

第一创业证券研究所

分析师：郭强 S1080209110064

电话：0755-25832655

 邮件：guoqiang@fcsc.cn

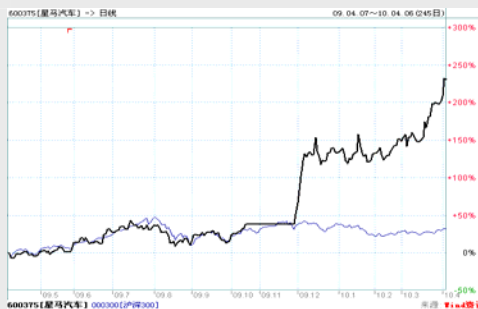
星马汽车（600375.SH）

——2010年整合华菱重卡 净利还将增长数倍
交易数据

52周内股价区间(元):	5.86-22.97
总市值(百万元):	3,968.98
流通股本(百万股):	187.48
流通股比率(%):	100.0%

资产负债表摘要(12/09)

股东权益(百万元):	456.89
每股净资产:	2.44
市净率:	8.69
资产负债率:	68.4%

星马汽车股价与沪深300指数表现对比

相关报告
报告要点:

- 09年收入增长41.2% 净利润增长265.3%** 2009年星马汽车实现营业收入26.5亿元, YOY增长41.2%, 实现归属母公司净利润8,282.59万元, YOY增长265.3%。按照年末股本摊薄计算EPS为0.44元/股, 创历史新高, 比2007年的前一历史业绩高点还高出一倍多, 显示公司已彻底摆脱“次债危机”的影响。
- 09年产销量增长21% 主业盈利增长80.9%** 2009年, 星马汽车销售工程专用车7102辆, 同比增长21%, 其中主力产品混凝土搅拌车销售4878台, 增长45.9%, 散装水泥车销售1805台, 同比增长52.7%, 泵车销售28台, 下降43%。产品销售的增长和毛利率小幅提升0.2个百分点推动主业盈利同比增长80.9%, 成为推动星马2009年星马汽车净利润大幅增长的主要动力, 贡献了约2.9倍的净利润增长。
- 公司内部管理上台阶 期间费用下降显著** 2009年星马汽车加大了对资金收付、存货和内部费用的控制, 并取得显著成效。2009年, 尽管公司的销售收入增长了41.2%, 但是管理和销售费用仅增长14.4%, 应收款项仅增长26%, 存货则同比下降约10%, 公司的经营净现金流则更是获得巨大改善, 每股经营净现金流达到3.29元/股, 不仅使得公司的手持现金增长50%, 而且还使流动资金贷款减少一半, 财务费用由此降低了37.7%。由于财务费用下降主要体现在下半年, 而且公司当前的资金状况良好, 因此静态估算2010年财务费用还将比2009年下降1600万。
- 坏帐计提标准提升 夯实未来业绩增长** 虽然2009年公司的资金周转良好, 但是公司还是在2季度计提了大量的坏帐准备, 同时公司还在09年4季度提升了坏帐计提的标准, 总计减少当年盈利约1850万元。虽然坏帐计提的上升抵销了09年财务费用降低对业绩的提升, 但也夯实公司未来的业绩, 减少坏帐计提对2010年业绩的不利影响。
- 四季度毛利率下降源于低毛利的自卸车结算较多** 2009年四季度, 星马汽车实现收入7.55亿, 环比三季度增长21%, 实现净利润2976.56万元, 环比三季度增长54%, 单季度EPS为0.16元/股。虽然四季度公司净利润创年度内新高, 但是四季度的综合毛利率仅有8.1%, 低于全年10.3%的平均水平, 主要原因是四季度结算了较多低毛利的自卸车产品, 其主力产品混凝土搅拌车和散装水泥车下半年的毛利率分别有12.36%和10.26%, 都显著高于09年上半年和07年下半年的高峰水平。
- 公司一季度产销两旺 业绩有望再创历史新高** 虽然2009年星马汽车产销量已创历史新高, 但是根据今年一季度混凝土搅拌车和散装水泥车在内的整个工程车辆行业依然需求旺盛的情况, 我们认为星马一季度业绩有望大幅超过去年四季度再创新高。按照今年一月份公司订单排到4-5月份, 单月利润接近2000万, 和三月份星马集团月专用车销量达到1500台新高的报道估算, 今年一季度星马汽车业绩有望接近0.3元/股。

