

证券研究报告

汽车和汽车零部件

推荐 (维持)

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006  
021-33830392  
wangdean002@pingan.com.cn

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004  
021-33830530  
yubing006@pingan.com.cn

研究助理

彭勇

一般证券从业资格编号 S1060111070097  
021-33830523  
pengyong060@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)

### 多措施应对行业不景气

#### 事项:

近日我们调研了星马汽车，就增发项目、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:

- **1-2 月华菱重卡销量降幅高于行业降幅，预计 3 月销量将环比回升，同比收窄。**  
2012 年 1-2 月全行业共销售重卡 11.6 万辆，同比下降 27.5%；星马汽车子公司华菱汽车销售重卡 2607 辆（含销售给星马汽车的底盘），同比下降 59.2%。星马汽车的专用车和华菱汽车的重卡销量与基础设施建设和房屋建设等相关性较高，由于春节及宏观调控等多因素影响，工程开工不足，导致华菱重卡销量降幅高于行业水平。随着资金及工程施工人员的逐步到位，预计星马和华菱的 3 月以后订单环比有较大改善，4-7 月重卡销量同比也会逐步回升。
- **多措施提升重卡和专用车销售规模和市场占有率。**我们预计公司 2012 年重卡销量在 3.2-3.5 万辆，专用车增长 20%左右。星马的混凝土搅拌车一直是市场的领跑者，而华菱重卡具有可靠性高、油耗低等优点，但在品牌知名度和营销网络上逊于第一梯队。公司商务政策一直较为稳健，专用车和重卡销售坚持 30%首付比例，与竞争对手的零首付及 10-20%的首付比例相比，对用户的吸引力不够。我们判断公司可能放宽商务政策，扩大融资平台，加强销售网点建设（预计销售网点从 120 家增加到 150 家）等方面着手，扩大 2012 年重卡和混凝土专用车市场占有率和销售规模。
- **预计定向增发最早 4Q12 实施，募投项目进展不一。**募投项目中新增 3 万辆重卡项目中总装生产线已于 2011 年投产，冲压、焊接、涂装等工艺需待募集资金到位后才能实施。我们估计公司自制重型发动机项目也会走国内其它重型柴油机企业借助外智开发产品的途径，与欧洲发动机技术咨询公司（如奥地利 AVL 公司）进行合作，委托或联合开发 9.8L 和 11.8L 两款重型柴油机。由于重型发动机研发、生产等技术难度高，不确定性因素多，很难制定具体的时间表，将视研发进度和公司产销规模推进项目进度。
- **十二五期间内发展目标：重卡为主，专用车为辅。**预计公司十二五重卡销量有望达到 6-7 万辆，专用车 1.5 万辆。重卡将是公司未来大力发展的业务，专用车业务在做大混凝土专用车的基础上，扩大其它类型专用车，如矿用自卸车等新业务。

- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.30 元、1.38 元和 2.07 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：**1) 基础建设和房屋建设等恢复低于预期；2) 原材料和人工成本上涨；3) 自主研发发动机项目不达预期。

**图表1 星马汽车历年专用车销量及估计值 单位：辆**

分类	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
混凝土搅拌车	3,413	4,089	3,344	4,878	8,320	5,950
散装水泥车	1,097	983	1,182	1,805	1,580	2,000
泵车	33	48	49	28	38	38
自卸车		296	151	153	180	300
其它	189	339	1,136	238	430	480
合计	4,732	5,755	5,862	7,102	10,548	8,768

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2010 年和 2011 年销量为估计值

**图表2 华菱汽车历年重卡销量 单位：辆**

车型	2008A	2009A	2010A	2011A	2012 年 1-2 月
底盘	9,882	14,231	22,846	20,038	1,970
牵引车	2,946	4,040	7,606	5,657	637
合计	12,828	18,271	30,452	25,695	2,607

