集中度相对较低，行业龙头的份额也仅有 10%，行业 CR4 份额约 30%。受配套体系的影响，像德尔福等第一类供应商多为一对多配套，故其普遍规模较大且技术领先；第二类供应商为内部配套，规模相对有限且暂不参与外部的市场竞争；第三类供应商的规模与技术参差不齐，多为国内的民营企业，松芝股份则是第三类企业的代表。

图表28: 国内乘用车空调配套行业体系

类别	性质	代表车企	配套概况	代表供应商
第一类	主流合资品牌车企	上海通用、上海大众、北京现代、一汽丰田、广州本田	由德尔福、电装等国际零部件巨头配套	上海德尔福、广州电装
第二类	旗下拥有空调业务的自主品牌	比亚迪、奇瑞、吉利、长安等	旗下空调子公司为主，外部公司补充	重庆汽车空调、南方英特、博耐
第三类	旗下未有空调业务的自主品牌	东南、柳汽、福田	由国内独立供应商配套	松芝股份、上海威乐、安徽圣达

来源：行业协会资料、国金证券研究所

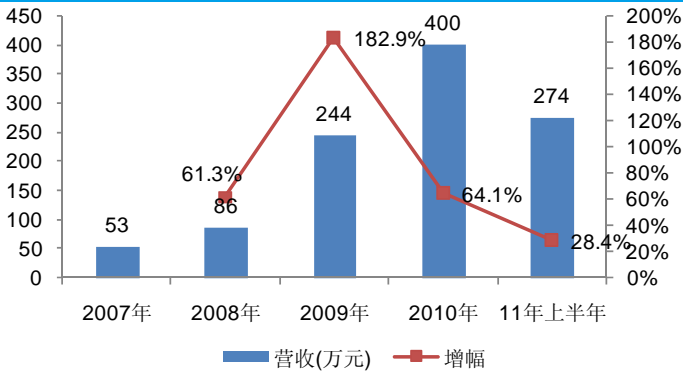
图表29: 主要乘用车空调生产企业概况 (台)

公司	2009年产量	2009年份额	主要客户
上海德尔福	1,118,196	10.8%	上海大众、上海通用、一汽大众、北京吉普、神龙富康、重庆五十铃、长安铃木、昌河铃木、沈阳金客等
广州电装	750,000	7.2%	广州本田、东风本田、武汉本田、广州丰田、长安铃木等
上海贝洱热系统	638,900	6.2%	上海通用、上海大众等
天津富奥电装	618,386	6.0%	一汽丰田、一汽大众等
伟世通汽车空调	572,218	5.5%	北京现代等
豫新汽车空调	482,584	4.6%	宇通、南汽集团、中航黑豹等
南方英特空调	431,050	4.2%	长安、长安福特、江铃等
重庆汽车空调	204,105	2.0%	长安铃木、长安股份等

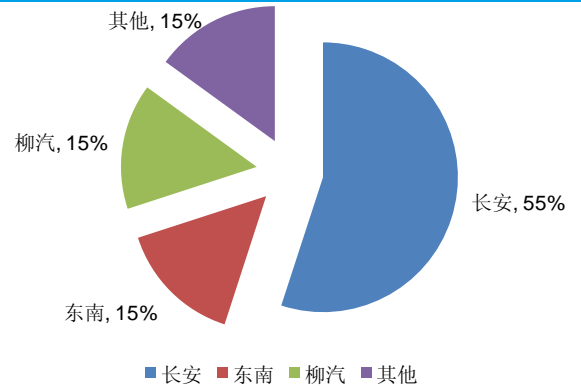
来源：行业年鉴、国金证券研究所

- **松芝乘用车空调快速成长：**松芝 2005 年进入乘用车空调领域，近年发展迅速，2007-2010 年收入的 CAGR 达 95.6%，2010 年销量已达 30 万台（件）。公司乘用车空调业务有两类，一类是与江淮汽车合资的江淮松芝（公司持股 40%），主要配套江淮汽车旗下车型；第二类配套长安、东南、福田、柳汽等车企，即为公司合并报表的乘用车空调业务。公司现有客户包括长安汽车、柳汽、东南、福田、华泰等，目前来自长安的收入占公司乘用车空调业务的 55%，东南与柳汽各占 15%，其余车企占 15%。

图表30: 松芝乘用车空调近年营收及增速 (百万元)



