

证券研究报告

汽车和汽车零部件

推荐 (维持)

证券分析师

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
电话 021-38636729
邮箱 yubing006@pingan.com.cn

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006
电话 021-38638428
邮箱 wangdean002@pingan.com.cn

研究助理

彭勇

一般证券从业资格编号 S1060111070097
电话 021-38632725
邮箱 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。

华菱星马 (600375)

2013 年需固本培元

事项:

近日我们调研了华菱星马，就专用车和重卡业务经营情况等与公司进行了交流。

平安观点:

- **2012 年专用车业务下滑幅度远大于重卡业务。**2012 年三一重工和中联重科继续加大对混凝土搅拌车业务的投入力度，在强大的金融支持下，两家工程机械巨头大幅提高了混凝土搅拌车市场份额。我们估计 2012 年混凝土搅拌车行业销量下滑了 40%左右，而中联重科销量仍有大幅增长，三一重工销量也基本与 2011 年持平。两家企业大幅侵蚀了其它企业的市场份额，星马汽车也失去了保持多年的混凝土搅拌车行业销量第一的地位，我们估计星马汽车 2012 年专用车销量下滑 60%左右，远大于华菱汽车重卡销量 40%左右的下滑幅度。公司未来业绩的回升，除了大力发展华菱汽车的重卡业务外，巩固星马汽车的专用车业务任重道远。
- **公司专用车和重卡业务下滑幅度大于行业平均水平。**我们估计 2012 年混凝土搅拌车行业和重卡行业销量分别同比下滑 40%和 28%，而公司这两块业务销量分别下滑 60%和 40%。由于公司体量较小，在行业不景气时，能够采取的措施有限，致其销量下滑大于行业平均水平。考虑到公司 2012 年专用车和重卡销量基数较低，我们预计 2013 年在投资回升的带动下，公司专用车和重卡销量有望增长 10%-20%。
- **多措施巩固专用车业务。**专用车业务大幅萎缩不但影响到星马汽车的盈利能力，也间接影响到华菱汽车重卡业务的发展（星马汽车专用车使用的重卡底盘约 80%来自华菱汽车），巩固专用车业务，不仅可以固本培元，还可促进重卡业务发展。公司计划从产品研发、营销等多个方向来巩固专用车业务，比如：1) 协助经销商或公司自己发展混凝土搅拌车经营性租赁，提高公司专用车销量；2) 加大商务政策对客户的支持力度，缩小与三一重工和中联重科之间的差距；3) 研发带有随车吊的专用车等新品，加大矿用年的发展。
- **重卡新产能释放和发动机投产将影响短期业绩弹性。**公司年产 3 万台重卡整车项目（实际产能为单班 5 万台，双班 10 万台）已于 2012 年下半年投产，重型发动机项目也将于 2013 年基本完成投资，两个项目计划总投资约 29 亿元。随着厂房设备等投资转固，2013 年公司重卡业务折旧压力较大，我们预计重卡行业复苏给公司带来的业绩弹性要小于其它重卡企业。考虑到华菱汽车原股东在资产注入时有业绩承诺，华菱汽车业绩较为确定，2013 年公司业绩弹性来自星马汽车专用车业务的贡献较大。

- **投产发动机，提升重卡业务盈利能力。**公司研发的重型柴油机已生产出样机，并在 2012 年 bauma 展上亮相。重型车用柴油机龙头企业毛利率超过 30%，远高于重卡整车 7%-18%的毛利率水平。若重卡企业自产发动机将会大幅提升其盈利能力，目前仅一汽解放、东风商用车和中国重汽集团具备较大规模的自产发动机能力。同时，自产发动机也会降低企业对外依赖程度，有助于企业长期发展。预计公司重型柴油机将于年内实现小批量生产，若其发动机年产量能够达到 2 万辆左右水平，将会为公司带来 1-2 亿元利润贡献。
- **盈利预测与投资评级。**由于公司专用车和重卡业务下滑幅度较大，我们下调了盈利预测，预计 2012-2014 年公司每股收益分别为 0.37 元、0.66 元和 0.71 元。预计随着重卡及混凝土搅拌车市场逐步走出低谷，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) 基础设施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 星马汽车专用车销量及估计值 单位：辆

分类	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
混凝土搅拌车	3,413	4,089	3,344	4,878	8,320	7,300	3,000
散装水泥车	1,097	983	1,182	1,805	1,580	1,200	1,100
泵车	33	48	49	28	38	38	30
自卸车		296	151	153	180	300	120
其它	189	339	1,136	238	430	480	200
合计	4,732	5,755	5,862	7,102	10,548	8,768	4,450

