

2011-01-19

汽车和汽车零部件

## 松芝股份 002454-SZ

# 最受益公交优先治堵策略的汽车零部件公司

- ◇ 调研地点：上海  
◇ 拜访对象：公司高管

## ◆国内大中客空调龙头企业，受益公交优先治堵策略

公司是国内大中客空调的龙头企业，大中客空调市场占有率 26%，而其特有的终端销售模式使得公司在国内公交客车空调业务居于绝对领先地位，不仅细分市场占有率高达 70%~80%，毛利率也达到 45%~50%。我们认为，随着北京、广州等地相继推出公交优先的治堵策略，未来 5 年公交客车销量的增速将高于大中客的平均增速；而由于消费升级和提升公交服务质量的原因，空调公交客车的增速又将高于公交客车的平均增速。国内大中客产量由 2003 年的 7.4 万辆增长至 2010 年的 16.2 万辆，7 年复合增速为 11.8%，我们预计公司大中客空调产品的销量将在未来 5 年将保持 12%以上的复合增速，而公司又可通过提高压缩机、风机自制率，改进设计等措施维持现有高毛利率。

## ◆乘用车空调市场积极灵活拓展客户，扩充产能全国布局

公司乘用车空调业务现有主要客户为长安、东南、柳汽和江淮等自主品牌乘用车，并正在通过以设立合资公司等方式积极拓展吉利和福田。我们预计公司 2010 年乘用车空调销量为 30 万套，2011 年将大幅增长至 45~50 万套，新增销量主要来自于长安、吉利和福田。公司全资子公司重庆松芝 20 万套乘用车空调生产线将于 2011 年 1 月投产，从而实现为长安本地供货；公司于 2010 年 12 月成立的北汽福田松芝也将于 2012 年初投产 1 条 20 万套乘用车空调生产线。此外公司还计划未来在销量达到一定数量后于成都、厦门两地设厂，覆盖西南和东南地区。

## ◆地铁空调业务今年上半年有望实现突破

根据发改委公布的城市地铁规划，目前国内有 70~80 个城市计划兴建地铁，以每公里地铁需要 8~10 台车厢计算，每年新建地铁 100 公里计算，每年地铁空调的需求量为 8,000 台。以每台地铁空调 10 万元的价格保守估算，国内地铁空调市场的容量在 8~10 亿元以上。公司销售团队正在广州、深圳、宁波、成都、北京、上海等城市积极投标，我们预计公司在今年上半年将拿到地铁空调的首个订单。

## ◆上调至“买入”评级，目标价

考虑到公交优先治堵策略为公交客车空调带来的新增需求和公司乘用车空调、地铁空调业务近两年的快速增长，上调 2010~2012 年盈利预测至 1.13 元、1.47 元和 1.79 元，给予 2011 年 25 倍 PE 估值，目标价 36.75 元，上调至“买入”评级。

## 业绩预测和估值指标

| 指标                 | 2008    | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）          | 806     | 920    | 1,414  | 1,875  | 2,510  |
| 营业收入增长率            | 3.04%   | 14.13% | 53.70% | 32.55% | 33.86% |
| 净利润（百万元）           | 116     | 152    | 271    | 352    | 430    |
| 净利润增长率             | -11.43% | 30.80% | 78.56% | 30.01% | 21.92% |
| EPS（元）             | 0.48    | 0.63   | 1.13   | 1.47   | 1.79   |
| ROE（归属母公司）<br>（摊薄） | 33.67%  | 32.95% | 15.40% | 17.42% | 18.39% |
| P/E                | 60      | 46     | 26     | 20     | 16     |
| P/B                | 20      | 15     | 4      | 3      | 3      |
| EV/EBITDA          | 34      | 23     | 18     | 15     | 12     |

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

上调

买入

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 28.40 元 |
| 目标价格 | 36.75 元 |
| 目标期限 | 6 个月    |

### 分析师：

于 特(执业证书编号：S0930510120015)

### 联系人：

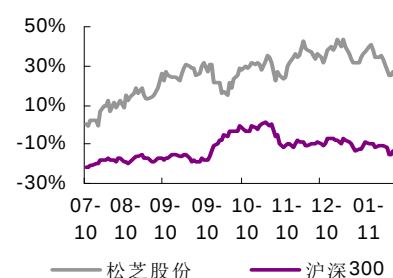
奉 玮  
021-22169320

[fengw@ebscn.com](mailto:fengw@ebscn.com)

