

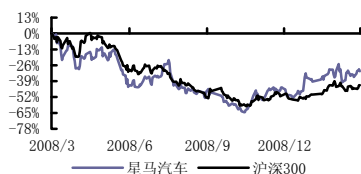
投资品 - 机械

machinery

2009 年 3 月 21 日

市场数据	2009 年 3 月 20 日
当前价格 (元)	5.81
52 周价格区间 (元)	3.00-8.42
总市值 (百万)	1089.27
流通市值 (百万)	1089.27
总股本 (百万股)	187.48
流通股 (百万股)	187.48
日均成交额 (百万)	18.42
近一月换手 (%)	56.01%
第一大股东	马鞍山华神建材工业有限公司
公司网址	http://www.camc.biz

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
星马汽车	-0.51%	24.95%	-31.00%
沪深 300	1.52%	15.97%	-40.53%

冉飞

+86 755 83199599ext8267
ranfei@csc.com.cn

分析师申明

本人,冉飞,在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外,本人薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

主营乏善可陈, 费用吞噬利润

一星马汽车 (600375) 2008 年年报点评

评级: 中性

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	1876.57	2007.93	2248.88	2541.23
净利润 (百万元)	22.67	28.01	39.53	53.06
每股收益 (元)	0.12	0.15	0.21	0.28
净利润增长率 (%)	-42.68%	23.57%	43.09%	34.25%
市盈率	48.42	38.88	27.56	20.53
EV/EBITDA	13.67	12.58	11.12	9.77

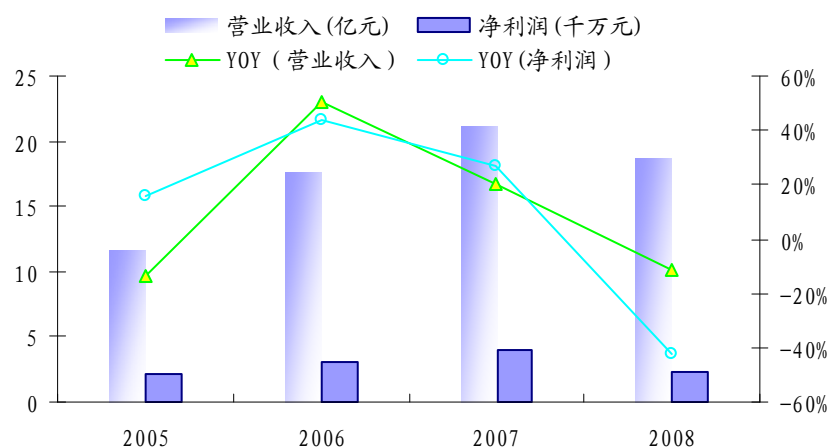
资料来源: 公司年报、世纪证券研究所

- 2008 年实现营业收入 18.77 亿元, 归属于母公司所有者的净利润为 2267.2 万元, 分别同比下降 11.35%、42.68%; 实现每股收益 0.12 元。
- 毛利率上升难敌需求下降。2008 年产品国产化率有所提升, 在钢材等主要原材料成本上涨背景下, 综合毛利率较去年增长 1.32 个百分点。但由于下半年需求快速下降, 三、四季度出现连续亏损。
- 期间费用同比增长 31%, 进一步吞噬利润。其中管理费用和财务费用分别同比增长 34.74%、38.12%。预计 2009 年财务费用压力仍难以改善。
- 两大传统主营业务仍保持行业龙头地位, 但细分市场竞争激烈, 产品盈利能力弱的缺点较突出。未来的一大看点在混凝土泵车, 公司具备通过改善产品结构提升业绩的潜力。
- 公司存在一定的整合概念。一方面, 公司和最大关联方华菱汽车同属星马集团, 存在内部整合的可能。另外从并购的角度, 公司在细分行业较高的市场占有率、底盘资源优势 and 较低的市销率, 也是良好的收购标的。
- 预测公司 2009 年~2011 年每股 EPS 分别为 0.15 元、0.21 元、0.28 元, 对应当前 PE 分别为 39、28、21 倍, 给予“中性”评级。

