

松芝股份 (002454.SZ)

汽车零部件行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

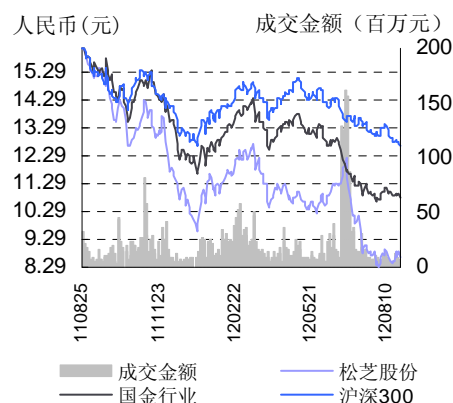
市价(人民币): 8.65元

## 传统客车低迷拖累公司中期业绩

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)	26.99
年内股价最高最低(元)	16.06/8.29
沪深300指数	2275.68
中小板指数	4938.54



## 相关报告

1. 《业绩明显下滑,盈利能力下行》, 2012.4.27
2. 《2012年业绩有望较快增长》, 2012.4.12
3. 《校车需求爆发的又一显著受益者》, 2012.1.16

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  
wuwz@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	0.631	0.683	0.748
每股净资产(元)	7.21	5.91	6.54	6.99	7.74
每股经营性现金流(元)	0.20	0.08	0.77	0.61	0.57
市盈率(倍)	12.10	15.53	18.28	16.88	15.40
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%	-15.06%	8.31%	9.57%
净资产收益率(%)	13.22%	12.57%	9.65%	9.77%	9.67%
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

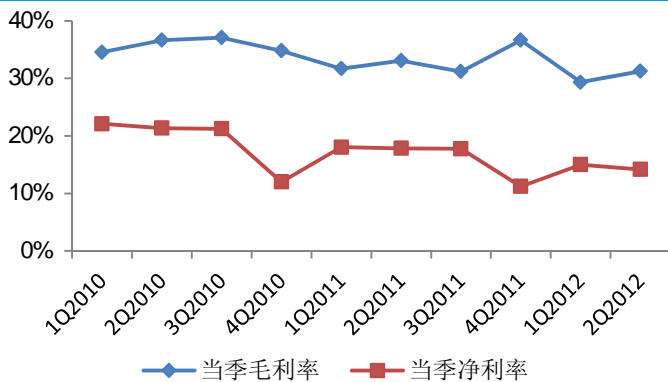
- 公司上半年营收 7.26 亿元, 同比下滑 5.33%; 归属母公司股东净利润为 9,908 万元, 同比增加 24.07%, 对应的 EPS 为 0.32。第二季度, 公司营收同比增长 1.17%, 归属母公司股东净利润同比下滑 18.81%, 对应 EPS 为 0.18 元。

## 经营分析

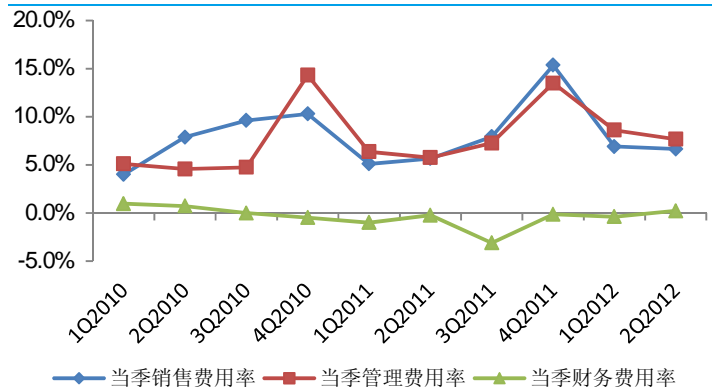
- **传统客车销量下滑拖累公司客车空调业绩:** 上半年, 客车销量为 11.2 万辆, 同比增长 6.9%; 但带动行业增长的主要为校车销量, 传统的公交与座位客车销量分别下滑 3.1%与 2.9%, 增速创 2008 年以来新低。松芝客车空调主要配套公交与座位客车, 行业销量下滑导致公司客车空调业绩下滑。上半年, 公司客车空调营收下滑 3.9%, 毛利下滑 6.7%, 基本与行业持平。
- **短期内受益校车需求幅度有限:** 《校车安全管理条例》不再对不合格校车的过渡期做统一规定, 且校车经费安排仍较为笼统, 故 2012 年校车需求的释放进程将较为缓慢; 上半年校车总销量为 1.1 万辆, 我们预计全年校车销量约 2 万辆。对松芝而言, 因目前宇通的校车份额接近 35%, 其“终端模式”短期内很难获得较多份额, 而标配模式的受益幅度又较为有限, 故目前校车对公司业绩的带动幅度较小。
- **自主品牌低迷致乘用车空调业绩下滑:** 上半年, 自主品牌乘用车销量下滑 2.1%, 远低于乘用车行业 6.7%的增速; 公司乘用车空调主配自主品牌, 故业绩受到较大影响。公司上半年乘用车空调营收下滑 17.7%, 毛利率下滑 2.6 个百分点至 13.9%, 致毛利同比下滑 30.6%。下半年, 预计行业价格战加剧将使自主品牌形势更加艰难, 而整车厂对零部件企业的压价亦将使公司毛利率受到压制, 我们预计公司下半年乘用车空调业绩仍将较为低迷。
- **毛利率有所下滑, 费率提升致净利率受损:** 第二季度, 公司毛利率为 31.24%, 环比虽提升 1.91 个百分点, 但同比下滑 1.85 个点; 公司第二季度三项费率同比提升 3.4 个百分点, 致净利率同比下滑 3.7 个百分点。上半年, 公司毛利率下滑 2.0 个百分点, 净利率下滑 3.4 个百分点。分拆来看, 客车空调毛利率同比下滑 1.1 个点, 但乘用车空调与其他业务毛利率均大幅下滑, 是综合毛利率下滑的主要原因。

