

# 核心部件自产构筑核心竞争力 短期增速受压于房地产低迷

## ——华菱星马（600375）调研简报

2014年07月11日

推荐/首次

华菱星马

调研快报

关注 1: 国内领先的高端工程类改装车企业。

华菱星马是国内领先的高端工程类改装车企业。公司产品覆盖①工程类重卡②工程类改装车（公司改装车中泵车占比不大，主要是搅拌车和重型自卸车。）③相关零部件。公司起步于与三菱的合作，早期的重卡技术平台都是三菱的，大量使用了三菱的汽车底盘和发动机。之后经历了只使用三菱的发动机阶段，再到逐步减少三菱发动机的使用，最后大量使用潍柴发动机。但公司很大程度上沿袭了与三菱的技术线路，优良的品质和高端的定位一直没有改变。公司产品目前仍然保持了相对市场一般产品 1-2 万元的价格优势。

关注 2: 短期受制行业大趋势。

公司一季度营收同比增速仅 1.88%，远慢于 2013 年 46% 的增速。增速的大幅下滑主要与公司的产品结构及经济大环境相关。公司的工程类重卡和工程类改装车都与房地产行业相关度极高。年初以来房地产投资的萎靡导致了工程类需求大幅萎缩。目前，房地产市场回暖缺乏动力，公司短期增速表现仍然堪忧。

关注 3: 发动机未来有望提供新的利润增长点。

募投项目“年产 5 万台重型车发动机项目”一期已经全部建成投入使用，发动机产量处于爬坡阶段，预计明年就有望大批量生产。公司发动机力邀产品国际知名发动机研发机构研发，品质接近国际先进水准，而生产成本则会亲民的多。目前国内主流的重卡发动机仍然是老旧的斯太尔技术，产品整体质量状况低劣，整个行业处于恶性竞争局面。在重卡行业渡过快速增长期之后，行业产品质量的优化将是顺势所趋。而公司发动机产品优质价廉，未来一方面将降低公司的发动机采购成本，另一方面可以通过外销成为公司新的利润增长点。按照发动机的一般水平，预计公司发动机在达到万台左右就可以实现盈利，而公司目前自身重卡产量即达到 2 万台，规模化生产可期。

关注 4: 产业链延伸将构筑长期核心竞争力。

发动机、车桥、底盘、变速箱为商用车的几大核心零部件。而目前公司车桥、底盘绝大部分都已经自产。发动机明年将大批量生产。虽然，公司目前主要仍采购法士特的变速箱，但公司用自有资金建设的变速箱现在已经开始生产了，现在已经小批量装配在公司的车上，基本上跟发动机处在同步阶段。未来公司核心零部件几乎全部可以自产，公司对产业链条的掌控能力将大大增强。公司正在构筑

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

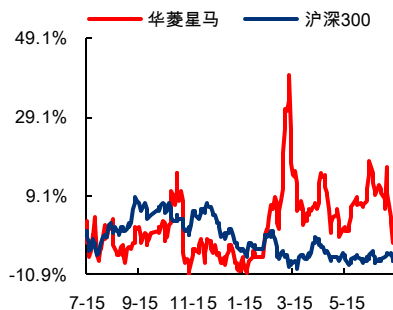
执业证书编号:

S1480512090002

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	10.22-10.71
总市值 (亿元)	56.8
流通市值 (亿元)	34.49
总股本/流通 A 股 (万股)	55574/53124
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.21

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

从核心零部件到整车到改装车的完整产业链条。身处同质化严重的国内重卡市场，这无疑将构筑公司的长期核心竞争力。

关注 5：与富瑞特装深度合作，LNG 重卡高弹性标的。

华菱星马在 LNG 领域布局较早，与 LNG 车载装备的领先企业富瑞特装展开了深度的合作，由富瑞为公司提供包括油箱、管路、控制在内的一整套的天然气燃料供应系统。双方在整车和天然气装备融合上积累了丰富经验。预计今年公司 LNG 重卡销售将达 2000 台左右，占比约 10%，在行业内处于领先水平。虽然短期 LNG 重卡由于天然气价格上涨导致竞争力下降、基础设施不完备制约了增长，但长期来看 LNG 重卡由于具有燃料成本优势和环保特质，仍将有广阔的市场空间。公司作为 LNG 重卡领域的领先企业，在行业中相对体量较小，将是 LNG 重卡的高弹性优质标的。

