

证券研究报告

汽车

强烈推荐 (维持)

相关研究报告

星马汽车2011中报点评——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
021-33830530
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。

星马汽车 (600375)

尚在苦夏，期待四季度行业好转

事项：

近日我们调研了星马汽车，就混凝土机械、重卡行业动态及企业经营情况与公司进行了交流。

平安观点：

- **重卡资产注入，有助加强协同效应。**2011年6月29日华菱汽车注入上市公司工作完成，公司不但是罐式专用车龙头，还成为重卡主流生产企业，预计未来重卡业务收入占比在55%以上。重卡资产注入，将给公司优化资源利用提供机会，同时加强重卡和专用车经营管理协调力度和效果，增强协同效应。重卡资产注入解决了长期大额关联交易问题，加强了上市公司股东权益保障，改善了公司治理结构，为未来重卡和专用车发展提供强有力支持。
- **稳定发展金融服务平台，提供客户全方位服务。**公司与经销商、银行和融资租赁公司等方面建立长期合作合作，加强金融服务平台建设，为客户提供全面金融服务。公司严格要求贷款购车首付比例，降低金融服务平台合作金融机构的风险，稳定发展金融服务平台。
- **稳固发展天津基地，打造北方生产基地和出口基地。**作为计划中的出口基地，天津星马专用车年产能约为3000台，但建成后国外经济持续低迷和局势动荡不安，影响到国际市场对工程机械的需求，公司产品出口基本停滞。为了充分发挥天津基地产能，公司加强北方市场开拓，同时进行订单调配，稳定天津星马的生产节奏，打造公司未来出口基地和北方生产基地。
- **三季度是重卡和专用车传统淡季，预计四季度开始回升。**三季度是重卡和专用车传统淡季，企业均会安排夏季检修，预计公司3Q11专用车和重卡产销量将会环比减少30%-40%左右。进入第四季度，市场需求将会得到释放，公司重卡和专用车产销量均会出现回升。
- **投资和信贷政策是重卡和专用车需求关键影响因素。**公司的罐式工程车和重卡业务与基础设施和房屋建设投资息息相关；同时信贷政策放松也将会促进投资增加，并降低公司客户融资难度和成本，提升重卡和专用车需求。预计4Q11后，信贷政策、保障房和水利建设投资逐步发力，将会提升工程机械和重卡需求，推动公司产销规模和业绩水平回升。
- **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被低估，按2011年15倍PE，其合理价格应在28元左右，维持“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 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 百分点	环比增加 百分点
毛利率	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2 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)						利润表 (不含华菱汽车)					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1290	1615	2324	3053	4226	营业收入	2650	3974	4588	5725	7496
现金	492	591	1031	1445	2103	营业成本	2378	3488	4023	4947	6440
应收账款	265	243	339	397	534	营业税金及附加	7	7	8	11	14
其他应收款	2	2	3	3	5	营业费用	52	65	80	98	129
预付账款	28	13	26	27	37	管理费用	63	71	91	110	145
存货	423	665	802	1028	1349	财务费用	29	16	-19	-32	-56
其他流动资产	81	101	123	151	199	资产减值损失	19	16	17	17	17
非流动资产	448	438	438	434	437	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	384	373	376	371	374	营业利润	104	311	388	576	807
无形资产	31	30	30	30	30	营业外收入	1	0	0	0	0
其他非流动资产	33	34	33	33	33	营业外支出	0	1	1	1	1
资产总计	1738	2053	2763	3486	4663	利润总额	104	311	387	575	807
流动负债	1188	1232	1609	1837	2319	所得税	21	43	54	80	112
短期借款	310	125	274	230	227	净利润	83	268	334	496	695
应付账款	261	321	394	474	622	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	617	786	942	1132	1470	归属母公司净利润	83	268	334	496	695
非流动负债	0	3	2	2	2	EBITDA	157	354	392	568	778
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.44	1.43	1.78	2.64	3.71
其他非流动负债	0	3	2	2	2						
负债合计	1188	1235	1611	1839	2321	主要财务比率 (不含华菱汽车)					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	187	187	187	187	187	成长能力					
资本公积	152	152	152	152	152	营业收入	41.2%	50.0%	15.4%	24.8%	30.9%
留存收益	211	478	812	1308	2003	营业利润	198.8%	200.8%	24.4%	48.6%	40.2%
归属母公司股东权益	550	818	1151	1647	2342	归属于母公司净利润	265.3%	223.3%	24.6%	48.6%	40.2%
负债和股东权益	1738	2053	2763	3486	4663	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(%)	26.1%	10.1%	17.0%	12.5%	9.8%
						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	11.5	12.0	11.3	11.4	11.8
						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	42.5	13.1	10.5	7.1	5.1
						P/B	6.4	4.3	3.1	2.1	1.5
						EV/EBITDA	45.5	20.1	18.1	12.5	9.2

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
现金净增加额	169	20	439	414	657

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）

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。

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