- **轨交空调放量仍需等待:** 上半年, 公司承担上海地铁 4 号线、6 号线的大修业务, 在轨交空调领域实现了零的突破, 且有少量产品试装在重庆等城市的新造轨道线路上, 同时公司与马来西亚的客户签订了部分产品的供货合同。总体来看, 公司轨交空调虽有突破, 但放量仍需等待。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。
- **预告三季报 EPS 下滑 30%以内:** 公司在中报中预告, 2012 年 1-9 月归属母公司股东净利润为 1.35-1.93 亿元, 同比下滑 30%-0, 对应 EPS 为 0.43-0.62 元。

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 1.97、2.13、2.34 亿元, 同比下滑 15.1%、增长 8.4%、增长 9.6%; 对应 EPS 分别为 0.63、0.68、0.75 元。

### 投资建议

- 公司目前股价对应 2012 年 PE 为 12.6 倍, 我们维持公司“增持”评级。

**图表3: 松芝股份业务分拆预测**

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>大中型客车空调</b>							
平均售价 (元/件)	35,247	30,987	30,112	29,932	29,260	28,395	27,133
增长率 (YOY)	n/a	-12.09%	-2.82%	-0.60%	-2.25%	-2.96%	-4.44%
销售数量 (台)	19,901	21,188	29,000	35,000	34,975	39,474	47,001
增长率 (YOY)	n/a	6.47%	36.87%	20.69%	-0.07%	12.86%	19.07%
销售收入 (百万元)	701	657	873	1,048	1,023	1,121	1,275
增长率 (YOY)	-1.20%	-6.40%	33.01%	19.97%	-2.32%	9.53%	13.78%
毛利率	39.02%	42.66%	43.49%	41.00%	39.95%	38.91%	38.25%
占总销售额比重	87.00%	71.34%	67.10%	68.20%	67.68%	68.58%	70.22%
占主营业务利润比重	93.00%	84.06%	81.50%	84.24%	84.82%	84.79%	85.32%
<b>乘用车/轻客/货车空调</b>							
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	350,000	367,500	385,875
增长率 (YOY)	n/a	202.94%	122.56%	16.67%	0.00%	5.00%	5.00%
销售收入 (百万元)	86.2	244.0	400.4	439.5	420.0	422.6	424.5
增长率 (YOY)	n/a	182.89%	64.12%	9.74%	-4.43%	0.63%	0.43%
毛利率	14.05%	18.50%	19.32%	15.93%	14.00%	14.00%	14.00%
占总销售额比重	10.70%	26.51%	30.77%	28.61%	27.78%	25.86%	23.37%
占主营业务利润比重	4.12%	13.55%	16.60%	13.73%	12.20%	11.50%	10.39%
<b>自制半成品</b>							
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%	0.51%	0.51%	0.51%
占主营业务利润比重	0.39%	0.53%	0.10%	0.22%	0.25%	0.26%	0.26%
<b>其他业务收入</b>							
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%	4.04%	5.04%	5.90%
占主营业务利润比重	2.49%	1.85%	1.79%	1.80%	2.72%	3.45%	4.03%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>806.3</b>	<b>920.3</b>	<b>1,301.4</b>	<b>1,536.1</b>	<b>1,512.1</b>	<b>1,634.3</b>	<b>1,816.1</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>512.0</b>	<b>587.1</b>	<b>835.5</b>	<b>1,026.2</b>	<b>1,030.1</b>	<b>1,120.0</b>	<b>1,244.5</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>294.3</b>	<b>333.2</b>	<b>466.0</b>	<b>509.9</b>	<b>482.0</b>	<b>514.3</b>	<b>571.7</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>36.50%</b>	<b>36.20%</b>	<b>35.80%</b>	<b>33.19%</b>	<b>31.88%</b>	<b>31.47%</b>	<b>31.48%</b>

