

# 华菱星马 (600375)

## ——推广自配发动机，有利提升业绩

### 深度报告

#### 摘要

公司是全国重要的重型卡车、重型专用车及零部件生产研发基地，是我国工程类专用汽车行业的重点骨干企业，国内最大的罐式专用汽车生产企业之一，已成为新一代国产重型汽车和专用汽车产品的研发生产基地。

公司主导产品为重型汽车底盘及整车、发动机、重型专用车、客车、汽车零部件等系列产品。其中散装水泥车占全国市场 50%以上份额，连续六年夺得全国产销第一；混凝土搅拌车替代进口产品，产销占全国第一位。目前公司形成了年产 10 万辆重型卡车、5 万台大功率发动机和 5 万辆重型专用车的生产能力。其中华菱重型卡车是替代进口的主流品牌，并出口到东欧、北非、东南亚、南美等地的六十多个国家和地区；星马专用车是享誉市场的知名品牌，长期占据国内市场的龙头地位。

考虑到经济复苏、工程机械市场竞争压力减弱、公司重卡汽车出口大幅增长、5000 辆专用汽车技改项目完成以及年产 5 万台重型车发动机项目逐渐投产带来的收益，根据我们所得的估值模型，预计 2014-2016 年，公司每股收益 0.59 元、0.75 元和 0.94 元，动态市盈率 18.85 倍。我们认为当前股价远远没有反映出公司的基本情况。随着公司毛利率进一步提升，公司业绩弹性将得到充分释放，我们看好公司未来发展并给予公司股价“买入”评级。

#### 风险：

重卡需求减小；原材料成本上升；自主研发的重卡发动机产销量不及预期。

编辑：刘卫华

电话：0311-66006422

执业证书：S0400512090002

报告日期：2014-05-26 星期一

600375 [华菱星马] 评级：买入

#### 主要数据

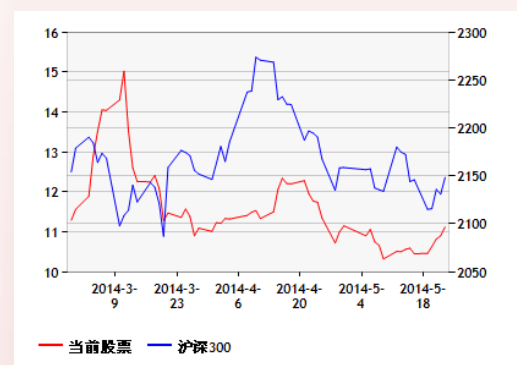
#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.07/0.02	0.31/0.07	0.36/0.16
总股本	555740597.000		
流通 A 股	555740597.000		
近 3 月日均成交量	3270177.967		

#### 主要股东

马鞍山华神建材工业有限公司	10.367210
史正富	9.410348
安徽星马创业投资股份有限公司	6.932541

#### 股价表现



#### 公司动态




## 目录

1. 公司概况 .....	3
2. 公司看点 .....	3
3. 公司财务状况 .....	4
4. 与可比上市公司估值水平比较 .....	6
5. 股价走势 .....	7
6. 风险点 .....	7
7. 投资评级 .....	7
8. 报表预测 .....	8
9. 指标分析 .....	9

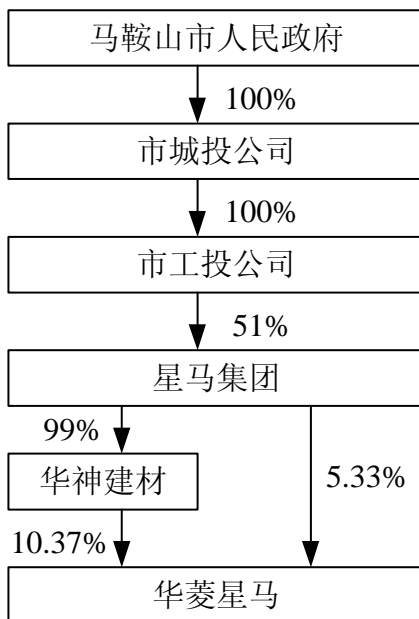
## 1. 公司概况

华菱星马汽车（集团）股份有限公司是全国重要的重型卡车、重型专用车及零部件生产研发基地，所属行业为专用汽车制造行业，是我国工程类专用汽车行业的重点骨干企业，是国内最大的罐式专用汽车生产企业之一，已成为新一代国产重型汽车和专用汽车产品的研发生产基地。

