

松芝股份 (002454.SZ) 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

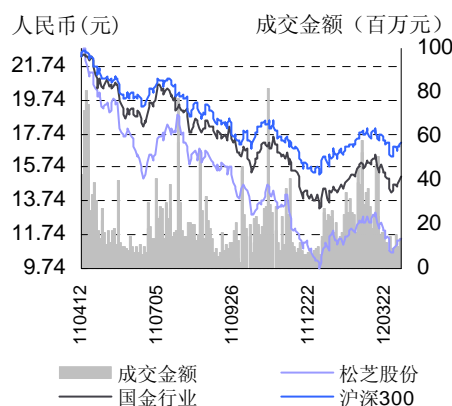
市价(人民币): 11.53元

2012年业绩有望较快增长

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)	3,597.36
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

- 《校车需求爆发的又一显著受益者》，2012.1.16
- 《盈利能力有所下滑》，2011.4.26

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

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

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.953	0.742	0.927	1.116	1.331
每股净资产(元)	7.21	5.91	6.83	7.72	9.05
每股经营性现金流(元)	0.20	0.08	0.54	0.78	0.84
市盈率(倍)	12.10	15.53	12.43	10.33	8.66
行业优化市盈率(倍)	13.23	15.48	11.85	9.66	45.65
净利润增长率(%)	50.69%	1.27%	24.91%	20.33%	19.26%
净资产收益率(%)	13.22%	12.57%	13.57%	14.45%	14.70%
总股本(百万股)	240.00	312.00	312.00	312.00	312.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

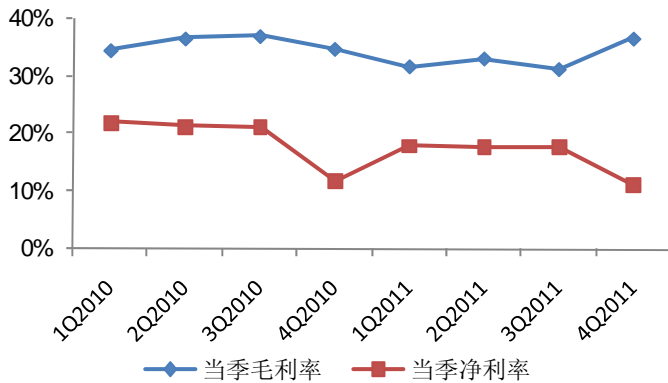
- 公司 2011 年营收 15.36 亿元, 同比增加 18.03%; 归属母公司股东净利润为 2.32 亿元, 同比增加 1.27%, 对应的 EPS 为 0.743。第四季度, 公司营收增速为 11.0%, 归属母公司股东净利润同比增长 4.3%, 对应 EPS 为 0.12 元。

经营分析

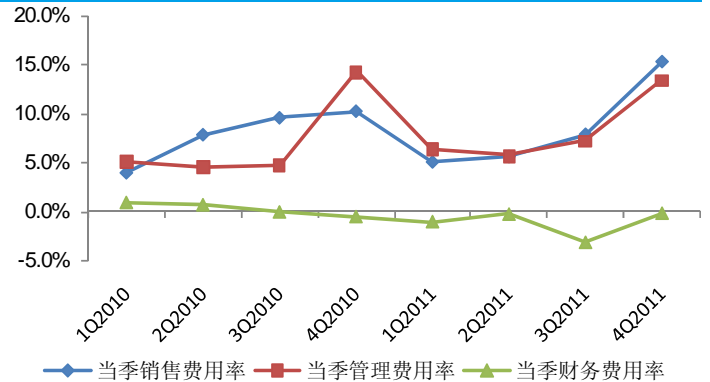
- 大中客空调业务稳健增长, 龙头地位极为稳固:** 2011 年, 公司客车空调营收增速达 20.0%, 远超大中客行业 3.2% 的销量增速; 预计公司 2011 年大中客空调销量约 3.5 万台, 同比增速约 21%, 市场份额从 2010 年 26% 提升至 30%, 龙头地位极为稳固。但公司 2011 年客车空调毛利率下滑 2.5 个百分点至 41.0%, 全年毛利增速仅 13.1%。
- 短期内受益校车需求仍有待验证:** 在校车需求空间方面, 《校车安全管理条例》不再对不合格校车的过渡期做统一规定, 且校车经费安排仍较为笼统, 故 2012 年校车需求的释放进程可能低于此前预期。对松芝而言, 目前因目前宇通的校车份额较高, 公司“终端模式”短期内难以获得较多份额, 但其标配需求仍将较为确定。我们认为, 作为客车空调龙头, 公司受益校车需求爆发毋庸置疑, 但短期受益幅度仍有待验证。
- 乘用车空调增速放缓:** 受自主品牌销量下滑的影响, 公司 2011 年乘用车空调营收仅 4.39 亿元, 同比增长约 9.7%; 同时, 该业务 2011 年毛利率下滑 3.4 个百分点至 15.93%, 致毛利同比下滑 9.5%。目前, 公司客户已从长安、东风、东南等拓展至上汽通用五菱、广汽集团等, 随着配套份额的提高, 未来仍有较大的增长空间。与此同时, 公司计划调整配套策略以提高乘用车空调的毛利率, 预计未来该业务的盈利能力有望获得改善。
- 轨交空调已有一定进展, 未来发展值得期待:** 2011 年, 公司已与上海地铁、大连地铁、广州地铁等签订了部分列车的空调大修合同, 在轨交空调领域实现了零的突破。在我国铁路管理体制的大变革的背景下, 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。公司现已与诸多地铁公司洽谈新列车直接配套业务, 轨交空调业务的发展前景值得期待。