图表31: 公司2010年主要乘用车客户的营收占比



来源: 公司数据、国金证券研究所

- 给长安、福田与柳汽等车企的配套前景较为广阔:** 长安汽车旗下现有重庆汽车空调为其配套, 松芝除直接配套悦翔、奔奔等车型外, 另也给重庆汽车空调供应冷凝器等配件; 2011年长安轿车逆势高增长, 公司旗下重庆松芝18万台产能也将陆续投产, 未来配套增长的空间较大。福田汽车已经联合北汽传媒与松芝成立合资汽车空调企业, 公司以60%的股比控股, 未来扩大给福田的配套份额应在情理之中。柳汽惊人的销量增速是松芝的重要机会, 柳汽乘用车2011年销量增速超过100%, 需求前景较为明朗。

图表32: 松芝股份对主要乘用车客户的配套情况

车企	11年1-11月产量	产量增速	松芝配套数(件)	松芝配套车型
长安自主轿车	197,366	17.0%	220,000	悦翔等轿车
长安微车	454,544	-31.7%		长安微车
东南汽车	98,431	-10.4%	60,000	菱悦等
柳汽(乘用车)	100,000	100.0%	60,000	菱智等
福田汽车	557,106	-4.7%	32,000	轻卡、风景等
江淮汽车	205,217	9.2%	n/a	全系乘用车
华泰汽车	17,351	-75.5%	n/a	轿车
上汽依维柯	25,117	0.3%	n/a	依维柯轻客

来源: 公司数据、中汽协、国金证券研究所

- 松芝乘用车空调业务预测:** 随着国内乘用车市场的继续较快增长以及公司在下游客户中配套份额的增长, 预计公司乘用车空调业绩仍将快速增长, 预计公司2011-2013年乘用车空调营收分别将达5.0、6.0、7.1亿元, 同比增加24.9%、20%、18%。

图表33: 松芝股份乘用车空调业务预测

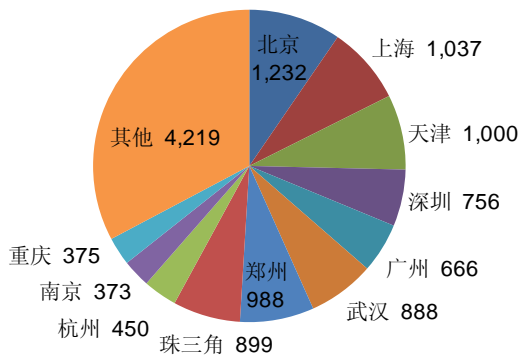
	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
销量(台)	20,663	44,495	134,795	300,000	400,000	500,000	590,000
增幅		115.3%	202.9%	122.6%	33.3%	25.0%	18.0%
单价(元/台)	2,588	1,938	1,810	1,335	1,250	1,200	1,200
营收(百万元)	53	86	244	400	500	600	708
增幅		61.3%	182.9%	64.1%	24.9%	20.0%	18.0%
毛利率	8.3%	14.1%	18.5%	19.3%	16.3%	18.0%	19.0%
毛利(百万元)	4	12	45	77	82	108	135

来源: 公司数据、国金证券研究所

### 轨道空调市场前景广阔，短期虽难突破但长远仍可期

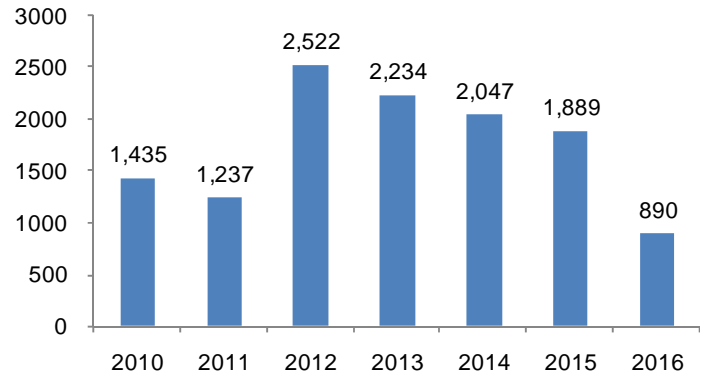
- **轨道空调空间广阔：**轨道交通依靠其运量大、速度快、安全可靠、准点舒适、节能环保等优势，已经成为北京、上海等大型城市的重要交通工具，且正在向其余城市普及。根据中国城市轨道交通网的数据，截止 2010 年底，全国主要大中型城市确定报批、勘探、规划、在建的轨交项目近 120 个，总投资额达 1.29 万亿元，基本覆盖了国内主要一线与二线城市。按项目建成时间看，2012-2014 年的投资额均超过 2,000 亿元，随着各地项目的持续推进，预计 2014 年以后的投资额仍将继续增加，市场空间十分广阔。一般来讲，购买列车占轨交项目总投资额的 8%-9%，按空调占列车投资 2.5% 测算（单列机车售价约 600 万元，单列机车空调的售价约 15 万元，占比为 2.5%），轨交空调现有市场容量为 25.8-29.0 亿元。

