

华菱星马 (600375)

重卡及专用车共同推动业绩改善

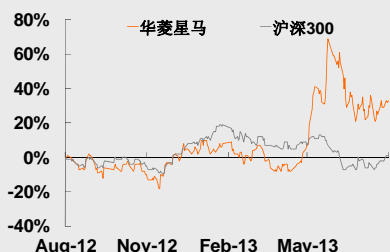
推荐 (维持)

现价: 11.08 元

主要数据

行业	平安汽车
公司网址	www.camc.biz
大股东/持股	华神建材/10.37%
实际控制人/持股	市国资委/6.12%
总股本(百万股)	556
流通 A 股(百万股)	187
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	61.58
流通 A 股市值(亿元)	20.77
每股净资产(元)	7.25
资产负债率(%)	58.5

行情走势图



相关研究报告

调研简报: 2013 年需固本培元 (2013.1.15)

证券分析师

彭勇 投资咨询资格编号
S1060513050002
021-38632725
pengyong060@pingan.com.cn

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

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
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。

事项

公司发布 2013 年半年报: 实现营业收入 37.6 亿元, 同比增长 57.9%; 净利润 1.7 亿元, 同比增长 51.7%; 每股收益 0.30 元 (按最新股本摊薄); 每股净资产 7.25 元。

平安观点

公司 1H13 业绩同比增长 50% 以上, 增长主要来自下游行业竞争局面改善及需求复苏。

- **混凝土机械行业竞争局面改善, 促公司混凝土搅拌车销量大幅增长。**由于之前三一、中联等竞争对手使用激进的销售政策 (如零首付, 推迟半年还款等), 导致公司混凝土搅拌车销量大幅下滑, 我们估计公司 2012 年销量不足 3000 辆, 下滑 60% 左右, 从市占率第一位滑落至第四位。2013 年竞争对手放弃激进的销售政策, 行业竞争局面明显改善, 公司混凝土搅拌车销量显著改善, 1H13 公司专用车 (大部分是混凝土搅拌车) 业务收入同比增长 94.1%。
- **混凝土机械销量回升, 加之重卡行业复苏, 促公司重卡销量大幅增长。**星马汽车混凝土机械使用的重卡底盘大部分是来自其全资子公司华菱汽车, 星马混凝土机械销量大幅回升, 带动华菱汽车重卡需求增长, 加之重卡行业需求有所复苏, 促使 1H13 华菱汽车销售重卡 1.3 万辆 (含供应星马汽车的底盘), 同比增长 56.4%。混凝土机械竞争局面的改善, 及重卡行业销量复苏, 推动公司销售收入同比大幅增长 57.9%。1H13 华菱汽车实现净利润 1.3 亿元, 占公司全部净利润的 75%。我们认为混凝土机械行业竞争局面的改善是公司收入和利润大幅增长的重要推动力, 预计 2H13 有望延续。
- **2Q13 毛利率上升明显, 费用率继续下降。**2Q13 随着产销规模的大幅提升, 公司毛利率提升明显, 同比增加 3.1 个百分点, 环比也增加 0.5 个百分点。销售收入的大幅增长, 促使公司三项费用率继续下降, 2Q13 公司销售费用率和管理费用率分别同比下降 1.2 和 0.5 个百分点。考虑到 3Q12 基数较低和 3Q13 产销规模的上升, 我们估计 3Q13 公司毛利率同比仍将较大改善。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6,854	4,475	6,088	6,352	7,037
YoY(%)	-15.3	-34.7	36.0	4.3	10.8
净利润(百万元)	505	168	282	319	360
YoY(%)	-29.0	-66.8	68.1	13.1	12.8
毛利率(%)	16.6	13.2	14.5	14.4	14.9
净利率(%)	7.4	3.8	4.6	5.0	5.1
ROE(%)	18.9	6.3	9.5	10.3	11.1
EPS(摊薄/元)	0.91	0.30	0.51	0.57	0.65
P/E(倍)	12.2	36.7	21.8	19.3	17.1
P/B(倍)	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9

- **信贷资金紧张，导致公司应收账款大幅增加，预计出现坏账的可行较小。**由于目前重卡和混凝土机械行业普遍采用信贷销售的模式，即客户首付一定比例的货款，其余由银行、融资租赁或其他金融机构提供信贷支持。上半年的银行资金紧张，导致公司应收账款同比增长 300%。由于公司一直要求客户首付 30%，并由金融机构提供贷款，出现坏账的可能性较小。随着资金紧张局面逐渐缓解，我们预计 3Q13 公司应收账款将恢复到正常水平。
- **投产发动机，着眼长远。**公司研发的重型柴油机已生产出样机，并已在进行小批量使用，我们预计 2013 年装配量约有 2000 台，2014 年装配量有望达到 8000-1000 台。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。**考虑到公司专用车和重卡销量大幅增长，我们略微上调了公司的盈利预测，预计 2013-2015 年每股收益分别为 0.51 元、0.57 元和 0.65 元（原预测 2013-2014 年 EPS 分别为 0.49 元、0.54 元）。考虑到竞争局面改善，公司产销水平上升，盈利情况有所改善，维持“推荐”投资评级。
- **风险提示：**1) 固定资产投资增速低于预期；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 华菱星马单季度业绩 单位：万元