公司主导产品为重型汽车底盘及整车、发动机、重型专用车、客车、汽车零部件等系列产品。其中散装水泥车占全国市场 50%以上份额，连续六年夺得全国产销第一；混凝土搅拌车替代进口产品，产销占全国第一位。目前公司形成了年产 10 万辆重型卡车、5 万台大功率发动机和 5 万辆重型专用车的生产能力。其中华菱重型卡车是替代进口的主流品牌，并出口到东欧、北非、东南亚、南美等地的六十多个国家和地区；星马专用车是享誉市场的知名品牌，长期占据国内市场的龙头地位。

公司拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，与国际一流研发机构有密切的技术合作关系，与清华大学、上海交通大学、湖南大学、合肥工业大学等国内知名高校建立了长期的产学研合作关系，具有很强的产品开发能力。

图 1：华菱星马股权结构



资料来源：公司 2013 年报 财达研究

## 2. 公司看点

### 2.1 公司业绩比较稳定

针对工程机械行业景气度下降的局面，华菱星马坚持“以科技为先导、以市场为中心”的经营方针，认真落实“降成本、抓质量、创品牌、增效益”的各项经营措施，立足自主品牌建设，在坚持以重型汽车、重型汽车底盘和重型专用车为主导的前提下，加快新产品和关键零部件的研发，加大新产品开发。

H08M/S新车型，完成了相关布置工作以及部分新零部件的设计开发，初步完成了车身系统和底盘系统的开发工作，重新设计了仪表、翘板开关、线束、各电器功能件，完成了进气系统、冷却系统的选型、设计和校核，对发动机状态进行了初步的布置和校核。H08D车型，完成了初步布置校对和钣金设变及相应内外饰件的设变工作。H2车型，完成了底盘系统和配玉柴国三、国四发动机车型电器系统的开发。

加大国四、国五排放标准车型的开发力度。公司2013年开发国四新车型60余种，其中海外车型25个，新发动机27款，新增轴距9种及其他个性化配置；完成了16个机型国四排放产品的电器系统开发。完成了国四、国五车型的后处理匹配设计，完成杭发和潍柴国四动力在重卡车型的布置，并进行了优化改进。

2013年，重卡行业增长21.7%，而公司重卡销量2.3万辆（含供应给星马汽车），同比增长53%，大幅超越行业增速。公司实现销售收入65.6亿元，同比增长46.6%，实现归属股东净利润2.48亿，同比增长47.7%，体现出公司较强的竞争力。

## 2.2 下游市场竞争局面改善

2013年三一、中联等竞争对手放弃激进的销售政策（如零首付，推迟半年还款等），行业竞争局面明显改善，公司重卡汽车（主要是混凝土搅拌车）销量显著改善，市场占有率有望重回国内第一。

## 2.3 重卡市场景气度上升

重卡行业持续高增长，2014年一季度重卡累计销售20.3万辆，同比增长20.2%。根据6家上市卡车企业汇总数据，2014年一季度营业收入368亿元，同比增长15.0%，净利润13亿元，同比增长33.6%。受更新需求驱动以及国家强制推进国四排放标准的影响，预计2014年重卡行业有望维持较快增长，公司将从中受益。根据公司年报，预计2014年营业收入同比增长30%以上，达到超过85亿元人民币。