### 市场数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 总股本(百万股)        | 240         |
| 总市值(百万元)        | 6,941       |
| 流通比例(%)         | 25.00%      |
| 12 个月最高/最低（元）   | 32.48/20.12 |
| 近 3 月日均成交量（百万股） | 3.54        |
| 主要股东            | 陈福成         |

### 股价表现（12 个月）

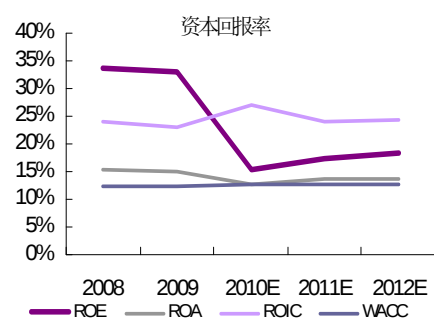
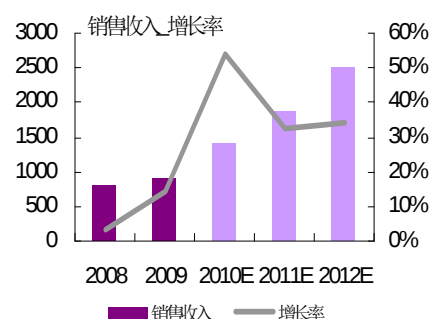
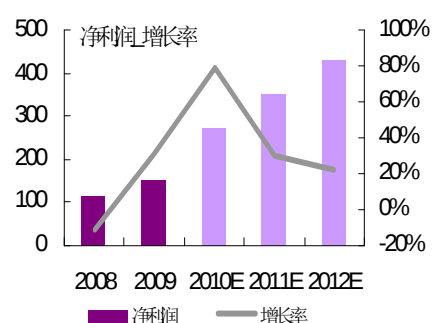
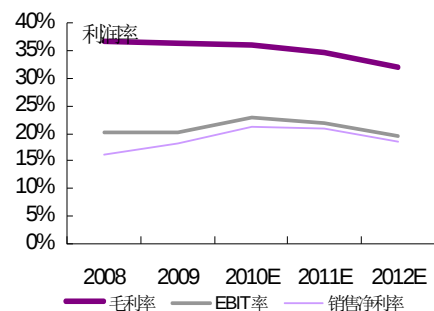


| %    | 一个月    | 三个月   | 十二个月 |
|------|--------|-------|------|
| 相对收益 | -5.62  | 18.07 | 0.00 |
| 绝对收益 | -11.22 | 10.16 | 0.00 |

### 相关报告：

- 一着妙棋实现三方共赢  
..... 2010-12-13  
乘用车空调为未来两年亮点  
..... 2010-11-24  
在移动式空调市场拓展新增长空间  
..... 2010-09-30

## 财务报表及预测



| 利润表 (百万元) | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 806    | 920    | 1,414  | 1,875  | 2,510  |
| 营业成本      | 512    | 587    | 908    | 1,227  | 1,705  |
| 折旧和摊销     | 0      | 55     | 19     | 25     | 31     |
| 营业税费      | 0      | 0      | 1      | 1      | 1      |
| 销售费用      | 72     | 82     | 109    | 143    | 191    |
| 管理费用      | 50     | 61     | 69     | 91     | 120    |
| 财务费用      | 14     | 10     | 2      | -9     | -10    |
| 公允价值变动损益  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益      | 0      | 8      | 22     | 30     | 42     |
| 营业利润      | 148    | 186    | 343    | 448    | 541    |
| 利润总额      | 151    | 192    | 351    | 457    | 550    |
| 少数股东损益    | 13     | 15     | 27     | 36     | 38     |
| 归属母公司净利润  | 116.05 | 151.80 | 271.05 | 352.39 | 429.62 |

