

## 星马汽车 600375.SH

2009.9.24

爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

## 9 月看全年 利润有望创 5 年最高

——星马汽车调研报告

## 事件:

近期,我们调研了星马汽车(600375),就行业动态、公司的生产经营、发展规划、10 年展望等问题与证券事务部负责人进行了深入交流,并参观了生产基地。

## 分析与点评:

## 1、两大主导产品“淡季不淡、旺季更旺”

公司主要产品为混凝土搅拌车、散装水泥车,合计占营业收入比重近 80%

公司产品直接受益于四万亿投资。按照以往经验,3 月是公司销售旺季,7-9 月是淡季,受天气以及工地开工进度影响,7、8 月甚至休高温假。但今年,这一周期被打破,年后特别是 3 月,基建投资加大力度超预期,公司迅速进入满负荷生产状态,并且这一状态一直延续到 7 月。目前,公司订单饱满,一直排产到 10 月,预计 11 月后,受北方天气转冷,开工下降,销量可能回落。整体来看,下半年收入会小幅低于上半年。

## 2、此轮经济调整对公司影响利弊皆有

国内生产散装水泥车和混凝土搅拌车的企业各有 20 余家,但大多产能规模较小,主要企业包括三一重工、中联中科、安徽星马、上海华健、辽宁海诺、利渤海福田等,部分小企业年销量只有几辆或者十几辆。目前我国混凝土搅拌车产能约在 6000 余辆,其中近一半在公司,产能及销量均居行业第一位,竞争优势明显。

此轮经济调整已经导致部分中小企业停产倒闭,随着国家大规模投资拉动内需政策以及汽车产业、制造装备业调整和振兴规划的颁布实施,公司产品市场需求旺盛,3 月份开始经营形势呈恢复性好转。一旦需求恢复至正常水平,行业集中度将提升:一方面,前期停产倒闭企业的空缺产量将由主要公司填补,另一方面,客户品牌意识、服务意识的加强,小企业服务显然难以满足客户需求。

## 3、“黄标车淘汰政策”支撑公司业绩中长期增长

“黄标车”是指污染物排放达不到国 I 标准的汽油车和达不到国 III 标准的柴油车。黄标车污染物的排放数量和浓度远远超过绿标车,一辆黄标车排放的污染物相当于 30 辆数量国 4 标准车排放的总和。

## 机械 设备

评级: 推荐(首次)

上次评级:

目标价格: ¥ 8.8

上次预测:

当前价格: ¥ 7.48

2009.9.24

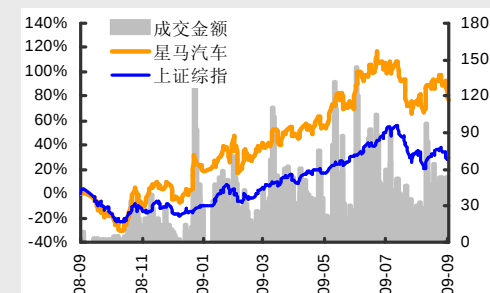
## 基础数据

|                |           |
|----------------|-----------|
| 总股本/流通 A 股(亿股) | 1.87/1.87 |
| 总市值(亿元)        | 14.08     |
| 流通市值(亿元)       | 14.02     |
| 每股净资产(元)       | 2.67      |
| 净资产收益率(%)      | 6.74      |

## 交易数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 52 周内股价区间(元) | 2.95~9.22 |
| 静态市盈率(倍)     | 62.3      |
| 动态市盈率(倍)     | 21.4      |
| 市净率(倍)       | 2.8       |

## 52 周内股价走势



褚艳辉

行业研究员

电话

021-32229888\*3507

邮箱

chuyanhuai@ajzq.com

## 相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

7月13日，国家多部委联合发布了《汽车以旧换新实施办法》，明确指出：汽车以旧换新中，提前报废“黄标车”并换购新车，在一定期限内，报废给予3000-6000补贴，此外，各地方可以因地制宜，合理调整“黄标车”补贴标准，如北京不仅增加了鼓励资金还给予一定的贴息。