- **冷冻冷藏车空调稳步推进:** 2011年,公司与中集集团按50:50的股比成立超酷(上海)制冷设备有限公司,以拓展冷冻冷藏车空调业务。目前该公司已引进芬兰Lumikoo公司技术,2011年销量约为数百台,未来将扩大对中集集团旗下的冷冻冷藏车的配套量,发展空间较为广阔。
- **收购南京博士朗,完善汽车空调产业链:** 公司2011年以1,785万元收购南京博士朗电子技术有限公司70%的股权,该公司的主导产品包括汽车空调控制系统与电子油门加速控制装置,现有客户包括奇瑞汽车、法雷奥等主机厂与零部件厂商。此项收购,在帮助松芝完善汽车空调产业链的同时,也为其进军汽车电子领域做技术储备。
- **盈利能力有所下滑,2012年有望改善:** 2011年,行业景气度下滑与原材料价格上涨,导致公司盈利能力有所下滑。公司2011年综合毛利率为33.19%,同比下滑2.6个百分点;净利率为16.18%,同比下滑2.8个百分点。第四季度,受益原材料价格下滑,公司毛利率为36.64%,同比与环比分别提高1.8与5.5个百分点,表明盈利能力已有所改善。2012年,预计原材料价格将维持低位,大中客与乘用车行业销量增速也将回升,公司盈利能力改善前景较为明朗。

图表1: 公司分季度毛利率与净利率



图表2: 公司分季度三费比率



来源: 公司公告、国金证券研究所

盈利预测

- 我们预测公司2012至2014年归属母公司股东净利润分别为2.92、3.54、4.25亿元,同比增长26.13%、21.37%、19.73%;对应EPS分别为0.93、1.12、1.33元。

