星马汽车：保障性住房支撑行业需求

投资要点：

- 保障性住房支撑房地产投资，混凝土机械前景依然看好；
- 非公开发行后，员工持有 19.54%的公司股权，激励到位；
- 华菱重卡的新工厂明年下半年投产，极限产能扩充至 5 万辆。

报告摘要：

- **保障性住房支撑房地产投资，混凝土机械前景依然看好。**保障性住房和棚改房，2010 年计划建设 580 万套，将弥补商品房投资下降带来的缺口。
- **员工持股，提升积极性。**星马汽车和华菱汽车的关键员工，通过“星马创投”和“富华投资”直接或间接持有星马汽车和华菱汽车的部分股权。非公开发行完成后，员工将持有上市公司 19.54%的股权，这将有利于提高管理层和关键员工的积极性。
- **华菱汽车的重卡新工厂明年投产。**明年下半年，华菱汽车的新工厂将投产，届时华菱汽车的重卡极限产能将从目前的 3 万辆扩大为 5 万辆。
- **首次给予“增持”建议。**预计公司 2010-2012 年的每股收益为 1.28、1.53、1.68 元。考虑合并华菱汽车后，每股收益为 1.60、1.72、1.93 元，对应 PE 为 11.44、10.64、9.48 倍，给予增持评级。
- **风险因素：**宏观经济风险、固定资产投资回落。

主要经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	1,877	2,650	3,686	4,276	4,764
同比增长率	-11%	41%	39%	16%	11%
净利润（百万）	23	83	240	287	315
同比增长率	-43%	265%	190%	19%	10%
每股收益(元)	0.12	0.44	1.28	1.53	1.68
PE	152.50	41.59	14.29	11.96	10.89

分析师

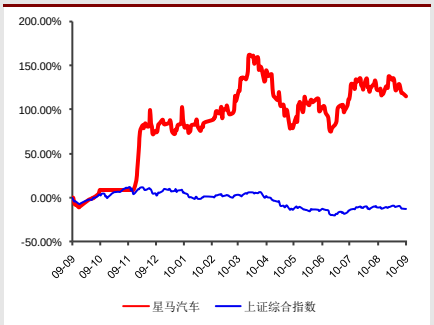
分析师 宏源汽车组

联系人：陈盛军/于军华

电话：010-88085967

Email：chenshengjun@hysec.com

市场表现



公司数据

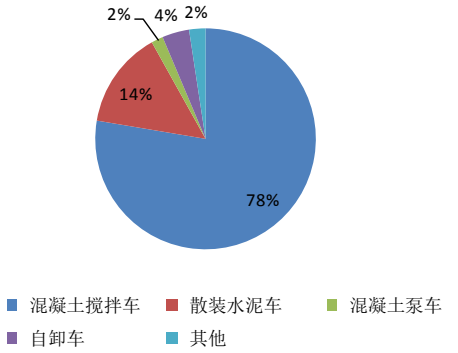
总股本	187.48 百万股
流通股本	187.48 百万股
控股股东	马鞍山华神建材工业有限公司
控股股东持股比例	30.73%

相关研究

一、公司介绍及主营情况

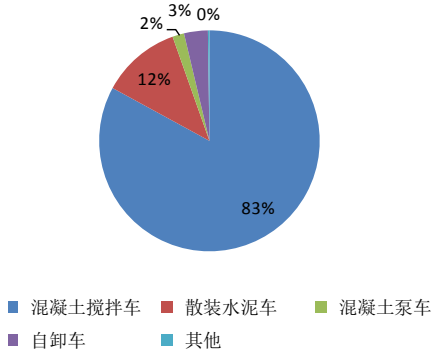
公司主营业务为混凝土搅拌车、散装水泥车、混凝土泵车、自卸车等专用汽车及配件的生产与销售。公司是国内最大的罐式专用汽车生产企业，混凝土搅拌车在国内市场占有率第一。

