

星马汽车 (600375)

增持/维持评级

股价: RMB14.2

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

黄未樵
SAC 执业证书编号:S1000510120018
(0755)8236 6964
huangwq@mail.htlhsc.com.cn

联系人

丁云波
(0755)8249 2384
dingyunbo@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

短期业绩承压，反转需等待

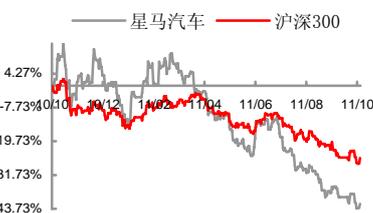
——2011 年三季度报点评

- 公司 2011 年前三季度累计实现营业收入 (合并华菱汽车) 56.92 亿元, 同比下滑 16.54%, 归属母公司净利润 4.85 亿元, 同比下滑 17.81%, 合计 EPS 1.20 元。其中公司三季度实现营业收入 12.36 亿元, 同比下滑 53.02%, 归属母公司净利润 0.97 亿元, 同比下滑 55.56%, 合 EPS 0.24 元。业绩低于预期。
- 混凝土机械业务三季度业绩大幅下滑。根据披露的财务数据估算, 混凝土机械业务前三季度累计贡献净利润约 2.02 亿元, 同比下滑 12.33%, 其中三季度净利润约为 0.3 亿元, 同比下滑 64.0%, 环比下滑 69.13%。虽然近期政府释放出政策局部微调的信号, 但短期来看, 行业需求还难以出现实质性恢复, 预计四季度公司混凝土机械业务环比三季度基本持平。
- 重卡产品需求反转仍需等待, 但底部区间或已明确。受紧缩宏观经济政策影响, 1~9 月份重卡行业累计实现销量 71.2 万辆, 同比下滑 9.78%, 但从 8、9 月份环比数据 (分别为 13.46%、5.83%) 来看, 紧缩政策的负面边际效应已逐渐减弱, 行业底部区间或已明确, 预计全年销量应在 90 万辆左右。华菱汽车前三季度累计实现销量 2.22 万辆, 同比下滑 8.27%, 好于行业整体水平。由于华菱汽车 70% 以上产品为底盘, 公司上半年受物流类重卡需求低迷影响较小, 但受三季度工程类重卡、工程机械等需求快速下滑影响, 公司底盘销量同比下滑 35.2%。我们预计公司重卡全年有望实现 2.7 万辆左右的销量。根据披露的财务数据估算, 华菱汽车前三季度累计净利润约为 2.84 亿元, 同比下滑约 21.33%, 下滑幅度大于销量下滑幅度, 原因主要为今年以来的原材料成本与研发费用的大幅上升。
- 估值具有较高安全边际。下调公司 11~13 年 EPS 至 1.44 元、1.55 元、1.87 元, 对应 PE 分别为 9.86 倍、9.16 倍、7.59 倍。在紧缩货币政策深化空间有限、财政政策仍然积极的政策预期下, 我们认为当前股价已具有较高安全边际, 是价值投资者左侧介入的较好时机, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 紧缩货币政策持续时间超预期; 房地产新开工面积、基建投资增速下滑幅度超预期; 原材料成本上升幅度超预期。

基础数据

总股本 (百万股)	406
流通 A 股 (百万股)	406
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,762

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3974.5	7103	7535	8735
(+/-%)	50.0	78.7	6.1	15.9
归属母公司净利润(百万元)	267.8	584	630	759
(+/-%)	223.3	118.0	7.9	20.5
EPS(元)	1.43	1.44	1.55	1.87
P/E(倍)	12.3	9.86	9.16	7.59

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				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1615	3146	4222	5514	营业收入	3974	7103	7535	8735
现金	591	1201	2242	3172	营业成本	3488	5996	6370	7371
应收账款	243	568	531	657	营业税金及附加	7	12	13	15
其他应收款	2	4	4	5	营业费用	65	156	121	175
预付账款	13	49	38	52	管理费用	71	213	226	218
存货	665	1144	1215	1406	财务费用	16	35	49	48
其他流动资产	101	181	192	222	资产减值损失	16	12	16	15
非流动资产	438	1228	1250	1266	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	373	1151	1162	1174	营业利润	311	678	742	894
无形资产	30	28	27	26	营业外收入	0	1	0	0
其他非流动	34	49	61	66	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2053	4374	5472	6780	利润总额	311	678	741	893
流动负债	1232	2353	2821	3369	所得税	43	94	111	134
短期借款	125	400	800	1000	净利润	268	584	630	759
应付账款	321	551	586	678	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负	786	1402	1435	1691	归属母公司净利	268	584	630	759
非流动负债	3	401	401	402	EBITDA	354	761	867	1024
长期借款	0	400	400	400	EPS (元)	1.43	1.44	1.55	1.87
其他非流动	3	1	1	2					
负债合计	1235	2754	3222	3771	主要财务比率				
少数股东权	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	187	406	406	406	成长能力				
资本公积	152	152	152	152	营业收入	50.0%	78.7%	6.1%	15.9%
留存收益	478	1062	1692	2452	营业利润	200.8	117.6%	9.4%	20.5%
归属母公司	818	1620	2250	3009	归属母公司净利	223.3	118.0%	7.9%	20.5%
负债和股东	2053	4374	5472	6780	获利能力				
					毛利率(%)	12.2%	15.6%	15.5%	15.6%
					净利率(%)	6.7%	7.2%	8.3%	6.7%
					ROE(%)	32.7%	36.0%	28.0%	25.2%
					ROIC(%)	88.0%	51.3%	56.6%	65.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	60.2%	63.0%	58.9%	55.6%
					净负债比率(%)	10.12	29.05%	37.24	37.13
					流动比率	1.31	1.34	1.50	1.64
					速动比率	0.77	0.85	1.07	1.22
					营运能力				
					总资产周转率	2.10	2.21	1.53	1.43
					应收账款周转率	15	16	13	14
					应付账款周转率	11.99	13.76	11.21	11.67
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.66	1.44	1.55	1.87
					每股经营现金流	0.77	1.46	1.94	2.16
					每股净资产(最)	2.02	3.99	5.55	7.42
					估值比率				
					P/E	12.3	9.86	9.16	7.59
					P/B	8.55	4.32	3.11	2.32
					EV/EBITDA	8	4	3	3

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±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

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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门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,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。