

# 星马汽车（600375）建筑、农业机械

## —优质资产注入，业绩大幅增长

|      |    |      |   |     |       |   |
|------|----|------|---|-----|-------|---|
| 投资评级 | 推荐 | 公司评级 | A | 收盘价 | 12.94 | 元 |
|------|----|------|---|-----|-------|---|

### 投资要点：

#### ● 国内最大的罐式专用汽车生产企业

公司是目前国内最大的罐式专用汽车生产企业，其中散装水泥车占全国市场50%以上份额，连续6年夺得全国产销第一；混凝土搅拌车替代进口产品，产销占全国第1位，市场占有率为35-40%。

#### ● 现有业务将继续保持稳定增长

公司所处细分行业属于专用汽车行业中的工程类专用汽车制造业，主要涉及散装水泥车、混凝土搅拌车、混凝土泵车和自卸车等几个产品市场。虽然全球金融危机带来的不利影响逐步显现，但国家扩大内需、加大基础设施建设、发展散装水泥和商品混凝土、倡导环境保护政策的稳步实施，以及装备制造业振兴规划的出台，都将推动工程类专用车行业的快速发展，公司现有业务将继续保持稳定增长。

#### ● 资产注入明显增厚上市公司业绩

本次发行股份购买资产完成后，华菱汽车将成为公司的全资子公司。考虑到重卡行业需求的增长，华菱汽车未来2-3年的净利润也将稳定增长，预计华菱2009年、2010年和2011年的净利润将分别为2.6亿元、2.8亿元和3.15亿元，资产注入完成后，将明显增厚上市公司业绩。

#### ● 盈利预测和投资建议

不考虑华菱汽车的注入，预计公司 2009 年、2010 年、2011 年的收入将达到 24.73 亿元、29.33 亿元、33.66 亿元，增速分别为 31.78%、18.60%、14.78%；2009 年、2010 年、2011 年归属母公司的净利润将达到 7,126 万元、8,326 万元、9,973 万元，每股收益分别为 0.38 元、0.44 元、0.53 元。

如果华菱汽车能顺利注入，将给公司 2009 年、2010 年、2011 年增加 2.6 亿元、2.8 亿元和 3.15 亿元的净利润，资产注入完成后，公司 2009 年、2010 年、2011 年的完全摊薄每股收益分别为 0.84 元、0.92 元、1.06 元，考虑到目前的股价仍有较大的上涨空间，给予其推荐的投资评级。

|           | 2008   | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 1,877  | 2,473 | 2,933 | 3,366 |
| 营业收入增长率   | -11%   | 32%   | 19%   | 15%   |
| 净利润（百万元）  | 23     | 71    | 83    | 100   |
| 净利润增长率    | -43%   | 214%  | 17%   | 20%   |
| EPS（元）    | 0.12   | 0.38  | 0.44  | 0.53  |
| ROE       | 4.7%   | 13.2% | 13.4% | 13.8% |
| P/E       | 107.83 | 34.05 | 29.41 | 24.42 |

2009 年 12 月 3 日

### 主要数据

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 52 周最高/最低价(元) | 12.94/3.98       |
| 上证指数/深圳成指     | 3269.75/13800.50 |
| 50 日均成交额(百万元) | 12.30            |
| 市净率(倍)        | 4.99             |
| 股息率           | 0.77%            |

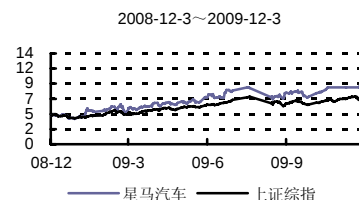
### 基础数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 流通股(百万股)  | 187.48  |
| 总股本(百万股)  | 187.48  |
| 流通市值(百万元) | 2426.01 |
| 总市值(百万元)  | 2426.01 |
| 每股净资产(元)  | 2.59    |
| 净资产负债率    | 225.50% |

### 股东信息

|       |               |
|-------|---------------|
| 大股东名称 | 马鞍山华神建材工业有限公司 |
| 持股比例  | 30.73%        |

### 52 周行情图



### 相关研究报告

- 《星马汽车（600375）：资产注入提升公司竞争力》，2009-11-30
- 《星马汽车（600375）：业绩同比基本持平，未来成长看房地产》，2009-7-28

### 联系方式

|      |                                 |
|------|---------------------------------|
| 研究员： | 张 微 姚春雷                         |
| 电 话： | 021-51097188-1932               |
| 电 邮： | zhangwei2@gyzq.com.cn           |
| 联系人： | 赵喜娟                             |
| 电 话： | (86-21) 51097188-1952           |
| 电 邮： | zhaoxijuan@gyzq.com.cn          |
| 地 址： | 中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F（200120） |

## 目 录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 第 1 部分 公司概况 .....        | 4  |
| 1.1 公司简介 .....           | 4  |
| 1.2 主要产品 .....           | 4  |
| 第 2 部分 公司运行状况分析 .....    | 5  |
| 2.1 公司生产销售情况 .....       | 5  |
| 2.2 公司收入明显回升 .....       | 5  |
| 2.3 利润水平逐渐提高 .....       | 6  |
| 第 3 部分 公司业务分析与预测 .....   | 7  |
| 3.1 固定资产投资高位运行 .....     | 7  |
| 3.2 房地产市场逐步回暖 .....      | 8  |
| 3.3 水泥散装率不断提高 .....      | 10 |
| 3.4 公司收入预测 .....         | 10 |
| 第 4 部分 资产注入提升公司竞争力 ..... | 11 |
| 4.1 资产注入方案 .....         | 11 |
| 4.2 重卡市场容量巨大 .....       | 12 |
| 4.3 业绩贡献预测 .....         | 14 |
| 4.4 资产注入形成长期利好 .....     | 15 |
| 第 5 部分 盈利预测及投资建议 .....   | 15 |
| 5.1 盈利预测 .....           | 15 |
| 5.2 投资建议 .....           | 16 |
| 第 6 部分 风险提示 .....        | 16 |

