

星马汽车（600375）：收购华菱汽车，提升盈利能力 买入（上调）

机械行业

2009年12月1日

姜生叶

010-66045764

jiangsy@txsec.com

事件描述：

2009年11月30日公司公告，公司拟以每股8.18元的价格，向星马集团、省投资集团、星马创投、富华投资、华威建材、鼎悦投资、史正富先生、杭玉夫先生、楼必和先生发行股份收购其合计持有的华菱汽车100%股权，发行股份数量约为20537.90万股，发行股份购买资产完成后，华菱汽车成为上市公司的全资子公司，公司第一大股东未变，仍为华神建材，但持股比例由30.73%降至14.67%，总股数将由18748.125万股变为39286.02万股。

评论：

- 1. 非公开发行后，公司主营业务将增加重型汽车及底盘的生产和销售。**非公开发行前，星马汽车主营业务是散装水泥车、混凝土搅拌运输车及混凝土泵车，是国内最大的罐式专用汽车生产企业。2009年上半年公司收入结构是，混凝土搅拌运输车收入占总收入比例为63%，散装水泥车收入比例为29%，混凝土泵车和自卸车收入各占4%。购买资产华菱汽车的主营业务是重型汽车、汽车底盘和汽车零部件的生产和销售。从2009年前三季度的收入看，华菱汽车收入为25亿元，是上市公司星马汽车19亿元的1.3倍，实现净利润2亿元，为上市公司星马汽车5306万元的3.9倍。
- 2. 收购资产后可提升公司毛利率。**非公开发行前，星马汽车主要原材料汽车底盘主要是从华菱汽车采购，构成了关联交易，非公开发行完成后，预计可提升原有产品的毛利率。另外，华菱汽车产品毛利率在原材料价格下降后有所提升，2009年前三季度毛利率为13.36%，要高于原有产品专用汽车的11.16%。因此，预计资产整合完成后，可提升公司综合毛利率。
- 3. 看好收购资产公司所在的重卡行业。**目前，星马汽车专用汽车行业制造位于国内同行业第一，市场占有率约为30%，华菱汽车位于国内重卡行业第八，市场占有率约为3%。随着4万亿投资拉动，基础设施建设增加，物流行业回暖等，2009年以来，重卡行业销售从低谷回升，行业增长率从1月份的下降60%变为增长71%。预计重卡行业将随着经济回暖而景气度逐步提升，从而也有利于公司盈利增加。
- 4. 购买资产价格比较便宜，可提升公司整体盈利能力。**按公司披露标的资产2009年前三季度的净资产计算，收购资产的PB为2倍、PE为8倍，而上市公司前三季度PB为3倍、PE为32倍，收购价格相对较低，有利于优化上市公司资产。

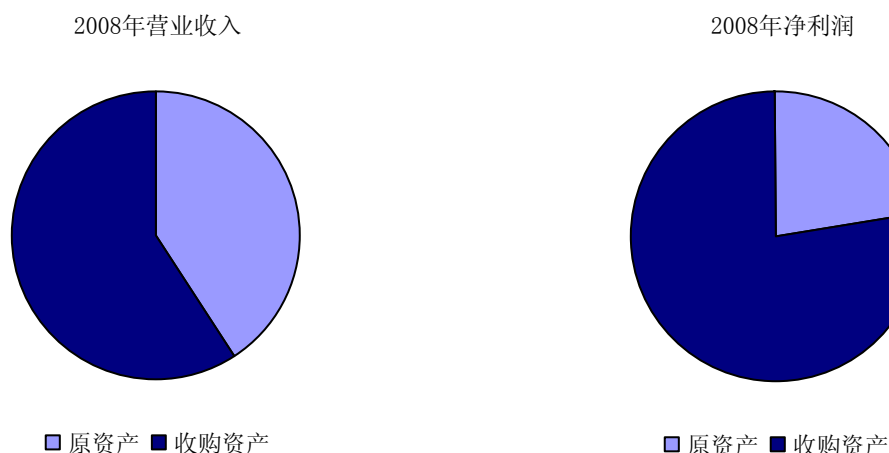


盈利预测假设：1、2009年非公开发行完成；2、预计未来公司所在专用汽车可重卡行业随着经济回暖景气度提升；3、毛利率随着公司整合而有所提升；4、按2008年关联交易比例扣抵消关联交易收入。

假设2009年公司非公开发行购买资产可完成，预计增厚2009年EPS0.2元，2010年EPS0.23元。因此，预计2009-2011年EPS为0.61元、0.71元和0.86元，按11月30日收盘价9.72元计算，对应的动态市盈率为14倍和12倍和10倍，交易完成后公司盈利能力增强，估值相对有优势，按2010年公司合理PE为20倍计算，对应的价格为14.3元。因为公司目前估值较低以及未来看好重卡行业，所以上调公司评级至买入。

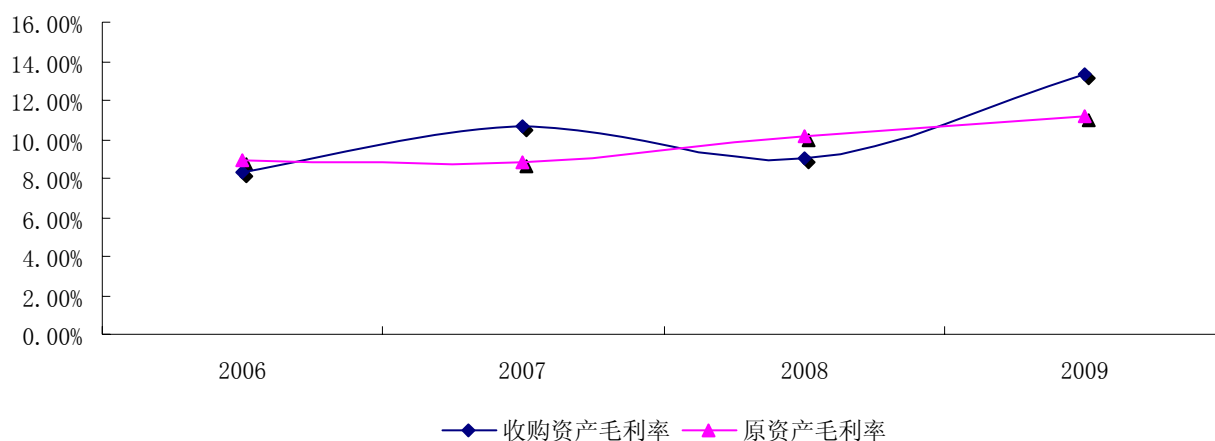
风险提示：1、此次交易审批风险；2、重组进度及价格变动风险；3、补缴税金对当期损益影响的风险；4、原材料价格波动风险。

图表 1：原资产与收购资产收入及净利润比例图



数据来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

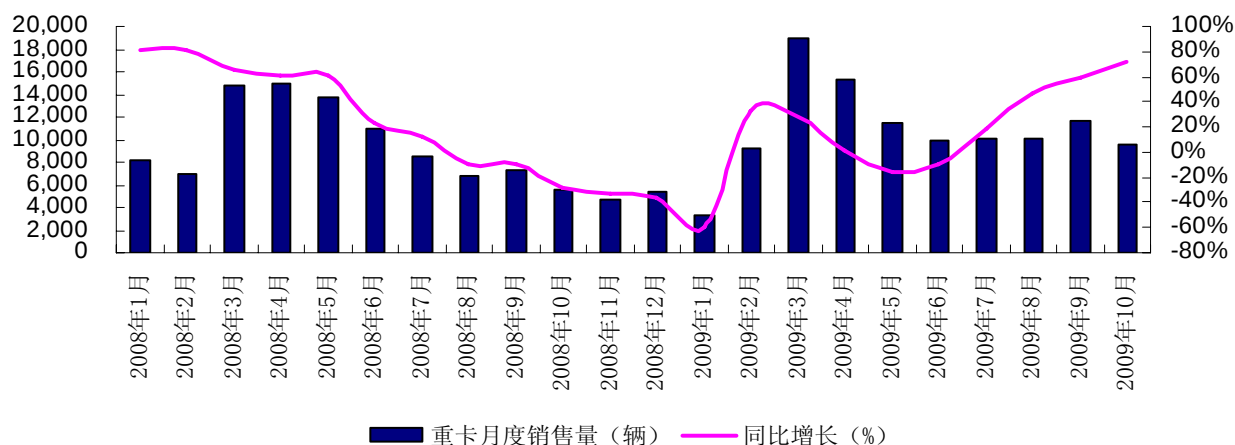
图表 2：原资产与收购资产毛利率比较



数据来源：公司公告、天相投资顾问有限公司



图表 3: 重卡行业月度销售数据



数据来源: 公司公告、天相投资顾问有限公司

表 1: 盈利预测表 (单位: 万元)

表: 盈利预测表: (单位: 万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	211,686	187,657	538,972	646,767	776,120
营业收入增长率	20.24%	-11.35%	45.00%	20.00%	20.00%
减: 营业成本	193,088	168,687	472,679	567,214	680,657
毛利率	8.79%	10.11%	12.30%	12.30%	12.30%
营业税金及附加	357	114	269	647	388
资产减值损失	256	252	2,156	2,587	3,104
销售费用	3,536	4,219	10,240	12,935	15,522
销售费用率	1.67%	2.25%	1.90%	2.00%	2.00%
管理费用	4,676	6,301	15,091	18,109	21,731
管理费用率	2.21%	3.36%	2.80%	2.80%	2.80%
财务费用	3,344	4,619	8,624	10,348	12,418
财务费用率	1.58%	2.46%	1.60%	1.60%	1.60%
期间费用	11,556	15,139	33,955	41,393	49,672
期间费用率	5.46%	8.07%	6.30%	6.40%	6.40%
投资净收益	0	0	0	0	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	6,429	3,466	29,913	34,925	42,299
营业利润率	3.04%	1.85%	5.55%	5.40%	5.45%
加: 营业外收入	10	68	0	0	0
减: 营业外支出	39	49	0	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	5	0	0	0	0
三、利润总额	6,400	3,485	29,913	34,925	42,299
减: 所得税	2,445	1,218	6,001	7,003	8,478
实际所得税率	38.20%	34.94%	20.06%	20.05%	20.04%
四、净利润	3,955	2,267	23,912	27,922	33,821
净利润增长率	26.77%	-42.68%	954.71%	16.77%	21.12%
归属母公司所有者的净利润	3,955	2,267	23,912	27,922	33,821
母公司净利润增长率	26.77%	-42.68%	954.71%	16.77%	21.12%
净利率	1.87%	1.21%	4.44%	4.32%	4.36%
少数股东权益	0	0	0	0	0
每股收益(元)	0.21	0.12	0.61	0.71	0.86

数据来源: 公司年报、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100