2008 年业绩乏善可陈

2008 年公司实现营业收入 18.77 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 2267.2 万元，分别同比下降 11.35%、42.68%；实现每股收益 0.12 元。

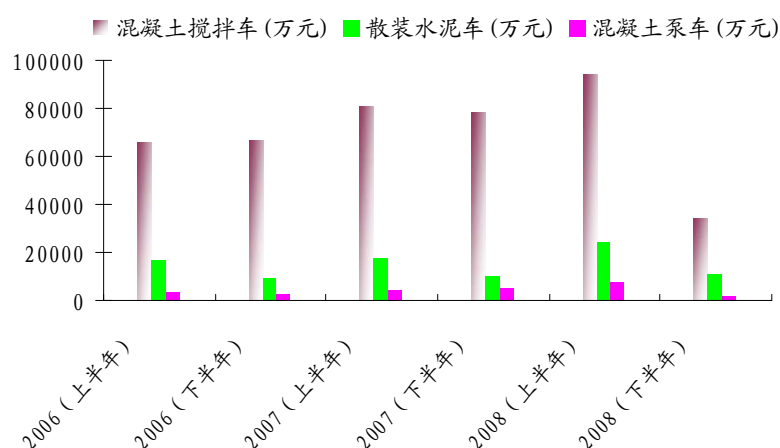
Figure1 近四年公司营业收入、净利润变化情况



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

上下半年形成鲜明对比。上半年受固定资产投资高速增长、国Ⅲ实施前的提前采购驱动，业绩同比增长 35%；下半年宏观经济减速，以及国Ⅲ正式实施影响，经营形势急转直下，其中核心主业混凝土搅拌车销售收入同比大幅下滑 56.23%。