## 图 表 目 录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图 1: 营业收入构成.....           | 4  |
| 图 2: 混凝土搅拌车和散装水泥运输车.....   | 4  |
| 图 3: 主要产品销量.....           | 5  |
| 图 4: 单季度收入及增速.....         | 6  |
| 图 5: 钢材价格.....             | 6  |
| 图 6: 利润水平.....             | 7  |
| 图 7: 城镇固定资产投资完成额及增速.....   | 7  |
| 图 8: 调整后的中长期铁路网规划.....     | 8  |
| 图 9: 国家高速公路网布局方案.....      | 8  |
| 图 10: 房地产开发投资完成额及增速.....   | 9  |
| 图 11: 房屋新开工面积及增速.....      | 9  |
| 图 12: 水泥行业产量及散装率.....      | 10 |
| 图 13: 此次资产注入前股权结构.....     | 11 |
| 图 14: 此次资产注入后股权结构.....     | 12 |
| 图 15: 重卡行业销量.....          | 12 |
| 图 16: 重卡、中卡销量比例.....       | 13 |
| 图 17: 铁路、公路、水运货物周转量占比..... | 13 |
| 图 18: 铁路、公路、水运周转量月度同比..... | 14 |
| 图 19: 公司 PE 和 PB Band..... | 16 |
| <br>                       |    |
| 表 1: 分产品销量和收入预测.....       | 10 |
| 表 2: 华菱汽车近三年一期利润表主要数据..... | 14 |
| 表 3: 华菱汽车收入预测.....         | 15 |
| 表 4: 盈利预测.....             | 16 |

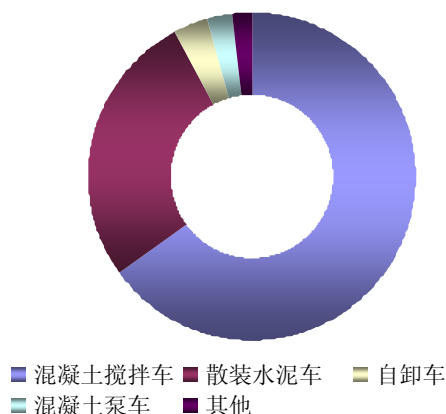
## 第 1 部分 公司概况

### 1.1 公司简介

星马汽车始建于1970年，是我国工程类专用汽车行业的重要骨干企业，具备年产各类专用汽车10,000辆的生产能力。

公司主导产品有散装水泥运输车、混凝土搅拌车、混凝土泵车、压缩式垃圾运输车、重型自卸车等共计8大系列100多个品种规格，其中混凝土搅拌车和散装水泥车是公司的主要产品，以今年中报披露的数据计算，两者合计占营业收入的92.09%。

图 1：营业收入构成



资料来源：公司公告

公司是目前国内最大的罐式专用汽车生产企业，其中散装水泥车占全国市场50%以上份额，连续6年夺得全国产销第一；混凝土搅拌车替代进口产品，产销占全国第1位，市场占有率为35-40%。

### 1.2 主要产品

公司主要产品有散装水泥车和混凝土搅拌车两种，散装水泥运输车适用于水泥、粉煤灰、石灰粉、矿石粉等颗粒直径不大于0.1mm的粉粒干燥物料的公路运输和气压卸料，受散装水泥等物料需求波动的影响较大，一般与基建项目和房地产施工的关联度较高。

图 2：混凝土搅拌车和散装水泥运输车



资料来源：公司网站

现在筑路和大型建筑工程中，为了保证混凝土的质量，提高工作效率，减少环境污染，常设有专门的混凝土搅拌站等专用设备生产混凝土，然后用自卸汽车送往施工场地，直接浇注。但是，如果混凝土的运输距离和时间稍长，水泥将会沉淀而与水分离，破坏混凝土的均匀性；同时，沉积在车厢底部的水泥很难卸掉，增加了货损，减少了自卸汽车的实际装运质量。

混凝土搅拌车是一种在运输过程中不断地对所装运的混凝土进行慢慢搅拌的专用汽车，其克服了用一般自卸汽车运输混凝土的这一缺点，保证了混凝土的浇注质量，因而一般用于房地产和城市内小型基建等项目的施工过程中。

## 第2部分 公司运行状况分析

### 2.1 公司生产销售情况

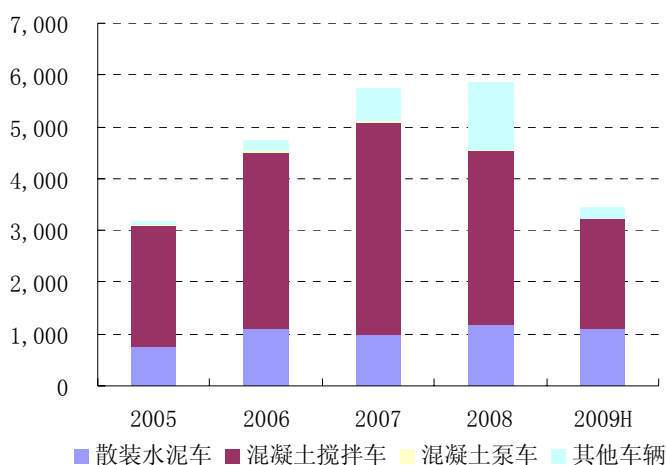
过去几年，公司散装水泥车的生产销售基本保持稳定，其中2005年和2007年销量都小于1,000辆，这主要是由于宏观调控和固定资产投资增速放缓的影响。

公司所处行业为专用汽车制造业，其主要产品散装水泥运输车主要用于满足民用建筑和铁路、公路、能源、机场、港口、水利水电等基础设施的施工所需水泥的运输要求，产品的市场需求与全社会的基本建设投资量高度相关。

公司混凝土搅拌车的生产销售在2007年之前出现了稳定的增长，但2008年受金融危机的冲击，产品销售下滑明显，这主要是受当年房地产开发投资增速大幅下滑影响所致。

混凝土搅拌车主要用于房地产和城市内小型基建等项目的施工过程中，下游需求与房地产投资和房屋开工密切相关。

图3：主要产品销量



资料来源：公司公告

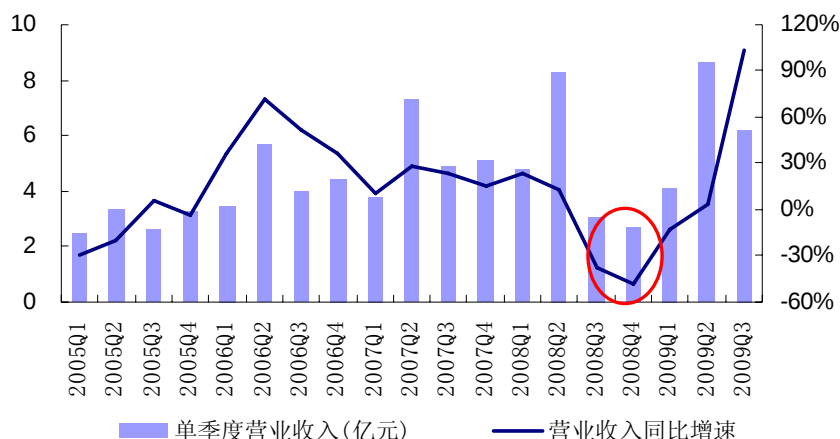
今年以来，随着国家4万亿投资拉动内需政策以及国家汽车产业调整和振兴规划、装备制造业振兴规划的颁布实施，公司产品市场需求旺盛，从今年3月份开始经营形势开始呈恢复性好转。