| 资产负债表 (百万元) | 2008 | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 832  | 1,124 | 2,374 | 2,835 | 3,434 |
| 流动资产        | 665  | 894   | 2,077 | 2,288 | 2,817 |
| 货币资金        | 103  | 129   | 989   | 906   | 1,077 |
| 交易型金融资产     | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款        | 304  | 351   | 481   | 583   | 683   |
| 应收票据        | 106  | 141   | 212   | 281   | 376   |
| 其他应收款       | 21   | 6     | 18    | 22    | 28    |
| 存货          | 120  | 187   | 254   | 331   | 426   |
| 可供出售投资      | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 持有到期金融资产    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资        | 0    | 33    | 44    | 59    | 80    |
| 固定资产        | 108  | 126   | 190   | 380   | 428   |
| 无形资产        | 25   | 41    | 39    | 37    | 36    |
| 总负债         | 426  | 618   | 542   | 704   | 952   |
| 无息负债        | 264  | 384   | 542   | 704   | 952   |
| 有息负债        | 162  | 235   | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益        | 406  | 505   | 1,832 | 2,131 | 2,482 |
| 股本          | 180  | 180   | 240   | 240   | 240   |
| 公积金         | 37   | 52    | 1,065 | 1,124 | 1,194 |
| 未分配利润       | 127  | 229   | 455   | 660   | 903   |
| 少数股东权益      | 61   | 45    | 72    | 108   | 146   |

| 现金流量表 (百万元) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 153  | 142  | 145   | 242   | 338   |
| 净利润         | 116  | 152  | 271   | 352   | 430   |
| 折旧摊销        | 0    | 55   | 19    | 25    | 31    |
| 净营运资金增加     | 47   | 103  | 239   | 201   | 205   |
| 其他          | -10  | -168 | -384  | -336  | -328  |
| 投资活动产生现金流   | -67  | -122 | -77   | -245  | -59   |
| 净资本支出       | -25  | -41  | 100   | 260   | 80    |
| 长期投资变化      | 0    | 33   | -11   | -15   | -21   |
| 其他资产变化      | -42  | -113 | -166  | -490  | -118  |
| 融资活动现金流     | -29  | 7    | 792   | -80   | -107  |
| 股本变化        | 52   | 0    | 60    | 0     | 0     |
| 债务净变化       | -10  | 73   | -235  | 0     | 0     |
| 无息负债变化      | 3    | 120  | 158   | 162   | 248   |
| 净现金流        | 57   | 27   | 860   | -83   | 172   |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |         |         |         |         |         |
| 收入增长率                   | 3.04%   | 14.13%  | 53.70%  | 32.55%  | 33.86%  |
| 净利润增长率                  | -11.43% | 30.80%  | 78.56%  | 30.01%  | 21.92%  |
| EBITDA 增长率              | -9.04%  | 49.89%  | 41.56%  | 26.91%  | 19.83%  |
| EBIT 增长率                | -9.04%  | 15.85%  | 72.97%  | 26.63%  | 19.57%  |
| <b>估值指标</b>             |         |         |         |         |         |
| PE                      | 60      | 46      | 26      | 20      | 16      |
| PB                      | 20      | 15      | 4       | 3       | 3       |
| EV/EBITDA               | 34      | 23      | 18      | 15      | 12      |
| EV/EBIT                 | 34      | 29      | 19      | 16      | 13      |
| EV/NOPLAT               | 40      | 34      | 23      | 19      | 16      |
| EV/Sales                | 7       | 6       | 4       | 3       | 3       |
| EV/IC                   | 10      | 8       | 6       | 4       | 4       |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 毛利率                     | 36.50%  | 36.20%  | 35.83%  | 34.53%  | 32.07%  |
| EBITDA 率                | 20.01%  | 26.28%  | 24.20%  | 23.17%  | 20.74%  |
| EBIT 率                  | 20.01%  | 20.31%  | 22.85%  | 21.83%  | 19.50%  |
| 税前净利润率                  | 18.70%  | 20.90%  | 24.79%  | 24.36%  | 21.92%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | 14.39%  | 16.50%  | 19.16%  | 18.80%  | 17.12%  |
| ROA                     | 15.48%  | 14.85%  | 12.55%  | 13.69%  | 13.62%  |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | 33.67%  | 32.95%  | 15.40%  | 17.42%  | 18.39%  |
| 经营性 ROIC                | 24.02%  | 23.01%  | 27.16%  | 24.03%  | 24.45%  |
| <b>偿债能力</b>             |         |         |         |         |         |
| 流动比率                    | 1.75    | 1.57    | 4.21    | 3.49    | 3.12    |
| 速动比率                    | 143.21% | 124.18% | 369.61% | 298.55% | 264.74% |
| 归属母公司权益/有息债务            | 2.13    | 1.96    | -       | -       | -       |
| 有形资产/有息债务               | 4.92    | 4.55    | -       | -       | -       |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |         |         |         |         |         |
| EPS                     | 0.48    | 0.63    | 1.13    | 1.47    | 1.79    |
| 每股红利                    | 0.00    | 0.00    | 0.37    | 0.49    | 0.58    |
| 每股经营现金流                 | 0.64    | 0.59    | 0.61    | 1.01    | 1.41    |
| 每股自由现金流(FCFF)           | 0.52    | 0.45    | -0.17   | -0.35   | 0.69    |
| 每股净资产                   | 1.44    | 1.92    | 7.34    | 8.43    | 9.74    |
| 每股销售收入                  | 3.36    | 3.83    | 5.89    | 7.81    | 10.46   |