投资建议

- 公司目前股价对应2012年PE为12.4倍,估值仍存在一定上升空间,我们维持公司“买入”评级。

图表3: 松芝股份业务分拆预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
大中型客车空调							
平均售价 (元/件)	35,247	30,987	30,112	29,932	28,956	28,268	27,112
增长率 (YOY)	n/a	-12.09%	-2.82%	-0.60%	-3.26%	-2.38%	-4.09%
销售数量 (台)	19,901	21,188	29,000	35,000	43,325	52,138	65,164
增长率 (YOY)	n/a	6.47%	36.87%	20.69%	23.79%	20.34%	24.98%
销售收入 (百万元)	701	657	873	1,048	1,255	1,474	1,767
增长率 (YOY)	-1.20%	-6.40%	33.01%	19.97%	19.75%	17.48%	19.87%
毛利率	39.02%	42.66%	43.49%	41.00%	41.60%	41.64%	41.61%
占总销售额比重	87.00%	71.34%	67.10%	68.20%	68.97%	69.35%	70.23%
占主营业务利润比重	93.00%	84.06%	81.50%	84.24%	84.11%	83.65%	83.86%
乘用车/轻客/货车空调							
平均售价 (元/件)	1,938	1,810	1,335	1,256	1,200	1,150	1,100
增长率 (YOY)	n/a	-6.62%	-26.26%	-5.93%	-4.43%	-4.17%	-4.35%
销售数量 (台)	44,495	134,795	300,000	350,000	413,000	487,340	575,061
增长率 (YOY)	n/a	202.94%	122.56%	16.67%	18.00%	18.00%	18.00%
销售收入 (百万元)	86.2	244.0	400.4	439.5	495.6	560.4	632.6
增长率 (YOY)	n/a	182.89%	64.12%	9.74%	12.78%	13.08%	12.87%
毛利率	14.05%	18.50%	19.32%	15.93%	17.00%	18.00%	18.50%
占总销售额比重	10.70%	26.51%	30.77%	28.61%	27.25%	26.37%	25.15%
占主营业务利润比重	4.12%	13.55%	16.60%	13.73%	13.58%	13.75%	13.35%
自制半成品							
销售收入 (百万元)	2.66	4.09	2.31	6.95	7.64	8.41	9.25
增长率 (YOY)	-10.08%	53.44%	-43.42%	200.38%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	42.94%	43.38%	20.77%	16.46%	16.00%	16.00%	16.00%
占总销售额比重	0.33%	0.44%	0.18%	0.45%	0.42%	0.40%	0.37%
占主营业务利润比重	0.39%	0.53%	0.10%	0.22%	0.20%	0.18%	0.17%
其他业务收入							
销售收入 (百万元)	15.9	15.6	25.4	42.1	61.05	82.41	107.14
增长率 (YOY)	-1.15%	-1.85%	62.73%	65.55%	45.00%	35.00%	30.00%
毛利率	46.09%	39.54%	32.87%	21.83%	21.50%	21.50%	21.50%
占总销售额比重	1.97%	1.70%	1.95%	2.74%	3.36%	3.88%	4.26%
占主营业务利润比重	2.49%	1.85%	1.79%	1.80%	2.12%	2.42%	2.63%
销售总收入 (百万元)	806.3	920.3	1,301.4	1,536.1	1,818.8	2,125.1	2,515.7
销售总成本 (百万元)	512.0	587.1	835.5	1,026.2	1,198.3	1,391.4	1,638.9
毛利 (百万元)	294.3	333.2	466.0	509.9	620.5	733.7	876.7
平均毛利率	36.50%	36.20%	35.80%	33.19%	34.12%	34.52%	34.85%

