

2011-01-25

汽车和汽车零部件

松芝股份 002454-SZ

业绩略低于预期，静待两会后公交空调订单

◇ 事件：公司公布 2010 年业绩快报

◆ 业绩略低于预期，2010 年全面摊薄后每股收益 0.20 元

25 日晚公司发布 2010 年业绩快报，2010 年全年实现营业收入 13.01 亿元，同比增长 41.42%；实现归属于母公司股东的净利润 2.39 亿元，同比增长 57.40%，折合全面摊薄后每股收益 1.00 元。其中 2010 年第四季度公司实现营业收入 3.50 亿元，环比增长 9.55%；实现归属于母公司股东的净利润 0.47 亿元，环比下降 24.88%；折合全面摊薄后每股收益 0.20 元，比三季度减少 0.06 元。业绩略低于我们的预期。

◆ 客户延迟确认采购拉低收入，相关费用年底结算推高费用

我们认为，主要是三方面的原因造成公司四季度业绩低于预期：1）公司大中客空调业务的终端客户主要为公交公司和长途客运公司，而公交公司和长途客运公司近年来逐渐增强的公用事业属性使得其客车采购大都有政府预算支持，而在岁末年初之时，我们认为部分客户有可能由于 2010 年的预算额度已用尽而需将其 12 月的采购订单延迟至 2011 年 1 月确认，以利用新年度的政府支持预算；2）公司为更好地为重庆长安供货在重庆新建了全资子公司重庆松芝，并将于 2011 年 1 月投产，此外公司还在 2010 年 12 月与股东北汽福田、公司客户北汽福田共同设立合资公司北汽福田松芝，上述扩张必将产生一定的当期费用，计入 2010 年财务报表；3）公司仍属于劳动密集型行业，2010 年下半年劳动力价格的上涨也压低了公司四季度的毛利率水平。

我们估算，由于客户延迟确认采购的原因拉低公司四季度营业收入约 6000 万元，减少净利润 1200 万元，折合每股收益 0.05 元；由于费用年底结算和成本上涨等原因吞噬公司四季度净利润 500-700 万元，折合每股收益 0.02-0.03 元。

◆ 预计新增公交客车空调订单将在两会后逐步释放，维持“买入”评级

由于各地政府在实施公交优先的治堵策略时需要先将相关预算提交各地两会审议，之后才能逐步转化为公交客车订单，因此我们认为公交客车空调的订单将在 3 月份以后逐步释放。而重庆松芝的投产将降低公司为重庆长安供货的物流费用，北汽福田松芝的设立将帮助公司进入北汽福田的中卡和轻卡配套体系。小幅下调公司 2010-2012 年的盈利预测，维持“买入”评级和 36.75 元的目标价。

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	1,302	1,880	2,510
营业收入增长率	3.04%	14.13%	41.43%	44.41%	33.52%
净利润（百万元）	116	152	239	330	406
净利润增长率	-11.43%	30.80%	57.40%	38.16%	22.99%
EPS（元）	0.48	0.63	1.00	1.38	1.69
ROE（归属母公司） （摊薄）	33.67%	32.95%	13.82%	16.68%	17.83%
P/E	60	46	29	21	17
P/B	20	15	4	4	3
EV/EBITDA	34	23	20	16	13

维持

买入

当前价格	27.05 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

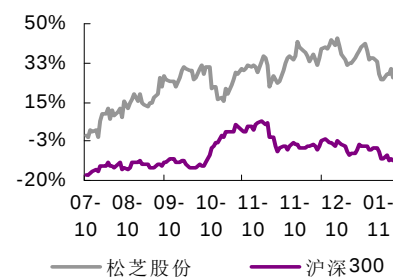
021-22169320

fengw@ebsecn.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）	3.35
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	-2.35	9.63	0.00
绝对收益	-9.44	-3.39	0.00

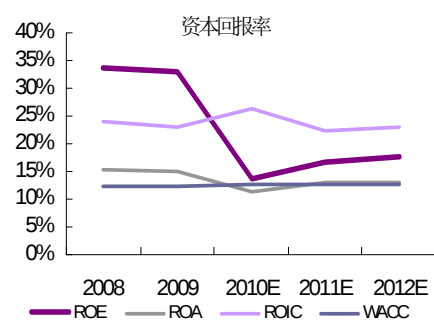
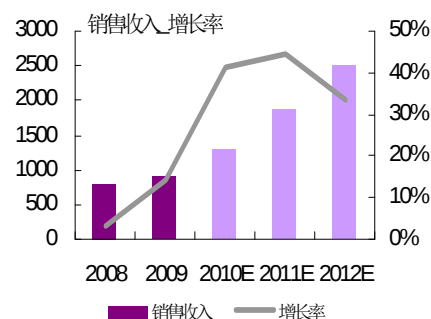
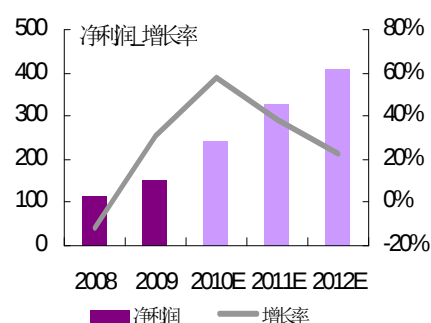
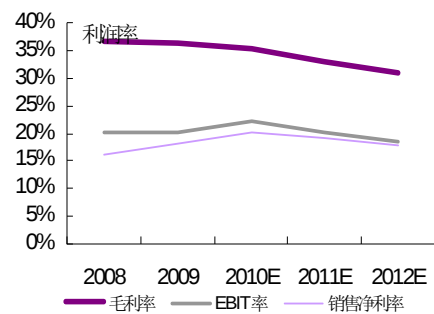
相关报告：

