

分析师： 刘元瑞 (8621)68751760 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 谭焜元 (8621)68751760 tanky@cjsc.com.cn

张乐 (8621)68751760 zhangle@cjsc.com.cn

业绩符合预期，继续看好长期同心多元发展

事件描述

松芝股份 1 月 25 日发布 2010 业绩快报，公司 2010 年按摊薄后每股收益约 1.00 元，营业收入约 13 亿元，较上年增长约 53.5%，归属上市公司股东净利润约 2.39 亿元，较上年同期增长约 57.4%。我们对此有如下点评：

事件评论

第一，业绩符合预期

按上市后股份计算，公司 2010 每股收益约 1.00 元，同期利润增长快于收入增长，我们认为主要原因是公司受益于规模效应的提升所致。公司当前收入构成中大中客空调约占 65%，小车空调约 35%。大中客行业 2010 年共实现销售约 15.9 万辆，同比增长约 22.2%，而公司小车空调的以长安悦翔为代表的主要下游车企全年销售约 10.4 万辆，同比增长约 72%，我们认为公司小车空调业务在乘用车配套的快速提升是今年业绩快速提升重要原因。

第二，继续长期看好公司多元业务爆发

我们认为，2011 年公司成长在现有业务的继续基础上根据当前的形式有了新的超预期可能：

1、大中客业务：公司目前作为大中客空调领域的龙头企业，充分受益大中客业务的增长、空调公交向下延伸的趋势和大型活动的集中采购。2010 年公司受益于上海世博、广州亚运等大型活动集中采购，带来了超过现有市场公交更新及正常采购的增长。我们认为在 2011 年，随着各地治理拥堵的决心和措施逐步推出，公交进一步采购和加大规模规划是必然的趋势，大型城市正是拥堵较为严重的城市，在公司拥有优势的这些地区有望首先拥有受益表现，但具体还需观察政府补贴与公交采购传导机制的顺畅程度，该业务存在超预期成长的可能。

2、小车空调业务：2010 年公司的配套主要来自于自主品牌乘用车企业客户的开拓，原有客户配套的供应量逐步提升对于公司带来的不仅是规模成长为收入和利润率带来的提升，更重要的是信赖感的逐步增强。我们认为，公司将逐步从该领域的新进入者，过渡到自主品牌空调通用件的有力竞争者。2010 年末，公司公告与北巴传媒、福田汽车共同投资设立北京松芝福田汽车空调有限公司，该项合资合作业务为公司打开了广阔的商用车配套市场。福田作为我国轻卡市场第一企业、重卡市场第一集团参与者、未来值得期待的自主品牌乘用车有力竞争者，随着卡车用户舒适度要求的进一步提高及中低端区间乘用车竞争的不断加剧，公司依托成本优势将依托巨大的下游市场充分享受升级及发展趋势，实现市场份额的大幅提高。我们认为公司 2011 年小车空调业务将兼具乘用车及商用车配套增长机会，存在超预期成长可能。

3、轨道空调等：我们认为全国目前仍处于地铁建设高峰期，公司有望受益如成都、宁波等“大公交”模式（公交、城轨一体运营）的既有优势城市，实现轨交空调零的突破，进而进入高速发展期。一朝突破，将有望以点带面的复制公司在大中客市场的爆发性成长，值得长期期待。

第三，上调为“推荐”投资评级

我们预计公司 11 年 12 年 EPS 分别为 1.29 元和 1.55 元，对应今日收盘价 27.05 元，对应 PE 分别为 21 倍和 17.5 倍，上调为“推荐”评级。

投资风险主要存在于小车空调配套成长低于预期，未来多元市场开拓低于预期等。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	920	1302	1700	2200	货币资金	129	900	664	581
营业成本	587	854	1135	1498	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	333	448	565	702	应收账款	357	511	676	881
% 营业收入	36.2%	34.4%	33.2%	31.9%	存货	187	272	361	477
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	77	112	149	196
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	82	104	136	176	流动资产合计	894	1998	2115	2476
% 营业收入	8.9%	8.0%	8.0%	8.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	61	65	85	110	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.6%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	33	46	59	79
财务费用	10	2	-14	-17	投资性房地产	12	12	12	12
% 营业收入	1.0%	0.2%	-0.8%	-0.8%	固定资产合计	131	495	813	982
资产减值损失	3	4	1	4	无形资产	41	39	37	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	8	26	29	35	递延所得税资产	13	1	0	0
营业利润	186	298	385	463	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	20.2%	22.9%	22.7%	21.1%	资产总计	1124	2590	3036	3585
营业外收支	7	8	0	0	短期贷款	235	0	0	0
利润总额	192	306	385	463	应付款项	275	401	532	702
% 营业收入	20.9%	23.5%	22.7%	21.1%	预收账款	8	11	14	19
所得税费用	25	40	51	61	应付职工薪酬	8	11	15	20
净利润	167	265	334	402	应交税费	16	25	32	39
归属于母公司所有者的净利润	151.8	245.6	309.1	372.0	其他流动负债	28	39	52	68
少数股东损益	15	20	25	30	流动负债合计	570	488	646	848
EPS (元/股)	0.84	1.02	1.29	1.55	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	142	124	199	263	其他非流动负债	49	49	49	49
取得投资收益	0	13	14	15	负债合计	618	536	694	897
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	461	1989	2252	2568
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-95	-413	-417	-322	股东权益	45	65	90	120
其他	-27	0	0	0	负债及股东权益	505	2054	2342	2688
投资活动现金流净额	-122	-400	-403	-307	基本指标	1124	2590	3036	3585
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.843	1.023	1.288	1.550
股权融资	0	1320	0	0	BVPS	2.56	11.05	9.38	10.70
银行贷款增加 (减少)	73	-235	0	0	PE	32.08	26.44	21.00	17.45
筹资成本	66	-39	-32	-39	PEG	0.92	0.76	0.60	0.50
其他	-133	0	0	0	PB	10.57	2.45	2.88	2.53
筹资活动现金流净额	7	1046	-32	-39	EV/EBITDA	31.63	15.96	12.35	9.83
现金净流量	27	770	-236	-83	ROE	32.9%	12.3%	13.7%	14.5%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。