公司上半年共销售各类专用车辆3,455辆，其中散装水泥车1,096辆，混凝土搅拌车2,123辆。受国家基建投资的拉动，上半年散装水泥车销售旺盛，销量比去年同期增加了27.15%，而受房地产投资和新开工面积影响较大的混凝土搅拌车在从3季度开始出现了销售火爆的情况，公司整体情况明显好于去年。

### 2.2 公司收入明显回升

除2005年和2008年外，公司过去几年一直保持着稳定的增长。国家宏观政策的变化和国民经济发展的速度，对公司产品的销售影响很大，2004年末至2005年，为了抑制固定资产投资规模的过快增长，国家出台了部分宏观调控政策，固定资产投资及基本建设投资的增长速度均出现了一定程度的回落，公司收入和利润增速都处于低位；但2006年及2007年行业需求转暖，公司销售收入和利润皆出现了大幅度的提升。

图 4：单季度收入及增速



资料来源：公司公告

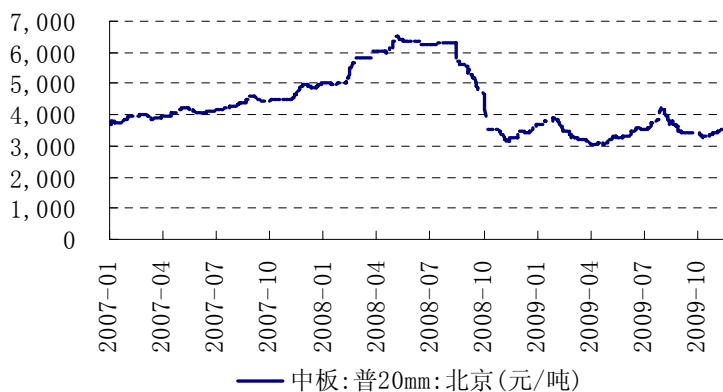
2008 年受到雪灾、汶川地震、国际金融危机的影响，市场形势急剧变化，受国内外宏观经济和国Ⅲ排放标准实施等一系列因素的共同影响，我国建筑工程类专用汽车行业总体上呈现“上半年快速增长，下半年迅速回落”的剧烈波动走势，公司结束了高速增长的趋势，国内市场需求急剧萎缩，产品出口受到抑制，经济效益明显下滑。

今年以来，随着国家 4 万亿投资拉动内需政策以及国家汽车产业调整和振兴规划、制造装备业振兴规划的颁布实施，公司经营形势开始呈恢复性好转，企业综合竞争力不断增强，开创了平稳较快发展的新局面，1-9 月份公司实现营业收入 18.96 亿元，同比增长 17.75%，回升势头良好。

### 2.3 利润水平逐渐提高

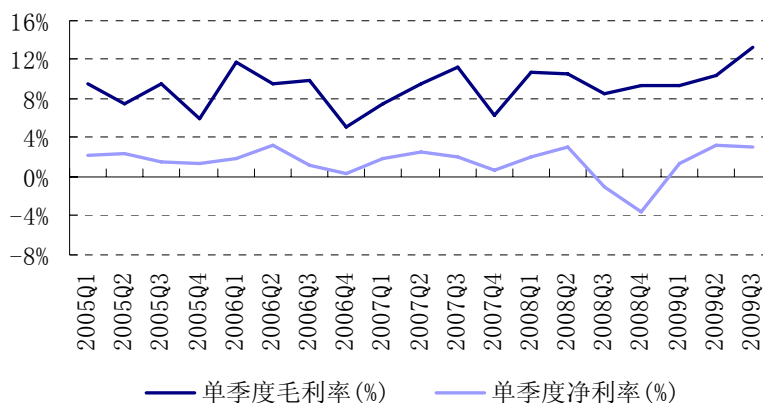
受需求萎缩的影响，08 年下半年钢材价格大幅度降低，公司成本压力逐渐减轻，产品毛利水平稳中有升；今年以来，钢材价格小幅波动，对成本影响不大，随着销售情况的逐渐好转，公司的利润水平逐渐提高。

图 5：钢材价格



资料来源：我的钢铁网

图 6：利润水平



资料来源：公司公告

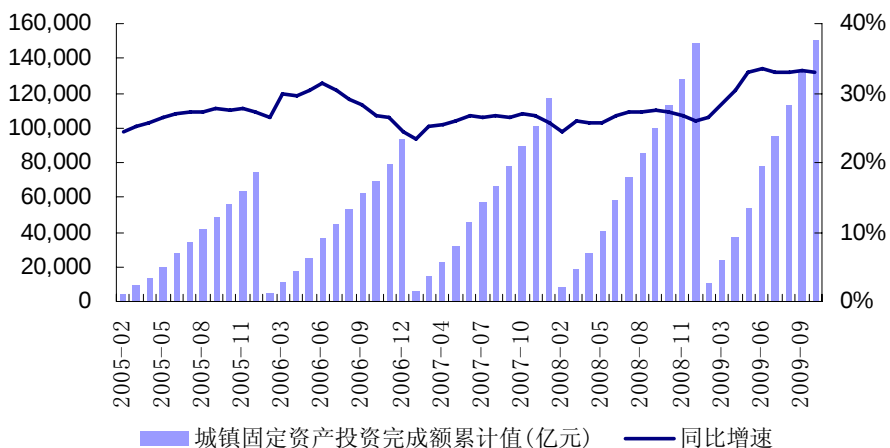
## 第 3 部分 公司业务分析与预测

专用汽车与国民经济的发展息息相关，它不像轿车主要用于私人消费，而是直接参与国家经济建设，不论用于运输或施工作业，它对经济建设的发展都起着十分重要的促进作用。反之，经济建设的发展也会带动专用汽车的发展，为专用汽车提供广阔的市场。公司目前所处细分行业属于专用汽车行业中的工程类专用汽车制造业，主要涉及散装水泥车、混凝土搅拌车、混凝土泵车和自卸车等几个产品市场。虽然全球金融危机带来的不利影响逐步显现，但国家扩大内需、加大基础设施建设、发展散装水泥和商品混凝土、倡导环境保护政策的稳步实施，以及装备制造业振兴规划的出台，都将推动工程类专用车行业的快速发展。

### 3.1 固定资产投资高位运行

今年固定资产投资依然高位运行，1-10 月份城镇固定资产投资完成额累计为 150,709.76 亿元，同比增长 33.10%，处于历史的相对高位，预计全年城镇固定资产投资总额有望超过 18 万亿。