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
<b>主营业务收入</b>	<b>920</b>	<b>1,301</b>	<b>1,536</b>	<b>1,512</b>	<b>1,634</b>	<b>1,816</b>	货币资金	129	921	925	1,000	1,100	1,200
增长率		41.4%	18.0%	-1.6%	8.1%	11.1%	应收款项	497	690	934	848	882	958
<b>主营业务成本</b>	<b>-587</b>	<b>-835</b>	<b>-1,026</b>	<b>-1,030</b>	<b>-1,120</b>	<b>-1,244</b>	存货	187	294	299	282	292	307
%销售收入	63.8%	64.2%	66.8%	68.1%	68.5%	68.5%	其他流动资产	81	85	86	84	92	102
<b>毛利</b>	<b>333</b>	<b>466</b>	<b>510</b>	<b>482</b>	<b>514</b>	<b>572</b>	流动资产	894	1,990	2,243	2,215	2,365	2,566
%销售收入	36.2%	35.8%	33.2%	31.9%	31.5%	31.5%	%总资产	79.6%	86.2%	85.0%	82.9%	82.0%	82.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	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
<b>营业费用</b>	<b>-82</b>	<b>-105</b>	<b>-131</b>	<b>-142</b>	<b>-155</b>	<b>-173</b>	%总资产	11.6%	8.0%	8.7%	11.7%	12.8%	12.6%
%销售收入	8.9%	8.1%	8.5%	9.4%	9.5%	9.5%	无形资产	41	56	70	63	72	80
<b>管理费用</b>	<b>-61</b>	<b>-96</b>	<b>-126</b>	<b>-139</b>	<b>-152</b>	<b>-169</b>	非流动资产	229	318	396	457	519	552
%销售收入	6.6%	7.4%	8.2%	9.2%	9.3%	9.3%	%总资产	20.4%	13.8%	15.0%	17.1%	18.0%	17.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>190</b>	<b>264</b>	<b>244</b>	<b>193</b>	<b>198</b>	<b>220</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,124</b>	<b>2,308</b>	<b>2,640</b>	<b>2,672</b>	<b>2,884</b>	<b>3,118</b>
%销售收入	20.6%	20.3%	15.9%	12.7%	12.1%	12.1%	短期借款	235	40	226	129	160	109
<b>财务费用</b>	<b>-10</b>	<b>-4</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>27</b>	应付款项	309	399	375	369	386	412
%销售收入	1.0%	0.3%	-1.1%	-1.5%	-1.9%	-1.5%	其他流动负债	74	87	112	32	33	36
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	流动负债	618	526	714	530	579	557
<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>8</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	4.3%	7.2%	5.0%	6.3%	6.7%	7.0%	<b>负债</b>	<b>618</b>	<b>526</b>	<b>714</b>	<b>530</b>	<b>579</b>	<b>557</b>
<b>营业利润</b>	<b>186</b>	<b>285</b>	<b>268</b>	<b>225</b>	<b>242</b>	<b>263</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>461</b>	<b>1,731</b>	<b>1,842</b>	<b>2,039</b>	<b>2,182</b>	<b>2,415</b>
营业利润率	20.2%	21.9%	17.4%	14.9%	14.8%	14.5%	少数股东权益	45	51	84	102	123	145
<b>营业外收支</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,124</b>	<b>2,308</b>	<b>2,640</b>	<b>2,672</b>	<b>2,884</b>	<b>3,118</b>
<b>税前利润</b>	<b>192</b>	<b>295</b>	<b>296</b>	<b>256</b>	<b>278</b>	<b>305</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	20.9%	22.6%	19.2%	17.0%	17.0%	16.8%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-25</b>	<b>-48</b>	<b>-47</b>	<b>-41</b>	<b>-45</b>	<b>-49</b>	<b>每股指标</b>						
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	0.631	0.683	0.748
<b>净利润</b>	<b>167</b>	<b>247</b>	<b>249</b>	<b>215</b>	<b>234</b>	<b>256</b>	每股净资产	2.559	7.212	5.905	6.536	6.993	7.742