关注 6：国四快人一步，具先发优势。

今年年初以来，在央视曝光等诸多事件后，商用车国四推进步伐突然加速。目前看来，国四的切换已经势不可挡。公司对国四储备充分，很早就开始严格要求自己，今年已售出的车中“国四”占比就已经达到六成，远高于行业二三成的一般水平，在国四切换上无疑已具有了先发优势。

结论：

华菱星马作为正在掌握重卡全部核心零部件生产的高端工程类重卡企业，在重卡行业品质提升的全行业长期趋势下，无疑正在形成长期核心竞争力。但短期房地产投资低迷所带来的工程类重卡需求萎缩导致公司增速较低难以避免。

预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.65、0.71 和 0.96 元，对应 PE 分别为 16 倍、15 倍和 11 倍，首次给与公司“推荐”的投资评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	3738	4410	4809	5321	6555	<b>营业收入</b>	4475	6561	6692	7210	8320
货币资金	946	1370	1405	1693	2479	<b>营业成本</b>	3886	5642	5632	6083	6932
应收账款	534	939	880	948	1094	营业税金及附加	12	21	20	22	25
其他应收款	34	31	32	35	40	营业费用	186	228	254	274	316
预付款项	522	558	558	558	558	管理费用	237	329	345	371	428
存货	1425	1157	1543	1667	1899	财务费用	45	61	13	-7	-21
其他流动资产	0	6	6	6	6	资产减值损失	16.31	43.18	20.00	20.00	20.00
<b>非流动资产合计</b>	3179	3985	3799	3550	3207	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2175.75	3040.27	#####	2370.44	2383.19	<b>营业利润</b>	93	236	408	447	619
无形资产	378	625	562	500	437	营业外收入	109.56	71.32	25.00	25.00	25.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.57	8.39	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	6916	8395	8608	8870	9762	<b>利润总额</b>	202	299	432	471	643
<b>流动负债合计</b>	3631	3928	3869	3837	4325	所得税	34	49	71	78	106
短期借款	822	602	292	0	0	<b>净利润</b>	169	250	361	393	537
应付账款	1389	1753	1852	2000	2279	少数股东损益	1	2	1	1	1
预收款项	152	137	137	137	137	归属母公司净利润	168	248	360	392	536
一年内到期的非	0	155	0	0	0	EBITDA	651	1123	799	819	998
<b>非流动负债合计</b>	565	251	252	252	252	<b>BPS (元)</b>	0.41	0.52	0.65	0.71	0.96
长期借款	365	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	4196	4179	4121	4089	4577	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	38	108	109	110	111	营业收入增长	-31.8%	46.6%	2.01%	7.74%	15.40%
实收资本(或股	406	556	556	556	556	营业利润增长	-32.2%	385.7%	73.14%	9.47%	38.57%
资本公积	1495	2665	2665	2665	2665	归属于母公司净利润	45.1%	244.7%	45.11%	8.97%	36.70%
未分配利润	680	785	1019	1274	1622	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2682	4108	4378	4672	5074	毛利率(%)	13%	14%	16%	16%	17%
<b>负债和所有者权</b>	6916	8395	8608	8870	9762	净利率(%)	4%	4%	5%	5%	6%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	2%	3%	4%	4%	5%
						ROE(%)	6%	6%	8%	8%	11%
<b>经营活动现金流</b>	766	466	824	821	977	<b>偿债能力</b>					
净利润	169	250	361	393	537	资产负债率(%)	61%	50%	48%	46%	47%
折旧摊销	512.74	826.89	0.00	378.82	399.83	流动比率	1.03	1.12	1.24	1.39	1.52
财务费用	45	61	13	-7	-21	速动比率	0.64	0.83	0.84	0.95	1.08
应付帐款的变化	0	0	99	148	279	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.70	0.86	0.79	0.83	0.89
<b>投资活动现金流</b>	-871	-778	-212	-150	-77	应收账款周转率	10	9	7	8	8
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.11	4.18	3.71	3.74	3.89
长期投资	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.52	0.65	0.71	0.96
<b>筹资活动现金流</b>	291	742	-578	-383	-113	每股净现金流(最新	0.46	0.77	0.06	0.52	1.42
短期借款	822	602	292	0	0	每股净资产(最新摊	6.61	7.39	7.88	8.41	9.13
长期借款	365	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	150	0	0	0	P/E	24.93	19.65	15.79	14.49	10.60
资本公积增加	0	1170	0	0	0	P/B	1.55	1.38	1.30	1.22	1.12
<b>现金净增加额</b>	186	430	35	287	787	EV/EBITDA	6.74	4.51	5.72	4.87	3.21

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。