

汽车零部件 III

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: 21.27元

当前股价: 16.36元

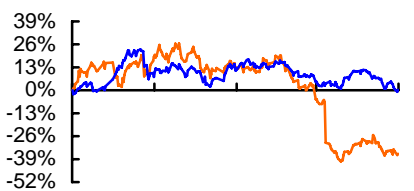
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11238.95
总股本(百万)	312
流通股本(百万)	116
流通市值(亿)	19
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	-8.91	-9.58	-23.66
深证成份指数	-9.01	-4.35	-10.65



2010/8 2010/11 2011/2 2011/5

— 松芝股份 — 深证成份指数

相关报告

《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

车用空调受制成本, 轨道交通明年放量

公司8月25日公布11年半年报, 上半年实现收入7.67亿元, 同比增长21.4%, 实现归属上市公司股东净利润1.30亿元, 同比增长1.6%, 每股EPS为0.42元, 低于市场预期。主要原因来自原材料的成本上升, 导致产品毛利率降低。我们调低公司11年EPS预测至0.81元。

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, 多元化机遇明显, 值得关注, 给予“推荐”评级。

投资要点:

- **大中客空调市场稳定增长, 乘用车空调快速扩张。**11年上半年大中客实现增长4.85%, 公交客车增长更快, 公司大中客空调销量达到1.6万台, 收入增速17.32%; 公司加快乘用车空调市场渗透, 下游市场需求不振背景下, 实现28.40%的销量增长, 维持20%的市场占有率。
- **原材料成本高位运行, 压低公司业绩, 新业务值得期待。**受制铜和铝原材料价格高企, 同时人力成本上升, 综合毛利率下滑3.16个百分点, 预计随着通胀压力的环节公司盈利能力将有所恢复。作为车载空调龙头, 在大中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, 未来市场前景广阔, 值得关注。
- **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, 其中各地城市地铁建设完工进入高峰期, 轨道交通空调将进入爆发增长期, 毛利提升空间高; 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, 接力公司未来成长
- **投资建议:**预计公司11-13年收入15.94、20.00和23.85亿元, 净利润为2.51、3.37和4.00亿元, 同比增长9.9%、34.1%、18.7%, 每股EPS为0.81、1.08和1.28元, 对应PE为22、16和14倍。11年中报业绩略低于预期, 但公司技术优势和潜在市场依然未变, 看好长期前景, 6-12个月目标价21.27元, 给予“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拓低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1301	1594	2000	2384
收入同比(%)	41%	22%	25%	19%
归属母公司净利润	229	251	337	400
净利润同比(%)	51%	10%	34%	19%
毛利率(%)	35.8%	32.4%	34.0%	33.9%
ROE(%)	13.2%	13.5%	15.3%	15.4%
每股收益(元)	0.73	0.81	1.08	1.28
P/E	24.22	22.04	16.43	13.85
P/B	3.20	2.98	2.52	2.13
EV/EBITDA	15	15	11	9

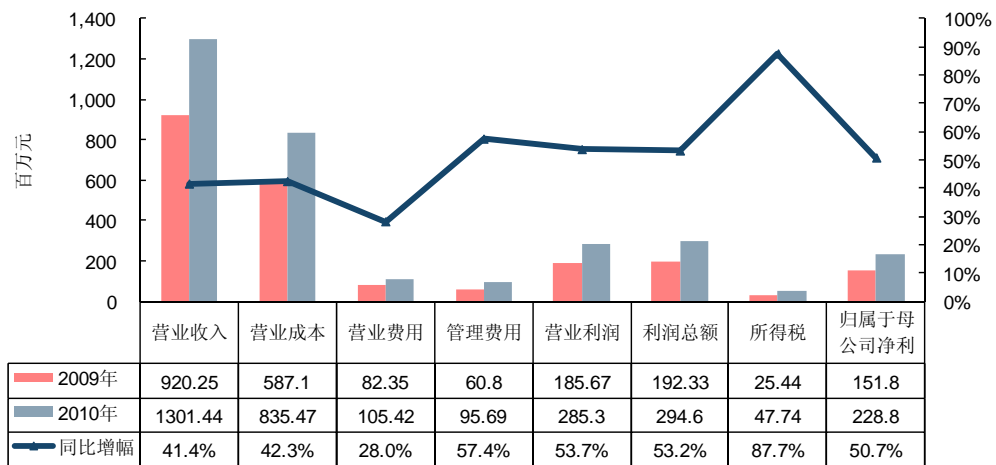
资料来源: 中投证券研究所

表 1 松芝股份的季度盈利性数据 (09Q2-11Q2)