图 7：城镇固定资产投资完成额及增速



资料来源：国家统计局

现在市场对于明年年固定资产投资增速放缓的担忧比较多，主要是因为今年固定资产投资增速较高、基数较大，给明年的增速带来一定的压力，我们认为明年固定资产投资难以继续维持 30% 以上的高增长，但仍然会保持合理的规模和适当的增速，这主要是基于以下几点判断：

- 1) 保增长仍然是今后一段时间的主要目标

10月21日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，分析当前经济形势，研究部署今年后几个月的经济工作。会议首次提出，经济回升向好的趋势得到巩固，并将保增长列为今后几个月的重点调控内容之一。

因此，在优化结构的前提下继续保持投资的较快增长，对于宏观经济稳定运行来说意义重大。要在保增长的前提下进行结构调整，必然要保持合理的投资规模，稳定投资对经济的拉动作用。

## 2) 基建投资力度不减

基建投资一直是政府抵抗经济下滑的重要手段，具有明显的反周期特征，目前经济复苏趋势基本确立，但还没达到正常的景气水平，因此预计政府对基建的投资力度不会减弱，从而对固定资产投资形成一定的拉动。

除去今年已经开工的众多基建项目之外，未来的基本建设项目还将密集开工，明后年铁道部每年仍有不低于7,000亿投资的计划，目前全国已经上马了76个铁路建设项目，其中，全国开工建设的客运专线项目有38个，建成投产了5个，预计到2012年底，将有1.3万公里高速铁路投入运营，规划中四纵四横的高速客运专线网络将初步建成。长期来看，规划中的铁路网和高速铁路网会确保铁路项目的持续开工，对固定资产投资将持续保持拉动作用。

图 8：调整后的中长期铁路网规划

中国高速铁路网规划



资料来源：铁道部

公路、水路交通方面，年初交通运输部做出实现1万亿元投资规模的计划，主要包括公路、沿海港口、内河港口航道以及交通运输枢纽等附属设施的建设。1-10月份公路、水运等部门实现交通投资8,665.92亿元，同比增长39.13%，预计明年的投资规模会继续加大。长期来看，国家高速公路网布局方案保证了未来高速公路建设的规模和速度，也将对固定资产投资产生重要的拉动作用。

图 9：国家高速公路网布局方案



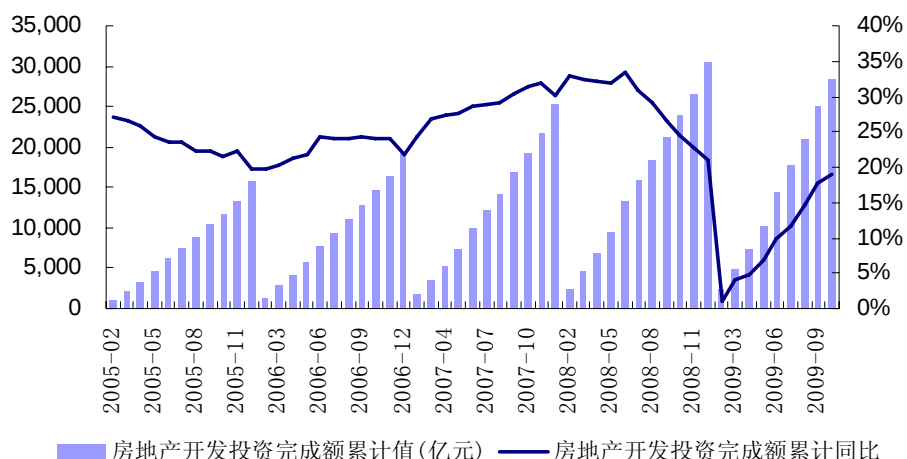
资料来源：铁道部

## 3.2 房地产市场逐步回暖

受金融危机的影响，自从2007年10月以来，房地产市场的自住、投资、投机需求等均受到了极大的打击，商品房销售状况极度萎缩，开发环境恶化，导致开发商的投资开发热情也随之下降，全国房地产开发投资完成额同比增速下滑。从月度数据来看，在今年

年初，开发投资增速一度接近零增长；但随着商品房市场销售的好转，信贷政策的大幅度扩张，企业资金比较充裕，投资开发环境也逐渐恢复上升，因此投资增速也呈现反转态势，截止到 10 月份，房地产开发投资累计金额为 28,439.73 亿元，同比增长 18.90%，尽管房地产开发投资额增速一直在上升，但仍低于历年来的平均增速，还有较大的空间，预计投资增速将继续上升，有望达到 25% 左右的水平。

图 10：房地产开发投资完成额及增速



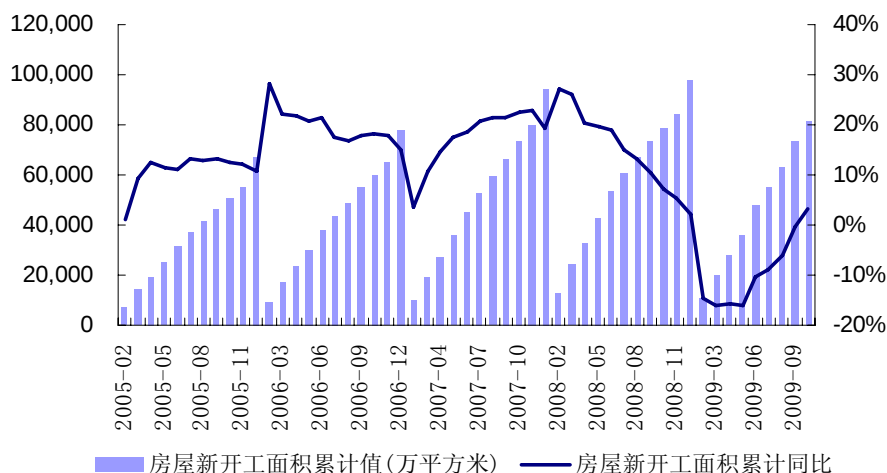
资料来源：国家统计局

2008 年下半年以来，开发商在各种不利的预期之下降低新开工面积，减缓在建项目施工进度等，从而使得施工面积增长率下降，新开工面积负增长。

今年以来，在自住需求、改善需求及投资投机需求等的大量释放之下，商品房市场销售异常火爆，房地产市场呈现复苏态势，成交量同比大幅上升，在商品房销售持续走高的情况下，各地商品房去库存化的周期很短，有的城市甚至仅为 3 到 4 个月，商品房供不应求的局面出现。