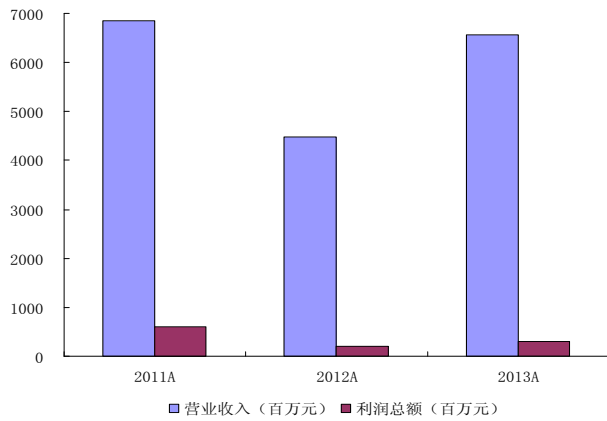
## 2.4 推广配备自产发动机，有力提升业绩

公司研发出汉马动力重型汽车发动机，募投设计产能将达5万台。2013年，公司成功推广了配备自产发动机的重卡2158辆，预计2014年将推广7000台以上，发动机项目有望实现盈亏平衡。如果能持续得到市场的大范围认可，未来将逐渐放量。目前重卡整车行业盈利能力低，而重卡发动机的毛利率在30%左右，是整车和底盘的2倍，进一步提高自配发动机的比例，将有助于提升公司重卡及发动机品牌认可度和产品的盈利能力。

## 3. 公司财务状况

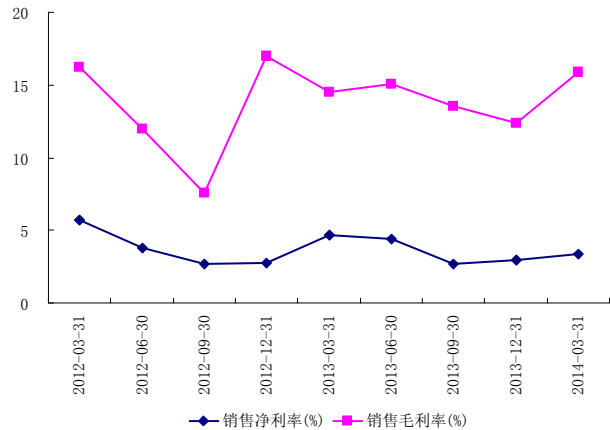
公司近几年营业收入增长较为缓慢，尽管毛利率仍然比较平稳，但净利率始终徘徊在较低水平，这可以从图2和图3上清晰的看出来，这表明公司主营发展遇到了瓶颈。而5万台重型车发动机项目完成后将极大改善成本端，提高公司盈利能力，有利于公司做大做强。而公司期间按费用率较低，资产负债率逐渐降低，资金较为充沛，未来如果借助财务杠杆扩张，不会给公司带来更多的财务负担。

图 2: 近三年主营收入及利润增长缓慢



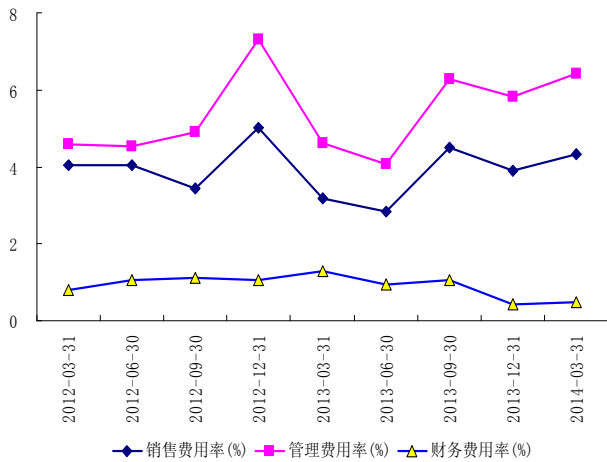
资料来源: wind 财达研究

图 3: 毛利率比较稳定



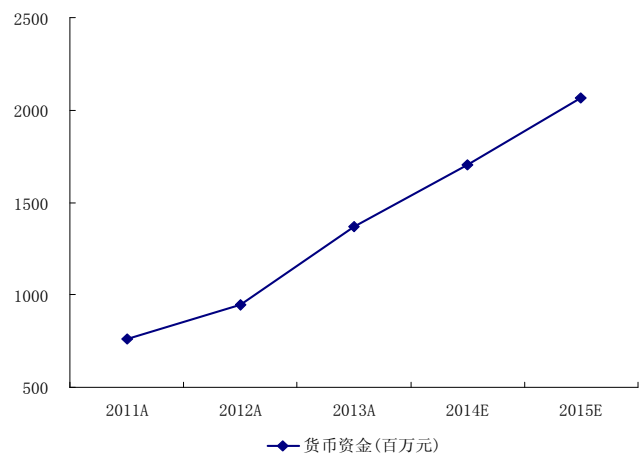
资料来源: wind 财达研究

图 4: 期间费用率较低



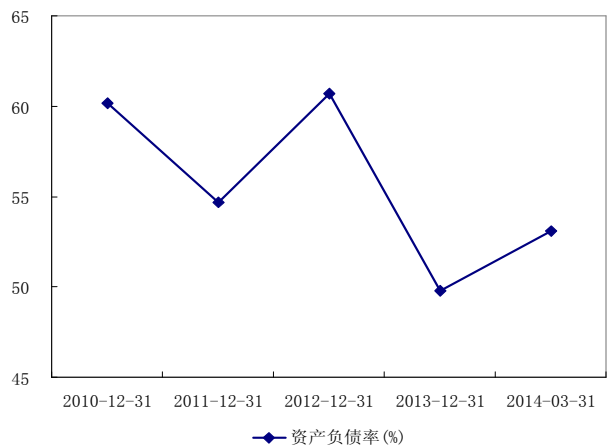
资料来源: wind 财达研究

图 5: 货币资金大幅增长



资料来源: wind 财达研究

图 6: 资产负债率逐渐降低



资料来源: wind 财达研究

#### 4. 与可比上市公司估值水平比较

我们从申万三级行业中找到工程机械子板块的相关上市公司，并对他们的财务指标及估值做一比较。

**表 1：与可比上市公司毛利率比较**

股票代码	股票简称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益率 (%)
000157	中联重科	31.2075	7.5286	0.9416
000425	徐工机械	21.0321	6.2072	2.0863
000528	柳 工	23.1974	4.267	1.3222
000680	山推股份	13.1191	1.1829	0.9022
000923	河北宣工	25.1607	1.0959	0.1876
002097	山河智能	26.8217	2.6043	0.7992
002459	*ST 天业	3.9814	-12.9032	-4.8542
600031	三一重工	28.8687	8.4771	3.3474
600710	常林股份	8.3878	-14.4642	-2.1338
600761	安徽合力	20.5264	13.4286	6.052
600815	厦工股份	9.5944	2.1095	0.5779
600984	建设机械	15.5142	-16.4156	-1.5041
	行业中值	18.715	0.4884	0.6821
<b>600375</b>	<b>华菱星马</b>	<b>15.8843</b>	<b>3.231</b>	<b>1.1429</b>

资料来源：wind 财达研究

**表 2：与可比上市公司价值比较**

股票代码	股票简称	每股收益 (元)	市盈率 PE	市净率 PB
000157	中联重科	0.4982	9.1332	0.8341
000425	徐工机械	0.7313	9.4078	0.7186
000528	柳 工	0.2979	20.7142	0.7326
000680	山推股份	-0.2636	-11.1546	0.8524
000923	河北宣工	0.0207	382.8951	3.0375
600031	三一重工	0.3812	13.8239	1.6244
600710	常林股份	-0.3377	-9.8899	1.1661
600761	安徽合力	0.9768	12.0908	1.6711
600815	厦工股份	-0.6152	-6.0792	0.8777
600984	建设机械	-0.4134	-13.8375	1.9708
002097	山河智能	0.0664	115.1037	1.8541
002459	*ST 天业	-1.9307	-5.4229	4.8713
<b>600375</b>	<b>华菱星马</b>	<b>0.4461</b>	<b>24.432</b>	<b>1.4578</b>