财务指标(百万)	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	环比	同比
营业总收入	303.05	300.3	286.18	345.53	319.67	350.1	358.4	408.6	14.0%	18.2%
营业成本	170.21	216.52	187.27	218.87	201.11	228.2	244.8	273.4	11.7%	24.9%
营业费用	23.52	34.89	11.44	27.25	30.72	36.02	18.3	23.1	26.2%	-15.2%
管理费用	14.44	21.52	14.62	15.79	15.17	50.12	22.85	23.51	2.9%	48.9%
财务费用	2.91	2.53	2.75	2.51	-0.02	-1.68	-3.58	-0.93	-74.0%	-137.1%
营业利润	87.76	36.56	74.65	85.96	76.38	48.3	77.55	88.01	13.5%	2.4%
利润总额	88.39	40.13	75.18	86.49	81.44	51.49	78.01	88.94	14.0%	2.8%
所得税	12.54	5.04	11.95	12.74	13.56	9.49	13.41	16.13	20.3%	26.6%
净利润	70.47	31.26	58.82	69.57	63.13	37.24	61.77	68.71	11.2%	-1.2%
EPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.26	0.16	0.26	0.22	-15.4%	-
毛利率	43.8%	27.9%	34.6%	36.7%	37.1%	34.8%	31.7%	33.1%	4.4%	-9.7%
营业费用率	7.8%	11.6%	4.0%	7.9%	9.6%	10.3%	5.1%	5.7%	10.7%	-28.3%
管理费用率	4.8%	7.2%	5.1%	4.6%	4.7%	14.3%	6.4%	5.8%	-9.7%	25.9%
营业利润率	29.0%	12.2%	26.1%	24.9%	23.9%	13.8%	21.6%	21.5%	-0.4%	-13.4%
实际所得税率	14.2%	12.6%	15.9%	14.7%	16.7%	18.4%	17.2%	18.1%	5.5%	23.1%

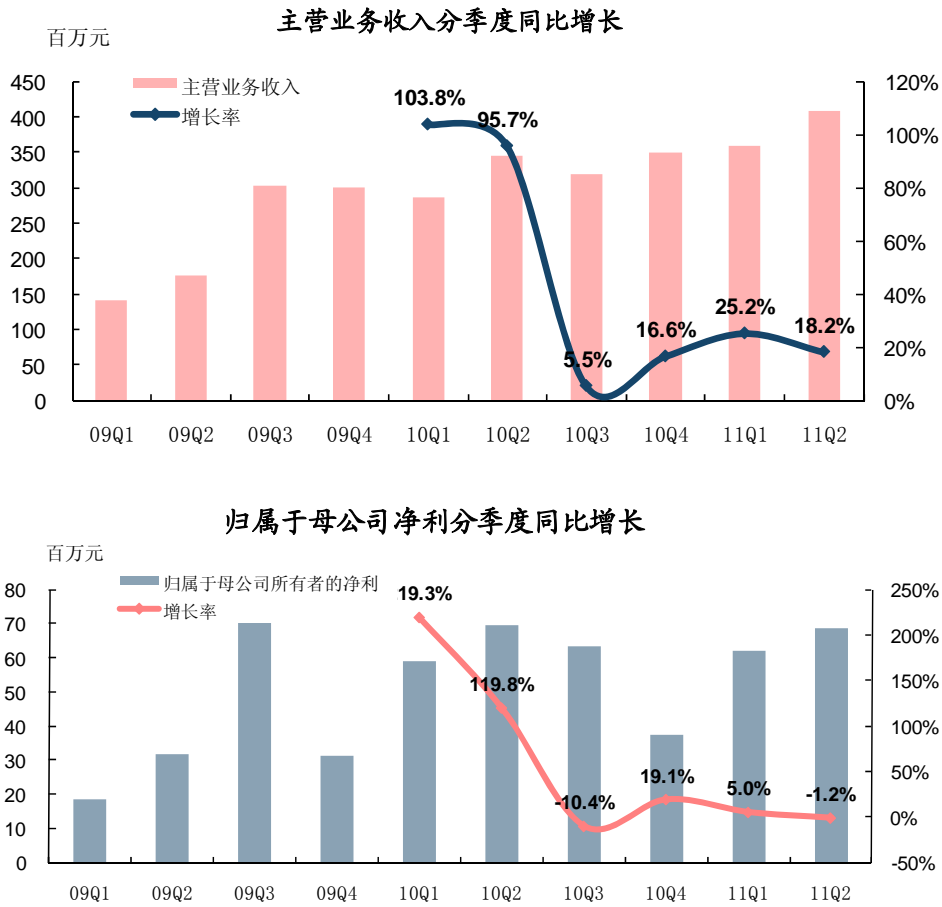
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 松芝股份近期年度报告数据 (2009 vs 2010)