开发商销售快速回笼资金，同时政府降低项目资本金比例等政策扶持，在这种情况下，房地产开发商投资开发环境不断改善，施工面积增速不断提升，新开工面积也结束了负增长态势。截止到今年 10 月份，房屋新开工面积为 8.14 亿平方米，同比增长 3.3%，结束了长达 8 个月的负增长，受商品房销售旺盛和库存消化速度加快的双重拉动，预计房屋新开工面积仍将持续增长。

图 11：房屋新开工面积及增速



资料来源：国家统计局

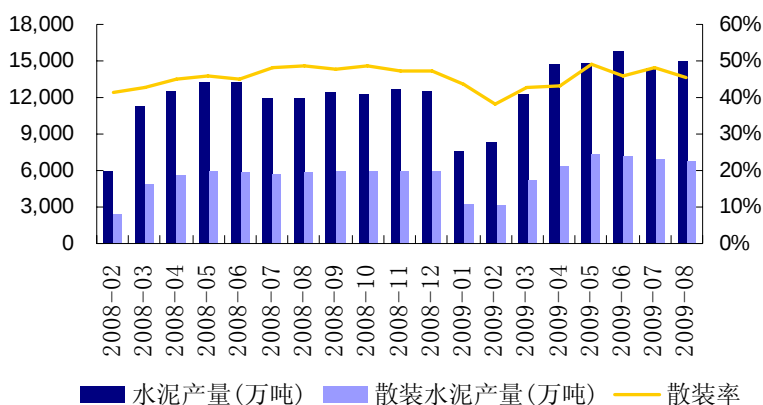
### 3.3 水泥散装率不断提高

此外，混凝土机械的快速发展在很大程度上得益于预拌混凝土和散装水泥的推广，发展散装水泥有利于促进和提高工程质量、降低噪音污染、改善施工环境、提高劳动效益、减少粉尘、改善大气环境质量和二氧化硫的排放。

改革开放30年以来，我国散装水泥得到了很大发展，生产供应量逐年上升，水泥的散装量从1978年的964万吨上升到2008年的6.03亿吨，散装水泥率也从1978年的14.8%上升到目前45.44%。

特别是近年来随着我国混凝土机械的快速发展，泵送机械、搅拌站、搅拌车的产品价格不断下降，产品性能不断提高，也客观上推动了散装水泥和预拌混凝土的发展。

图 12：水泥行业产量及散装率



资料来源：Wind，中国建材信息网

尽管我国水泥散装率不断提高，目前已经达到45%，但与西方发达国家还有很大差距，美国、日本等国家经过二次大战以后的多年发展，水泥散装化率已经达到了80%，英法也有70%以上，可以看出我国的水泥散装化率还有很大的提升空间。

现在商品混凝土的使用主要集中在省会城市和沿海发达城市，如上海、广州、深圳等地的商品混凝土使用率已达60~80%，而在一些中等城市和小城市，商品混凝土的使用率还很低，甚至没有，未来国家对环保要求的继续加强以及散装水泥和预拌混凝土的推广将继续推动混凝土机械的发展，预计混凝土机械行业未来2-3年仍将保持稳定高速增长。

### 3.4 公司收入预测

我国城市化加速，新农村建设加快和消费结构升级，中央振兴东北、促进中部地区崛起等战略和上海世博会、广州亚运会、京沪高铁等重大项目的全面实施都将使汽车行业尤其是专用汽车行业从中获得新的发展动力。国家发展散装水泥政策、实行城市混凝土现场搅拌限制政策和大力倡导环境保护政策的稳步实施，都将带动混凝土机械行业的迅猛发展。受益于此，预计公司现有业务将继续保持稳定增长。

表 1：分产品销量和收入预测

| 产品     |        | 2008       | 2009E      | 2010E      | 2011E      |
|--------|--------|------------|------------|------------|------------|
| 混凝土搅拌车 | 销量(台)  | 3,344      | 4,161      | 4,947      | 5,675      |
|        | YOY    | -18.22%    | 24.43%     | 18.89%     | 14.72%     |
|        | 收入(万元) | 127,899.32 | 162,235.91 | 194,358.62 | 223,648.46 |
|        | YOY    | -19.58%    | 26.85%     | 19.80%     | 15.07%     |
| 散装水泥车  | 销量(台)  | 1,182      | 2,082      | 2,384      | 2,711      |
|        | YOY    | 20.24%     | 76.18%     | 14.50%     | 13.72%     |
|        | 收入(万元) | 35,190.70  | 65,505.63  | 75,737.61  | 86,363.60  |
|        | YOY    | 26.19%     | 86.14%     | 15.62%     | 14.03%     |

资料来源：国元证券研究中心

## 第 4 部分 资产注入提升公司竞争力

为配合国家和安徽省汽车产业政策，同时，突破公司现有发展瓶颈，为公司快速稳定发展奠定基础，全面提升行业竞争力，公司拟与华菱汽车进行重大资产重组。

公司11月30日公布了《发行股份购买资产暨关联交易预案》，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、史正富先生、杭玉夫先生、楼必和先生9个对象发行股份收购其合计持有的华菱汽车100%股权，本次发行股份购买资产完成后，华菱汽车将成为公司的全资子公司。

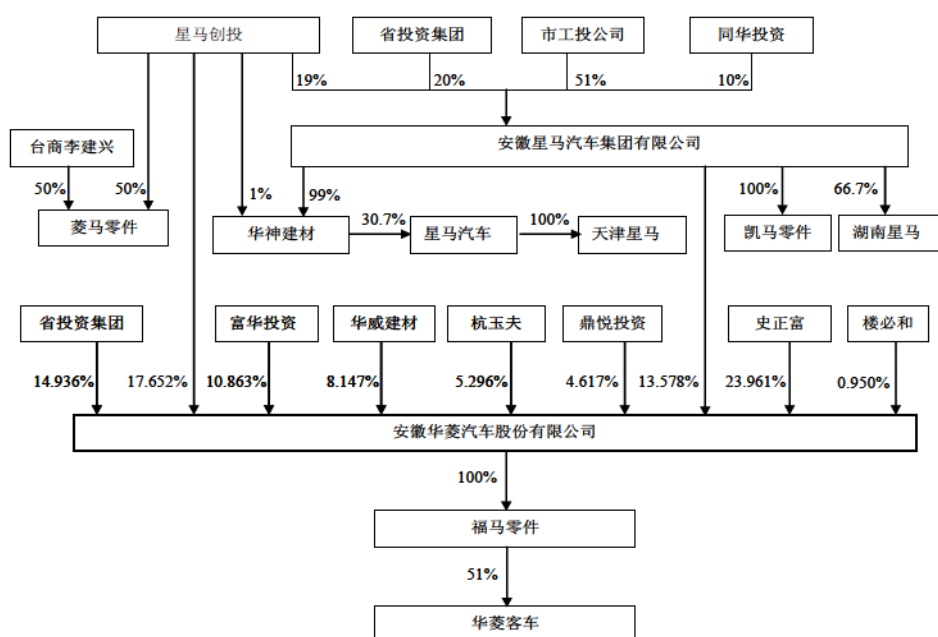
本次交易前，公司主营业务为多系列散装水泥车、混凝土搅拌车及混凝土泵车等专用汽车、汽车配件的生产与销售，公司所属行业为专用汽车制造行业，目前是国内最大的罐式专用汽车生产企业。交易标的华菱汽车主营业务为重型汽车、汽车底盘及汽车零部件的研发生产与销售。

