

评级：强烈推荐
机械
研究报告

第一创业证券研究所

郭强 S1080209110064

电话：0755-25832655

 邮件：guoqiang@fcsc.cn

星马汽车（600375.SH）

——旺盛需求推动半年度业绩超预期增长
交易数据

52周内股价区间(元):	6.88-22.97
总市值(百万元):	3,468.40
流通股本(百万股):	187.48
流通股比率(%):	100.0%

资产负债表摘要(06/10)

股东权益(百万元):	699.02
每股净资产:	3.73
市净率:	4.96
资产负债率:	68.8%

星马汽车股价与沪深300指数表现对比

相关报告
报告要点:

- 2010年上半年收入增长63% 净利润增长341.2%** 2010年上半年星马汽车实现营业收入20.75亿元，YOY增长63%，实现归属母公司净利润1.49亿元，YOY增长341.2%，显著超出我们年初预计上半年约1亿元的净利润。按照最新股本摊薄计算EPS为0.8元/股，每股经营活动现金净流量为0.82元/股。
- 二季度公司收入增长47% 净利润超去年全年** 2010年二季度星马汽车实现销售收入12.66亿元，YOY增长47%，实现净利润1.04亿元，超过2009年全年盈利25%以上，是星马历史上盈利最好的一个季度。按照最新股本摊薄计算，二季度盈利为星马公司贡献了0.56元/股的EPS，环比今年一季度业绩增长134%。
- 需求旺盛带动规模效益大增是公司业绩成倍增长主动力** 从上半年财报分析，主业盈利同比增长两倍以上是推动星马汽车业绩增长超过3倍的主要原因，贡献了4.38倍的净利润增长。而推动星马公司主业盈利增长的主要动力则在于规模效益的显著提升。星马汽车作为国内混凝土搅拌车和散装水泥车的龙头企业，其销售网络相对已经比较健全，因此在上半年销售同比增长超过60%的情况下，销售费用和管理费用等固定费用却可以基本保持稳定，今年上半年同比仅增长12.6%，因此体现出极强的规模效益。除规模效益提升外，上半年星马销售的旺盛也带来现金流的充沛，因此公司不仅偿还5千万贷款，同时也减少了票据贴现利息，因此上半年财务费用同比减少近千万，提升约5分钱的EPS。
- 产品结构调整 公司毛利率逐季提升** 2010年上半年，得益于产品的需求旺盛，公司相对调整了产品结构，加大了毛利率相对较高的混凝土搅拌车的销售量，而小幅压缩了毛利率较低的散装水泥车的销售，因此上半年搅拌车销售增长约95%，散装水泥车销售同比下降14.2%。由此公司的综合毛利率在二季度达到14.7%，较去年同期提升4.3个百分点。
- 上半年大幅计提减值准备 夯实未来业绩基础** 继2009年和今年一季度公司持续计提减值准备，今年二季度公司再次计提了约2540万的减值准备，主要是对部分库龄较长的存货计提的跌价，相当于减少二季度EPS约0.13元/股，而整个上半年计提减值则相当于减少EPS约0.2元/股。我们认为公司未来的产品需求前景看好，因此目前持续对过去的问题计提减值只是影响短期盈利，是一次性的，不会影响未来的盈利能力，而且充分的计提也将夯实未来的业绩基础。
- 公司存货主动大幅增长 预示三季度业绩将持续向好** 截至6月30日，公司存货总额达到6.73亿元，同比增长约68%，相对一季度末增长23.8%，其中70%是原材料。我们认为目前公司的产品需求依然旺盛，回款情况良好，因此这些存货应该是公司主动增加，为的是保证三季度的正常生产和产品交付。从存货的超额情况来看至少可以保证1-2月的生产，因此我们预计公司三季度的产品销售情况依然会比较好。



● **并购华菱重卡进展顺利 完成后将进一步大幅提升公司盈利** 目前星马汽车定向增发收购华菱汽车的进展顺利。7月20日公司已发布公告称：“2010年7月16日，公司收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（100753号），中国证监会对本公司提交的《上市公司发行股份购买资产核准》行政许可申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理。”，我们认为公司在3季度左右完成并购的可能性较大。同时根据中国汽车工业协会的统计，上半年华菱汽车重卡销售接近1.8万台，销量已基本和去年全年销量持平，预计全年公司实现3万台的年销售计划的问题不大。产品结构上，今年上半年华菱汽车的高端重卡——星凯马的销售明显上量，超过2000台，下半年预计公司也将进一步加大对星凯马和轻量化物流车——华菱之星的推广，都将使得华菱重卡的盈利能力继续保持行业的领先地位。由于华菱汽车的盈利能力强于星马汽车，销量也明显大于星马汽车，因此我们预计华菱重卡全年实现4.5亿以上净利润的问题不大。

● **星马和华菱都具良好成长性 长期业绩可以持续看好** 长期成长性方面，星马的混凝土搅拌车不仅将受益于建筑机械化水平的提升和中西部开发的利好，而且在未来5年内还将受益于尾气排放标准的提升和道路安全标准提升带来换车需求，因此长期前景看好。华菱重卡方面，公司近两年推出的高端重卡和轻量化重卡都已经被客户认可，并逐步上量，因此未来的市场需求看好。虽然开始面临产能瓶颈，但华菱重卡已在去年底投资10亿开始新建5万台产能的新工厂，因此华菱重卡的未来前景也非常看好。

● **投资评级** 由于星马和华菱都具备较好的长期增长潜力，而且星马汽车对华菱重卡的收购不仅可以大幅提升星马汽车的盈利能力，而且还可以大幅降低星马汽车的关联交易，因此应该是证监会支持的并购项目，我们预计其在3季度取得实质进展的可能性很大。如果完成对华菱的并购，即使悲观预期实体经济放缓，星马汽车2010年业绩达到1.7元/股EPS的可能性很大，对应当前股价PE估值不到11倍，给予“强烈推荐”投资评级。

表1、星马汽车本部盈利预测简表

单位: 万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	187,657	265,020	391,745	450,507	518,083
同比 (%)	-11.4%	41.2%	47.8%	15.0%	15.0%
营业毛利	18,970	27,246	46,629	53,624	61,667
同比 (%)	2.0%	43.6%	71.1%	15.0%	15.0%
归属母公司净利润	2,267	8,283	22,991	27,881	30,729
同比 (%)	-42.7%	265.3%	177.6%	21.3%	10.2%
总股本 (万股)	18,748.1	18,748.1	18,748.1	18,748.1	18,748.1
每股收益 (元)	0.12	0.44	1.23	1.49	1.64
ROE	4.7%	15.1%	29.5%	26.3%	22.5%
P/E (倍)	153.0	41.9	15.1	12.4	11.3

资料来源: WIND、第一创业证券研究所



表 2、预计今年合并华菱后盈利预测简表

盈利来源	2008	2009E	2010E	2011E
星马本部(万元)	2,267.20	8,282.59	22,990.97	27,881.31
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	67,990.97	81,881.31
EPS(摊薄后)	0.26	0.90	1.73	2.08
EPS(仅星马)	0.12	0.44	1.23	1.49

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