

星马汽车 600375.SH

2009.11.30

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

资产注入打开公司发展空间

——《发行股份购买资产暨关联交易预案》点评

事件:

11月30日,星马汽车发布《发行股份购买资产暨关联交易预案》称:公司拟向星马集团、省投资集团、星马创投、富华投资、华威建材、鼎悦投资及三位自然人发行股份收购其合计持有的华菱汽车100%股权。拟购资产预估值为16.8亿元,拟发行股份数量约为20537.90万股,发行价格为8.18元/股,本次发行股份购买资产完成后,华菱汽车成为公司的全资子公司。

分析与点评:

1、顺应行业趋势,突破发展瓶颈

3月,国家公布的《汽车产业调整和振兴规划》中明确提出行业2009—2011年兼并重组的具体目标;5月,安徽省公布了《安徽省汽车产业调整和振兴规划》,鼓励省内汽车企业联合重组和调整,并分别对星马汽车和华菱汽车做出具体要求:

◇ 星马汽车:作为省内专用车改装生产重点企业,力争到2011年生产各种建筑工程类专用车1万辆,销售收入40亿元。继续巩固和发展各种建筑工程类专用车的基础上,开发混凝土泵车系列产品。

◇ 华菱汽车:作为国家重型载货车重点生产企业,力争到2011年重型载货车及底盘产能达到3万辆,销售收入50亿元。重点发展中重型载货车及配套的发动机、车桥等关键零部件。

公司主营业务为散装水泥车、混凝土搅拌车、混凝土泵车等专用汽车、汽车配件的生产与销售。由于受现有产品结构单一、高附加值的产品缺乏、受原材料价格波动影响较大等因素影响,公司的经营发展遇到瓶颈。

如果能够完成此次重组,一方面,顺应了国家和安徽省汽车产业发展政策,另一方面,可以突破公司现有发展瓶颈,为后续快速稳定发展奠定基础,全面提升竞争力。

2、主营业务向重卡领域延伸

华菱汽车的实际控制人为马鞍山市人民政府,主营业务为重型汽车、汽车底盘及汽车零部件的研发生产、销售,现已形成年产15000台重型汽车的生产能力,是国内重要的重型汽车生产研发基地。华菱重卡是在日本三菱技术基础上开发的重型汽车产品系列。华菱汽车03年成立以来,公司快速成长,位居全国重卡行业第八,市场占有率约3%。

今年前三季度,华菱汽车销售车辆10560台,实现销售收入25.17亿元,净利润2.08亿元,毛利率13.36%。

建筑机械

评级: 强烈推荐(调高)

上次评级: 推荐

目标价格: ¥15

上次预测: ¥8.80

当前价格: ¥9.72

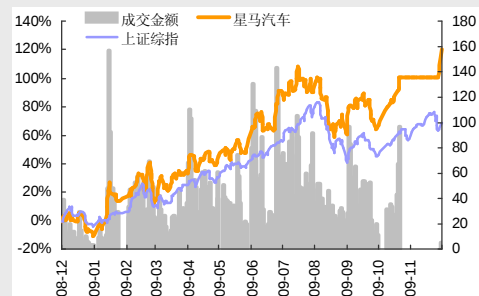
基础数据(增发后预测值)

总股本/流通A股(亿股)	3.93/2.05
总市值(亿元)	38.19
流通市值(亿元)	18.22
每股净资产(元)	3.46
净资产收益率(%)	19.2%

交易数据(增发后预测值)

52周内股价区间(元)	3.98~9.72
静态PE(TTM,倍)	14.9
09动态PE(倍)	11.4
市净率(倍)	2.81

52周内股价走势



侯英民 褚艳辉

行业研究员

电话

021-32229888*3507

邮箱

chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

9月看全年 利润有望创5年最高——星马汽车调研报告

2009.9.24

请务必阅读正文之后的重要声明

华菱汽车产品形成了三大平台：即以星凯马系列为代表的高端产品平台，以老款系列为代表的中高端产品平台和以华菱之星系列为代表的轻量化产品平台。

表 1：星马汽车与华菱汽车主营对比

	星马汽车	华菱汽车
所属行业	专用汽车制造行业	整车制造行业
主营业务	散装水泥车、混凝土搅拌车、混凝土泵车、压缩式垃圾运输车、重型自卸车等专用汽车、配件的生产与销售	载货汽车类（重型汽车）、自卸汽车类、牵引汽车类、汽车底盘及零部件的研发生产与销售