### 4.1 资产注入方案

华菱汽车2009年9月30日帐面总资产为328,731.78万元，总负债为244,824.16万元，净资产为83,907.62万元。

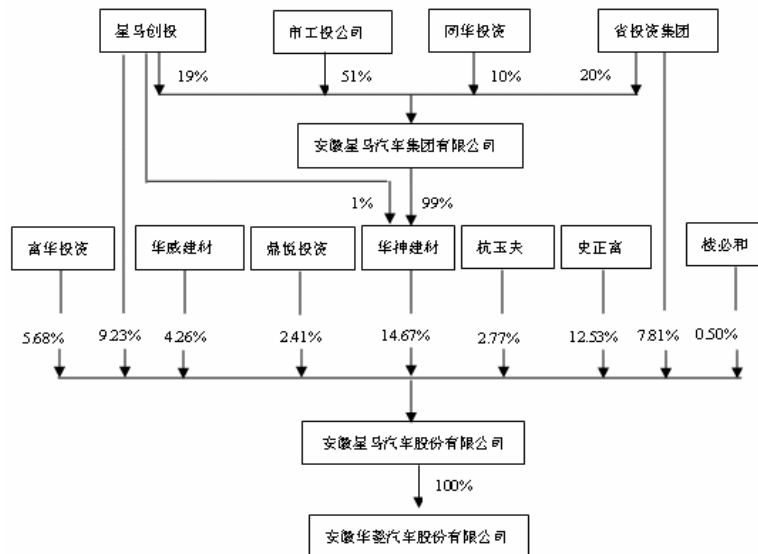
华菱汽车全部股权预估价值约为16.8亿元，本次非公开发行股份的发行价为8.18元/股，预计本次非公开发行股份数量约为205,379,000股，发行完成后，公司总股本将增加至392,880,250股。

图 13：此次资产注入前股权结构



资料来源：公司公告

图 14：此次资产注入后股权结构



资料来源：国元证券研究中心

本次交易完成后，华菱汽车成为公司全资子公司，星马集团及其控股子公司华神建材将成为公司的控股股东，公司注入了重型汽车及汽车底盘资产，扩大了生产经营范围，丰富了产品结构，核心竞争力显著增强。

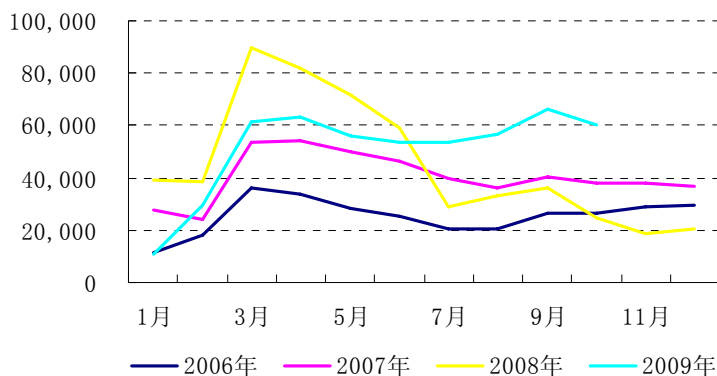
## 4.2 重卡市场容量巨大

专用车起家的安徽星马集团，在2003年成立了控股子公司华菱汽车，引进了日本三菱技术生产底盘和整车产品，华菱汽车目前已形成年产15,000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。

2008年由于国III排放标准的实施和金融危机的爆发导致重卡行业销量呈现“前高后低”的走势，上半年和下半年的销量结构为70：30，而在正常年份（以2006年和2007 年为例）的上下半年的销量结构为52：48。

今年以来重卡市场连续实现恢复性增长，重卡整车、重卡非完整车辆、半挂牵引车等3类车型销量同步呈现大幅增长。其中1-6月份重卡合计销量为27.5万辆，同比下降27.71%，这主要是由于去年上半年销售形势较好，基数较高的缘故；7-10月份实现重卡销售23.7万辆，同比增长92.75%，未来重卡行业成长空间大，发展前景良好，且产业链较完整，行业竞争格局稳定。

图 15：重卡行业销量

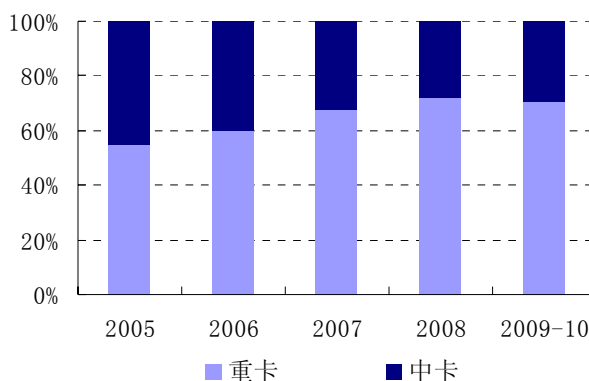


资料来源：ACCM

此外，计重收费以来，重卡有逐渐替代中卡的趋势。2005年至2008年，重卡销量比重不断升高，中卡销量比重逐渐下降，目前我国重卡的保有量只相当于中卡保有量的80%左右。

右，因此替代过程还将持续相当长时间。

图 16：重卡、中卡销量比例

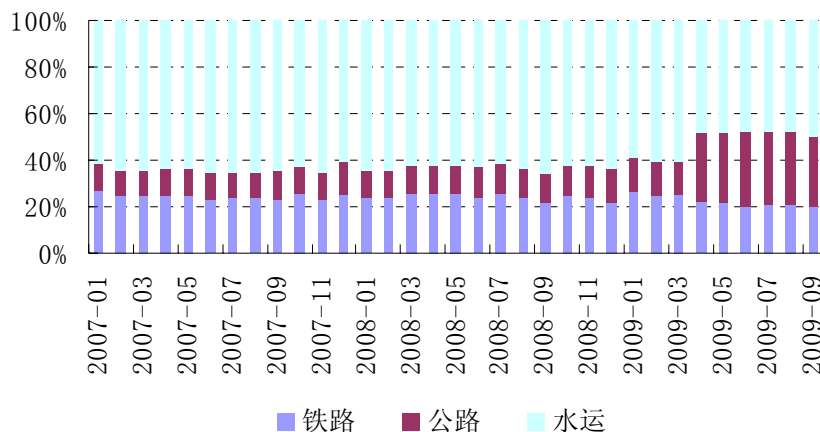


资料来源：ACCM

去年金融危机以来，国家出台的 4 万亿投资计划主要的执行时间是从 2008 年第 4 季度至 2010 年，因此明年这一计划仍将继续推进；今年投入的基建等项目平均工期较长，后续几年仍将持续投入，因此未来城镇固定资产投资仍将维持高位。

