



# 松芝股份 (002454.sz)

## 大巴空调业务平稳,城轨空调业务 2012 年有望突破

汤俊 分析师

电话: 020-87555888-8628

eMail: tj5@gf.com.cn

执业编号: S0260511010005

杨华超 首席分析师

电话: 021-68828289

eMail: yhc2@gf.com.cn

执业编号: S0260511010016

黎韦清 分析师

电话: 020-87555888-8630

eMail: lwq@gf.com.cn

执业编号: S0260511020007

### 大巴空调业务稳健增长

近期市场关注的校车需求,我们认为对公司短期的业绩影响不明显。我们认为主要原因是(1)校车的主要车型集中在 7 米左右,对应的空调价格相对较低,不是公司主要配套的品种;(2)校车市场需求的释放将是一个逐步推进的过程,我们预计长期来看整个校车市场的年均销量在 7-8 万台,2012 年在 2 万台左右。整体来看,基于公司在大巴空调市场的品牌与口碑,以及公交车市场的需求升级,我们预计公司 2012 年大巴空调的业务增长在 10%左右。

### 小车空调受制于自主品牌乘用车的市场压力

从 2011 年国内乘用车市场的竞争格局来看,自主品牌乘用车市场份额呈下滑趋势,因此,公司的小车空调业务的发展速度变缓。同时,由于铜铝等原材料价格的上涨以及公司重庆工厂的搬迁,均带来成本的上升,因此预计 2011 年小车空调业务的盈利能力受到了一定程度的影响。目前公司在小车空调业务方面提高成本管控,同时,铜铝等原材料的价格有所回落,因此预计 2012 年小车业务的盈利能力会有所改善。

### 城轨空调争取 2012 年有所突破

公司在城轨方面的人员配置已经到位,预计 2012 年将参与全国 40 多条城轨线路中一半以上的项目招标,有望在 2012 年在该项业务上取得实质性的进展。但是按照城轨空调 1.5-2 年的交付周期,假设公司在今年有所突破,预计业绩体现更多会在 2014 年。

### 维持“持有”评级

我们认为公司近期缺乏催化剂的推动,维持“持有”评级。我们将持续跟踪公司城轨空调与冷链空调业务的进展。我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.80 元、0.90 元、1.01 元。

**风险提示:** 原材料价格进一步上行以及自主品牌乘用车市场销售低于预期。

### 预测及评估

|             | 2009   | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 920.25 | 1301.44 | 1580.47 | 1708.82 | 1879.74 |
| 增长率(%)      | 14.13% | 41.42%  | 21.44%  | 8.12%   | 10.00%  |
| EBITDA(百万元) | 206.50 | 280.56  | 331.98  | 376.38  | 425.52  |
| 净利润(百万元)    | 151.80 | 228.75  | 250.61  | 282.20  | 315.28  |
| 增长率(%)      | 30.80% | 50.69%  | 9.55%   | 12.61%  | 11.72%  |
| 每股收益(元)     | 0.84   | 0.95    | 0.80    | 0.90    | 1.01    |
| 市盈率         | 0.00   | 32.00   | 13.95   | 12.40   | 11.05   |
| 市净率         | 0.00   | 4.23    | 2.49    | 2.24    | 2.02    |
| EV/EBITDA   | 0.51   | 22.95   | 10.86   | 9.22    | 7.81    |

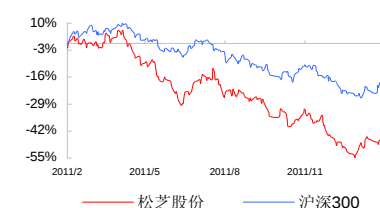
数据来源:上海加冷松芝汽车空调股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 公司评级

持有

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 11.16 元 |
| 合理价值 | 12.00 元 |
| 前次评级 | 持有      |

### 股价走势



| 市场表现   | 1 个月  | 3 个月   | 12 个月  |
|--------|-------|--------|--------|
| 股价涨幅   | 11.16 | -21.96 | -60.84 |
| 沪深 300 | 7.31  | -10.17 | -20.13 |