<b>少数股东损益</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	每股经营现金净流	0.789	0.196	0.077	0.772	0.615	0.570
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>152</b>	<b>229</b>	<b>232</b>	<b>197</b>	<b>213</b>	<b>234</b>	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%	13.0%	13.0%	12.9%	<b>回报率</b>						
<b>税前利润增速</b>		53%	0%	-13%	8%	10%	净资产收益率	32.95%	13.22%	12.57%	9.65%	9.77%	9.67%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	13.51%	9.91%	8.78%	7.37%	7.39%	7.49%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	22.22%	12.15%	9.53%	7.12%	6.76%	6.93%
<b>净利润</b>	<b>167</b>	<b>247</b>	<b>249</b>	<b>215</b>	<b>234</b>	<b>256</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	14.13%	41.42%	18.03%	-1.57%	8.09%	11.12%
<b>非现金支出</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>53</b>	EBIT增长率	10.81%	39.35%	-7.68%	-21.04%	2.95%	11.20%
<b>非经营收益</b>	<b>-1</b>	<b>-17</b>	<b>-13</b>	<b>-23</b>	<b>-47</b>	<b>-53</b>	净利润增长率	30.80%	50.69%	1.27%	-15.06%	8.31%	9.57%
<b>营运资金变动</b>	<b>-44</b>	<b>-196</b>	<b>-246</b>	<b>12</b>	<b>-37</b>	<b>-78</b>	总资产增长率	35.12%	105.33%	14.39%	1.20%	7.96%	8.10%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>141</b>	<b>47</b>	<b>24</b>	<b>241</b>	<b>192</b>	<b>178</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-95</b>	<b>-82</b>	<b>-67</b>	<b>-75</b>	<b>-62</b>	<b>-38</b>	应收账款周转天数	129.9	95.4	84.5	85.0	82.0	82.0
<b>投资</b>	<b>-47</b>	<b>-8</b>	<b>-23</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	95.4	105.0	105.5	100.0	95.0	90.0
<b>其他</b>	<b>20</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	应付账款周转天数	90.4	89.9	84.9	85.0	80.0	75.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-122</b>	<b>-86</b>	<b>-89</b>	<b>-60</b>	<b>-44</b>	<b>-17</b>	固定资产周转天数	49.9	44.8	51.7	65.0	79.1	82.1
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>1,050</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>-70</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>73</b>	<b>-195</b>	<b>178</b>	<b>-97</b>	<b>31</b>	<b>-51</b>	净负债/股东权益	20.90%	-49.47%	-36.25%	-40.67%	-40.78%	-42.59%
<b>其他</b>	<b>-66</b>	<b>-24</b>	<b>-211</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	EBIT利息保障倍数	19.9	74.2	-14.4	-8.4	-6.5	-8.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>7</b>	<b>831</b>	<b>-5</b>	<b>-105</b>	<b>-48</b>	<b>-61</b>	资产负债率	55.03%	22.80%	27.03%	19.84%	20.09%	17.86%
<b>现金净流量</b>	<b>26</b>	<b>792</b>	<b>-70</b>	<b>75</b>	<b>100</b>	<b>100</b>							

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	0	2
买入	0	0	0	0	7
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1.90
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	中性	19.71	N/A
2 2012-01-16	增持	10.57	13.10 ~ 15.20
3 2012-04-12	增持	11.27	N/A
4 2012-04-27	增持	10.59	N/A

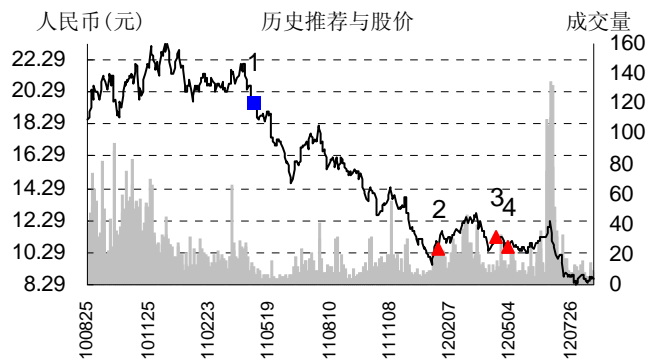
来源：国金证券研究所

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、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