公司报告

半年报点评

证券研究报告

中国平安 PING AN 平安证券公司

汽车

2011 年 8 月 22 日

星马汽车 (600375)

重卡资产注入 成就未来高速增长

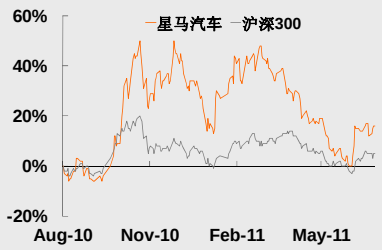
强烈推荐（首次）

现价：17.24 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)	6.33
资产负债率(%)	70.5

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

余兵 S1060511010004
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

王德安 S1060511010006
021-33830392
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 2011 年中报：实现营业收入 24.7 亿元，同比增长 19.0%；净利润 1.72 亿元，同比增长 15.5%；每股收益 0.92 元。根据公司编制的 2011 年半年度备考财务报告，每股收益为 0.96 元，每股净资产为 6.33 元。

平安观点

- **加强与金融服务商合作促进收入增长。**2011 年上半年紧缩的货币政策加大了公司客户的融资难度，公司加强与经销商、银行和融资租赁公司等方面合作，拓展客户融资渠道，提高了公司产品的销售力度。

- **加大高毛利产品销售力度，提升公司利润率水平。**公司是国内罐式专用汽车龙头企业，主要产品为混凝土搅拌车和散装水泥罐车，原材料占成本比重较高，2011 年上半年钢材等原材料价格的回升导致产品毛利率有所下滑，公司加大毛利率水平较高的混凝土泵车销售力度，减缓公司总体利润率下滑幅度。未来混凝土泵车和随车起重运输车等（非罐式专用车）高毛利新产品销售力度逐渐加强，公司将会获得新的利润增长点。

- **费用控制有效，费用率变化不大。**公司各项费用控制效果明显，费用水平保持较低水平。由于 2011 年上半年燃料价格一直保持在高位运行，导致公司送车费用增加较多，销售费用率增加 0.3 个百分点。

- **重卡业务注入，“双核”驱动业绩增长。**关联公司华菱汽车资产在 2011 年 6 月 29 日完成注入，公司从单一的罐式工程车领域进入重卡领域，预计未来重卡业务收入占比在 55%以上。我们估计华菱汽车超过 30%的重卡底盘销售给星马汽车，重卡资产注入解决了此前存在的大额关联交易问题，未来混凝土搅拌车、散装水泥罐车、混凝土泵车、随车起重运输车和重卡组合销售，多产品协同效应，有利于提高公司产品竞争力和市场占有率。

- **公司的罐式工程车和重卡将会同时受益于保障房和水利建设投资。**公司的罐式工程车和重卡业务与基础设施以及房屋建设息息相关。未来国家加大保障房建设力度和规模，以及启动 4 万亿水利建设投资，将会推动工程机械和重卡需求，推动公司规模和业绩快速增长。

（预测含华菱汽车）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,650	3,974	10,150	12,479	16,448
YoY(%)	41.2	50.0	155.4	22.9	31.8
净利润(百万元)	83	268	744	1,091	1,536
YoY(%)	265.3	223.3	178.0	46.5	40.8
毛利率(%)	10.3	12.2	12.3	13.6	14.1
净利率(%)	3.1	6.7	7.3	8.7	9.3
ROE(%)	15.1	32.7	22.2	24.6	25.7
EPS(摊薄/元)	0.20	0.66	1.83	2.69	3.79

- **国外经济低迷和政局动荡，影响公司产品出口。**国外经济持续低迷和中东、北非等局势动荡，影响到国际市场对工程机械，公司产品出口基本停滞。

- **盈利预测与投资评级。**考虑到重卡业务注入和未来增长确定性，预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 1.83、2.69、3.79 元。由于公司未来业绩确定以及现有估值远远被低估，按 2011 年 15 倍 PE，其合理价格应在 28 元左右，首次给予“强烈推荐”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。