### 股票数据

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 312/116 |
| 主要股东:           | 陈福成     |
| 主要股东持股比例        | 61.19%  |
| 流通 A 股比例        | 37.31%  |

### 财务比率

|       |        |
|-------|--------|
| ROE   | 13.22% |
| ROA   | 13.33% |
| 资产负债率 | 22.80% |

### 2010 年报数据

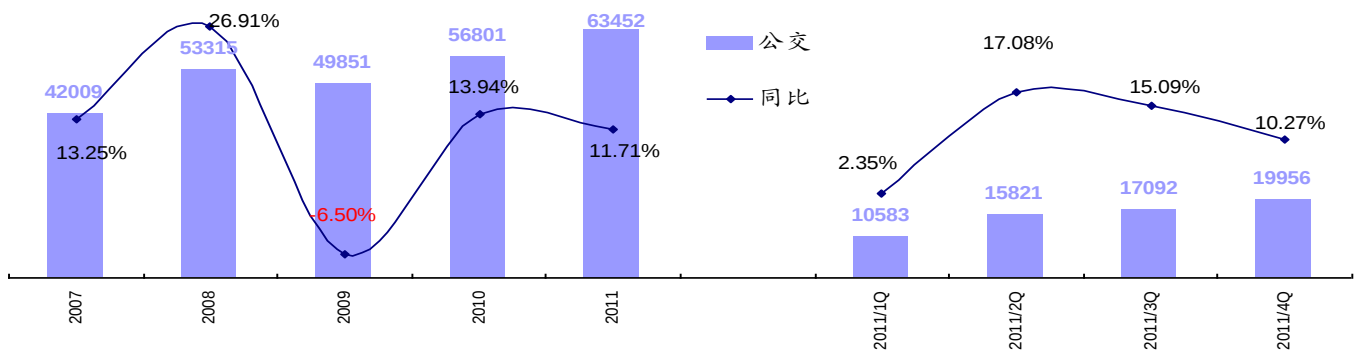
## 投资要点与逻辑

我们认为公司近期缺乏催化剂的推动，近期市场关注的校车需求预计短期对公司的业绩影响有限，而轨道交通方面公司还未获得确定线路的订单。从公司业务增长的情况来看，相对稳定仍然是传统的大巴空调业务，基于公司在大巴空调的市场地位与口碑，预计仍能保持略高于行业的增长水平；小车空调业务因为主要匹配的是自主品牌，在目前的市场情况下，销售规模增长的可能不会太高，该业务在成本管控上的加强则有望改善其盈利能力；冷链空调方面，2011年的发展低于预期，公司目前与芬兰一家公司以技术转让的方式合作，将有利于公司进入高端冷链空调市场，我们持续跟踪后续进展情况。我们预计公司2011-2013年的业绩分别为0.80元、0.90元、1.01元。我们维持“持有”评级。

## 大巴空调业务稳健增长

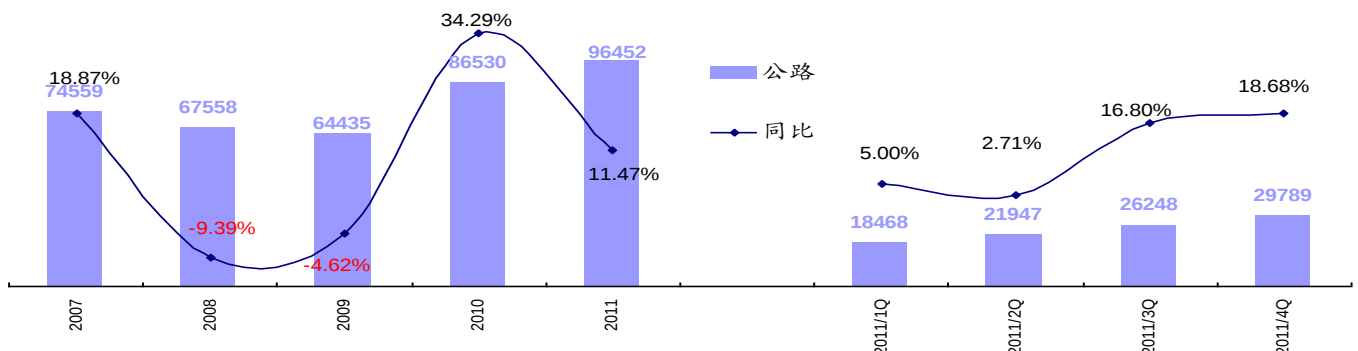
按照大中客空调的销售季节性变化，一般四季度是销售旺季。公司是大巴空调供应商的龙头企业，四季度环比三季度增长较为明显，我们预计公司2011年大巴空调的销售增长略高于行业的增长水平。