图表34：国内分城市轨道交通投资规模（亿元）



来源：中国城市轨道交通网、国金证券研究所

图表35：国内轨交年度投资额-项目建成时间（亿元）



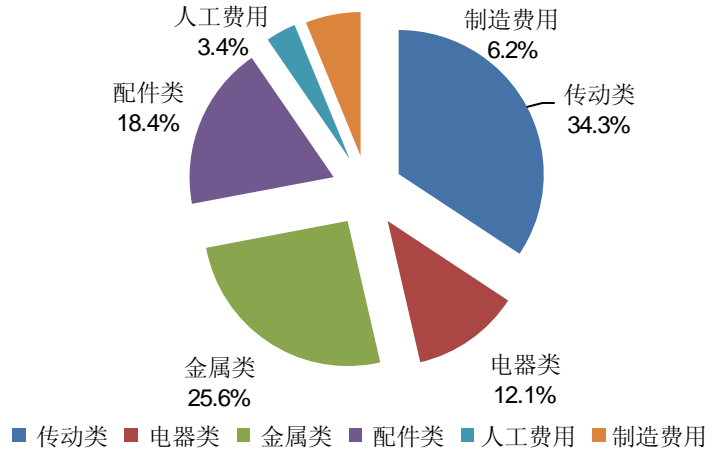
- **轨交空调行业呈垄断竞争格局：**受供应资质审核较严、技术要求较高等的影响，轨交空调供应商相对较少，目前主要有上海法维莱交通车辆设备、石家庄国祥运输设备与广州中车轨道交通装备股份三家，三者合计的市场份额超过 80%，竞争格局非常稳定。
- **公司轨交空调进展较慢，但未来仍有望取得突破：**松芝 2009 年成立轨道交通（主要指城市轻轨与地铁）空调事业部，2010 年利用募集资金投资 3,500 万元，建设 2,200 台轨交空调生产基地。但迄今为主，公司轨交空调业务仍未有突破，收入规模及利润贡献可忽略不计。
  - **“体制外”是公司轨交业务暂未取得突破的关键原因：**虽然城市轨交空调与城市公交同属城市公共交通系统，但轨交与公交在技术特征、运营管理等方面均存在较大差异。实际上，轨交设备采购与铁路设备采购更为相似，由于我国在铁路领域上的管理体制原因，铁路设备的采购一般均由有铁路背景的“体制内”企业获得，如上海法维莱、石家庄国祥、广州中车等列车空调主要制造企业都有着铁路专业设备厂商背景，而松芝等“体制外”企业组注定在短期内难以获得突破。
  - **未来仍有望取得突破：**公司对轨交空调业务仍然寄予厚望，且将继续加大投入。尤为重要的是，我国铁路管理体制的大变革已经提上日程，政企分开、公平竞争将是大势所趋。随着时间推移，公司在轨交空调领域积累的技术经验以及客户资源优势也将逐渐显现。假以时日，我们认为公司在该领域仍有望取得突破。考虑到该业务仍具有较大的不确定性，出于谨慎原则，我们目前对公司的盈利预测并未考虑轨交空调业务。

盈利能力领先，综合毛利率存在提升空间

零部件占成本比例较高，盈利能力在零部件行业中领先

- **公司零部件采购成本占比较高：**公司空调产品零配件较多，其中传动、金属、配件与电器四大类成本占比超过 90%，人工费用与制造费用的占比不足 10%。受此成本结构的影响，公司毛利率受原材料价格波动的影响较大，受人工成本上涨的影响则相对较小。

