

松芝股份 (002454)

符合预期 静待突破

-2010 年三季报点评

增持/ 维持评级

股价：RMB28.5

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

联系人

谢振东

+755-82125072 xiezd@lhqz.com

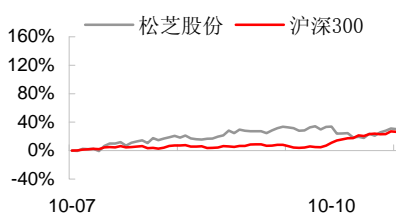
- 公司 2010 年 1-9 月份实现营业收入 9.51 亿元，同比增长 53.46%，归属母公司净利润 1.92 亿元，同比增长 58.88%，合计每股税后盈利 0.80 元，符合预期。净利润大幅增长的主要原因在于：1、1-9 月中大客销量快速增长，同比增速高达 30.14%，公司享有较高的市场占有率，充分受益；2、公司新业务领域乘用车空调快速发展，预计营收同比增长 85%以上。
- 1-3 季度公司经营现金流净额为 1,180 万元，同比大幅减少 90.47%。经营活动现金流减少的主要原因是公司应收票据大幅增长 115.00%，达到 3.01 亿元，但考虑到增发后公司拥有充足的资金以及 1-9 月份公司主要客户均为实力雄厚的整车厂商以及公交公司，信用等级较高，公司适当宽松的商务政策在赋予公司产品更大竞争力的同时对经营状况影响较小。
- 分季度看，公司三季度营收环比减少 7.48%，但毛利率继续提升，达到 37.09%。毛利率持续提升来源于：1、随着压缩机等核心部件自给率的提高，公司大中客空调成本持续降低；2、乘用车空调销量快速提升，其规模效应不断显现。此外，公司销售费用继续走高，达到 9.61%。我们倾向于乐观地看待此项变化，预计公司正在以更加积极的态度进行新业务领域的开拓，一旦轨交业务短期内获得突破将对公司股价形成较大催化。
- 维持“增持”评级，我们主要的逻辑是：公司仍处在高成长和多元化的初期，而依据公司目前营销规模，来自单一维度的成功就将使公司发生较大的变化、具有很大的弹性。广阔的市场空间为公司提供了优质的竞技舞台，站在此时间节点上，我们认为公司在客户资源和技术水平等方面拥有较大优势，具有诸多成功的潜力。维持 2010 年、2011 年 EPS 为 1.11 元、1.43 元的预测，分别对应 PE 为 25.7 倍和 19.9 倍。
- 风险提示：宏观经济恶化，汽车行业未来增速低于预期；通货膨胀因素若使铜、铝等原材料价格出现明显上涨，将对公司盈利能力造成不利影响；公司在乘用车空调、轨交空调等领域的开拓决定了公司成长性，但其发展仍具有不确定性；类比于 09 年度，商务政策的集中体现或导致公司四季度毛利出现较大波动。

相关研究

基础数据

| | |
|---------------|---------|
| 总股本(百万股) | 240.00 |
| 流通 A 股(百万股) | 60.00 |
| 流通 B 股(百万股) | 0.00 |
| 可转债(百万元) | N/A |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1710.00 |

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

| | 2009A | 2010H1 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 920.3 | 631.7 | 1346.2 | 1678.8 | 2085.8 |
| (+/-%) | 14.1 | 0.0 | 46.3 | 24.7 | 24.2 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 151.8 | 128.4 | 266.2 | 342.1 | 425.7 |
| (+/-%) | 30.8 | 0.0 | 75.3 | 28.5 | 24.4 |
| EPS(元) | 0.63 | 0.53 | 1.11 | 1.43 | 1.77 |
| P/E(倍) | 45.1 | 53.3 | 25.7 | 19.9 | 16.1 |

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 894 | 1866 | 2181 | 2672 | 营业收入 | 920 | 1346 | 1679 | 2086 |
| 现金 | 129 | 781 | 821 | 977 | 营业成本 | 587 | 870 | 1083 | 1345 |
| 应收账款 | 351 | 504 | 626 | 779 | 营业税金及附加 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 其他应收款 | 6 | 13 | 16 | 20 | 营业费用 | 82 | 94 | 118 | 146 |
| 预付账款 | 77 | 104 | 130 | 161 | 管理费用 | 61 | 74 | 92 | 115 |
| 存货 | 187 | 235 | 303 | 381 | 财务费用 | 10 | -6 | -16 | -18 |
| 其他流动资产 | 145 | 229 | 285 | 355 | 资产减值损失 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 229 | 422 | 581 | 664 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 33 | 50 | 50 | 50 | 投资净收益 | 8 | 20 | 28 | 38 |
| 固定资产 | 126 | 233 | 360 | 453 | 营业利润 | 186 | 333 | 429 | 534 |
| 无形资产 | 41 | 41 | 40 | 40 | 营业外收入 | 7 | 3 | 3 | 3 |
| 其他非流动资产 | 30 | 99 | 132 | 121 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1124 | 2289 | 2763 | 3336 | 利润总额 | 192 | 336 | 432 | 537 |
| 流动负债 | 570 | 403 | 509 | 627 | 所得税 | 25 | 52 | 69 | 89 |
| 短期借款 | 235 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 167 | 284 | 363 | 449 |
| 应付账款 | 175 | 226 | 289 | 363 | 少数股东损益 | 15 | 18 | 21 | 23 |
| 其他流动负债 | 159 | 177 | 220 | 264 | 归属母公司净利润 | 152 | 266 | 342 | 426 |
| 非流动负债 | 49 | 58 | 64 | 71 | EBITDA | 211 | 351 | 453 | 573 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.84 | 1.11 | 1.43 | 1.77 |
| 其他非流动负债 | 49 | 58 | 64 | 71 | | | | | |
| 负债合计 | 618 | 462 | 573 | 697 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 45 | 63 | 84 | 107 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本 | 180 | 240 | 240 | 240 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 27 | 1004 | 1004 | 1004 | 营业收入 | 14.1% | 46.3% | 24.7% | 24.2% |
| 留存收益 | 254 | 520 | 862 | 1288 | 营业利润 | 25.3% | 79.5% | 28.8% | 24.5% |
| 归属母公司股东权益 | 461 | 1764 | 2106 | 2532 | 归属于母公司净利润 | 30.8% | 75.3% | 28.5% | 24.4% |
| 负债和股东权益 | 1124 | 2289 | 2763 | 3336 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 36.2% | 35.4% | 35.5% | 35.5% |
| | | | | | 净利率(%) | 16.5% | 19.8% | 20.4% | 20.4% |
| | | | | | ROE(%) | 32.9% | 15.1% | 16.2% | 16.8% |
| | | | | | ROIC(%) | 30.8% | 28.6% | 27.0% | 27.4% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 55.0% | 20.2% | 20.7% | 20.9% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 37.98% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 1.57 | 4.63 | 4.29 | 4.26 |
| | | | | | 速动比率 | 1.24 | 4.05 | 3.69 | 3.66 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.94 | 0.79 | 0.66 | 0.68 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 4.04 | 4.34 | 4.21 | 4.13 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.63 | 1.11 | 1.43 | 1.77 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.59 | 0.16 | 0.83 | 1.01 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 1.92 | 7.35 | 8.78 | 10.55 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 40.14 | 22.89 | 17.81 | 14.31 |
| | | | | | P/B | 13.23 | 3.45 | 2.89 | 2.41 |
| | | | | | EV/EBITDA | 29 | 18 | 14 | 11 |

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com