在货运周转量中，由于铁路覆盖范围不及公路广泛，且铁路基建投资相对于经济发展缓慢，虽近几年政府加大铁路投资，但运力缺口仍越来越大，因此公路货运周转量占比逐渐增大。国家统计局数据显示，2008 年公路货物周转量在总货物周转量中的占比为 12.59%，2009 年第 1 季度占比为 14.41%，4 月该占比急剧上升到 28.88%，4-9 月份总的占比为 30.70%，公路运输的优势越来越明显。

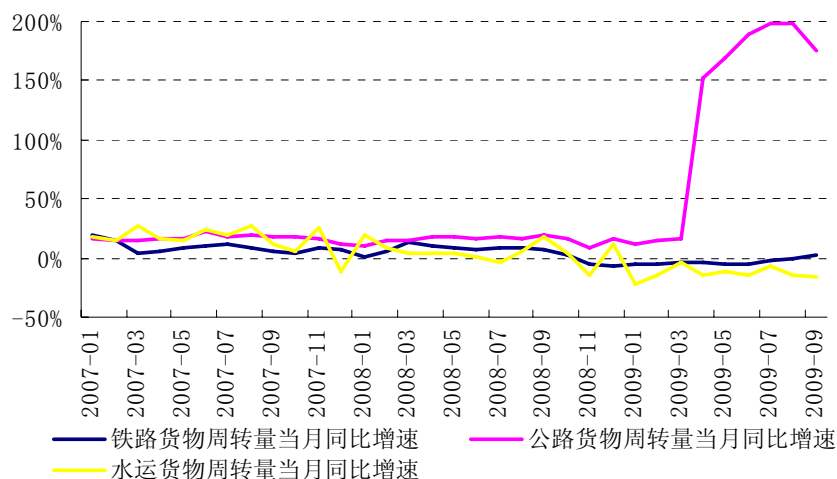
图 17：铁路、公路、水运货物周转量占比



资料来源：国家统计局

从铁路、公路和水运货物周转量的月度同比增幅看，从今年 4 月份后，总货物周转量月度同比增幅仅在 15% 左右，但由于铁路运力和水运运力同比下降，公路货物周转量同比增幅突然放大到 150% 以上，公路货物周转量由国家统计局公布的数据看来增幅很大，一般理由难以解释，可能是数据统计口径问题，但反应的趋势是公路货物周转量的增幅要大于其他货物周转量的增幅。我国半挂车的销量随着公路货物周转量的增加而稳步增加，到年底半挂车的累计同比增幅将由负转正，预计明后年公路货物周转量仍将高位运行，公路物流需求将强力推动半挂车的新增需求和更新需求。

图 18：铁路、公路、水运周转量月度同比



资料来源：国家统计局

由于我国城镇化进程还将持续相当长的时间，在由固定资产投资驱动的重卡完整与非完整车以及由物流需求驱动的半挂车的需求拉动下，我们判断重卡行业在相当长时间内仍将保持增长，预计未来 2-3 年重卡行业销量有望保持 10%-15%左右的稳定增长。

#### 4.3 业绩贡献预测

华菱汽车主营业务为：重型汽车、汽车底盘及汽车零部件的研发、生产和销售，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。

表2：华菱汽车近三年一期利润表主要数据

单位：万元

|      | 2009年1-9月  | 2008年      | 2007年      | 2006年      |
|------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 251,734.53 | 272,145.09 | 285,256.82 | 131,604.98 |
| 营业利润 | 21,664.56  | 4,125.79   | 9,409.41   | 1,251.28   |
| 利润总额 | 23,783.20  | 8,860.76   | 9,793.81   | 1,537.18   |
| 净利润  | 20,810.30  | 7,853.74   | 8,206.85   | 1,537.18   |

资料来源：公司公告

今年前3季度华菱汽车共销售车辆10,560台，实现销售收入251,734.53万元，毛利率为13.36%，实现净利润20,810.30万元。营业收入变化不大而利润增长较大的原因是：

1)、今年1-9月份原材料价格特别是钢材价格大幅下降，直接降低了华菱产品的生产成本；2)、随着华菱汽车车桥产品的研发成功，华菱汽车今年生产重卡所用车桥基本都来自自供车桥，自供车桥比外购车桥单套平均成本降低了4,000元，也大大降低了华菱汽车的生产成本；3)、随着华菱汽车产销量的增加，华菱汽车已与其主要核心零部件配套商建立了战略合作关系，配套商以相对优惠价格给华菱汽车提供配套服务，从而也降低华菱汽车成本。基于以上因素华菱汽车产品单位成本大幅下降，毛利率也得到较大增长。

按照前面的分析，我们判断随着经济的持续复苏，重卡行业在相当长时间内仍将保持增长，预计未来 2-3 年行业销量有望保持 10%-15%左右的稳定增长。

华菱汽车目前名列中国重卡行业8强，在整个卡车行业市场占有率为3%左右，但目前公司专注于15T以上的重卡，在这个细分市场的占有率超过4%。

华菱汽车目前的产能大约为1.5万台，估计今年已基本全负荷生产，公司年产3万台重型载货汽车扩能改造项目于08年底启动，项目进展顺利，预计2011年建设完成，届时华菱的产能将扩大到3万台，解决了产能的问题，为公司未来的扩张预留了空间，预计公司将以超过行业的增速继续稳定增长。

表 3：华菱汽车收入预测

| 华菱汽车     | 2008       | 2009E      | 2010E      | 2011E      |
|----------|------------|------------|------------|------------|
| 销量(万台)   | 1.28       | 1.50       | 1.74       | 2.00       |
| YOY      | --         | 17.19%     | 16%        | 14.94%     |
| 主营收入(万元) | 272,145.09 | 315,680.30 | 363,032.35 | 417,487.20 |
| YOY      | -4.60%     | 16%        | 15%        | 15%        |