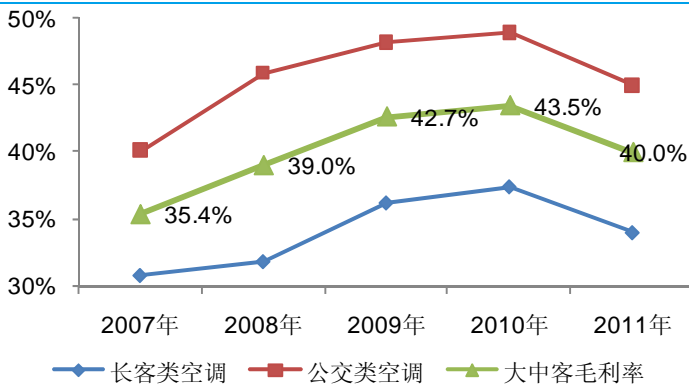
图表36：松芝股份主营业务成本结构—2009年



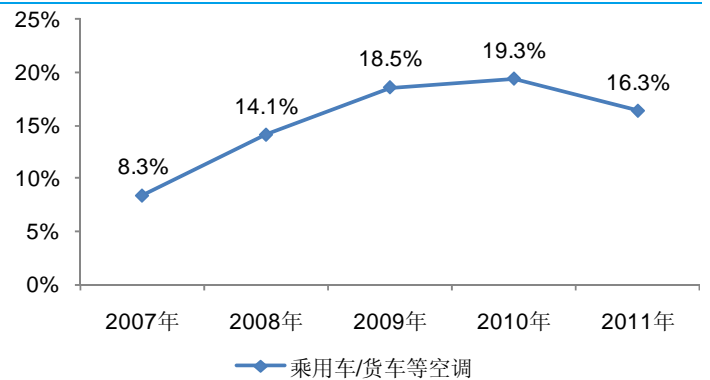
来源：公司数据、国金证券研究所

- **盈利能力业内领先，2011年有所下滑：**公司技术创新能力较强，且 2008-2010 年大中客空调零部件自配比例逐年提高，使公司 2010 年大中客空调毛利率达 43.5%，其中公交类空调更是达到 49.0%。公司乘用车毛利率不足 20%，但因公司大中客收入占比达 65%，故 2010 年整体毛利率仍达 35.8%，处可比上市公司前列。2011 年上半年，铜材与铝材价格分别上涨 22.7%与 5.2%，加上年初人工成本有所上涨，使公司上半年毛利率下滑 3.3 个百分点，其中大中客空调更是下滑 4.4 个百分点。预计公司 2011 年综合毛利率为 32.90%，同比下滑 2.8 个百分点。