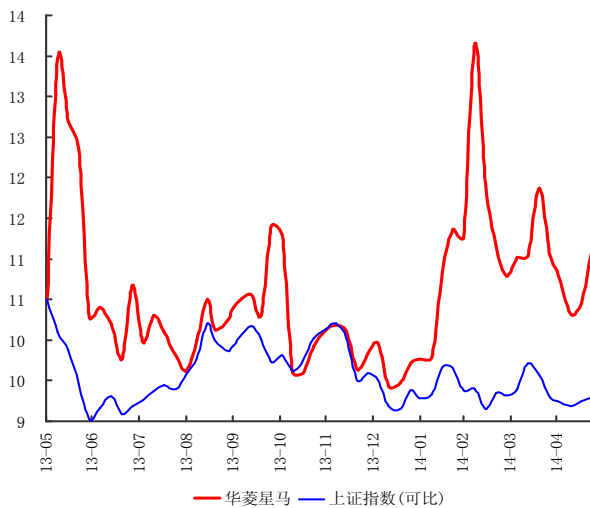
资料来源：wind 财达研究

根据上表，在可比上市公司中销售毛利率、净利率以及净资产收益率的平均值为 18.72%、0.49% 和 0.68%，相应的，华菱星马该三项指标分别为 15.88%、3.23% 和 1.14%，在工程机械子行业中居于中游水平。而在价值方面，华菱星马 2013 年每股收益 0.45 元，市盈率 2443 倍，市净率 1.46 倍，在工程机械子行业中居于上游水平。

## 5. 股价走势

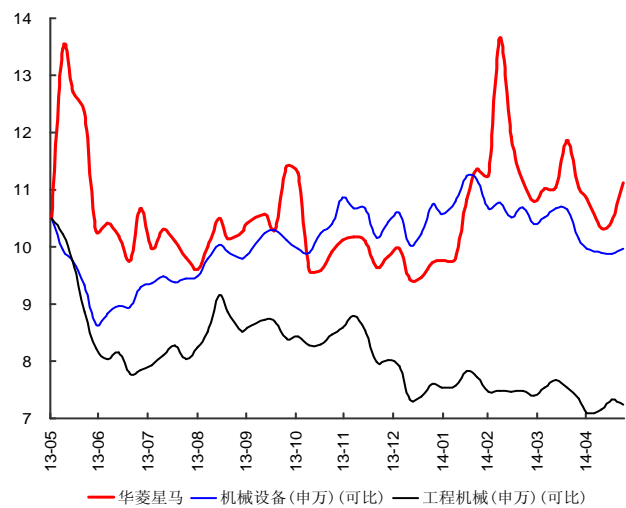
截止到 2014 年 5 月 24 日，公司的收盘价为 11.12 元，动态市盈率为 24.93 倍。通过图 7、图 8 我们可以看出，公司股价近一年的走势强于大盘指数和行业指数。技术上，短线 13.3 元是强阻力位。

图 7: 华菱星马与上证指数的叠加走势



资料来源: wind 财达研究

图 8: 华菱星马与行业指数的叠加走势



资料来源: wind 财达研究

## 6. 风险点

重卡需求减小；原材料成本上升；自主研发的重卡发动机产销量不及预期。

## 7. 投资评级

考虑到经济复苏、工程机械市场竞争压力减弱、公司重卡汽车出口大幅增长、5000 辆专用汽车技改项目完成以及年产 5 万台重型车发动机项目逐渐投产带来的收益，根据我们所得的估值模型，预计 2014-2016 年，公司每股收益 0.59 元、0.75 元和 0.94 元，动态市盈率 18.85 倍。我们认为当前股价远远没有反映出公司的基本情况。随着公司毛利率进一步提升，公司业绩弹性将得到充分释放，我们看好公司未来发展并给予公司股价“买入”评级。