资料来源：国元证券研究中心

今年前3季度华菱汽车实现净利润2.08亿元，目前销售势头良好，预计全年净利润能达到2.7亿元，但考虑到补缴税金对当期损益影响，估计今年华菱汽车能实现2.6亿元左右的净利润。

华菱汽车的外资股东于2009年11月将持有的华菱汽车股权转让给境内自然人4人，致使华菱汽车由中外合资企业变更为内资企业，由于华菱汽车设立未满10年，因此需补缴以往享受的所得税税收优惠，根据相关会计处理要求，该部分补缴税金可能需全部确认为当期损益。

由于华菱汽车之前是合资企业，所得税率为12.5%，变更为内资后成为高新技术企业，适用的税率为15%，因此需要补缴的税收优惠数额为过去几年净利润的2.5%，大约为1,000万元左右。

考虑到重卡行业需求的增长，华菱汽车未来2-3年的净利润也将稳定增长，但考虑到今年数额巨大的各种补贴和退税返还在明后两年难以保持，因此净利润增速会低于收入增速，预计2009年、2010年和2011年的净利润将分别为2.6亿元、2.8亿元和3.15亿元，资产注入完成后，将明显增厚上市公司业绩。

#### 4.4 资产注入形成长期利好

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，可使星马汽车与华菱汽车共享整车生产资源，同时，可以扩大上市公司的生产经营范围，使重型汽车生产与专用车生产能够有机结合，充分发挥公司和华菱汽车在产业上的互补优势，从而在国内重型汽车行业和专用车行业具有更强的竞争力。

公司主要产品混凝土搅拌车成本中底盘占直接成本的70%左右，每部底盘价格在27-28万左右，公司约7成的搅拌车用华菱的底盘，因此与华菱汽车存在较大金额的关联交易，本次重组能够有利于减少公司的关联交易，保证公司的独立性，维护上全体股东的利益。因此，此次资产整合，不但丰富了产品种类，完善了产品结构，降低了采购成本，增厚了利润，同时也解决了公司一直存在的关联交易数额巨大的问题，为将来的再融资扫清了道路。

## 第 5 部分 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测

预计明年宏观经济会延续今年复苏的趋势，经济景气度继续上行，在这种预期下，市场普遍认为的一个风险可能来自钢材价格的预期上涨，从而会蚕食下游行业的利润，损害公司的盈利能力。

国元证券钢铁行业研究员认为未来钢材价格是稳中有升，不会出现大幅高涨的情况，预计明年全年均价上涨 10%左右，给行业带来的成本压力并不大。此外，由于下游需求较旺，星马汽车和华菱汽车的议价能力都较强，能将原材料价格的上涨继续传导下去，预计公司重型和专用汽车的利润水平都基本稳定。

不考虑华菱汽车资产注入对公司业绩的影响，盈利预测如下表所示：

表4：盈利预测

单位：百万元

| 会计年度     | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 1,877 | 2,473 | 2,933 | 3,366 |
| 营业成本     | 1,687 | 2,202 | 2,615 | 2,996 |
| 营业税金及附加  | 1     | 2     | 2     | 3     |
| 营业费用     | 42    | 46    | 56    | 65    |
| 管理费用     | 63    | 69    | 82    | 94    |
| 财务费用     | 46    | 40    | 46    | 50    |
| 资产减值损失   | 3     | 2     | 2     | 2     |
| 营业利润     | 35    | 112   | 130   | 156   |
| 利润总额     | 35    | 111   | 130   | 156   |
| 所得税      | 12    | 40    | 47    | 56    |
| 净利润      | 23    | 71    | 83    | 100   |
| 归属母公司净利润 | 23    | 71    | 83    | 100   |
| EPS（元）   | 0.12  | 0.38  | 0.44  | 0.53  |

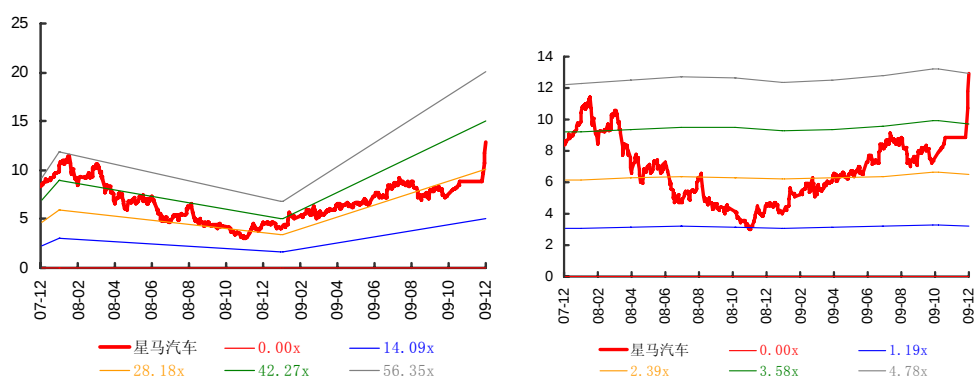
资料来源：国元证券研究中心

## 5.2 投资建议

不考虑华菱汽车的注入，预计公司 2009 年、2010 年、2011 年的收入将达到 24.73 亿元、29.33 亿元、33.66 亿元，增速分别为 31.78%、18.60%、14.78%；2009 年、2010 年、2011 年归属母公司的净利润将达到 7,126 万元、8,326 万元、9,973 万元，每股收益分别为 0.38 元、0.44 元、0.53 元。

如果华菱汽车能顺利注入，按照我们前面的预测，届时将给公司 2009 年、2010 年、2011 年增加 2.6 亿元、2.8 亿元和 3.15 亿元的净利润，资产注入完成后，公司 2009 年、2010 年、2011 年的完全摊薄每股收益分别为 0.84 元、0.92 元、1.06 元，考虑到公司目前的股价仍有较大的上涨空间，给予其推荐的投资评级。

图 19：公司 PE 和 PB Band



资料来源：Wind

## 第 6 部分 风险提示

### 1) 宏观经济波动的风险

受到政策调控的影响，国内宏观经济未来增长存在一定不确定性，这将影响到下游对重型汽车以及专用汽车的需求，进而会对公司的经营情况产生影响。

### 2) 原材料价格波动的风险

钢材等原材料价格如果出现大幅上涨，会给产品成本带来很大的压力，也会对公司业绩产生负面影响。

## 国元证券投资评级体系：

### (1)公司评级定义

|      | 二级市场评级                           |   | 公司质地评级           |
|------|----------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上   | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平  |
| 推荐   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间 | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间   | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平  |
| 回避   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上    |   |                  |

### (2)行业评级定义

|    |                                         |
|----|-----------------------------------------|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上    |

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn