

## 混凝土机械平稳发展、资产注入或超预期

星马汽车调研报告 (600375) 评级: 买入 (首次)

股价: 16.29 元

目标价位: 26.80 元

深度报告

2010年3月9日 星期二

牛纪刚  
021-50586660-8636  
niuujg@longone.com.cn  
机械行业

吴文钊  
021-50586660-8636  
lt@longone.com.cn  
汽车行业

联系人: 顾颖  
021-50586660-8638  
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	26.8
升值潜力 (%)	64.5
目标价确定日期:	2010/3/11

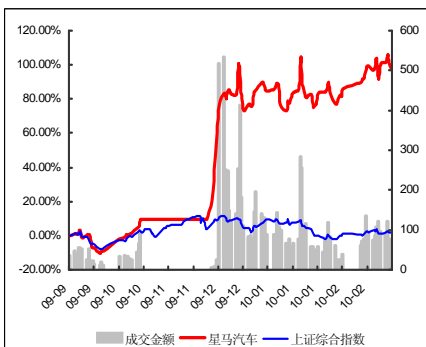
### 重要数据

总股本 (亿股)	1.87
流通股本 (亿股)	1.87
总市值 (亿元)	30.54
流通市值 (亿元)	30.54

### 市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	9.00	6.80
3 个月	8.41	14.45
6 个月	97.90	95.84

个股相对上证综指走势图



### 投资要点

- 国内最大的混凝土搅拌车生产商。公司主营中混凝土搅拌车、散装水泥车、混凝土泵车、自卸车等专用车辆，其中混凝土搅拌车和散装水泥车市场占有率都是行业第一，分别为 30% 和 20% 左右。
- 经营业绩触底反弹，盈利能力快速恢复。公司经营在 08 年 4 季度跌至谷底，此后快速反弹，预计公司 2009 年度实现的净利润比上年度增长 250% 以上。
- 公司所处行业发展前景看好。随着我国商品混凝土率的提高，预计混凝土搅拌车和散装水泥运输车的需求在未来 10 年内可保持稳定增长。各地治理黄标车为行业短期增长带来巨大的需求。
- 预计公司产品稳定增长。预计公司混凝土搅拌车和水泥运输车业务可保持 15% 的增长，混凝土泵车在 2010 年可实现突破。不考虑资产注入，预计公司未来三年收入和利润增长均可达到 15% 以上。
- 资产注入增厚公司业绩。华菱汽车重卡业务增长迅速，可极大增厚公司每股收益，预计注入资产未来三年可实现 5.1、6.4 和 7.7 亿元净利润，超过市场预期。
- 资产注入完成后，预计公司 2010-2012 三年每股收益分别为 1.09、1.34 和 1.60 元。考虑到公司良好的成长性，给予买入评级。

单位: 万元

	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	643833.86	802633.54	972362.42	1147932.31
YOY		24.66%	21.15%	18.06%
净利润	29,026	42,809	52,780	62,920
YOY		47.49%	23.29%	19.21%
总股本	39,286	39,286	39,286	39,286
EPS	0.74	1.09	1.34	1.60

## 目录

1. 国内最大的混凝土搅拌车生产商 .....	4
2. 经营业绩触底反弹，盈利能力快速恢复 .....	5
3. 行业发展前景看好 .....	6
3.1 商品混凝土率有望持续提高 .....	6
3.2 治理黄标车拉动行业增长 .....	7
4. 预计公司主要产品稳定增长 .....	7
4.1 混凝土搅拌车和水泥运输车可保持 15% 的增长 .....	7
4.2 泵车销售有望实现突破 .....	8
5. 未来三年有望保持平稳增长 .....	8
6. 资产注入增厚公司业绩 .....	8
7. 重卡业务或超预期 .....	9
8. 资产注入后公司业绩预测 .....	10
9. 同业比较与估值 .....	10

## 图形目录

图 1. 公司产品 .....	4
图 2. 公司收入构成 .....	4
图 3. 公司利润构成 .....	5
图 4. 公司近年单季度净利润 .....	5
图 5. 公司单季度销售毛利率 .....	5
图 6. 公司产品毛利率 .....	6
图 7. 1999—2008 年国内混凝土搅拌车销量 .....	7
图 8. 华菱汽车和重卡行业近年销量及增速 .....	9
图 9. 华菱汽车销量与市场占有率 .....	9