图1：大中客市场公交客车的销售情况



数据来源：中客网，广发证券发展研究中心

图2：大中客市场公路客车的销售情况



数据来源：中客网，广发证券发展研究中心

近期市场关注的校车需求，我们认为对公司短期的业绩影响不明显。我们认为其主要原因是（1）校车拉动的主要车型将集中在7米左右，该类型的空调价格相对较低，不是公司主要配套的品种；（2）校车市场需求的释放将是一个逐步推进的过程，我们预计长期来看整个校车市场的年均销量在7-8万台，但是2012年在2万台左右。

整体来看，基于公司在大巴空调市场的品牌与口碑，以及公交车市场的需求升级（由无空调的换成有空调的），我们预计公司2012年大巴空调的业务增长在10%左右。

## 小车空调受制于自主品牌乘用车的市场压力

公司小车空调业务的主要客户是长安、福田、东南等，在新客户开拓方面，预计2012年公司将开始为上汽通用五菱的一款微客做配套。后续公司希望能逐步开拓合资品牌的配套市场。

图3：国内自主品牌乘用车销售情况

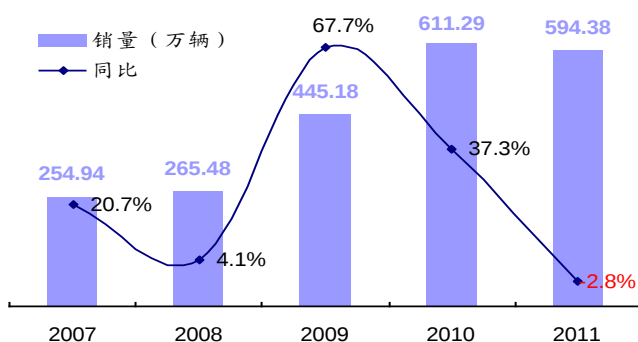
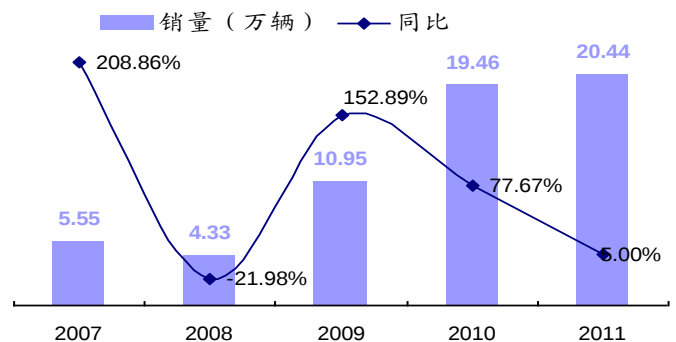


图4：长安汽车自主品牌轿车销售情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

从2011年国内乘用车市场的竞争格局来看，自主品牌乘用车市场份额呈下滑趋势，因此，公司的小车空调业务的发展速度变缓。同时，由于铜铝等原材料价格的上涨以及公司重庆工厂的搬迁，均带来成本的上升，因此预计2011年小车空调业务的盈利能力受到了一定程度的影响。目前公司在小车空调业务方面提高成本管控，同时，铜铝等原材料的价格有所回落，因此预计2012年小车业务的盈利能力会有所改善。

