

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

业绩具弹性，上量是关键

——华菱星马(600375)调研简报

证券研究报告-公司调研

增持(维持)

发布日期: 2013年1月28日

报告关键要素:

2012年公司专用车和重卡销量大幅下滑。2013年重卡行业有望复苏，公司重卡销量也会明显提升。销量的增长和产业链的延伸有助于盈利能力的回升，带来较大的业绩弹性。

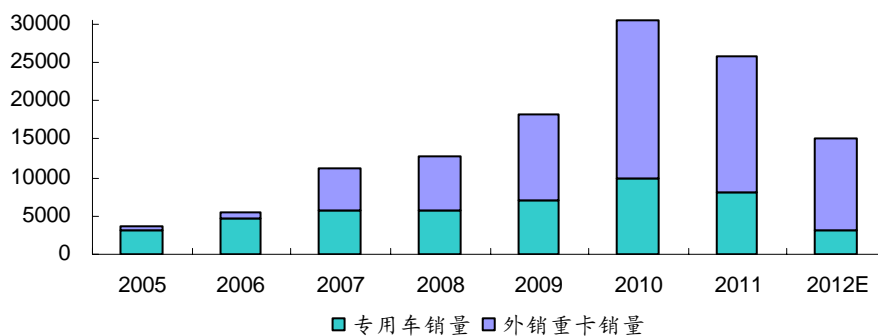
事件:

- 近期我们调研了华菱星马(600375)，就公司经营与发展情况与上市公司进行了交流。

点评:

- 专用车与重卡销量下滑较多。2012年，公司专用车和重卡销量均出现了较大幅度下滑。其中专用车下滑约60%；外销重卡下滑约25%，基本与行业相当。竞争对手的挤压是专用车销售大幅下滑的主要原因。在专用车市场不景气的背景下，三一等企业实施激进的销售与金融政策，对市场的冲击尤其明显。专用车业务的大幅下滑在2012年前三季度报表中已有所反映。按母公司报表，前三季度收入规模同比下降66%。目前公司仍然保持较稳定的首付比例，收款风险可控，但会加大对经销商的支持力度，促进销量的提升。

图 1: 公司专用车和外销重卡销量(单位: 辆)



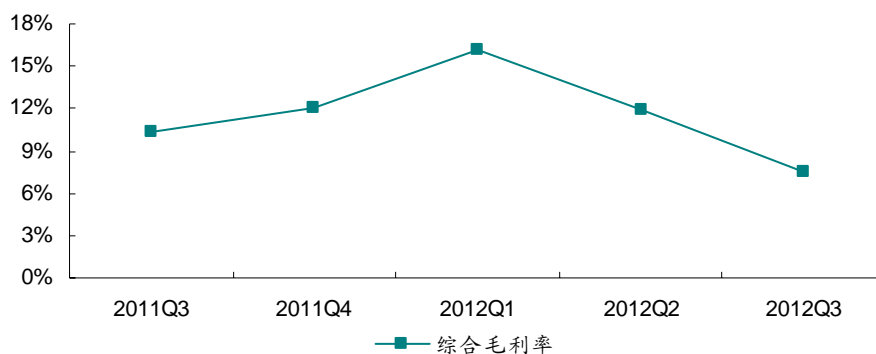
资料来源: 中原证券, 公司资料, CAAM

注: 部分为估计值, 未考虑来源于外部的少量底盘, 与实际数值有一定差异

- 试水下游混凝土设备管理和运输业务。近期, 海南瑞泽(002596)公告称, 拟将自产商品混凝土的运输和泵送服务委托给华菱星马控股子公司华菱星马物流经营管理, 期限为10年, 期间设备的所有权不发生转移。这一合作模式, 一方面可以获得较稳定的业务收入和利润, 另一方面, 有助于加强与下游客户的合作关系, 对未来设备采购产生影响, 对专用车销量的稳定和提升有重要作用。此外, 还可以尝试其他合作模式。新业务的发展, 对公司的资金、人力资源和管理提出了更高的要求。

- **年内发动机项目有望开始试生产。**公司“年产5万台重型车发动机项目”正处于建设过程中。根据公司报道，“华菱CM6D28发动机暨星凯马动力总成”已经通过省级技术鉴定。按进度安排，2013年内发动机项目有望开始小批量试生产，2014年初正式投产。届时，自产发动机的配套，将大幅降低成本，提高公司盈利能力。当然，产量规模的提升和用户的认可，将是重中之重。
- **上量是关键。**近期公司处于扩张期中，固定资产持续增加，前期已经完成了年产3万台重型载货汽车项目，后期发动机项目也在建设中。截止2012年上半年，固定资产和无形资产净值合计为18.54亿元，固定资产折旧和无形资产摊销合计约为7000万元，预计后期还会增加。但产销量出现大幅下降，产能利用率较低，使得单车折旧与摊销成本大幅上升，2012年上半年与2011年相比，这一项成本上升超过5000元/台。这也是近期毛利率大幅下降的重要原因。未来发动机项目的投产，也会对产销量提出要求。当然可以预期的是，随着上游产业链的延伸，一旦产销量达到一定规模，其带来的业绩弹性也是很大的。

图 2：近期季度毛利率



资料来源：中原证券，公司资料

- **盈利预测与投资建议。**我们预计2013年重卡行业将有所复苏，公司重卡销量也会明显提升；进入下游运输和泵送服务领域对长期销量提升有促进作用。预计公司2012-2013年EPS分别为0.37元和0.64元，对应1月28日收盘价8.83元的市盈率分别为23.63倍和13.70倍，维持“增持”评级。
- **主要风险提示：**销量达不到预期；发动机项目进展不顺利；下游管理服务业务开展不顺利。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	39.74	68.54	44.90	55.32
增长比率 (%)	49.97	72.44	-34.49	23.21
净利润 (亿元)	2.68	5.05	1.52	2.61
增长比率 (%)	223.32	88.53	-69.97	72.47
每股收益 (元)	0.66	1.24	0.37	0.64
市盈率 (倍)	13.38	7.10	23.63	13.70

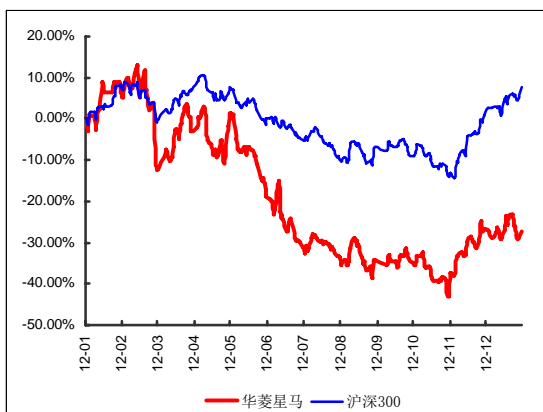
市场数据 (2013年1月28日)

收盘价 (元)	8.83
一年内最高最低 (元)	13.42/6.87
沪深300	2651.86
市净率 (倍)	1.42
流通市值 (亿元)	69.79

基础数据 (2012年9月30日)

每股净资产 (元)	6.54
每股经营现金流 (元)	1.32
毛利率 (%)	11.97
净资产收益率 (%)	6.95
资产负债率 (%)	60.53
总股本/流通股 (亿股)	4.06/1.87
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。