## 表格目录

表 1. 公司未来三年盈利预测（不考虑资产注入） .....	8
表 2. 华菱汽车近年经营业绩 .....	8
表 3. 华菱汽车销售预测 .....	10
表 4. 调整后的利润预测简表 .....	10
表 5. 同行业估值比较 .....	11

## 1. 国内最大的混凝土搅拌车生产商

公司主营中混凝土搅拌车、散装水泥车、混凝土泵车、自卸车等专用车辆，其中混凝土搅拌车和散装水泥车市场占有率都是行业第一，分别为 30%和 20%左右。

图1. 公司主要产品



混凝土搅拌运输车



散装水泥运输车



重型工程自卸车

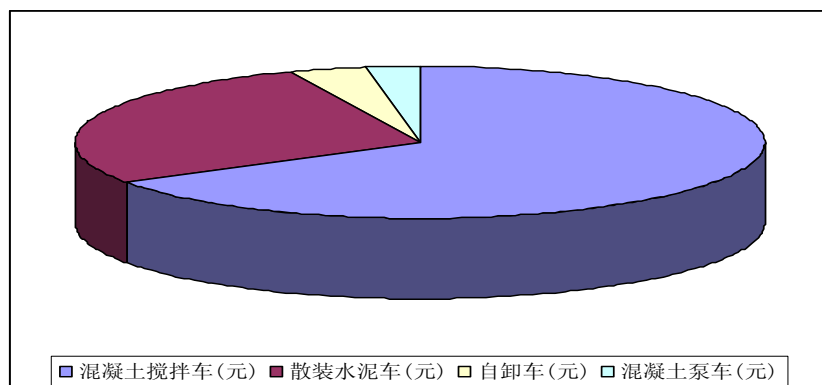


混凝土泵车

资料来源：公司网站

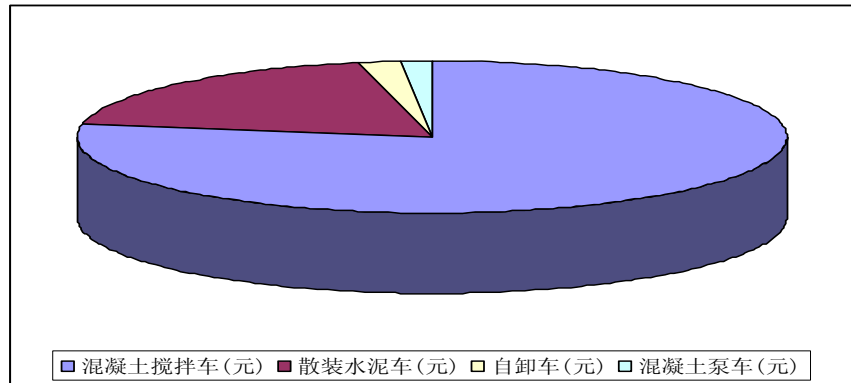
公司主要收入和利润均来源于混凝土搅拌车和散装水泥运输车，占比达到90%以上。

图2. 公司收入构成



资料来源：WIND

图3. 公司利润构成

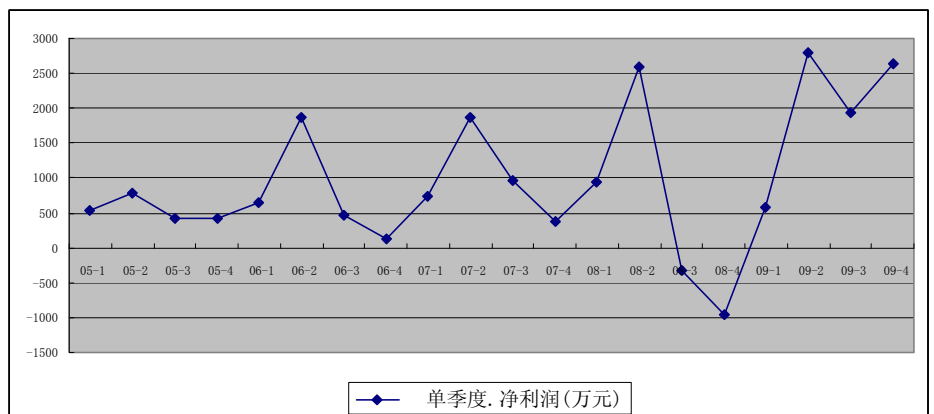


资料来源: WIND

## 2. 经营业绩触底反弹, 盈利能力快速恢复

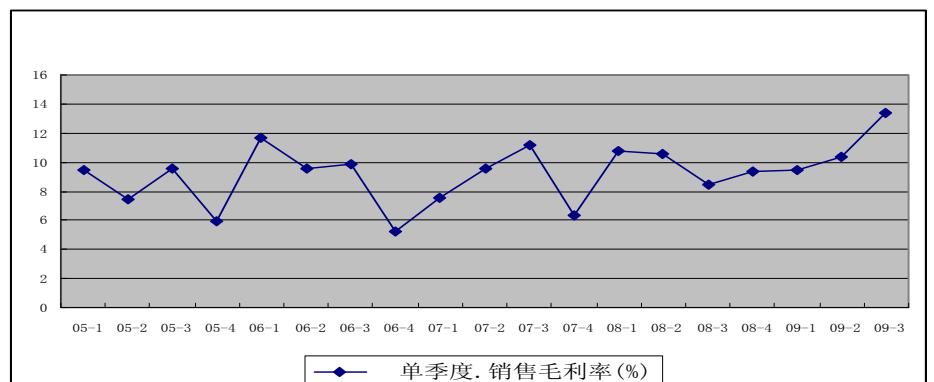
公司经营在 08 年 4 季度跌至谷底, 此后快速反弹, 根据公司《业绩预告修正公告》, 公司 2009 年净利润可达到 7900 万元以上, 09 年四季度净利润可达到 2600 万元以上。