目前，已经或正在研究制定黄标车退出、限制政策的城市包括北京、上海、南京、杭州、深圳、苏州等地，总体来看，以一线城市为主，随着后期向二、三线城市的逐次推进，更新需求将越来越大。考虑到未来一段时间（3-5年）黄标车淘汰政策的推进，将支撑公司业绩中长期增长。

数据显示，我国现有6400万的汽车保有量当中，有1800万属于黄标车，占到总数的28%。以北京为例，根据北京市混凝土协会统计，截止2008年12月底，北京市共有混凝土搅拌车4164辆，其中黄标车3132辆。

#### 4、泵车成为未来两年发展一大看点

目前，公司泵车生产设备、厂房、员工培训工作都已完成，产能达到300台。08年销量49台，今年上半年19台，7、8月销量也有10+台，预计全年去年持平。乐观预期明年销量能有100台。

公司期待条件成熟后进行大规模市场化。现在由于只是产量较小，因此，后期规模化生产有望进一步降低成本。

公司投入较多的资源在泵车研发、生产、市场开发上，希望重点把泵车做成功。公司认为，与其他厂商相比，公司具备两个优势：渠道和底盘。搅拌车和泵车都是混凝土施工作业中相互关联的两个机械，公司十余年来在搅拌车领域积累了大量优质客户，因此借助搅拌车渠道推广泵车，具有独特的优势。底盘根据客户要求选取，以华菱为主（60%以上），还有重汽东风；04年以来，公司凭借对施工要求的了解，使华菱底盘更符合客户需求，另一方面，同等条件下，采用华菱底盘的泵车价格便宜10万-20万，对于关注性价比的客户，非常具有吸引力。

#### 5、现有产能已完全可以满足生产

公司在马鞍山总厂现有产能包括：混凝土搅拌车3000辆，散装水泥车2000辆，其他车辆（如自卸车）约1000辆，混凝土泵车300辆，满负荷则超过6000；全资子公司天津新马产能3000辆，合计近10000辆。专用车具有“小批量，多品种”的特点，由于这一市场需求相对稳定，因此，现有产能已完全可以满足生产，公司目前也暂无扩张产能的计划。

#### 6、产品价格稳定，公司具备一定定价权

比较主要产品上半年与去年的单车价格水平，总体来看比较稳定，部分产品如泵车还有提升。但产品结构却发生一些变化，以搅拌车为例，大型化、个性化的特点非常明显，今年以来搅拌桶容积在8、12方、甚至16方的产品销量增多，通常情况下，容积越大，价格越高。

公司搅拌车价格比其他厂商生产的同类产品高出万元左右，一方面说明公司产品具备一定定价权，另一方面，进一步提升价格的话，可能会影响销量。

目前混凝土搅拌车、散装水泥车已经进入比较稳定的阶段，毛利率已经较低，价格进一步下降的空间也不大。但，泵车价格弹性较大，主要是成本可能下降和规模化生产。

#### 7、部分原材料、配件价格走低

公司生产所需主要配件为汽车二类底盘，客户可以自己选择底盘，包括东风、重汽、华菱等，其中东风底盘价格较贵。一般情况下采用华菱底盘较多，根据客户需求，价格在20到25万之间，是整车价格占比最大的部分（6成左右），目前底盘价格比去年有几千不等的下降，约3个百分点。

公司车用板材主要采购自宝钢、武钢，目前板材价格在今年以来上涨不少，但较前期高点仍有不少空间。

正常情况下，公司库存控制在满足1-2个月生产，今年1、2月份市场依然低迷，3月才开始恢复性好转，因此，3、4月已经基本消化完毕前期高价库存（如钢材、底盘）。由于这些原材料是在去年价格高位时