## 城轨空调争取2012年有所突破

由于城轨空调也是属于终端销售模式，而公司该项业务属于起步阶段，需要有一个让客户接受和了解过程，因此公司的城轨空调业务进展相对缓慢，虽然2011年公司没有获得参与招标的10条城轨线路的订单，但是公司获得了两条已运行线路的大修订单。该大修业务的销售规模虽然不大，但是我们认为有利于公司积累在该市场的口碑。

目前，公司在城轨方面的人员配置已经到位，预计2012年将参与全国40多条城轨线路中一半以上的项目招标，有望在2012年在该项业务上取得实质性的进展。但是按照城轨空调1.5-2年的交付周期，假设公司在今年有所突破，预计业绩体现更多会在2014年。

## 风险提示

原材料价格进一步上行以及自主品牌乘用车市场销售低于预期。

## 资产负债表

单位：百万元

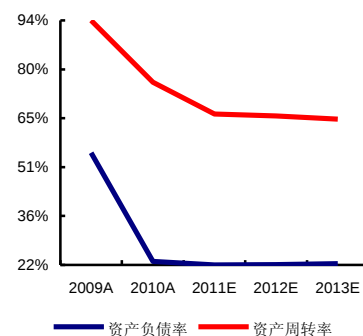
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 894   | 1,990 | 2,120 | 2,395 | 2,698 |
| 货币资金           | 129   | 921   | 988   | 1,122 | 1,271 |
| 应收及预付          | 574   | 775   | 902   | 994   | 1,113 |
| 存货             | 187   | 294   | 230   | 279   | 315   |
| 其他流动资产         | 4     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 229   | 318   | 329   | 341   | 357   |
| 长期股权投资         | 33    | 62    | 62    | 62    | 62    |
| 固定资产           | 126   | 160   | 174   | 175   | 176   |
| 在建工程           | 5     | 24    | 30    | 34    | 40    |
| 无形资产           | 41    | 56    | 62    | 69    | 78    |
| 其他长期资产         | 25    | 16    | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 1,124 | 2,308 | 2,449 | 2,736 | 3,055 |
| <b>流动负债</b>    | 570   | 465   | 534   | 598   | 680   |
| 短期借款           | 235   | 40    | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 333   | 425   | 534   | 598   | 680   |
| 其他流动负债         | 2     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 49    | 61    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 49    | 61    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 618   | 526   | 534   | 598   | 680   |
| 股本             | 180   | 240   | 312   | 312   | 312   |
| 资本公积           | 27    | 1,008 | 864   | 864   | 864   |
| 留存收益           | 254   | 483   | 671   | 875   | 1,097 |
| 归属母公司股东权益      | 461   | 1,731 | 1,847 | 2,051 | 2,273 |
| 少数股东权益         | 45    | 51    | 68    | 86    | 103   |
| <b>负债和股东权益</b> | 1,124 | 2,308 | 2,449 | 2,736 | 3,055 |

## 利润表

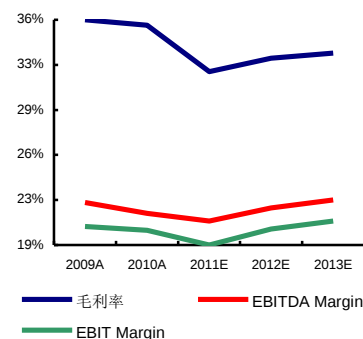
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 920   | 1301  | 1580  | 1709  | 1880  |
| 营业成本            | 587   | 835   | 1070  | 1140  | 1247  |
| 营业税金及附加         | 0     | 1     | 6     | 7     | 8     |
| 销售费用            | 82    | 105   | 98    | 104   | 113   |
| 管理费用            | 61    | 96    | 103   | 109   | 118   |
| 财务费用            | 10    | 4     | -4    | -4    | -3    |
| 资产减值损失          | 3     | -3    | 2     | 3     | 1     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 8     | 21    | 16    | 19    | 23    |
| <b>营业利润</b>     | 186   | 285   | 321   | 368   | 418   |
| 营业外收入           | 7     | 10    | 7     | 8     | 8     |
| 营业外支出           | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 192   | 295   | 327   | 375   | 425   |
| 所得税             | 25    | 48    | 59    | 75    | 94    |
| <b>净利润</b>      | 167   | 247   | 268   | 300   | 332   |
| 少数股东损益          | 15    | 18    | 17    | 18    | 17    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 152   | 229   | 251   | 282   | 315   |
| EBITDA          | 206   | 281   | 332   | 376   | 426   |
| EPS (元)         | 0.84  | 0.95  | 0.80  | 0.90  | 1.01  |