图4. 公司近年单季度净利润



资料来源: WIND

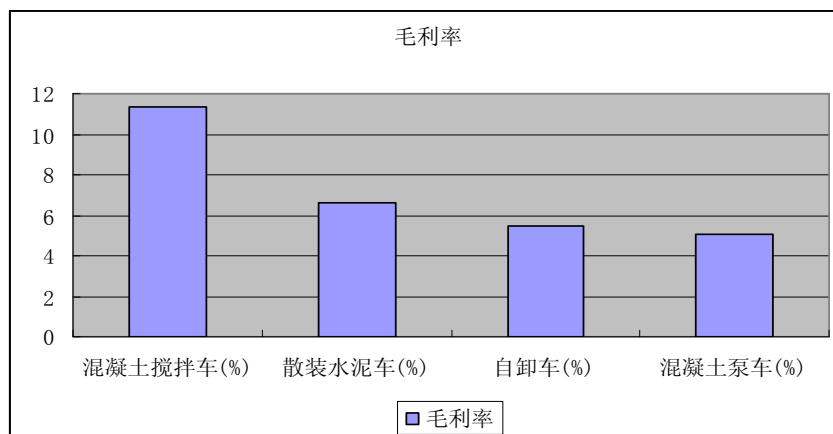
图5. 公司单季度销售毛利率



资料来源: WIND

公司综合销售毛利率在 10%左右, 销售净利润率在 2%左右, 而产品中只有混凝土搅拌车的毛利在 8%以上, 因此公司的净利润主要决定于混凝土搅拌车的销售及毛利。

图6. 公司主要产品毛利率



资料来源: WIND

混凝土搅拌车为低毛利的充分竞争行业, 价格稳定, 原材料涨价时难以向下游传导, 因此盈利受钢材价格影响较大。2009 年钢价始终保持在低位, 使得公司毛利有较大提高。

同时, 由于公司销售净利润率在 3%以下, 因此三项费用的变动对净利润率影响的弹性也较大。公司近 3 年银行贷款均为 5 亿元左右, 财务费用 3000 万元左右, 因此利率对公司业绩的影响也较大。09 年国家实施宽松的货币政策, 利率保持在低位, 使公司财务费用大幅降低。

### 3. 行业发展前景看好

混凝土搅拌车和散装水泥运输车的下游主要是基建和房地产, 分别占到总需求的 50%和 30%左右。预计 2010 年国家难有“四万亿”规模的大型基建投入, 同时房地产行业受国家调控的影响, 行业发展短期似乎具有不确定性。但我们认为行业本身具有内在的发展动力, 主要表现在以下几方面:

#### 3.1 商品混凝土率有望持续提高

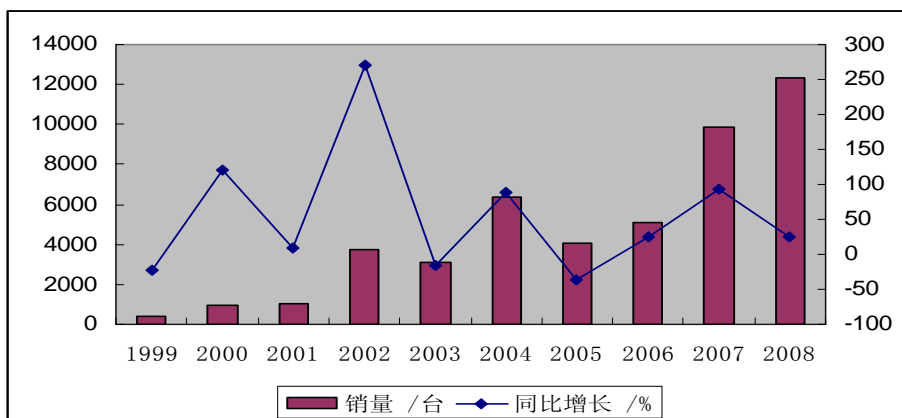
国家对发展商品混凝土高度重视, 各地也制定了散装水泥管理规定, 目前一些大中城市的商品混凝土使用率已经达到较高的水平, 但国内平均商品混凝土使用率约为 20%左右, 与发达国家 70%-80%的水平有较大差距。

国内目前商品混凝土的年消耗量, 小城市约为 100 万立方米, 中等城市为 100 万 ~ 300 万立方米, 大城市为 300 万 ~ 500 万立方米, 特大城市超过 500 万

立方米，将这些商品混凝土从搅拌站运到施工工地是商品混凝土使用中的重要一环。按每辆混凝土搅拌运输车每年可运输商品混凝土 1.5 万立方米计，每个城市需要几十辆到几百辆混凝土搅拌运输车。

星马汽车混凝土搅拌车的客户 70%为混凝土搅拌站，随着散装水泥比例的逐渐增加，预计混凝土搅拌车和散装水泥运输车的需求在未来 10 年内可保持稳定增长。

图7. 1999—2008 年国内混凝土搅拌车销量



资料来源: WIND

### 3.2 治理黄标车拉动行业增长

黄标车是高污染排放车辆的简称，是连国 I 排放标准都未达到的汽油车，或排放达不到国 III 的柴油车，因其贴的是黄色环保标志，因此称为黄标车。目前各地陆续出台黄标车限行政策，对黄标车禁止进入的路段和时间进行了严格规定，并对淘汰报废的黄标车给予一定的经济补偿。

混凝土搅拌车中黄标车的占比较大，北京市黄标混凝土搅拌运输车占搅拌车总量的 86%，有 3000 多辆，预计全国范围内这个比例更高。按混凝土搅拌运输车全国 6 万台保有量计算，黄标混凝土搅拌运输车超过 5 万辆。按 2008 年全国混凝土搅拌车的销量 12352 辆计算，假设所有黄标车在 5 年内淘汰，则由此每年新增需求可达到目前销量的 81%左右。

## 4. 预计公司主要产品稳定增长

### 4.1 混凝土搅拌车和水泥运输车可保持 15%的增长

公司 08 年销售专用车辆总计 5862 台，预计 09 年可达到 7000 台左右，同比增长 19%以上。公司销售从 08 年 2 季度开始快速恢复，至今仍保持旺盛势头，预计 2010 年 1 季度每月销售平均在 600-700 台之间，全年可增长 20%以上。

公司本部单班产能为 5000 台左右，天津基地产能为 2000 台，如果三班倒

满负荷运转，总产能可达到 1 万台以上，目前不存在瓶颈。

#### 4.2 泵车销售有望实现突破

公司混凝土泵车设计产能为 300 台，08 年实现销售 49 台，09 年销售 20 台。泵车与搅拌车的使用比例为 1: 5，即搅拌站每购买 5 台搅拌车就需要 1 台泵车配套使用。公司在搅拌车行业良好的口碑有助于打开泵车市场，预计 2010 年公司泵车销售收入可达到 100 台以上，实现销售收入 3 亿元以上。