采购的，这影响了上半年的成本和毛利率，今年以来，随着各类原材料价格的走低，全年来看，毛利率和营业利润率会较去年有所提升。

## 8、天津星马：转型进行中

天津星马是公司全资子公司，初期定位是做专用车的出口，受全球经济环境恶化，特别是出口方面，各国需求量锐减，造成天津星马的经营形势十分严峻。公司及时调整天津星马的市场定位和产品转型，利用其区位优势，着眼于国内华北市场，辐射东北等地。事实上，天津星马自投产以来一直没有盈利。

天津星马设计产能 3000 辆，实行以销定产，除了泵车、随车吊，其余产品都能生产，和总部一样。盈亏平衡点在 1200-1500 辆。目前来看，开工率不足，但今年比去年经营情况改善很多，有望大幅减亏（去年亏损 1700 余万）。

至于 2010 年能否回到盈亏平衡点上方，仍有不确定性。

## 9、天津星马闲置土地问题短期内难以解决

随着天津星马汽车有限公司项目已经基本完工，尚有约 8 万余平方米的闲置土地未使用，公司在 08 年 3 月公告称拟将土地使用权转让给关联方华菱汽车（转让土地使用权单价为每平方米 366 元），公司的考虑是，华菱汽车恰好可以在该块土地上建造一条组装线，为天津星马实施配套生产，以降低成本。

但是，根据国家和天津开发区管会有关工业用地使用政策，即按市价挂牌转让，转让这一土地总价款约为 3170 万，应该照此征税，税金约为千万元左右。

## 10、《安徽省汽车产业调整和振兴规划》对公司有一定积极影响

《规划》中有 2 点直接涉及公司：（1）在继续保持现有水泥专用车辆等产品优势地位的基础上，重点发展其他专用车辆；（2）力争到 2011 年生产各种建筑工程类专用车 10000 辆，销售收入 40 亿元。继续巩固和发展各种建筑工程类专用车，开发混凝土泵车系列产品。

目前，市场有预期，公司将作为省内专用车整合平台，兼并重组其他企业，但我们认为，有几个因素需要关注：（1）省内主要专用车公司有阜阳开乐、滁州、芜湖中集瑞江等，但因为规模较小、所有权不清晰、业绩正处下滑阶段等原因，因此能够选择的整合标的比较有限；（2）专用车领域产品专业，很多产品虽然产量较小，但是要求高，即便整合，效果也有待观察；（3）根据天津星马的经验，宁可新建，也比选择兼并、承担被兼并企业的历史包袱要好；（4）公司认为，目前采用“总部+天津”的生产模式，已经可以满足要求，暂时没有兼并扩张的内在动力。

相对来看，《规划》对于华菱利好更为直接。

## 11、销售模式采用“直供+经销商”

公司目前的销售模式采用“直供+经销商”，其中对于大客户、重点客户采用直供的形式，减少经销环节；其余采用经销商形式，并将一部分零部件与售后服务交给经销商，使其获得更多的收入来源，而不仅靠销售提成和返点，目的是与经销商成为利益共同体。

产品大部分采用按揭形式销售，搅拌车、泵车按揭销量占 70%左右，已与光大、建行等多家金融机构开展合作，按揭规模由销售和财务确定，目前进展良好，资金回笼较好，坏账很少。

至于业内积极开展的融资租赁业务，公司表示已有考虑。

## 12、关联交易需要解决

华菱汽车近年来一直是公司底盘的最主要供应商，上半年公司向华菱汽车采购底盘 6.7 亿，占底盘采购额的 82.58%，08 年全年为 8.8 亿（占 72.54%）。公司表示，华菱供给的底盘采用成本加成定价，并承诺卖给第三方不低于给星马的价格，此外，华菱底盘口碑良好。但，关联交易迟早要解决，且已上升到政府层面，公司将积极推动这一问题的解决。