**8. 报表预测**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>利润表（百万元）</b>					
营业收入	4475.50	6560.50	8200.63	10250.79	12813.49
营业成本	3886.30	5642.13	7052.66	8815.82	11019.78
营业税金及附加	11.60	21.26	26.58	33.22	41.53
销售费用	185.52	228.01	285.01	356.27	445.33
管理费用	237.15	329.49	411.86	514.83	643.53
EBITDA	302.82	560.70	636.00	733.59	858.32
EBIT	154.92	339.62	424.52	530.65	663.32
利润总额	202.35	298.61	403.21	508.98	641.26
所得税费用	33.80	49.10	66.29	83.68	105.42
净利润	168.55	249.51	336.92	425.31	535.84
基本每股收益	0.42	0.45	0.60	0.76	0.96
<b>资产负债表（百万元）</b>					
流动资产	3737.63	4409.84	5497.71	6799.27	8371.16
货币资金	945.55	1370.33	1707.19	2070.47	2469.52
存货	1425.13	1156.75	1445.79	1807.24	2259.05
固定资产	2175.75	3040.27	2858.21	2686.04	2522.97
无形资产	378.39	624.58	605.81	587.04	568.27
总资产	6916.20	8394.77	9281.81	10392.43	11782.48
短期借款	821.97	602.00	602.00	602.00	602.00
预收款项	151.54	137.03	171.39	214.24	267.80
流动负债合计	3630.89	3927.74	4671.75	5601.83	6764.42
长期借款	365.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期经营性负债	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
股东权益	2720.15	4215.55	4358.57	4539.12	4766.58
<b>现金流量表（百万元）</b>					
净利润	168.55	249.51	336.92	425.31	535.84
折旧	134.35	202.32	192.71	184.17	176.24
摊销	13.55	18.77	18.77	18.77	18.77
净营运资金增加	-241.69	7.01	8.20	10.25	10.25
经营活动现金流	639.47	476.34	555.35	656.29	759.83
投资活动现金流	486.45	95.47	94.11	92.95	91.98
融资活动现金流	581.84	-234.96	-286.18	-350.18	-414.20
年底现金	1370.33	1707.19	2070.47	2469.52	2907.14



**9. 指标分析**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长性指标</b>					
营业收入增长率	-34.70%	46.59%	25.00%	25.00%	25.00%
EBITDA 增长率	-58.40%	85.16%	13.43%	15.34%	17.00%
EBIT 增长率	-74.77%	119.22%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润增长率	-66.65%	48.03%	35.03%	26.23%	25.99%
<b>盈利性指标</b>					
毛利率	13.16%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
EBITDA/营业收入	6.77%	8.55%	7.76%	7.16%	6.70%
EBIT/营业收入	3.46%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%
净利润率	3.77%	3.80%	4.11%	4.15%	4.18%
<b>投资回报率</b>					
净资产收益率 (ROE)	6.31%	7.35%	8.06%	9.80%	11.79%
总资产回报率 (ROA)	6.18%	8.02%	10.46%	14.02%	18.76%
投入资本回报率 (ROIC)	3.57%	6.65%	7.46%	9.02%	10.83%
不含现金的投入资本回报率	4.43%	8.60%	11.41%	15.15%	20.11%
新投资的回报率	-74.10%	18.63%	49.87%	49.38%	48.99%
<b>偿债能力指标</b>					
流动比率	1.03	1.12	1.18	1.21	1.24
速动比率	0.64	0.83	0.87	0.89	0.90
现金比率	0.26	0.35	0.37	0.37	0.37
EBITDA/财务费用	6.69	9.23	15.49	17.71	20.53
<b>运营能力指标</b>					
应收款项周转率	5.96	6.25	5.66	5.66	5.66
应付帐款周转率	1.98	2.42	2.57	2.57	2.57
固定资产周转率	2.60	2.52	2.78	3.70	4.92
总资产周转率	0.70	0.86	0.93	1.04	1.16
<b>杠杆比率</b>					
债务权益比率	154.26%	99.14%	112.96%	128.95%	147.19%
资产负债率	60.67%	49.78%	53.04%	56.32%	59.55%
<b>杜邦分析</b>					
净利润率	3.77%	3.80%	4.11%	4.15%	4.18%
总资产周转率	0.70	0.86	0.93	1.04	1.16
权益乘数 (EM)	2.5426	1.9914	2.1296	2.2895	2.4719
净资产收益率 (ROC)	6.31%	7.35%	8.06%	9.80%	11.79%

## 其他明细条目

### 评级定义

#### 【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

#### 【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

#### 【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

### 免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 联系方式

地址： 石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层  
电话： 0311-66006330      传真： 0311-66006364      邮编： 050000