图 1：营业收入构成



资料来源：公司公告，宏源证券

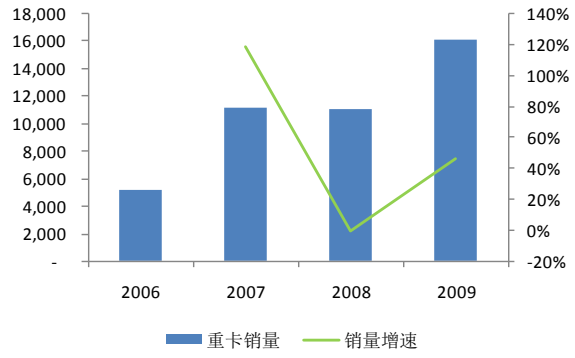
图 2：营业利润构成



资料来源：公司公告，宏源证券

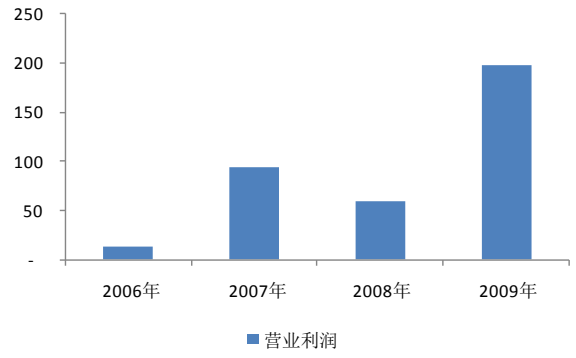
此外，公司公布了非公开发行预案，计划通过定向增发把华菱汽车注入上市公司。华菱汽车是国内重卡新秀，近年来其重卡销量、营业利润的增速较快。2009 年，华菱汽车重卡业务的毛利率为 11.56%，处于行业领先水平。

图 3：华菱汽车重卡销量



资料来源：公司公告，宏源证券

图 4：华菱汽车营业利润（百万元）



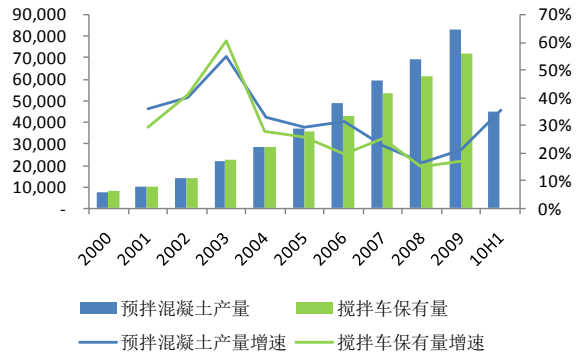
资料来源：公司公告，宏源证券

二、保障性住房——混凝土搅拌车的新引擎

历史：混凝土“禁现”推动混凝土搅拌车发展

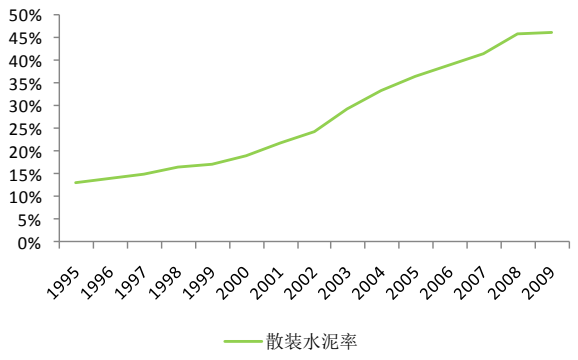
混凝土搅拌车主要用于运输预拌混凝土，即从混凝土搅拌站运到施工现场。出于对散装水泥推广的迫切要求，国家出台了“限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土”的政策，该政策从 2003 年 12 月 31 日起在全国逐步推行。这直接推动了预拌混凝土的发展，进而带动了对混凝土搅拌车的需求。