资料来源：光大证券、上市公司

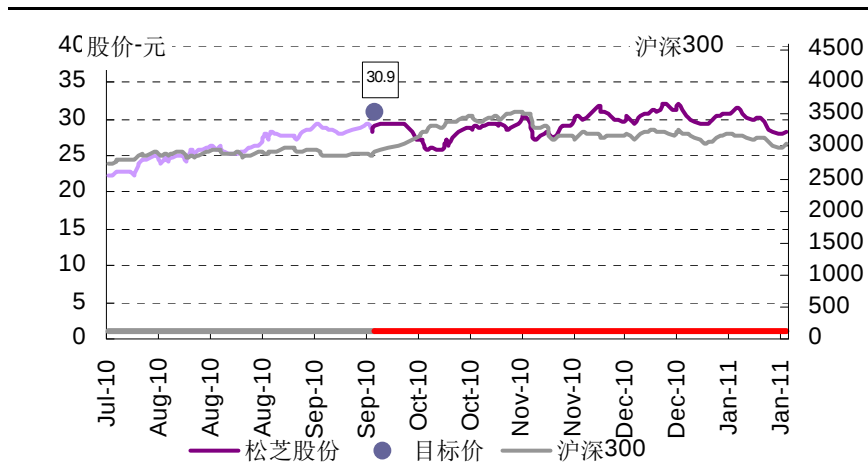
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

松芝股份（002454）

分析师：于特



资料来源：光大证券研究所

| 日期         | 股价    | 目标    | 评级 |
|------------|-------|-------|----|
| 2010-09-30 | 28.41 | 30.90 | 增持 |
| 2010-10-27 | 28.50 | 33.30 | 增持 |
| 2010-11-24 | 30.11 | 33.30 | 增持 |
| 2010-12-13 | 29.33 | 33.30 | 增持 |

买入 — 增持 — 中性 —  
减持 — 卖出 —

## 行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040  
总机: 021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040  
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

| 销售小组 | 姓名      | 办公电话          | 手机          | 电子邮件                 |
|------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 北京   |         |               |             |                      |
|      | 李大志(主管) | 010-68567189  | 13810794466 | lidz@ebscn.com       |
|      | 郝辉      | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebscn.com     |
|      | 孙威      | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebscn.com     |
|      | 吴江      | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebscn.com    |
|      | 黄怡      | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebscn.com    |
|      | 吴朝阳     | 010-68561722  | 15811098222 | wuzy@ebscn.com       |
| 上海   |         |               |             |                      |
|      | 杨日昕(主管) | 021-22169082  | 13817003122 | yangrx@ebscn.com     |
|      | 平珂(主管)  | 021-22169152  | 13818133101 | pingke@ebscn.com     |
|      | 周薇薇     | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebscn.com    |
|      | 严非      | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebscn.com     |
|      | 王宇      | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebscn.com    |
| 深圳   |         |               |             |                      |
|      | 王汗青(主管) | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebscn.com     |
|      | 黎晓宇     | 0755-83024434 | 13823771340 | lix1@ebscn.com       |
|      | 黄鹂华     | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebscn.com    |
|      | 张晓峰     | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebscn.com    |
|      | 江虹      | 0755-83024029 | 13810482013 | jianghong1@ebscn.com |
| QFII |         |               |             |                      |
|      | 濮维娜     | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebscn.com       |
|      | 陶奕      | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebscn.com      |
|      | 满国强     | 021-62152393  | 15821755866 | mangq@ebscn.com      |

## 风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

## 特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。