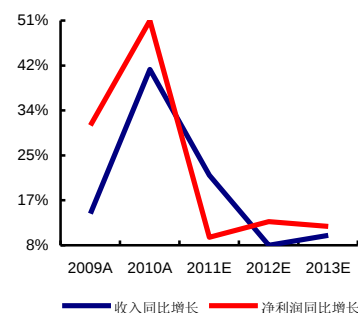
## 资产负债率趋势



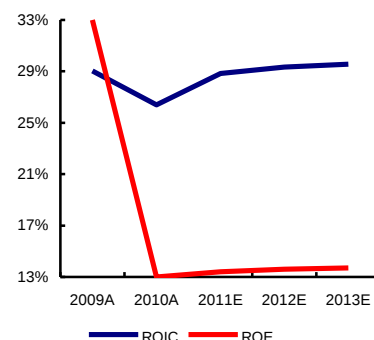
## 经营利润率趋势



## 收入与利润增长趋势



## 投资回报率趋势



## 现金流量表

单位：百万元

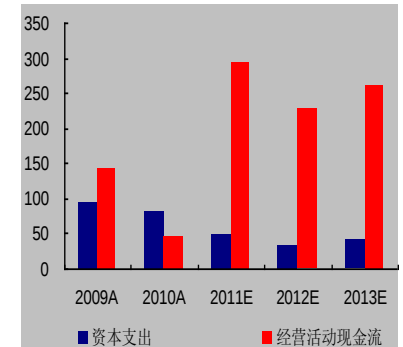
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 142   | 47    | 275   | 210   | 244   |
| 净利润            | 167   | 247   | 268   | 300   | 332   |
| 折旧摊销           | 17    | 16    | 29    | 28    | 32    |
| 营运资金变动         | -44   | -196  | -18   | -95   | -90   |
| 其它             | 2     | -20   | -3    | -23   | -29   |
| <b>投资活动现金流</b> | -122  | -86   | -34   | -14   | -18   |
| 资本支出           | -95   | -82   | -50   | -33   | -40   |
| 投资变动           | -47   | -4    | 16    | 19    | 23    |
| 其他             | 20    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 7     | 831   | -175  | -62   | -78   |
| 银行借款           | 322   | 218   | -40   | 0     | 0     |
| 债券融资           | -249  | -413  | -61   | 0     | 0     |
| 股权融资           | 0     | 1,050 | -72   | 0     | 0     |
| 其他             | -66   | -24   | -1    | -62   | -78   |
| <b>现金净增加额</b>  | 27    | 792   | 67    | 134   | 149   |
| <b>期初现金余额</b>  | 103   | 129   | 921   | 988   | 1,122 |
| <b>期末现金余额</b>  | 129   | 921   | 988   | 1,122 | 1,271 |

## 主要财务比率

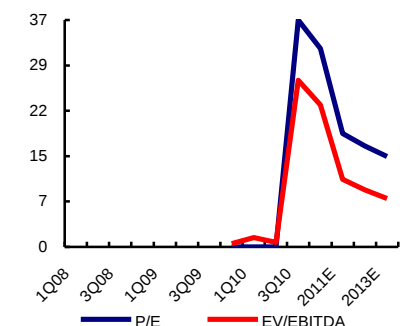
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |       |        |        |        |        |
| 营业收入            | 14.1% | 41.4%  | 21.4%  | 8.1%   | 10.0%  |
| 营业利润            | 25.3% | 53.7%  | 12.5%  | 14.8%  | 13.5%  |
| 归属于母公司净利润       | 30.8% | 50.7%  | 9.6%   | 12.6%  | 11.7%  |
| <b>获利能力</b>     |       |        |        |        |        |
| 毛利率             | 36.2% | 35.8%  | 32.3%  | 33.3%  | 33.7%  |
| 净利率             | 18.1% | 19.0%  | 17.0%  | 17.6%  | 17.7%  |
| ROE             | 32.9% | 13.2%  | 13.6%  | 13.8%  | 13.9%  |
| ROIC            | 29.0% | 26.4%  | 28.8%  | 29.3%  | 29.5%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 55.0% | 22.8%  | 21.8%  | 21.9%  | 22.2%  |
| 净负债比率           | 20.9% | -49.5% | -51.6% | -52.5% | -53.5% |
| 流动比率            | 1.57  | 4.28   | 3.97   | 4.00   | 3.97   |
| 速动比率            | 1.11  | 3.47   | 3.40   | 3.38   | 3.33   |
| <b>营运能力</b>     |       |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.94  | 0.76   | 0.66   | 0.66   | 0.65   |
| 应收账款周转率         | 2.81  | 3.83   | 3.03   | 3.08   | 3.14   |
| 存货周转率           | 3.83  | 3.48   | 4.65   | 4.09   | 3.96   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.84  | 0.95   | 0.80   | 0.90   | 1.01   |
| 每股经营现金流         | 0.79  | 0.20   | 0.88   | 0.67   | 0.78   |
| 每股净资产           | 2.56  | 7.21   | 5.92   | 6.57   | 7.28   |
| <b>估值比率</b>     |       |        |        |        |        |
| P/E             | 0.0   | 32.0   | 18.3   | 16.3   | 14.6   |
| P/B             | 0.0   | 4.2    | 2.5    | 2.2    | 2.0    |
| EV/EBITDA       | 0.5   | 22.9   | 10.9   | 9.2    | 7.8    |

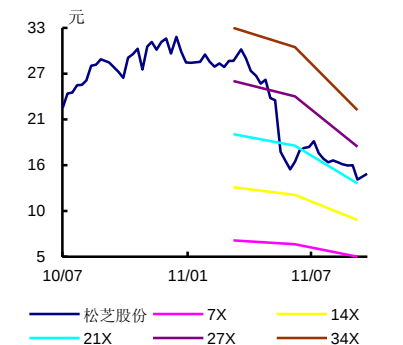
## 资本支出与经营活动现金流



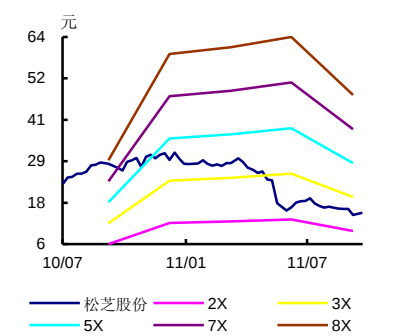
## 相对估值



## PE BAND



## PB BAND



## 广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤 俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

## 相关研究报告

松芝股份(002454.sz): 以技术为导向，各项业务稳中求进

汤俊

2011-06-14

## 广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

|      | 广州市                        | 深圳市                        | 北京市                         | 上海市                            |
|------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 5 楼 | 深圳市福田区民田路 178<br>号华融大厦 9 楼 | 北京市西城区月坛北街 2 号<br>月坛大厦 18 层 | 上海市浦东南路 528 号<br>上海证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                     | 518026                     | 100045                      | 200120                         |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn             |                            |                             |                                |
| 服务热线 | 020-87555888-8612          |                            |                             |                                |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。