最受益公交优先治堵策略的汽车零部件公司
..... 2011-01-19
一着妙棋实现三方共赢
..... 2010-12-13
在移动式空调市场拓展新增长空间
..... 2010-09-30

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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	806	920	1,302	1,880	2,510
营业成本	512	587	840	1,262	1,734
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	103	144	191
管理费用	50	61	65	91	120
财务费用	14	10	2	-9	-9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	8	10	29	42
营业利润	148	186	297	416	511
利润总额	151	192	307	426	522
少数股东损益	13	15	24	32	38
归属母公司净利润	116.05	151.80	238.93	330.11	405.98

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	832	1,124	2,304	2,801	3,382
流动资产	665	894	2,013	2,261	2,771
货币资金	103	129	1,009	862	1,020
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	304	351	443	585	683
应收票据	106	141	195	282	376
其他应收款	21	6	17	23	28
存货	120	187	235	341	434
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	38	52	73
固定资产	108	126	190	380	428
无形资产	25	41	39	37	36
总负债	426	618	507	721	966
无息负债	264	384	507	721	966
有息负债	162	235	0	0	0
股东权益	406	505	1,797	2,081	2,416
股本	180	180	240	240	240
公积金	37	52	1,060	1,115	1,181
未分配利润	127	229	428	625	856
少数股东权益	61	45	69	101	139

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	153	142	171	168	317
净利润	116	152	239	330	406
折旧摊销	0	55	19	25	31
净营运资金增加	47	103	173	268	202
其他	-10	-168	-259	-454	-322
投资活动产生现金流	-67	-122	-83	-246	-59
净资本支出	-25	-41	100	260	80
长期投资变化	0	33	-5	-15	-21
其他资产变化	-42	-113	-178	-491	-118
融资活动现金流	-29	7	792	-70	-100
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	123	214	245
净现金流	57	27	880	-147	158

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	3.04%	14.13%	41.43%	44.41%	33.52%
净利润增长率	-11.43%	30.80%	57.40%	38.16%	22.99%
EBITDA 增长率	-9.04%	49.89%	27.42%	30.72%	21.98%
EBIT 增长率	-9.04%	15.85%	54.67%	30.67%	21.84%
估值指标					
PE	60	46	29	21	17
PB	20	15	4	4	3
EV/EBITDA	34	23	20	16	13
EV/EBIT	34	29	22	17	14
EV/NOPLAT	40	34	25	20	17
EV/Sales	7	6	5	3	3
EV/IC	10	8	7	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	36.50%	36.20%	35.43%	32.85%	30.90%
EBITDA 率	20.01%	26.28%	23.67%	21.43%	19.58%
EBIT 率	20.01%	20.31%	22.21%	20.09%	18.34%
税前净利润率	18.70%	20.90%	23.55%	22.66%	20.81%
税后净利润率 (归属母公司)	14.39%	16.50%	18.36%	17.56%	16.18%
ROA	15.48%	14.85%	11.43%	12.93%	13.13%
ROE (归属母公司) (摊薄)	33.67%	32.95%	13.82%	16.68%	17.83%
经营性 ROIC	24.02%	23.01%	26.26%	22.17%	23.03%
偿债能力					
流动比率	1.75	1.57	4.39	3.36	3.02
速动比率	143.21%	124.18%	388.05%	285.71%	254.92%
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	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.48	0.63	1.00	1.38	1.69
每股红利	0.00	0.00	0.33	0.45	0.55
每股经营现金流	0.64	0.59	0.71	0.70	1.32
每股自由现金流(FCFF)	0.52	0.45	-0.01	-0.74	0.60
每股净资产	1.44	1.92	7.20	8.25	9.49
每股销售收入	3.36	3.83	5.42	7.83	10.46

资料来源：光大证券、上市公司

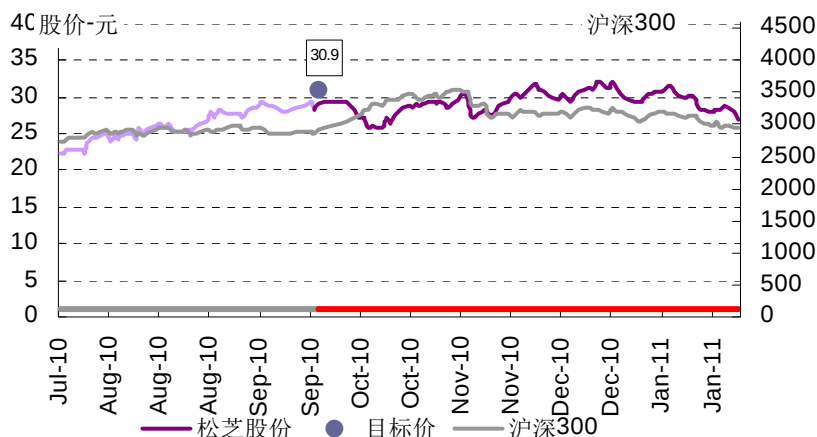
分析师声明

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
2011-01-20	27.90	36.75	买入

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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@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。