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2010 年、2011 年和 2012 年销量为估计值

图表2 华菱汽车重卡销量 单位：辆

车型	2008A	2009A	2010A	2011A	2012 年 1-11 月
底盘	9,882	14,231	22,846	20,038	10,511
牵引车	2,946	4,040	7,606	5,657	3,277
合计	12,828	18,271	30,452	25,695	13,788

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	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	4723	3803	2515	3091	3158	营业收入	8094	6854	3973	4937	5296
现金	1344	763	500	810	670	营业成本	6747	5716	3463	4222	4495
应收账款	337	321	214	244	267	营业税金及附加	17	22	13	14	15
其他应收款	17	26	12	17	17	营业费用	221	204	161	148	159
预付账款	211	602	225	307	340	管理费用	241	297	183	207	212
存货	2244	1721	1344	1428	1566	财务费用	53	28	57	79	86
其他流动资产	570	370	220	284	298	资产减值损失	28	26	26	26	26
非流动资产	1549	2129	2800	3705	4332	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	1118	1269	2037	2937	3663	营业利润	789	561	70	240	303
无形资产	287	387	387	387	387	营业外收入	46	40	112	80	41
其他非流动资产	144	473	376	381	282	营业外支出	2	3	2	2	2
资产总计	6272	5933	5316	6796	7491	利润总额	833	598	179	318	342
流动负债	3596	2763	2202	3436	3906	所得税	120	92	28	49	53
短期借款	242	424	622	1583	1928	净利润	712	505	151	269	289
应付账款	1790	1487	907	1103	1175	少数股东损益	1	1	0	0	0
其他流动负债	1564	852	673	750	803	归属母公司净利润	712	505	151	269	289
非流动负债	475	479	422	429	427	EBITDA	942	702	251	516	662
长期借款	280	250	250	250	250	EPS (元)	3.80	1.24	0.37	0.66	0.71
其他非流动负债	195	229	172	179	177						
负债合计	4071	3242	2623	3865	4333	主要财务比率					
少数股东权益	16	27	27	27	27	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	187	406	406	406	406	成长能力					
资本公积	1530	1495	1495	1495	1495	营业收入	205.4%	-15.3%	-42.0%	24.2%	7.3%
留存收益	468	764	765	1003	1230	营业利润	661.5%	-28.9%	-87.6%	245.2%	26.1%
归属母公司股东权益	2185	2664	2666	2904	3131	归属于母公司净利润	759.1%	-29.0%	-70.0%	77.5%	7.5%
负债和股东权益	6272	5933	5316	6796	7491	获利能力					
						毛利率(%)	16.6%	16.6%	12.8%	14.5%	15.1%
						净利率(%)	8.8%	7.4%	3.8%	5.4%	5.5%
						ROE(%)	32.6%	18.9%	5.7%	9.2%	9.2%
						ROIC(%)	26.6%	14.9%	3.0%	5.7%	6.2%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	64.9%	54.6%	49.4%	56.9%	57.8%
						净负债比率(%)	12.83%	20.78%	33.22%	47.42%	50.27%
						流动比率	1.31	1.38	1.14	0.90	0.81
						速动比率	0.68	0.73	0.51	0.47	0.39
						营运能力					
						总资产周转率	2.0	1.1	0.7	0.8	0.7
						应收账款周转率	25.4	19.3	13.6	19.9	19.1
						应付账款周转率	6.6	3.5	2.9	4.2	3.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.75	1.24	0.37	0.66	0.71
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	0.67	1.35	1.37	1.39
						每股净资产(最新摊薄)	5.38	6.57	6.57	7.16	7.72
						估值比率					
						P/E	5.1	7.1	23.8	13.4	12.5
						P/B	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
						EV/EBITDA	3.7	5.0	14.0	6.8	5.3

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	802	273	546	558	562
净利润	712	505	151	269	289
折旧摊销	100	114	124	197	273
财务费用	53	28	57	79	86
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-64	-388	279	-3	-89
其他经营现金流	1	14	-65	17	4
投资活动现金流	-245	-937	-801	-1100	-900
资本支出	272	993	800	1100	900
长期投资	2	-25	1	-0	-0
其他投资现金流	29	30	0	0	0
筹资活动现金流	-513	124	-9	852	198
短期借款	-68	181	198	961	346
长期借款	280	-30	0	0	0
普通股增加	0	218	0	0	0
资本公积增加	1378	-35	0	0	0
其他筹资现金流	-2103	-211	-207	-109	-148
现金净增加额	41	-541	-263	310	-140

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。客户并不能仅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 2013 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257