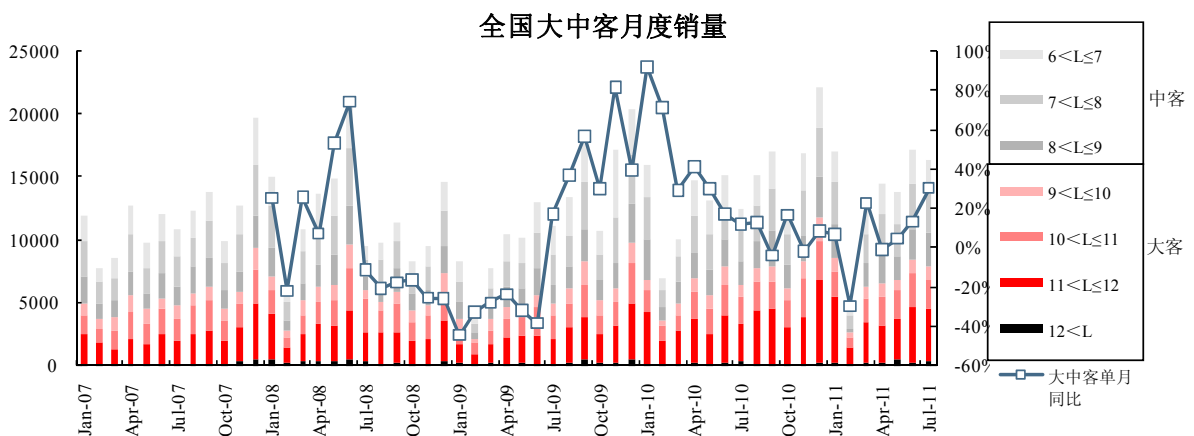
资料来源：松芝股份历年报表、中投证券研究所

图 2 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

图 3 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

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1990	2304	2778	3287	营业收入	1301	1594	2000	2384
现金	921	936	1078	1294	营业成本	835	1078	1320	1575
应收账款	329	541	653	733	营业税金及附加	1	1	1	1
其它应收款	2	2	3	4	营业费用	105	131	160	191
预付账款	85	109	134	160	管理费用	96	115	140	161
存货	294	379	464	554	财务费用	4	-16	-15	-20
其他	359	336	445	543	资产减值损失	-3	-3	-3	-3
非流动资产	318	352	354	355	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	62	62	62	62	投资净收益	21	21	21	21
固定资产	160	179	178	173	营业利润	285	311	419	501
无形资产	56	69	82	96	营业外收入	10	8	9	9
其他	40	41	30	24	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2308	2656	3132	3642	利润总额	295	318	426	509
流动负债	465	662	774	854	所得税	48	47	63	77
短期借款	40	146	140	109	净利润	247	271	363	431
应付账款	236	284	363	430	少数股东损益	18	20	26	31
其他	188	232	271	315	归属母公司净利润	229	251	337	400
非流动负债	61	61	61	61	EBITDA	305	305	415	493
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.95	0.81	1.08	1.28
其他	61	61	61	61					
负债合计	526	723	836	915	主要财务比率				
少数股东权益	51	70	97	128	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	240	312	312	312	成长能力				
资本公积	1008	936	936	936	营业收入	41.4%	22.5%	25.4%	19.2%
留存收益	483	614	951	1352	营业利润	53.7%	8.9%	34.7%	19.7%
归属母公司股东权益	1731	1862	2199	2600	归属于母公司净利润	50.7%	9.9%	34.1%	18.7%
负债和股东权益	2308	2656	3132	3642	获利能力				
					毛利率	35.8%	32.4%	34.0%	33.9%
					净利率	17.6%	15.8%	16.9%	16.8%
					ROE	13.2%	13.5%	15.3%	15.4%
					ROIC	29.4%	23.8%	27.0%	28.0%
					偿债能力				
					资产负债率	22.8%	27.2%	26.7%	25.1%
					净负债比率	7.60%	20.13%	16.78	11.87%
					流动比率	4.28	3.48	3.59	3.85
					速动比率	3.65	2.91	2.99	3.20
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.64	0.69	0.70
					应收账款周转率	4	4	3	3
					应付账款周转率	4.06	4.14	4.08	3.97
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.73	0.81	1.08	1.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.12	0.40	0.70
					每股净资产(最新摊薄)	5.55	5.97	7.05	8.33
					估值比率				
					P/E	24.22	22.04	16.43	13.85
					P/B	3.20	2.98	2.52	2.13
					EV/EBITDA	15	15	11	9

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。

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