图表37：公司大中客空调分业务及综合毛利率

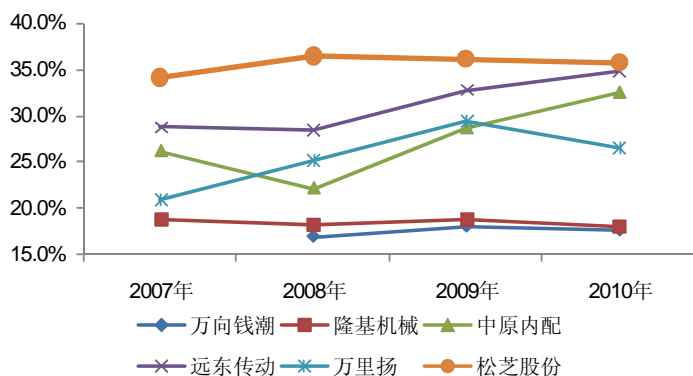


图表38：公司乘用车空调业务毛利率



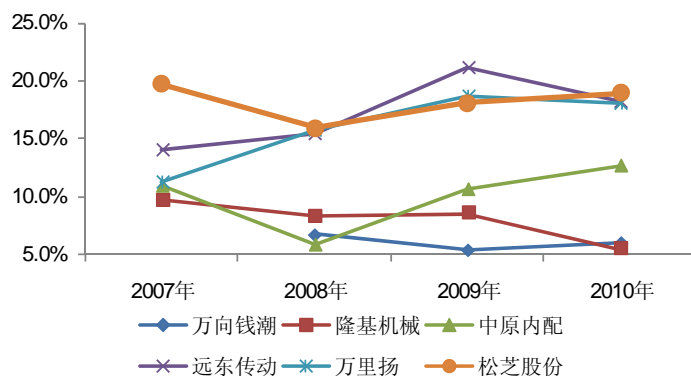
来源：公司数据、国金证券研究所

图表39: 部分汽车零部件公司毛利率比较



来源: 各公司数据、国金证券研究所

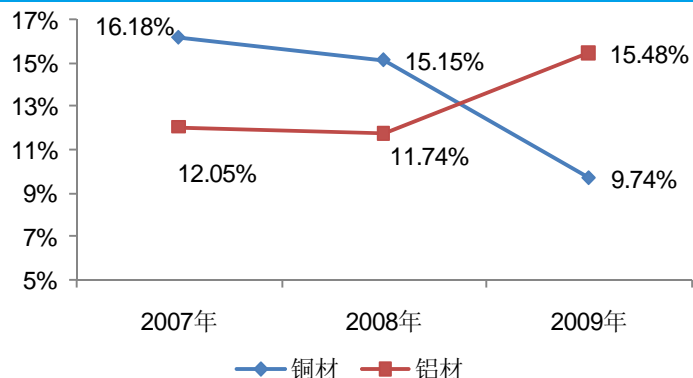
图表40: 部分汽车零部件公司净利率比较



### 乘用车空调业务改善与原材料价格回落有望带动毛利率回升

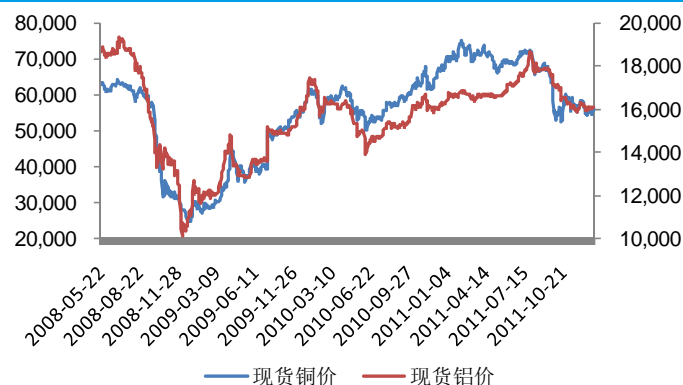
- 乘用车空调毛利率存在提升空间:** 公司大中客空调的零部件自配程度已经很高,“终端模式”也已非常成熟,我们预计公司这一业务 2012 年毛利率将基本稳定。但公司目前乘用车空调业务毛利率仍然较低,不足 20%。造成这一问题的主要原因是:公司客户主要为长安、柳汽、福田等自主品牌,其普遍特点是车型较多但单款车型销量较少,且车型从计划至投产期间经常变化较大,部分车型甚至会取消量产,公司原本采取的全系配套策略常常因此而遭受损失。公司已计划 2012 年起调整策略,强化配套车型选择,将专注于研发与配套能够上量的车型,从而减少无效的研发投入、提高规模效益。由此可见,公司乘用车空调业务将有望获得一定提升。
- 原材料价格下滑有望提高 2012 年毛利率:** 公司直接原材料采购中,铜材与铝材占比较高,2009 年二者合计占比约 25%。2011 年 8 月以来,铝价与铜价均已进入下降通道,我们预计 2012 年仍将继续下滑。仅考虑铝材与铜材的自身因素,如果 2012 年二者价格均下滑 10%,公司毛利率将可提升 1.75 个百分点。但若考虑一定的终端销售价格下滑,原材料成本下降带来的毛利率上升幅度将有部分弱化。综合考虑,若 2012 年原材料价格下滑 10%,公司毛利率提升 0.5-1 个百分点仍可期待。

图表41: 公司铜材与铝材占主营业务成本比例



来源: 公司数据、国金证券研究所

图表42: 国内现货铜价与现货铝价(元/吨)



来源: 同花顺、国金证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 我们预测公司 2011-2013 年销售收入分别为 15.3 亿元、19.6 亿元、23.2 亿元，分别增长 17.4%、28.6%、18.1%；归属母公司净利润分别为 2.38、3.16、3.80 亿元，分别增长 4.0%、32.4%、20.6%，对应的 EPS 分别为 0.76、1.01、1.22 元。
- 关键假设如下：
  - 公司公交类与长客类空调销量稳步增长，在校车空调领域获取 25% 的市场份额，2011-2013 年大中客销量分别为 3.30、4.72、5.68 万台。
  - 公司盈利能力突出，2011 年受原材料价格与人工成本上升而较大幅度地下滑，预计原材料价格下滑与乘用车空调业务改善提升公司 2012 年毛利率，大中客业务占比的提高亦能提高整体毛利率，预计公司 2011-2013 年毛利率为 32.9%、34.5%、34.8%。
  - 需要说明的是，出于谨慎原则，我们对公司 2011-2013 年的盈利预测并未考虑其轨交空调业务；而一旦公司在该领域有所突破，其未来业绩极有可能超预期。

### 估值与投资建议

- 当前，汽车零部件板块 2011 年动态 PE 平均为 14 倍，部分中小型优质公司达到 16-20 倍。
- 公司目前股价为 11.00 元，对应 2011 年的 PE 为 14.5 倍。作为大中客空调行业的绝对龙头，公司盈利能力在 A 股汽车板块中首屈一指，主营业务增长稳健且具有校车空调这一增量空间，未来增长前景值得期待。参考可比公司估值，我们认为公司应至少按 2012 年 15 倍 PE 估值，对应目标价为 15.2 元，给予公司“买入”评级。