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	920	1,301	1,536	1,819	2,125	2,516	货币资金	129	921	925	1,000	1,100	1,200
增长率		41.4%	18.0%	18.4%	16.8%	18.4%	应收款项	497	690	934	1,020	1,147	1,326
主营业务成本	-587	-835	-1,026	-1,198	-1,391	-1,639	存货	187	294	299	328	362	404
%销售收入	63.8%	64.2%	66.8%	65.9%	65.5%	65.1%	其他流动资产	81	85	86	98	113	133
毛利	333	466	510	621	734	877	流动资产	894	1,990	2,243	2,446	2,722	3,064
%销售收入	36.2%	35.8%	33.2%	34.1%	34.5%	34.9%	%总资产	79.6%	86.2%	85.0%	84.3%	84.0%	84.7%
营业税金及附加	0	-1	-8	-10	-11	-14	长期投资	44	62	77	78	77	77
%销售收入	0.0%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	131	184	231	314	369	393
营业费用	-82	-105	-131	-156	-181	-214	%总资产	11.6%	8.0%	8.7%	10.8%	11.4%	10.9%
%销售收入	8.9%	8.1%	8.5%	8.6%	8.5%	8.5%	无形资产	41	56	70	63	72	80
管理费用	-61	-96	-126	-151	-175	-208	非流动资产	229	318	396	457	519	552
%销售收入	6.6%	7.4%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%	%总资产	20.4%	13.8%	15.0%	15.7%	16.0%	15.3%
息税前利润 (EBIT)	190	264	244	304	366	442	资产总计	1,124	2,308	2,640	2,903	3,241	3,615
%销售收入	20.6%	20.3%	15.9%	16.7%	17.2%	17.6%	短期借款	235	40	226	202	187	54
财务费用	-10	-4	17	23	26	25	应付款项	309	399	375	430	480	543
%销售收入	1.0%	0.3%	-1.1%	-1.3%	-1.2%	-1.0%	其他流动负债	74	87	112	37	42	48
资产减值损失	-3	3	-8	-8	-8	-9	流动负债	618	526	714	669	709	645
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	21	15	16	19	21	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	4.3%	7.2%	5.0%	4.4%	4.2%	4.1%	负债	618	526	714	669	709	645
营业利润	186	285	268	335	402	479	普通股股东权益	461	1,731	1,842	2,132	2,410	2,825
营业利润率	20.2%	21.9%	17.4%	18.4%	18.9%	19.0%	少数股东权益	45	51	84	102	123	145
营业外收支	7	9	28	32	37	42	负债股东权益合计	1,124	2,308	2,640	2,903	3,241	3,615
税前利润	192	295	296	367	439	521	比率分析						
利润率	20.9%	22.6%	19.2%	20.2%	20.7%	20.7%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-25	-48	-47	-59	-70	-83	每股指标						
所得税率	13.2%	16.2%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.843	0.953	0.742	0.927	1.116	1.331
净利润	167	247	249	308	369	438	每股净资产	2.559	7.212	5.905	6.833	7.723	9.054
少数股东损益	15	18	17	19	21	23	每股经营现金净流	0.789	0.196	0.077	0.538	0.778	0.838
归属于母公司的净利润	152	229	232	289	348	415	每股股利	0.000	0.500	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	16.5%	17.6%	15.1%	15.9%	16.4%	16.5%	回报率						
税前利润增速		53%	0%	24%	20%	19%	净资产收益率	32.95%	13.22%	12.57%	13.57%	14.45%	14.70%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.51%	9.91%	8.78%	9.97%	10.74%	11.49%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	22.22%	12.15%	9.53%	10.49%	11.31%	12.27%
净利润	167	247	249	308	369	438	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	14.13%	41.42%	18.03%	18.40%	16.84%	18.38%
非现金支出	19	13	34	38	45	56	EBIT增长率	10.81%	39.35%	-7.68%	24.74%	20.39%	20.62%
非经营收益	-1	-17	-13	-23	-42	-51	净利润增长率	30.80%	50.69%	1.27%	24.91%	20.33%	19.26%
营运资金变动	-44	-196	-246	-155	-129	-181	总资产增长率	35.12%	105.33%	14.39%	9.98%	11.65%	11.54%
经营活动现金净流	141	47	24	168	243	262	资产管理能力						
资本开支	-95	-82	-67	-75	-62	-38	应收账款周转天数	129.9	95.4	84.5	85.0	82.0	82.0
投资	-47	-8	-23	-1	0	0	存货周转天数	95.4	105.0	105.5	100.0	95.0	90.0
其他	20	4	1	16	19	21	应付账款周转天数	90.4	89.9	84.9	85.0	80.0	75.0
投资活动现金净流	-122	-86	-89	-60	-44	-17	固定资产周转天数	49.9	44.8	51.7	54.1	60.9	59.2
股权募资	0	1,050	28	0	-70	0	偿债能力						
债权募资	73	-195	178	-24	-15	-133	净负债/股东权益	20.90%	-49.47%	-36.25%	-35.71%	-36.05%	-38.57%
其他	-66	-24	-211	-8	-13	-12	EBIT利息保障倍数	19.9	74.2	-14.4	-13.2	-14.2	-17.8
筹资活动现金净流	7	831	-5	-32	-99	-145	资产负债率	55.03%	22.80%	27.03%	23.04%	21.87%	17.85%
现金净流量	26	792	-70	75	100	100							

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	0	0	1	4
买入	0	0	0	2	8
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	1.82

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
2 2012-01-16	买入	10.79	13.10 ~ 15.20

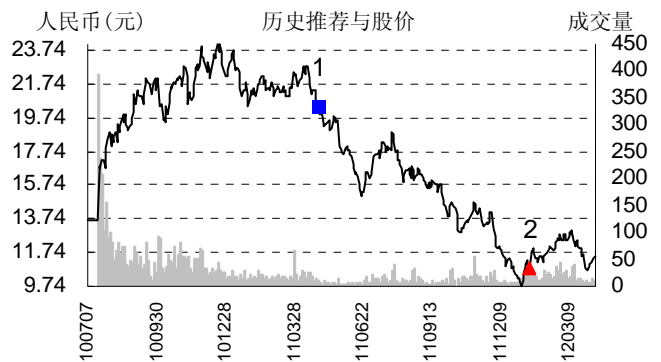
来源：国金证券研究所

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B