图 5：预拌混凝土产量（万方）、混凝土搅拌车保有量



资料来源：宏源证券

图 6：散装水泥率

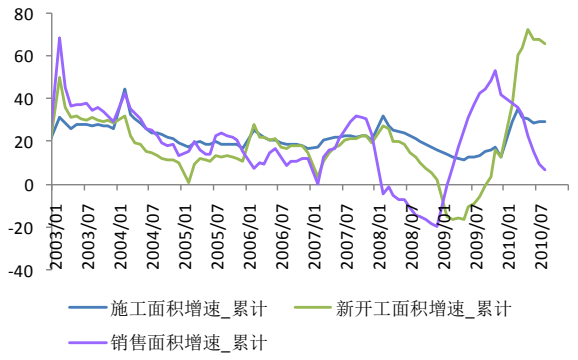


资料来源：宏源证券

未来：保障性住房施工弥补商品房缺口

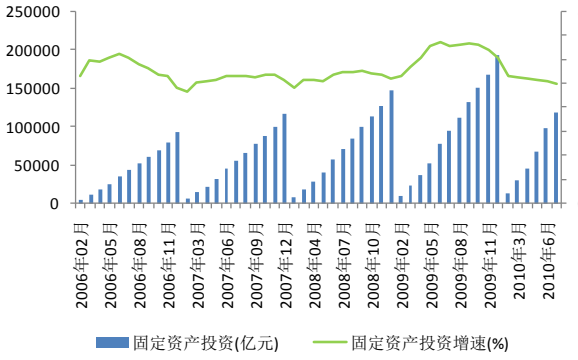
预拌混凝土主要用于房地产施工、基础设施建设。总体而言，我国房地产供应是不足的。保障性住房的建设，将极大拉动房地产施工。此外，随着调控的进行，商品房房价将相对平稳，普通商品房的需求将逐步释放，进而带动商品房的施工。因此，房地产投资的波动性将趋于平缓。

图 7：房地长施工销售情况



资料来源：统计局，宏源证券

图 8：固定资产投资



资料来源：统计局，宏源证券

三、混凝土泵车业务将有所突破

混凝土泵车是公司未来的重点开拓产品之一，公司已经克服相关技术性的难题，产品性能完全能够满足工程施工的要求。

通过在混凝土搅拌车、散装水泥车领域的开拓，公司在工程施工领域建立了良好的品牌声誉和客户资源。未来，公司将借助于已有的客户关系和品牌声誉，加大力度推广混凝土泵车。

四、华菱汽车新工厂明年下半年投产

目前，星马汽车马鞍山基地产能 5000 台，极限产能为 1 万台，天津基地产能为 3000

台，极限产能 5000-6000 台。

华菱汽车，其重卡的极限产能为 3 万台，新工厂将于明年下半年投产，届时产能将突破 5 万台。

五、员工持股：提升职工积极性

星马汽车和华菱汽车的关键员工，通过“星马创投”和“富华投资”直接或间接持有星马汽车和华菱汽车的部分股权。非公开发行完成后，员工将持有上市公司 19.54%的股权，这将有利于提高管理层和关键员工的积极性，促进公司经营业绩的提升。

表 1：非公开发行完成后管理层持股

股东名称	持股数量	持股比例
富华投资	23,695,251	5.84%
星马创投	55,586,543	13.70%
其中：间接持股	*17,041,186*	*4.20%*
合计	79,281,794	19.54%

资料来源：公司公告，宏源证券

六、盈利预测及投资评级

预计公司 2010-2012 年的每股收益为 1.28、1.53、1.68 元。考虑合并华菱汽车后，每股收益为 1.60、1.72、1.93 元，对应 PE 为 11.44、10.64、9.48 倍，给予增持评级。

表 2：考虑合并华菱汽车后利润构成（百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
星马汽车	22.67	82.83	240.14	286.85	315.10
华菱汽车	95.59	242.64	410.00	410.00	470.00
合计	118.26	325.47	650.14	696.85	785.10
每股收益	0.29	0.80	1.60	1.72	1.93
PE	63.10	22.88	11.44	10.64	9.48

资料来源：公司公告，宏源证券

风险因素：宏观经济风险、固定资产投资回落。

附：盈利预测

表 3：盈利预测（百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	**1,877**	**2,650**	**3,686**	**4,276**	**4,764**
减:营业成本	1,687	2,378	3,184	3,720	4,145
营业税金及附加	1	7	7	9	10
销售费用	42	52	63	77	88
管理费用	63	63	74	90	102
财务费用	46	29	18	21	24
资产减值损失	3	19	38	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**35**	**104**	**302**	**360**	**395**
加:营业外净收支	0	0	-1	-	-
利润总额	**35**	**104**	**301**	**360**	**395**
减:所得税	12	21	61	73	80
净利润	**23**	**83**	**240**	**287**	**315**
少数股东权益	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
归属于母公司所有者净利润	**23**	**83**	**240**	**287**	**315**
每股收益	0.12	0.44	1.28	1.53	1.68

资料来源：宏源证券

机构销售团队		
华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%～+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。