图表1 2011年1-6月份星马汽车主营业务分产品经营情况 单位：万元

分产品	营业收入	营业成本	营业利润率	营业收入同比增长	营业成本同比增长	营业利润率同比增长
混凝土搅拌车	191,978	1,648	14.17%	19.17%	19.76%	减少 0.42 个百分点
散装水泥车	35,378	32,791	7.31%	19.53%	24.70%	减少 3.85 个百分点
混凝土泵车	7,426	5,782	22.15%	107.37%	86.77%	增加 8.59 个百分点

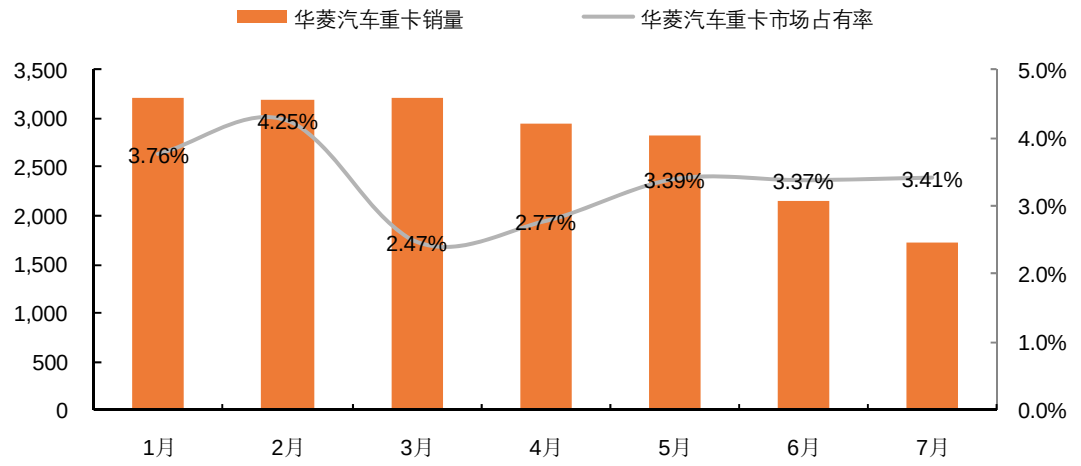
资料来源：公司公告

图表2 星马汽车单季度业绩 单位：万元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	同比增长	环比增长
营业总收入	80,933	126,556	117,782	72,175	108,093	138,789	9.7%	28.4%
资产减值损失	1,250	2,540	150	-2,329	1,715	2,331	-8.2%	35.9%
净利润	4,464	10,442	8,133	3,741	7,499	9,720	-6.9%	29.6%
EPS（元）	0.24	0.56	0.43	0.20	0.40	0.52	-6.9%	29.6%
							同比增加	环比增加
利率	12.10%	14.66%	11.28%	9.69%	12.83%	13.20%	-1.46	0.38
销售费用率	1.87%	1.09%	1.38%	2.75%	1.77%	1.62%	0.53	-0.15
管理费用率	1.74%	1.43%	1.20%	3.40%	1.70%	1.59%	0.16	-0.11
财务费用率	0.39%	0.33%	0.52%	0.38%	-0.22%	-0.03%	-0.35	0.19
三项费用率	4.00%	2.85%	3.09%	6.53%	3.25%	3.18%	0.34	-0.07
净利率	5.52%	8.25%	6.91%	5.18%	6.94%	7.00%	-1.25	0.07

资料来源：公司公告

图表3 2011年1-7月份华菱汽车重卡销量及市场占有率 单位：辆



资料来源：汽车工业协会

图表4 星马汽车（含华菱汽车）利润表预测 单位：百万元

会计年度	2011E	2012E	2013E
营业收入	10150	12479	16448
营业成本	8900	10783	14132
营业税金及附加	18	23	30
营业费用	177	213	283
管理费用	201	239	319
财务费用	-28	-62	-115
资产减值损失	17	17	17
公允价值变动收益	0	0	0
投资净收益	0	0	0
营业利润	864	1266	1783
营业外收入	0	0	0
营业外支出	1	1	1
利润总额	864	1266	1782
所得税	119	175	247
净利润	744	1091	1536
少数股东损益	0	0	0
归属母公司净利润	744	1091	1536
EBITDA	859	1227	1691
EPS（元）	1.83	2.69	3.79