图表43：可比公司估值比较

代码	上市公司	收盘价	EPS				PE				
			2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	
000887	中鼎股份	10.05	0.52	0.61	0.74	0.88	19.33	16.48	13.58	11.42	
002406	远东传动	9.9	0.99	0.76	0.95	1.19	9.99	13.03	10.42	8.32	
002434	万里扬	7.75	1.01	0.35	0.45	0.65	7.67	22.14	17.22	11.92	
002283	天润曲轴	9.47	0.92	0.52	0.67	0.97	10.29	18.21	14.13	9.76	
平均值								17.46	13.84	10.36	

来源：聚源、国金证券研究所

## 风险提示

### 校车行业销量不达预期的风险

- 虽然中央近期大力推动校车发展，《校车安全条例（初稿）》与《校车安全技术条件》也均已公开征求意见，但校车市场的启动仍需看中央与地方政府的财政投入，如果各级的政府财政投入不达预期，可能导致校车空调需求不达预期。

“终端模式”无法复制大范围至校车市场的风险

- 虽然公司依靠“终端模式”已与各地公交公司、客运公司等建立较好的合作关系，但毕竟校车最终的采购主体、运营模式等尚未有统一模式，且各地区间的差异程度较大，公司“终端模式”有可能难以大面积成功复制至校车市场。

#### 原材料价格超预期上涨的风险

- 2011年上半年，原材料价格大幅上涨，使公司综合毛利率下滑3.3个百分点。虽然原材料价格自2011年8月起开始回落，国内外下游需求的下滑也将使其在2012年保持低位；但有色金属价格的波动性较大，如果铜材、铝材等价格在2012年超预期上涨，则将严重影响公司盈利能力。

图表44: 松芝股份业务分拆预测

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>大中型客车空调</b>							
平均售价 (元/件)	33,443	35,247	30,987	30,112	29,985	27,819	27,209
增长率 (YOY)	n/a	5.39%	-12.09%	9.00%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
销售数量 (台)	21,229	19,901	21,188	29,000	33,000	47,200	56,793
增长率 (YOY)	n/a	-6.26%	6.47%	22.00%	13.00%	13.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	710	701	657	873	990	1,313	1,545
增长率 (YOY)	1768.33%	-1.20%	-6.40%	33.01%	13.31%	32.70%	17.69%
毛利率	35.36%	39.02%	42.66%	43.49%	40.00%	40.95%	41.01%
毛利 (百万元)	251.05	273.69	280.05	379.76	395.78	537.73	633.79
增长率 (YOY)	n/a	9.02%	2.33%	35.60%	4.22%	35.87%	17.86%
占总销售额比重	90.73%	87.00%	71.34%	67.10%	64.79%	66.85%	66.57%
占主营业务利润比重	94.56%	93.49%	84.65%	81.50%	78.76%	79.32%	78.40%
<b>乘用车/轻客/货车空调</b>							
平均售价 (元/件)	2,588	1,938	1,810	1,335	1,250	1,200	1,200
增长率 (YOY)	n/a	-25.10%	-6.62%	9.50%	-2.00%	-2.00%	0.00%
销售数量 (台)	20,663	44,495	134,795	300,000	400,000	500,000	590,000
增长率 (YOY)	n/a	115.34%	202.94%	50.00%	35.00%	35.00%	35.00%
销售收入 (百万元)	53.5	86.2	244.0	400.4	500.0	600.0	708.0
增长率 (YOY)	n/a	61.29%	182.89%	64.12%	24.86%	20.00%	18.00%
毛利率	8.33%	14.05%	18.50%	19.32%	16.30%	18.00%	19.00%
毛利 (百万元)	4.46	12.12	45.15	77.37	81.50	108.00	134.52
增长率 (YOY)	n/a	171.98%	272.49%	71.36%	5.34%	32.52%	24.56%
占总销售额比重	6.83%	10.70%	26.51%	30.77%	32.74%	30.55%	30.50%
占主营业务利润比重	1.68%	4.14%	13.65%	16.60%	16.22%	15.93%	16.64%
<b>自制半成品</b>							
销售收入 (百万元)	2.96	2.66	4.09	2.31	2.08	1.87	1.69
增长率 (YOY)	n/a	-10.08%	53.44%	-43.42%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	38.81%	42.94%	43.38%	20.77%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	1.15	1.14	1.77	0.48	0.31	0.28	0.25
增长率 (YOY)	n/a	-0.50%	55.00%	-72.90%	31.23%	28.11%	25.30%
占总销售额比重	0.38%	0.33%	0.44%	0.18%	0.14%	0.10%	0.07%
占主营业务利润比重	0.43%	0.39%	0.54%	0.10%	0.06%	0.04%	0.03%
<b>其他业务收入</b>							
销售收入 (百万元)	16.1	15.9	15.6	25.4	35.60	49.13	66.33
增长率 (YOY)	n/a	-1.15%	-1.85%	62.73%	40.00%	38.00%	35.00%
毛利率	54.90%	36.41%	24.60%	32.87%	70.00%	65.00%	60.00%
毛利 (百万元)	8.84	5.80	3.84	8.36	24.92	31.94	39.80
增长率 (YOY)	n/a	-34.45%	-33.70%	117.43%	198.18%	28.14%	24.62%
占总销售额比重	2.06%	1.97%	1.70%	1.95%	2.33%	2.50%	2.86%
占主营业务利润比重	3.33%	1.98%	1.16%	1.79%	4.96%	4.71%	4.92%
销售总收入 (百万元)	782.51	806.30	920.25	1301.44	1527.19	1964.04	2321.31
销售总成本 (百万元)	517.01	513.55	589.44	835.47	1024.68	1286.09	1512.95
毛利 (百万元)	265.50	292.75	330.82	465.97	502.51	677.95	808.36
平均毛利率	33.93%	36.31%	35.95%	35.80%	32.90%	34.52%	34.82%