Figure2 近三年公司主营产品销售收入变化情况



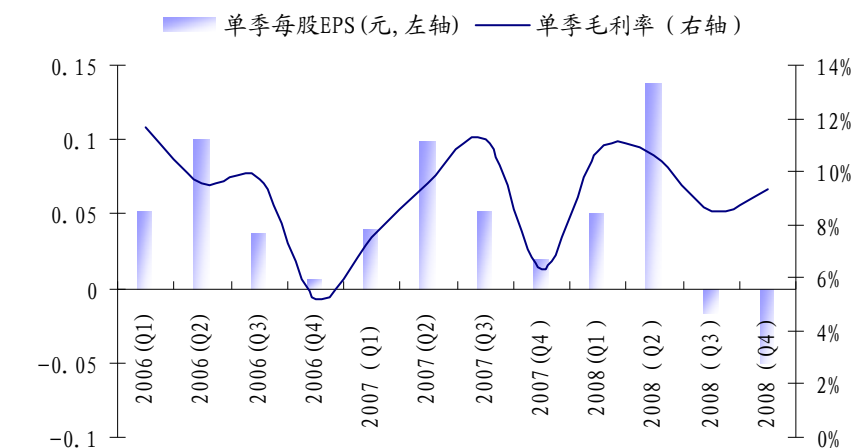
数据来源：公司年报、世纪证券研究所

毛利率上升难敌需求下降

2008 年公司综合毛利率为 10.11%。由于产品的部件国产化率有所

提升,在钢材等主要原材料成本在全年大部分时间上涨背景下,毛利率较去年增长了 1.32 个百分点。但由于下半年需求快速下降,三、四季度出现连续亏损。

Figure3 近三年单季毛利率及每股收益



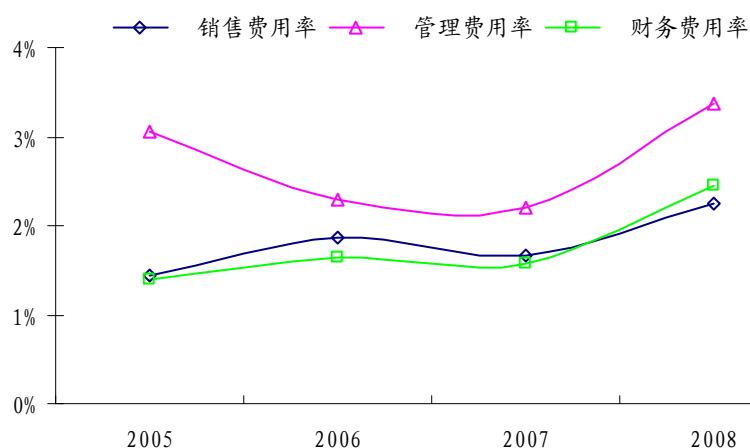
数据来源: 公司年报、世纪证券研究所

期间费用增长较快

期间费用同比增长了 31%, 进一步吞噬利润。管理费用增长 1625 万, 增幅为 34.74%, 其中研发投入增长 622 万。财务费用增长 1275 万, 增幅为 38.12%。

公司年末短期借款同比增加了 1.9 亿。由于去年下半年积压了较多库存, 速动比率仅为 0.62, 资金压力较大, 预计 2009 年财务费用压力仍难以改善。

Figure4 近四年公司期间费用变动情况

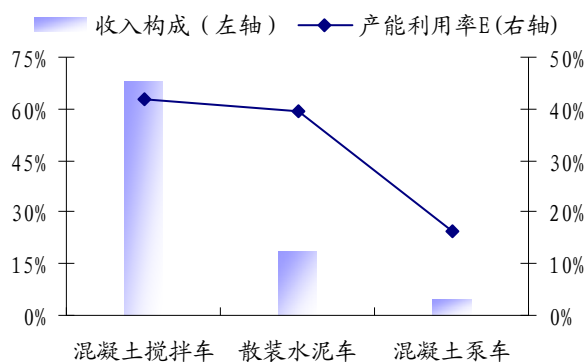


数据来源: 公司年报、世纪证券研究所

泵车仍是未来一大看点

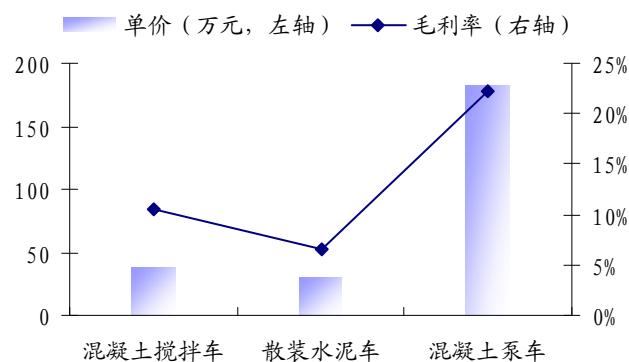
公司两大传统主营业务—混凝土搅拌车和散装水泥车在技术实力、底盘资源、售后服务等方面均具备一定优势，产销连续多年保持第一，市场占有率达 35%~40%。但同时细分市场竞争激烈，产品盈利能力弱、产能利用率低的缺点也较突出。

Figure5 2008 年主要产品占收入比重、产能利用率



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure6 2008 年主要产品单价、毛利率



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

公司产品的一大看点在混凝土泵车，目前已具备 300 台的年产能。2008 年销售泵车 49 辆，占公司营业收入不足 5%。混凝土泵车具有技术壁垒高、单台价格高、毛利率高的“三高”特征，目前三一、中联占据了市场的大部分份额，但我们认为公司凭借在混凝土机械行业多年的积累和影响力，未来有望在混凝土泵车市场占据一席之地。

尽管受宏观经济减速、下游房地产行业低迷影响，2009 年混凝土泵车市场不容乐观，但从中期来看，公司业绩有较大弹性空间，具备通过改善产品结构提升业绩的潜力。

潜在的整合概念

公司还存在一定的整合概念。一方面，原材料中的底盘绝大部分来自于同属星马集团的华菱汽车，双方关联交易额占同类交易额的比重达 70%以上，未来存在整合的可能。另外从并购的角度，公司在细分行业中较高的市场占有率、底盘资源优势 and 较低的市销率（目前仅为 0.58），也是良好的收购标的。

盈利预测

预测公司 2009 年~2011 年每股 EPS 分别为 0.15 元、0.21 元、0.28 元，对应当前 PE 分别为 39、28、21 倍，给予“中性”评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.