- **混凝土搅拌车和散装水泥车还将有长期高增长** 虽然国内混凝土搅拌车和散装水泥的车的技术相对成熟，竞争也比较激烈，导致毛利率只有10%左右，但是得益于国内水泥散装化率的巨大提升空间、尾气排放不达标的“黄标车”的淘汰和未来治理超载带来的搅拌车小型化刺激，我们认为国内混凝土输送车辆仍将有长期的快速增长空间，毕竟目前国内约80%的混凝土搅拌车为“黄标车”，同时绝大部分的混凝土搅拌车都存在小车配大型搅拌罐的情况，并不符合未来越来越严格的道路安全要求，需要更新。星马汽车作为国内搅拌车和散装水泥车的龙头企业，已经引领行业发展近10年，并且主要占据发达地区的绝大部分市场份额，市场地位显著，因此有望充分享受未来的行业高增长带来的收益。
- **2010年合并华菱汽车 净利润将增长3倍** 2009年11月份星马汽车公布了定向增发收购华菱重卡及相关关联资产的资产收购预案，将彻底解决困扰公司多年的关联交易问题，目前公司正在进行材料准备和报送的阶段，预计今年7月份左右可以完成。华菱重卡是国内增长速度最快和盈利能力最强的优秀重卡企业，业绩是星马股份的3倍左右，因此收购完成后，星马汽车的净利润仍将有成倍增长的可能。

华菱重卡成立于2004年，仅用短短5年时间，华菱重卡就成为国内排名第13，市占率约3%的重卡企业，成长速度国内领先。2009年华菱重卡销售达到1.8万台（汽协数据），同比增长48.4%，显著高出行业整体17.4%的增速。盈利能力方面，2009年华菱重卡毛利率高达13.36%，高出销量第一的中国重汽毛利率近4个百分点，单车净利润1.74万/台，是国内盈利最强的重卡企业。

今年一季度，华菱重卡销量已达8570台，已相当于2009年全年销量的48.6%，环比09年4季度增长63%，其中3月份的销量创出3500台的历史新高。目前华菱的订单依然饱满，而且二季度也是历年国内重卡的销售旺季，销量一般比一季度高出30%以上，因此我们认为华菱重卡全年销量接近3万台的可能性较大，同比增幅将超过66%。从销售结构上看，今年一季度华菱的高端重卡——星凯马销量增长最为迅速，一季度销量接近1500台，已超过09年全年约1000台的销量，也将成为公司盈利能力进一步提升的推动力。

- **合并后预计2010年星马净利近6亿 EPS为1.5元/股** 由于2009年备考合并后，星马的EPS接近0.9元/股，同时今年星马汽车现有业务和待并购的华菱重卡业务又都有突出的表现，收入有望保持40%-60%的增长，因此我们预计全年星马现有业务按9700台销量可实现约1.5亿元的净利，华菱按3万台销量可实现越4.5亿的净利润，全年业绩有望接近6亿，定向增发摊薄后EPS为1.5元/股，对应当前股价PE估值仅14倍，给予“强烈推荐”的投资评级。

表1、星马汽车盈利预测简表

盈利来源	2008	2009E	2010E	2011E
星马本部(万元)	2,267.20	8,282.59	15,361.63	19,261.73
华菱汽车(万元)	7,853.74	27,000.00	45,000.00	54,000.00
合计(万元)	10,120.94	35,282.59	60,361.63	73,261.73
EPS(摊薄后)	0.26	0.90	1.54	1.86
EPS(仅星马)	0.12	0.44	0.82	1.03