### 5. 未来三年有望保持平稳增长

不考虑资产注入，预计公司未来三年收入和利润增长均可达到 15% 以上。

表1. 公司未来三年盈利预测（不考虑资产注入）

单位：万元

		2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入		187657	251836	287722	328723	375565
	增长率 (YOY)	-11.4%	34.2%	14.3%	14.3%	14.3%
营业成本		(168687)	(231374)	(264345)	(302014)	(345051)
销售毛利		<b>18970</b>	<b>20462</b>	<b>23377</b>	<b>26709</b>	<b>30515</b>
销售费用		(4219)	(3173)	(3625)	(4142)	(4732)
管理费用		(6301)	(4760)	(5438)	(6213)	(7098)
财务费用		(4,619)	(2,807)	(2,544)	(2,500)	(2,535)
营业利润		3,466	9,525	11,509	13,519	15,731
增长率		-46.09%	174.80%	20.83%	17.47%	16.36%
税前利润		3485	9527	11516	13526	15738
所得税		(1218)	(1500)	(1814)	(2130)	(2479)
净利润		2,267	8,026	9,702	11,396	13,259
EPS		<b>0.12</b>	<b>0.43</b>	<b>0.52</b>	<b>0.61</b>	<b>0.71</b>

数据来源：东海证券研究所

### 6. 资产注入增厚公司业绩

公司于 09 年 11 月 30 日发布《发行股份购买资产暨关联交易预案》，拟非公开发行 20,537.90 万股收购华菱汽车 100% 股权，华菱汽车评估价约为 16.8 亿元，本次股份发行价为 8.18 元/股。

华菱汽车 2009 年 1-9 月全面摊薄净资产收益率为 24.80%，高于星马汽车同期净资产收益率的 10.20%；预计公司 09 年可实现净利润 2.1 亿元，对应 16.8 亿元的评估价，相当于 8 倍的市盈率，因此本次重组有助于提升上市公司的盈利能力。我们预计拟购买资产后星马汽车 2010 年将实现利润较快增长，增厚上市公司每股收益。

表2. 华菱汽车近年经营业绩



单位: 万元

	2009年 1-9月	2008年度	2007年度	2006年度
营业收入	251,734.53	272,145.09	285,256.82	131,604.98
营业利润	21,664.56	4,125.79	9,409.41	1,251.28
利润总额	23,783.20	8,860.76	9,793.81	1,537.18
净利润	20,810.30	7,853.74	8,206.85	1,537.18

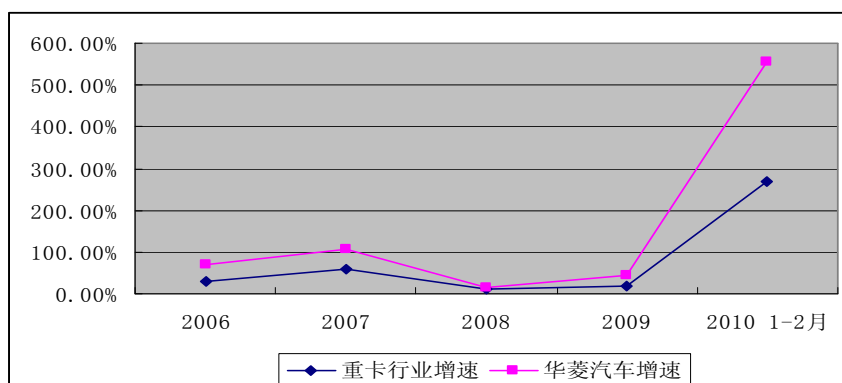
公司目前正进行相关审计评估工作, 预计很快完成, 在4月初召开董事会和股东大会审议本次预案。

## 7. 重卡业务或超预期

华菱汽车以专用车地盘起家, 坚持专业化发展, 形成了以星凯马、华菱重卡、华菱之星为代表的比较成熟的三大产品平台, 各类汽车底盘共计192种型号, 出口到近60个国家和地区, 是国家发改委和商务部确定的首批“国家汽车整车出口基地企业”。