### 13、投资建议：业绩有望创 5 年最高

08 年报中，公司预计 09 实现销售收入 25 亿元（含税），实现净利润 3000 万元。2009 年上半年，公司实现销售收入 14.7 亿元，完成全年计划的 59.12%；实现净利润 3378.12 万元，完成全年计划的 112.6%。公司 7、8 月淡季不淡，9 月满产，完成全年计划不成问题，预计收入小幅超过年初规划，但利润有望创 5 年最高。

作为马鞍山最大的国企，新任市委书记在调研时，承诺积极支持公司做大做强，预计后期会有如税收、土地、金融（股权质押获取资金）等政策支持。

公司与基建投资、房地产等业务密切相关，在开发商拿地积极性提升、开工率提高的情况下，预计 2010 年收入将继续提高。

预计 09、10 年 EPS 为 0.35 元、0.44 元，动态 PE 为 21.37 倍、17 倍，低于行业平均水平（09 年/24 倍、10 年/19 倍），我们首次给予“推荐”评级，目标价格为 8.8 元，相当于 10 年 20 倍 PE。

表 1：盈利预测与估值

|                   | 2006A    | 2007A    | 2008A    | 2009E    | 2010E    |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入(百万元)        | 1,760.51 | 2,116.86 | 1,876.57 | 2,337.57 | 2,904.30 |
| 同比(%)             | 50.06    | 20.24    | -11.35   | 23.7     | 25.32    |
| 归属上市公司股东的净利润(百万元) | 31.2     | 39.55    | 22.67    | 65.62    | 82.49    |
| 同比(%)             | 44.11    | 26.76    | -42.68   | 189.46   | 25.71    |
| 摊薄 EPS-(元)        | 0.1664   | 0.211    | 0.1209   | 0.35     | 0.44     |
| 市盈率(倍)            | 44.95    | 35.45    | 61.87    | 21.37    | 17       |
| 市净率(倍)            | 3.1      | 2.91     | 2.89     | 2.73     | 2.55     |

（数据来源：公司报告 爱建证券）

图 1：单季收入稳步回升（万元）

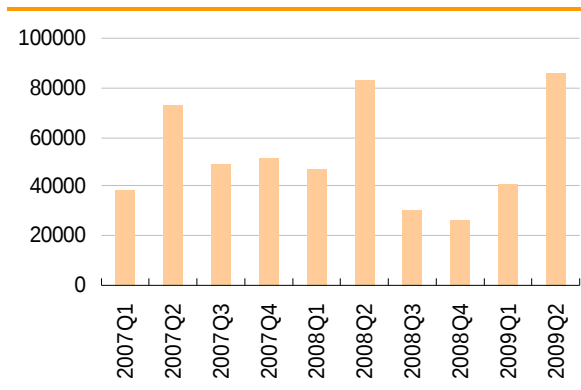


图 2：单季利润强劲增长（万元）

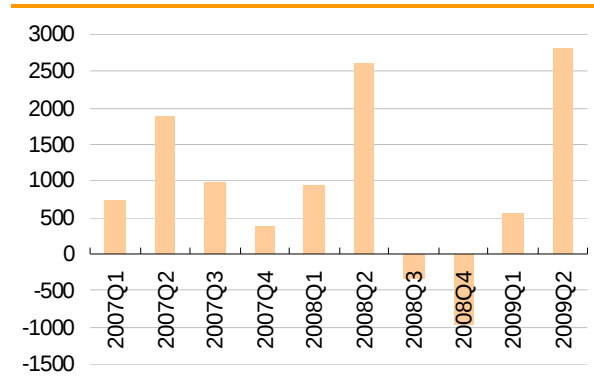


图 3：经营活动产生的现金流量净额(万元)