资料来源：汽车工业协会

资产负债表						利润表					
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
<b>流动资产</b>	1290	1615	3249	4016	5294	<b>营业收入</b>	2650	3974	7260	8086	9701
现金	492	591	1234	1731	2533	营业成本	2378	3488	6207	7038	8393
应收账款	265	243	538	565	691	营业税金及附加	7	7	13	15	18
其他应收款	2	2	5	5	6	营业费用	52	65	160	142	165
预付账款	28	13	40	38	48	管理费用	63	71	232	192	170
存货	423	665	1237	1463	1757	财务费用	29	16	17	29	-6
其他流动资产	81	101	195	213	258	资产减值损失	19	16	17	17	17
<b>非流动资产</b>	448	438	2199	2177	2154	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	1785	1785	1785	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	384	373	351	329	306	<b>营业利润</b>	104	311	614	652	944
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
<b>资产总计</b>	1738	2053	5448	6193	7448	<b>利润总额</b>	104	311	614	651	944
<b>流动负债</b>	1188	1232	2314	2497	2939	所得税	21	43	85	90	131
短期借款	310	125	274	230	227	<b>净利润</b>	83	268	529	561	813
应付账款	261	321	608	675	811	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	617	786	1433	1592	1902	<b>归属母公司净利润</b>	83	268	529	561	813
<b>非流动负债</b>	0	3	2	2	2	EBITDA	157	354	654	704	962
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.44	1.43	1.30	1.38	2.00
其他非流动负债	0	3	2	2	2						
<b>负债合计</b>	1188	1235	2316	2500	2942	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	187	187	406	406	406	<b>成长能力</b>					
资本公积	152	152	1719	1719	1719	营业收入	41.2%	50.0%	82.7%	11.4%	20.0%
留存收益	211	478	1007	1568	2382	营业利润	198.8%	200.8%	97.1%	6.1%	44.9%
归属母公司股东权益	550	818	3132	3693	4506	归属于母公司净利润	265.3%	223.3%	97.5%	6.1%	45.0%
<b>负债和股东权益</b>	1738	2053	5448	6193	7448	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	10.3%	12.2%	14.5%	13.0%	13.5%
						净利率(%)	3.1%	6.7%	7.3%	6.9%	8.4%
						ROE(%)	15.1%	32.7%	16.9%	15.2%	18.1%
						ROIC(%)	12.3%	29.9%	16.0%	15.0%	17.1%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	68.4%	60.2%	42.5%	40.4%	39.5%
						净负债比率(%)	26.09%	10.12%	11.81%	9.21%	7.72%
						流动比率	1.09	1.31	1.40	1.61	1.80
						速动比率	0.71	0.75	0.85	1.00	1.18
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.6	2.1	1.9	1.4	1.4
						应收账款周转率	10.4	14.7	17.4	13.7	14.4
						应付账款周转率	11.5	12.0	13.4	11.0	11.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.20	0.66	1.30	1.38	2.00
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	0.77	1.26	1.41	1.97
						每股净资产(最新摊薄)	1.36	2.02	7.72	9.10	11.11
						<b>估值比率</b>					
						P/E	64.6	20.0	10.1	9.5	6.6
						P/B	9.7	6.5	1.7	1.4	1.2
						EV/EBITDA	31.0	13.7	7.4	6.9	5.0

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	617	313	510	570	800
净利润	83	268	529	561	813
折旧摊销	24	26	23	23	23
财务费用	29	16	17	29	-6
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	466	-1	-104	-54	-54
其他经营现金流	15	4	45	11	23
<b>投资活动现金流</b>	-22	-14	-1785	-0	0
资本支出	25	24	0	0	0
长期投资	-2	1	1785	0	-0
其他投资现金流	1	11	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-425	-277	1917	-73	3
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	218	0	0
资本公积增加	0	0	1567	0	0
其他筹资现金流	-89	-92	-17	-29	6
<b>现金净增加额</b>	169	20	642	497	802



## 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 2012 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