资料来源：WIND、第一创业证券研究所

表 2、星马当前业务盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E
一、营业收入	211,686.3	187,656.9	265,020.5	368,345.0	440,093.4
增长率%	20.2%	-11.4%	41.2%	39.0%	19.5%
搅拌车	159,044	127,899	188,790	245,428	282,242
增长率%	20.3%	-19.6%	47.6%	30.0%	15.0%
散装水泥车	27,887.3	35,190.7	56,675.1	68,048.5	78,255.8
增长率%	5.9%	26.2%	61.1%	20.1%	0.0%
混凝土泵车	8,979.7	8,913.2	5,662.0	22,500.0	33,750.0
增长率%	45.8%	-0.7%	-36.5%	297.4%	50.0%
自卸车	9,047.0	4,897.4	7,739.4	25,600.0	38,400.0
增长率%	40.1%	-45.9%	58.0%	230.8%	50.0%
二、营业毛利	18,598.2	18,970.0	27,246.4	38,180.2	45,626.2
增长率%	18.0%	2.0%	43.6%	40.1%	19.5%
综合毛利率	8.8%	10.1%	10.3%	10.4%	10.4%
搅拌车	13,613.0	13,418.7	21,805.2	29,451.3	33,869.0
增长率%	16.9%	-1.4%	62.5%	35.1%	15.0%
散装水泥车	1,811.1	2,290.9	4,750.2	5,716.1	6,573.5
增长率%	-15.9%	26.5%	107.4%	20.3%	15.0%
混凝土泵车	651.6	1,981.7	1,081.9	4,500.0	6,750.0
增长率%	6.0%	204.1%	-45.4%	315.9%	50.0%
自卸车	663.6	295.0	436.4	1,536.0	2,304.0
增长率%	12.8%	-55.6%	47.9%	252.0%	50.0%
三、主业盈利	10,029.0	8,336.8	15,082.5	20,757.2	25,201.2
增长率%	25.1%	-16.9%	80.9%	37.6%	21.4%
主业盈利/收入	4.7%	4.4%	5.7%	5.6%	5.7%
财务费用	3,344.2	4,618.9	2,875.5	1,293.7	1,125.3
付息债务费用率	6.1%	6.7%	9.3%	4.2%	3.6%
资产减值损失	256.0	251.9	1,850.1	664.2	505.8
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、利润总额	6,400.3	3,484.8	10,381.0	18,733.7	23,489.9
减：所得税	2,445.0	1,217.6	2,098.4	3,372.1	4,228.2
实际税率	38.2%	34.9%	20.2%	18.0%	18.0%
五、归属母公司净利	3,955.3	2,267.2	8,282.6	15,361.6	19,261.7
增长率%	26.8%	-42.7%	265.3%	85.5%	25.4%
销售净利率%	1.9%	1.2%	3.1%	4.2%	4.4%
六、总股本(万股)	18,748.1	18,748.1	18,748.1	18,748.1	18,748.1
七、摊薄每股收益	0.21	0.12	0.44	0.82	1.03

资料来源：WIND、第一创业证券研究所

表 3、同类公司估值比较

比较项目	星马汽车	中国重汽	潍柴动力	福田汽车	三一重工	中联重科
当前价格	21.17	28.8	70.9	21.91	35.95	25.4
总收入(万元)	189,555.87	1,564,946.48	2,543,550.26	3,211,381.52	1,271,774.90	1,481,880.67
营业利润(万元)	6,588.13	59,455.73	317,802.36	90,562.46	209,993.61	197,168.19
净利润(万元)	5,306.03	32,210.52	238,215.05	69,806.77	153,523.71	168,004.18
EPS (09年前三季度)	0.28	0.77	2.86	0.76	0.96	0.85
毛利率%	11.16%	9.43%	23.73%	12.17%	31.53%	25.80%
净利率%	2.80%	2.06%	9.37%	2.17%	12.07%	11.34%
PB	7.63	3.61	4.20	5.41	7.45	7.22
EPS(2010E综合)	1.54	1.60	4.58	1.36	1.77	1.52
对应PE	13.8	18.0	15.5	16.1	20.3	16.7
EPS(2010E最大)	1.54	2.34	5.40	1.82	2.20	2.16
对应PE	13.8	12.3	13.1	12.1	16.3	11.8

资料来源：WIND、第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120