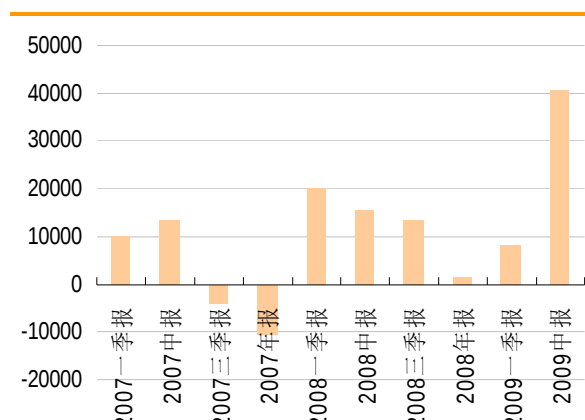


图 4：盈利能力增强

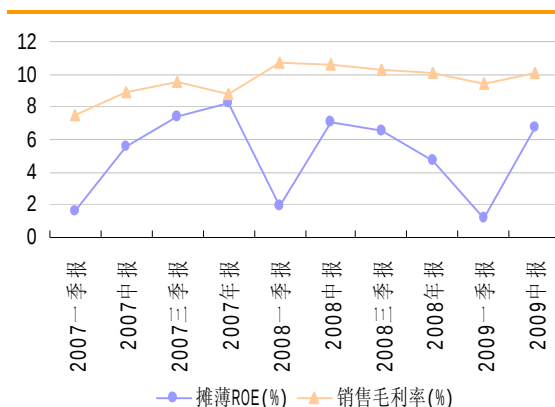


图 5：资产负债率 (%)

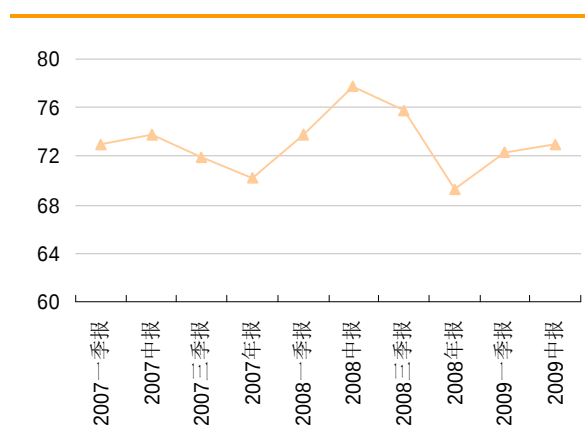
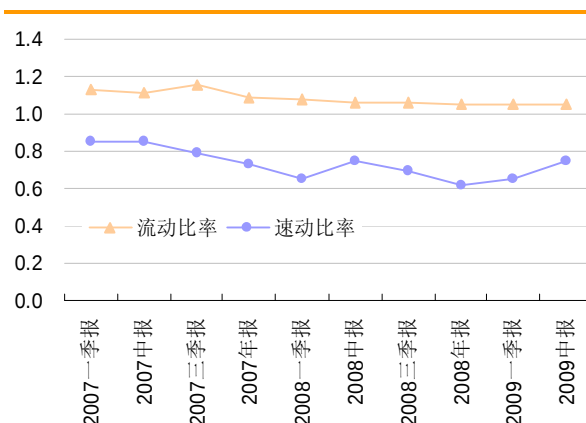
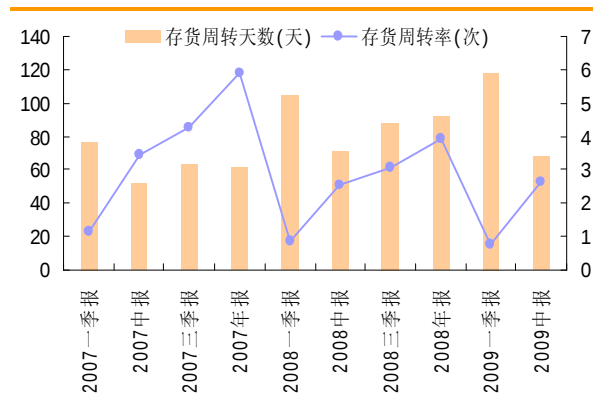


图 6：偿债能力良好 (%)



图：营运能力明显增强



(数据来源: Wind 爱建证券)

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

### I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

## 重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。