来源: 公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>806</b>	<b>920</b>	<b>1,301</b>	<b>1,527</b>	<b>1,964</b>	<b>2,321</b>	货币资金	103	129	921	1,100	1,150	1,200
增长率	14.1%	41.4%	17.3%	28.6%	18.2%		应收款项	431	497	690	805	1,039	1,233
<b>主营业务成本</b>	<b>-512</b>	<b>-587</b>	<b>-835</b>	<b>-1,025</b>	<b>-1,286</b>	<b>-1,513</b>	存货	120	187	294	309	405	497
%销售收入	63.5%	63.8%	64.2%	67.1%	65.5%	65.2%	其他流动资产	11	81	85	94	105	108
<b>毛利</b>	<b>294</b>	<b>333</b>	<b>466</b>	<b>503</b>	<b>678</b>	<b>808</b>	流动资产	665	894	1,990	2,308	2,699	3,039
%销售收入	36.5%	36.2%	35.8%	32.9%	34.5%	34.8%	%总资产	80.0%	79.6%	86.2%	86.1%	81.1%	80.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	长期投资	13	44	62	63	62	62
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	118	131	184	249	500	629
<b>营业费用</b>	<b>-72</b>	<b>-82</b>	<b>-105</b>	<b>-107</b>	<b>-136</b>	<b>-160</b>	%总资产	14.2%	11.6%	8.0%	9.3%	15.0%	16.6%
%销售收入	9.0%	8.9%	8.1%	7.0%	6.9%	6.9%	无形资产	26	41	56	60	63	67
<b>管理费用</b>	<b>-50</b>	<b>-61</b>	<b>-96</b>	<b>-127</b>	<b>-161</b>	<b>-188</b>	非流动资产	167	229	318	374	628	761
%销售收入	6.2%	6.6%	7.4%	8.3%	8.2%	8.1%	%总资产	20.0%	20.4%	13.8%	13.9%	18.9%	20.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>171</b>	<b>190</b>	<b>264</b>	<b>262</b>	<b>373</b>	<b>450</b>	<b>资产总计</b>	<b>832</b>	<b>1,124</b>	<b>2,308</b>	<b>2,682</b>	<b>3,327</b>	<b>3,799</b>
%销售收入	21.2%	20.6%	20.3%	17.2%	19.0%	19.4%	短期借款	162	235	40	115	338	345
<b>财务费用</b>	<b>-14</b>	<b>-10</b>	<b>-4</b>	<b>29</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	应付款项	196	309	399	431	508	558
%销售收入	1.7%	1.0%	0.3%	-1.9%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	68	74	87	94	98	101
<b>资产减值损失</b>	<b>-10</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	流动负债	426	618	526	640	944	1,005
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.3%	4.3%	7.2%	4.8%	4.4%	4.4%	<b>负债</b>	<b>426</b>	<b>618</b>	<b>526</b>	<b>640</b>	<b>944</b>	<b>1,005</b>
<b>营业利润</b>	<b>148</b>	<b>186</b>	<b>285</b>	<b>302</b>	<b>399</b>	<b>480</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>345</b>	<b>461</b>	<b>1,731</b>	<b>1,969</b>	<b>2,284</b>	<b>2,665</b>
营业利润率	18.4%	20.2%	21.9%	19.8%	20.3%	20.7%	少数股东权益	61	45	51	73	99	130
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>832</b>	<b>1,124</b>	<b>2,308</b>	<b>2,682</b>	<b>3,327</b>	<b>3,799</b>
<b>税前利润</b>	<b>151</b>	<b>192</b>	<b>295</b>	<b>313</b>	<b>412</b>	<b>495</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	18.7%	20.9%	22.6%	20.5%	21.0%	21.3%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>所得税</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>	<b>-48</b>	<b>-53</b>	<b>-70</b>	<b>-84</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.6%	13.2%	16.2%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.645	0.843	0.953	0.763	1.012	1.219
