

评级：买入（维持）
工程机械行业
公司报告
第一创业证券研究所
分析师：郭强
电话：0755-25832655
邮件：guoqiang@fcsc.cn

星马汽车（600375.SH）

——混凝土搅拌车龙头 等待发掘的金矿

交易数据

52 周内股价区间(元): 3.7-9.22
 总市值(百万元): 1,657.33
 流通股本(百万股): 187.48
 流通股比率(%): 100.0%

资产负债表摘要(09/09)

股东权益(百万元): 454.16
 每股净资产: 2.42
 市净率: 3.65
 资产负债率: 70.4%

汽车零部件行业与沪深 300 指数表现



相关报告

报告要点:

- **星马汽车 国内混凝土搅拌车龙头** 安徽星马汽车是国内最大的罐式专用车生产商，主要产品包括散装水泥汽车、混凝土搅拌车、混凝土泵车和重型自卸车等，其中搅拌车和散装水泥车销量已连续 8 年行业第一，是散装水泥车和搅拌车的行业标准制定者，技术领先。
- **受益政策推动 混凝土车辆业务迎来高速增长期** 中国已经进入为期约 10 年的城市化加速推进期，将为混凝土机械长期、快速的增长提供广阔空间。同时国家还先后出台城市禁止现场搅拌混凝土、主要城区禁止“黄标车通行”和道路治理超载的政策，已给混凝土机械，特别是混凝土运输车辆需求带来极大刺激。伴随这些政策执行力度的加强和实行范围的扩大，我们认为未来 3-5 年搅拌车和散装水泥车行业将有 15% 以上的年均增长。同时 2010 年的中央保经济增长投资规模将比今年多出 20%，也将给混凝土机械行业明年的稳定增长提供坚实保证。
- **产品升级加快 星马汽车盈利能力将逐步提升** 除继续深耕混凝土搅拌车本业外，星马汽车还在向混凝土泵车、随车起重机和铝合金运输车等高盈利能力领域扩展。目前公司的 52m 级混凝土泵车、12 吨级折叠臂式随车起重运输车和轻量化铝合金运输车的改装技术都已开发成熟，将有望推动星马汽车未来的毛利率和盈利能力稳步提升。
- **潜在资产注入 盈利或可成倍增长** 星马汽车和股东公司间的巨额关联交易，不仅使公司的再融资功能丧失，而且也影响了公司在安徽省汽车产业整合中的地位，因此关联交易的解决是迟早的事。10 月 21 日星马汽车公告称控股股东正筹划对公司进行重大资产重组。我们认为，把华菱汽车等关联公司注入的可能性较大。如果成功注入，星马汽车 09 年的 EPS 应该在 0.5 元以上（假定股本扩张约 60% 至 3 亿股估算），对应当前股价 PE 仅 17.7 倍。
- **估值偏低，股价上升空间广阔** 基于良好的公司发展战略与行业前景，我们预计，公司现有业务 2009 年和 2010 年的 EPS 分别为 0.41 和 0.68 元/股，对应 2010 年 PE13 倍，估值明显偏低，给予“买入”评级。

财务指标

单位: 万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	211,686	187,657	238,905	262,795	302,214
同比 (%)	20.2%	-11.4%	27.3%	10.0%	15.0%
营业毛利	18,598	18,970	27,130	30,677	35,406
同比 (%)	18.0%	2.0%	43.0%	13.1%	15.4%
归属母公司净利润	3,955	2,267	7,737	12,775	15,456
同比 (%)	26.8%	-42.7%	241.3%	65.1%	21.0%
每股收益 (元)	0.21	0.12	0.41	0.68	0.82
ROE	8.2%	4.7%	14.2%	19.0%	18.7%
P/E (倍)	41.9	73.1	21.4	13.0	10.7

资料来源：第一创业证券研究所



目 录

1、星马汽车 国内混凝土搅拌车龙头	2
2、受益政策推动 星马汽车混凝土车辆业务迎来高增长.....	5
2.1、受益城市化 混凝土机械可再看好 10 年	5
2.2、“禁现”扩大 推动混凝土机械持续增长.....	7
2.3、淘汰黄标车 搅拌车需求加速增长的主动力	9
2.4、治理超载 搅拌车中期需求有望再加速.....	11
2.5、四万亿投资 危机中的需求稳定器.....	12
3、产品升级加快 星马汽车盈利能力将逐步提升	14
3.1、泵车技术已基本成熟 提升未来盈利能力	14
3.2、发展其他改装车 进一步拓展盈利链条.....	15
4、潜在资产注入 盈利可成倍增长.....	17
5、估值偏低 股价上升空间广阔	19
6、星马汽车财务预测简表	22



1、星马汽车 国内混凝土搅拌车龙头

安徽星马汽车是国内最大的罐式专用汽车生产商，主要产品包括散装水泥车、混凝土搅拌车、混凝土泵车、重型自卸车、压缩式垃圾运输车等，共计 8 大系列 100 多个品种规格。