（数据来源：公司公告 爱建证券）

星马汽车具备专用车生产资格，华菱汽车具备重型汽车及客车生产资格，通过重组华菱汽车，可使公司拥有汽车底盘、重型载重卡车和多系列专用车生产制造能力，扩大了生产经营范围，丰富了产品结构，使重型汽车与专用车生产有机结合，充分发挥公司与华菱汽车在产业上的优势互补，提升在重型汽车行业和专用车行业的竞争力。

3、显著改善公司财务状况、提升盈利能力

（由于拟购买资产的审计报告、评估报告及盈利预测报告尚未披露，我们不能准确分析重组后上市公司的财务状况、盈利能力、现金流量等具体情况。）

交易完成后，华菱汽车全部资产进入上市公司，在增厚公司业绩的同时，显著提高公司资产规模、业务收入、盈利能力等，有利于公司的长期发展。今年前三季度，华菱汽车全面摊薄 ROE 为 24.80%，大大高于星马汽车（10.20%）14.6 个百分点。

华菱汽车在 2006 年主要经济指标尚低于星马汽车，但经过 3 年的发展，今年前三季度，华菱汽车的总资产规模、营业收入、归属于母公司股东的净利润分别是星马汽车的 1.87 倍、1.32 倍、2.92 倍。

图 1：资产总计（亿元）

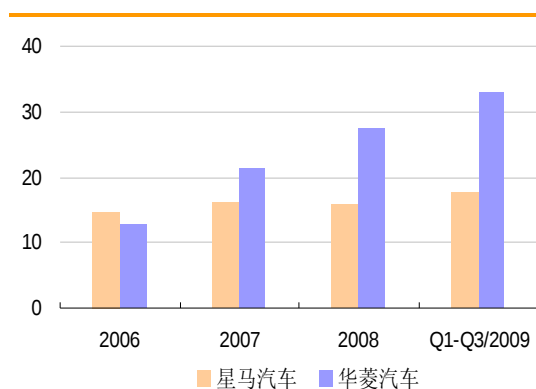


图 2：负债合计（亿元）

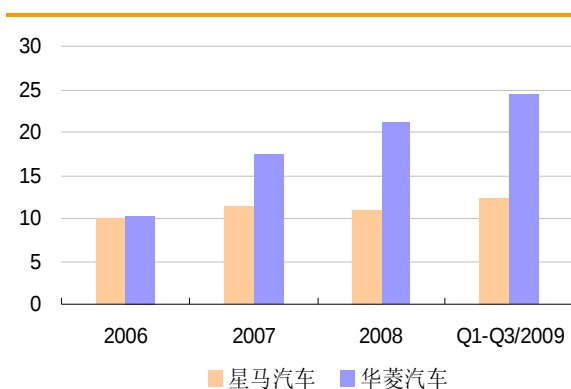


图 3: 归属母公司的股东权益 (亿元)

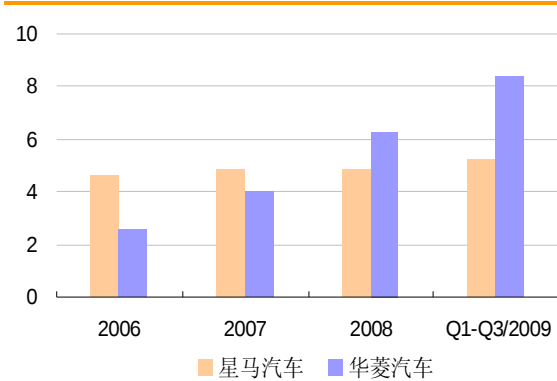


图 4: 营业收入 (亿元)

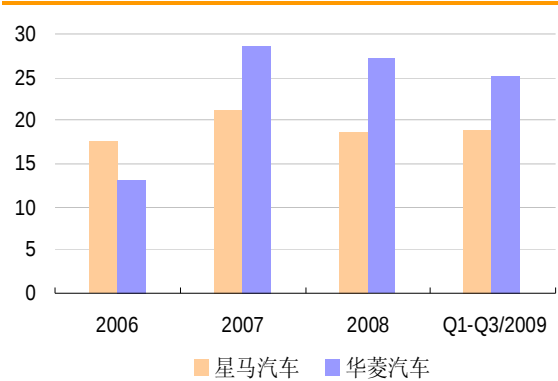
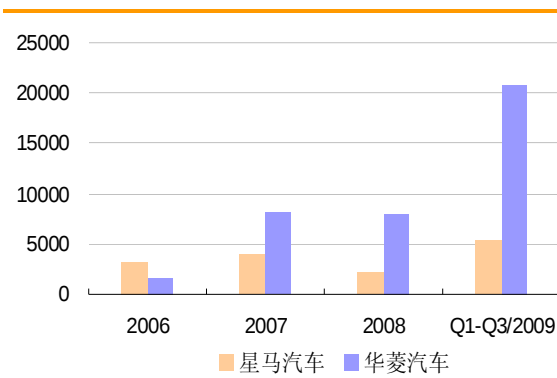


图 5: 归属母公司股东的净利润 (万元)

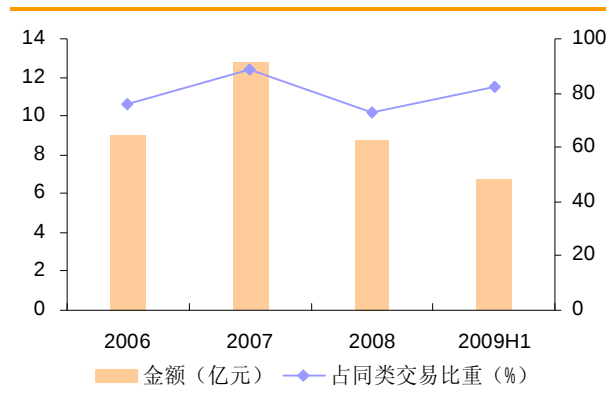


(数据来源: 公司公告 爱建证券)

4、关联交易大大减少

公司每年与华菱汽车存在大量金额的关联交易, 其中, 06-08 年采购自华菱汽车的底盘与配件合计分别为 9.24 亿、12.91 亿、8.81 亿, 华菱汽车是公司专用汽车底盘的最主要供应商, 占底盘采购的 80% 左右。本次重组能够消除该部分关联交易。

图 6: 公司采购华菱汽车底盘金额 (亿元) 及占同类交易比重 (%)



(数据来源: 公司公告 爱建证券)

5、华神建材仍为第一大股东, 但持股比例大幅下降

表 2：重组前后股东构成

重组前			重组后		
股东名称	持股数（万股）	持股比例（%）	股东名称	持股数（万股）	持股比例（%）
华神建材	5761.48	30.73	华神建材	5761.48	14.67
开发区公司	1121.60	5.98	史正富	4921.09	12.53
担保集团	637.67	3.40	星马创投	3625.35	9.23
社会公众股	11227.38	59.89	省投集团	3067.54	7.81
合计	18748.13	100.00	星马集团	2788.64	7.10
			富华投资	2231.03	5.68
			华威建材	1673.22	4.26
			开发区公司	1121.60	2.85
			杭玉夫	1087.69	2.77
			鼎悦投资	948.23	2.41
			担保集团	637.67	1.62
			楼必和	195.11	0.50
			社会公众股	11227.38	28.57
			合计	39286.02	100.00

（数据来源：公司公告 爱建证券）

6、拟注入资产收购价格并不高

我们认为，此次资产收购的价格并不高。根据公告，采用收益法，华菱汽车 100%股权预估价值约为 16.8 亿元；前三季度，华菱汽车的净资产和净利润分别为 8.39 亿和 2.08 亿，对应 PB 为 2 倍，我们预测全年净利润约为 2.7 亿（未考虑补缴税金），对应 09 年动态 PE 为 6.2 倍。

此外，支撑这一估值的要素包括：

- ◇ 华菱汽车近几年销量快速增长，企业盈利稳步提高，市场影响力逐步扩大，在重卡行业已拥有较高知名度和市场渗透力，企业整体获利能力增强
- ◇ 华菱汽车已经形成的专利和非专利技术、营销网络、生产经营许可权、人力团队、商标权及品牌等无形资产对企业的未来盈利能力和实际生产经营产生了重要影响

7、风险提示

- ◇ 经济波动等因素影响拟置入资产盈利水平
- ◇ 钢材、关键零部件价等原材料价格上涨减少盈利空间
- ◇ 华菱汽车设立未满十年但企业性质变更，原所得税税收优惠政策调整，补缴税金数额较大
- ◇ 资产重组进度仍然存在不确定

8、投资建议

此次重组后，公司基本面发生重大改变，由原有的专用车领域进入重卡领域，且拟注入资产在资产规模、业务收入、盈利能力等方面大大好于目前水平。

我们在《9 月看全年 利润有望创 5 年最高》调研报告中首次给予“推荐”的投资评级，由于拟购买资产的审计报告、评估报告及盈利预测报告尚未披露，我们谨慎预计 09 年 EPS 为 0.85 元（未考虑补缴税金），对应 09 年动态 PE 为 11.4 倍，根据我们的投资评级说明，调高至“强烈推荐”。

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。