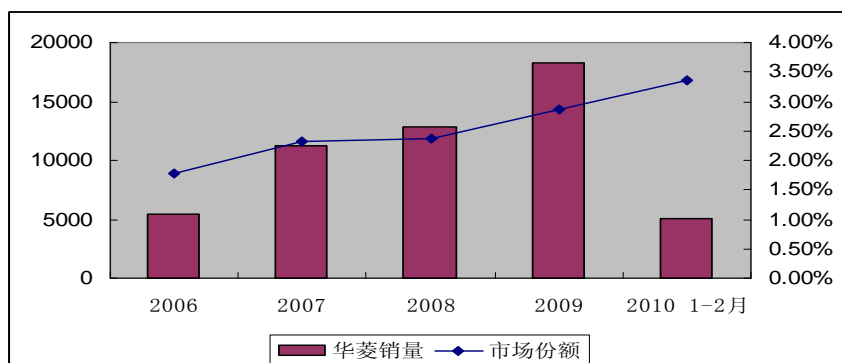
专用车底盘具有批量小、毛利高的特点, 09年1-9月份华菱汽车的毛利达到13.36, 重卡行业排名第一。公司近年来市场占有率不断提高, 销量增速明显高于行业平均水平。

图8. 华菱汽车和重卡行业近年销量及增速



资料来源: 东海证券研究所

图9. 华菱汽车销量与市场占有率



资料来源: 东海证券研究所

华菱汽车 09 年销量为 18271 台, 10 年 1-2 月总销量为 5004 台。重卡行业的旺季是 2 季度, 预计公司 2010 年全年可销售 24000 台以上。根据安徽省人民政府公布的《安徽省汽车产业调整和振兴规划》, 华菱汽车到 2011 年重型载货车销量要达到 3 万辆。

公司现有多个新生产基地正在建设中, 预计到 2011 年底可实现 58000 台重卡的生产能力。我们预计公司在 2012 年重卡销量可达到 36000 台以上。

表3. 华菱汽车销售预测

	2009E	2010 E	2011 E	2012 E
销量	18271	24000	30000	36000
营业收入 (万元)	391997.86	514911.54	643639.42	772367.31
净利润 (万元)	21000.00	33107.30	41384.12	49660.94

(公司补缴所得税对 2009 年业绩产生一定影响)

资料来源: 东海证券研究所, 公司公开资料

## 8. 资产注入后公司业绩预测

按照资产注入后的经营业绩及股本调整公司预测利润表如下:

表4. 调整后的利润预测简表

单位: 万元

		2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入		643833.86	802633.54	972362.42	1147932.31
	YOY		24.66%	21.15%	18.06%
净利润		29,026	42,809	52,780	62,920
	YOY		47.49%	23.29%	19.21%
总股本		39,286	39,286	39,286	39,286
EPS		0.74	1.09	1.34	1.60

资料来源: 东海证券研究所, 公司公开资料

分析表 4 可知, 重卡业务的注入极大的增厚了公司的每股收益, 相比注入前, 未来三年每年均可增加 100% 以上。

## 9. 同业比较与估值

资产注入后, 公司为混凝土机械和重卡底盘双主业, 与工程机械和重卡行业上市公司比较:

表5. 同行业估值比较

证券简称	3月11日收盘价(元)	09年EPS(元)	09年PE	10年EPS(元)	10年PE	PEG
三一重工	31.81	1.30	24.46	1.69	18.88	0.83
中联重科	23.19	1.17	19.89	1.48	15.62	0.73
中国重汽	28.71	1.14	25.29	1.59	18.08	0.63
潍柴动力	65.75	3.98	16.54	4.54	14.47	1.16
星马汽车	16.29	0.74	22.01	1.09	14.94	0.47

数据来源：东海证券研究所，WIND 资讯

与同行业上市公司比较，星马汽车资产注入后的 PE 和 PEG 均处于较低水平，考虑到公司未来两年均可保持 20%以上的高增长，按 2011 年 20 倍 PE 计算，公司合理股价应为 26.8 元，买入评级。

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 2 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

**三、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东海证券有限责任公司, 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“东海证券有限责任公司”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。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122