资料来源：平安证券研究所

资产负债表（不含华菱汽车） 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1290	1615	2324	3053	4226
现金	492	591	1031	1445	2103
应收账款	265	243	339	397	534
其他应收款	2	2	3	3	5
预付账款	28	13	26	27	37
存货	423	665	802	1028	1349
其他流动资产	81	101	123	151	199
非流动资产	448	438	438	434	437
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	384	373	376	371	374
无形资产	31	30	30	30	30
其他非流动资产	33	34	33	33	33
资产总计	1738	2053	2763	3486	4663
流动负债	1188	1232	1609	1837	2319
短期借款	310	125	274	230	227
应付账款	261	321	394	474	622
其他流动负债	617	786	942	1132	1470
非流动负债	0	3	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	3	2	2	2
负债合计	1188	1235	1611	1839	2321
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	187	187	187	187	187
资本公积	152	152	152	152	152
留存收益	211	478	812	1308	2003
归属母公司股东权益	550	818	1151	1647	2342
负债和股东权益	1738	2053	2763	3486	4663

现金流量表（不含华菱汽车） 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	617	313	297	446	634
净利润	83	268	334	496	695
折旧摊销	24	26	24	25	27
财务费用	29	16	-19	-32	-56
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	466	-1	-60	-51	-47
其他经营现金流	15	4	18	8	15
投资活动现金流	-22	-14	-25	-20	-30
资本支出	25	24	25	20	30
长期投资	-2	1	-0	0	-0
其他投资现金流	1	11	0	0	0
筹资活动现金流	-425	-277	167	-11	53
短期借款	-336	-185	149	-43	-3
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-89	-92	19	32	56

利润表（不含华菱汽车） 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2650	3974	4588	5725	7496
营业成本	2378	3488	4023	4947	6440
营业税金及附加	7	7	8	11	14
营业费用	52	65	80	98	129
管理费用	63	71	91	110	145
财务费用	29	16	-19	-32	-56
资产减值损失	19	16	17	17	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	104	311	388	576	807
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	104	311	387	575	807
所得税	21	43	54	80	112
净利润	83	268	334	496	695
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	83	268	334	496	695
EBITDA	157	354	392	568	778
EPS（元）	0.44	1.43	1.78	2.64	3.71

主要财务比率（不含华菱汽车）

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	41.2%	50.0%	15.4%	24.8%	30.9%
营业利润	198.8%	200.8%	24.4%	48.6%	40.2%
归属于母公司净利润	265.3%	223.3%	24.6%	48.6%	40.2%
获利能力					
毛利率(%)	10.3%	12.2%	12.3%	13.6%	14.1%
净利率(%)	3.1%	3.1%	6.7%	3.1%	6.7%
ROE(%)	15.1%	32.7%	29.0%	30.1%	29.7%
ROIC(%)	32.0%	89.7%	88.8%	118.3%	150.2%
偿债能力					
资产负债率(%)	68.4%	60.2%	58.3%	52.8%	49.8%
净负债比率(%)	26.09%	10.12%	16.98%	12.51%	9.78%
流动比率	1.09	1.31	1.44	1.66	1.82
速动比率	0.71	0.75	0.93	1.08	1.22
营运能力					
总资产周转率	1.60	2.10	1.91	1.83	1.84
应收账款周转率	10.4	15.2	15.5	15.1	15.7
应付账款周转率	11.53	11.99	11.26	11.39	11.75
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.44	1.43	1.78	2.64	3.71
每股经营现金流(最新摊薄)	3.29	1.67	1.58	2.38	3.38
每股净资产(最新摊薄)	2.93	4.36	6.14	8.79	12.49
估值比率					
P/E	42.46	13.13	10.54	7.09	5.06
P/B	6.40	4.30	3.05	2.14	1.50

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±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±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）

分析师声明及风险提示：

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。

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：

此报告旨为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 PING AN

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