<b>净利润</b>	<b>129</b>	<b>167</b>	<b>247</b>	<b>260</b>	<b>342</b>	<b>411</b>	每股净资产	1.915	2.559	7.212	6.310	7.322	8.541
<b>少数股东损益</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	每股经营现金净流	0.847	0.789	0.196	0.542	0.248	0.619
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>116</b>	<b>152</b>	<b>229</b>	<b>238</b>	<b>316</b>	<b>380</b>	每股股利	0.000	0.000	0.500	0.000	0.000	0.000
净利率	14.4%	16.5%	17.6%	15.6%	16.1%	16.4%	<b>回报率</b>						
<b>税前利润增速</b>		28%	53%	6%	31%	20%	净资产收益率	33.67%	32.95%	13.22%	12.09%	13.82%	14.27%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	13.95%	13.51%	9.91%	8.87%	9.49%	10.01%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	投入资本收益率	25.73%	22.22%	12.15%	10.10%	11.38%	11.91%
<b>净利润</b>	<b>129</b>	<b>167</b>	<b>247</b>	<b>260</b>	<b>342</b>	<b>411</b>	<b>增长率</b>						
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	3.04%	14.13%	41.42%	17.35%	28.61%	18.19%
<b>非现金支出</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>39</b>	EBIT增长率	-4.40%	10.81%	39.35%	-0.66%	42.18%	20.71%
<b>非经营收益</b>	<b>17</b>	<b>-1</b>	<b>-17</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-15</b>	净利润增长率	-11.43%	30.80%	50.69%	4.02%	32.67%	20.44%
<b>营运资金变动</b>	<b>-15</b>	<b>-44</b>	<b>-196</b>	<b>-102</b>	<b>-267</b>	<b>-243</b>	总资产增长率	14.87%	35.12%	105.33%	16.20%	24.07%	14.19%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>152</b>	<b>141</b>	<b>47</b>	<b>169</b>	<b>77</b>	<b>193</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-23</b>	<b>-95</b>	<b>-82</b>	<b>-77</b>	<b>-261</b>	<b>-150</b>	应收账款周转天数	128.2	129.9	95.4	90.0	88.0	86.0
<b>投资</b>	<b>-24</b>	<b>-47</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	78.4	95.4	105.0	110.0	115.0	120.0
<b>其他</b>	<b>-20</b>	<b>20</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	应付账款周转天数	79.5	90.4	89.9	85.0	80.0	75.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-67</b>	<b>-122</b>	<b>-86</b>	<b>-63</b>	<b>-243</b>	<b>-128</b>	固定资产周转天数	49.0	49.9	44.8	46.3	60.4	68.2
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,050</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>-10</b>	<b>73</b>	<b>-195</b>	<b>75</b>	<b>223</b>	<b>7</b>	净负债/股东权益	14.59%	20.90%	-49.47%	-48.26%	-34.07%	-30.59%
<b>其他</b>	<b>-19</b>	<b>-66</b>	<b>-24</b>	<b>-2</b>	<b>-8</b>	<b>-22</b>	EBIT利息保障倍数	12.5	19.9	74.2	-9.1	-27.8	-30.1
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-29</b>	<b>7</b>	<b>831</b>	<b>73</b>	<b>216</b>	<b>-15</b>	资产负债率	51.19%	55.03%	22.80%	23.87%	28.37%	26.44%
<b>现金净流量</b>	<b>56</b>	<b>26</b>	<b>792</b>	<b>179</b>	<b>50</b>	<b>50</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	3	7
买入	1	2	2	6	13
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.71	1.69	1.67

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-26	持有	20.41	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B