

# 星马汽车 (600375)

## 三季度收入大幅下滑，业绩低于预期

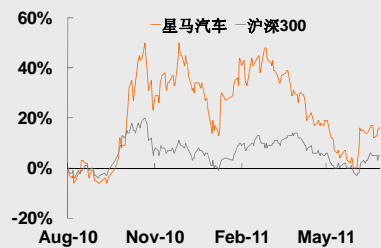
### 推荐 (维持)

现价: 14.20 元

#### 主要数据

行业	汽车
公司网址	www.camc.biz
大股东/持股	马鞍华神建材工业 /14.20%
实际控制人/持股	马鞍山市政府/3.58%
总股本(百万股)	406
流通 A 股(百万股)	187
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	69.95
流通 A 股市值(亿元)	32.32
每股净资产(元)	6.55
资产负债率(%)	70.5

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 尚在苦夏，期待四季度行业好转(2011.8.29)
- 重卡资产注入成就未来高速增长(2011.8.22)

#### 证券分析师

余兵 S1060511010004  
021-33830523  
yubing006@pingan.com.cn

王德安 S1060511010006  
021-33830523  
wangdean002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

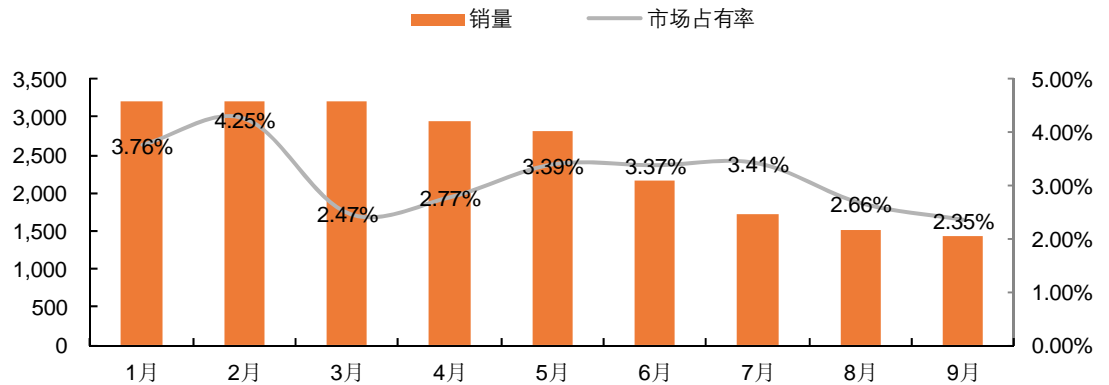
星马汽车披露合并华菱汽车的2011年三季度报:3Q11实现营业收入12.4亿元，同比下滑53%；净利润9735万元，同比下滑55.4%；每股收益0.24元。前三季度每股收益1.20元，同比下滑17.8%；每股净资产6.55元。

#### 平安观点:

- 三季度随重卡和混凝土机械市场需求不振而收入下滑。2011年6月29日完成华菱汽车资产注入，公司从3Q11开始合并华菱汽车财务报表。由于3Q11重卡和混凝土车辆需求下滑，公司销量同比下滑53%，预计4Q11下游需求会稍有好转。
- 公司产销规模下降，导致单车摊销成本上升，毛利率下滑明显。3Q11华菱汽车重卡销量同比下滑30.8%，估计公司混凝土车辆下滑幅度在40%以上。产销规模下降，导致单车成本上升，毛利率同比减少3个百分点。
- 三项费用率均有不同程度增加。公司3Q11加大促销力度，销售费用率同比增加0.9个百分点。公司继续加大研发投入，前三季度管理费用率同比增加1.8个百分点。
- 重卡新基地投产和1万台专用车扩能项目实施，为后期发展奠定基础。公司专用车和重卡产能利用率一直保持高位运行，1万台专用车扩能改造项目实施和重卡单班年产5万辆新基地已于2011年8月30日开始投产。
- 盈利预测与投资评级。由于公司下游需求不振，导致销量下滑较大，我们下调了公司盈利预测，预计2011-2013年公司每股收益分别为1.48、1.83、2.43元。预计随着重卡市场逐步走出低谷，公司后期业绩提升空间较大。现有估值水平已充分反映目前经营压力和业绩风险，维持“推荐”投资评级。
- 风险提示：固定资产投资增速持续放缓和货币政策长期紧缩；保障房和水利建设投资额和进度低于预期；原材料和人工成本上涨。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,650	3,974	8,255	9,617	11,493
YoY(%)	41.2	50.0	107.7	16.5	19.5
净利润(百万元)	83	268	603	743	985
YoY(%)	265.3	223.3	125.0	23.4	32.6
毛利率(%)	10.3	12.2	14.5	13.7	13.9
净利率(%)	3.1	6.7	7.3	7.7	8.6
ROE(%)	15.1	32.7	18.8	18.8	20.0
EPS(摊薄/元)	0.20	0.66	1.48	1.83	2.43
P/E(倍)	69.6	21.5	9.6	7.8	5.8

图表1 2011年1-9月华菱汽车销量及市场占有率



资料来源：汽车工业协会

图表2 星马汽车合并报表经营业绩 单位：万元

	3Q10	2010年1-9月	3Q11	2011年1-9月	3Q 同比增长	1-9月同比增长
营业收入	263,003	682,065	123,550	569,252	-53.0%	-16.5%
营业成本	227,905	579,541	110,714	469,531	-51.4%	-19.0%
资产减值损失	527	3,969	-1,348	5,783	-355.6%	45.7%
营业外收入	637	4,097	3,093	3,706	385.5%	-9.5%
净利润	21,835	59,135	9,735	48,516	-55.4%	-18.0%
EPS (元)	0.54	1.46	0.24	1.20	-55.6%	-17.8%
					同比增加 百分点	同比增加 百分点
毛利率	13.34%	15.03%	10.39%	17.52%	-2.96	2.49
销售费用率	1.79%	2.38%	2.73%	2.91%	0.94	0.53
管理费用率	1.30%	1.71%	1.64%	3.54%	0.34	1.84
财务费用率	0.50%	0.52%	0.55%	0.20%	0.05	-0.32
三项费用率	3.59%	4.60%	4.92%	6.66%	1.33	2.06
净利率	8.30%	8.67%	7.88%	8.52%	-0.42	-0.15

资料来源：公司公告、平安证券研究所



## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257