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	同比增长	环比增长
营业收入	106,686	131,198	102,347	107,318	138,708	236,904	80.6%	70.8%
营业外净收入	1,344	4,192	5,706	-326	1,497	4,043	-3.6%	170.1%
净利润	6,090	5,000	2,761	2,935	6,431	10,392	107.9%	61.6%
EPS (元)	0.11	0.09	0.05	0.05	0.12	0.19	184.7%	121.3%
							同比增加 百分点	环比增加 百分点
毛利率	16.2%	11.9%	7.6%	17.0%	14.5%	15.0%	3.1	0.5
销售费用率	4.0%	4.1%	3.5%	5.0%	3.2%	2.8%	-1.2	-0.3
管理费用率	4.6%	4.5%	4.9%	7.3%	4.6%	4.1%	-0.5	-0.6
财务费用率	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.3%	1.0%	-0.1	-0.3
三项费用率	9.4%	9.6%	9.5%	13.4%	9.1%	7.9%	-1.8	-1.2
净利率	5.7%	3.8%	2.7%	2.7%	4.6%	4.4%	0.6	-0.3

资料来源：公司公告

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	3803	3738	3968	4256	4556	营业收入	6854	4475	6088	6352	7037
现金	763	946	500	810	670	营业成本	5716	3886	5205	5437	5992
应收账款	321	534	501	563	645	营业税金及附加	22	12	20	18	20
其他应收款	26	34	37	41	45	营业费用	204	186	244	254	267
预付账款	602	522	560	631	697	管理费用	297	237	304	305	338
存货	1721	1425	2001	1829	2073	财务费用	28	45	42	20	14
其他流动资产	370	277	370	381	426	资产减值损失	26	16	19	18	19
非流动资产	2129	3179	3662	4495	5055	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	1269	2176	2894	3735	4396	营业利润	561	93	254	300	388
无形资产	387	378	378	378	378	营业外收入	40	110	82	80	41
其他非流动资产	473	624	389	382	280	营业外支出	3	1	1	1	1
资产总计	5933	6916	7630	8752	9611	利润总额	598	202	335	379	427
流动负债	2763	3631	4056	5043	5772	所得税	92	34	52	59	66
短期借款	424	822	859	1525	1974	净利润	505	169	283	320	361
应付账款	1487	1389	1691	1826	1990	少数股东损益	1	1	1	1	1
其他流动负债	852	1420	1505	1692	1808	归属母公司净利润	505	168	282	319	360
非流动负债	479	565	563	564	564	EBITDA	702	287	487	584	743
长期借款	250	365	365	365	365	EPS (元)	1.24	0.41	0.51	0.57	0.65
其他非流动负债	229	200	198	199	199						
负债合计	3242	4196	4619	5607	6336	主要财务比率					
少数股东权益	27	38	39	40	41	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
股本	406	406	556	556	556	成长能力					
资本公积	1495	1495	1495	1495	1495	营业收入(%)	-15.3	-34.7	36.0	4.3	10.8
留存收益	764	781	922	1054	1183	营业利润(%)	-28.9	-83.3	172.2	18.0	29.2
归属母公司股东权益	2664	2682	2972	3104	3234	归属于母公司净利润(%)	-29.0	-66.8	68.1	13.1	12.8
负债和股东权益	5933	6916	7630	8752	9611	获利能力					
						毛利率(%)	16.6	13.2	14.5	14.4	14.9
						净利率(%)	7.4	3.8	4.6	5.0	5.1
						ROE(%)	18.9	6.3	9.5	10.3	11.1
						ROIC(%)	14.9	3.0	6.0	5.4	6.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	54.6	60.7	60.5	64.1	65.9
						净负债比率(%)	20.8	28.3	26.5	33.7	36.9
						流动比率	1.38	1.03	0.98	0.84	0.79
						速动比率	0.73	0.62	0.47	0.47	0.42
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	0.7	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	19.3	9.5	10.8	10.9	10.7
						应付账款周转率	3.5	2.7	3.4	3.1	3.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.91	0.30	0.51	0.57	0.65
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	1.38	0.41	1.71	1.00
						每股净资产(最新摊薄)	4.79	4.83	5.35	5.59	5.82
						估值比率					
						P/E	12.2	36.7	21.8	19.3	17.1
						P/B	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9
						EV/EBITDA	9.1	22.4	13.2	11.0	8.6

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	273	766	230	950	557
净利润	505	169	283	320	361
折旧摊销	114	148	191	265	341
财务费用	28	45	42	20	14
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-388	379	-302	343	-177
其他经营现金流	14	25	16	3	16
投资活动现金流	-937	-871	-671	-1100	-900
资本支出	993	908	800	1100	900
长期投资	-25	2	2	-0	-0
其他投资现金流	30	39	131	0	0
筹资活动现金流	124	291	-5	459	203
短期借款	181	398	37	666	449
长期借款	-30	115	0	0	0
普通股增加	218	0	150	0	0
资本公积增加	-35	0	0	0	0
其他筹资现金流	-211	-222	-192	-207	-246
现金净增加额	-541	185	-446	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。



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