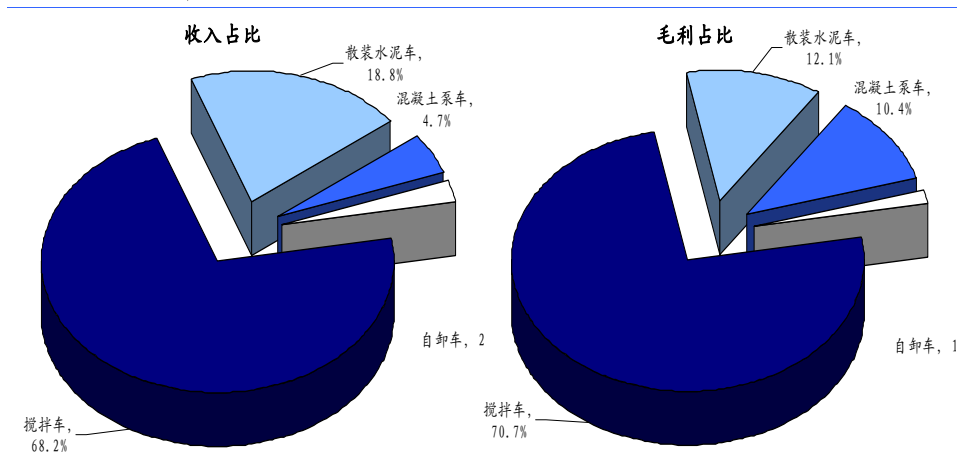
图 1、星马汽车目前的主要产品简介



资料来源：公司网站

目前混凝土输送机械是星马汽车收入和净利的主要来源。2008 年，公司收入 18.77 亿，其中混凝土搅拌车 12.79 亿，占 68.2%，散装水泥车 3.52 亿，占 18.8%。盈利方面，公司的净利润全部源自主业盈利贡献，其中混凝土搅拌车业务毛利率 10.49%，贡献 70.7%的盈利，散装水泥车毛利率 6.51%，贡献 12.1%的盈利，混凝土泵车毛利率 22.2%，贡献 10.4%的盈利。

图 2、星马汽车收入和盈利主要源于混凝土运输机械

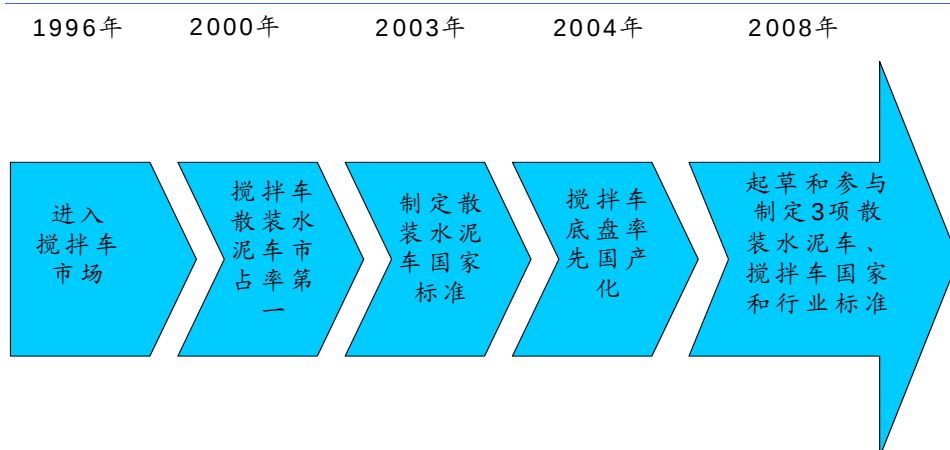


资料来源：公司年报



在产品技术与竞争实力上，星马汽车在行业内具有领先地位，已成为国内散装水泥车和混凝土搅拌车行业的标准制定者。2008 年，公司承担起起草了《散装水泥车罐体安全质量》国家强制标准，主持起草了《散装水泥车技术条件及试验方法》行业标准，参与起草了《混凝土搅拌运输车技术条件及试验方法》行业标准。2008 年全年，星马汽车共申报了 27 个新产品，其中 AH5253GJB3 型混凝土搅拌车申报为“2008 年度国家重点新产品项目”。公司还通过了“安徽省专用汽车工程技术研究中心项目”验收和“省级技术中心”复审，成为安徽省专用汽车的龙头与国家级火炬计划重点高新技术企业。

图 3、技术领先迅速提升星马汽车在搅拌车和散装水泥车行业的地位



资料来源：公司年报、第一创业证券研究所整理

目前尽管星马汽车的混凝土搅拌车价格比其他厂商生产的同类产品高出万元左右，但是在 2009 年北京淘汰三千多辆黄标混凝土搅拌车的竞标中，依然获得超过一半的市场份额。同时公司的搅拌车从 2006 年起在经济发达地区的保有量上一直占有很高的份额，其中在深圳的保有量占当地保有量的 95% 以上，在广州的保有量占有率达到 60%，在厦门的保有量占有率达到 90%。都说明星马汽车的搅拌车在市场上处于比较高端的地位，竞争实力行业领先。

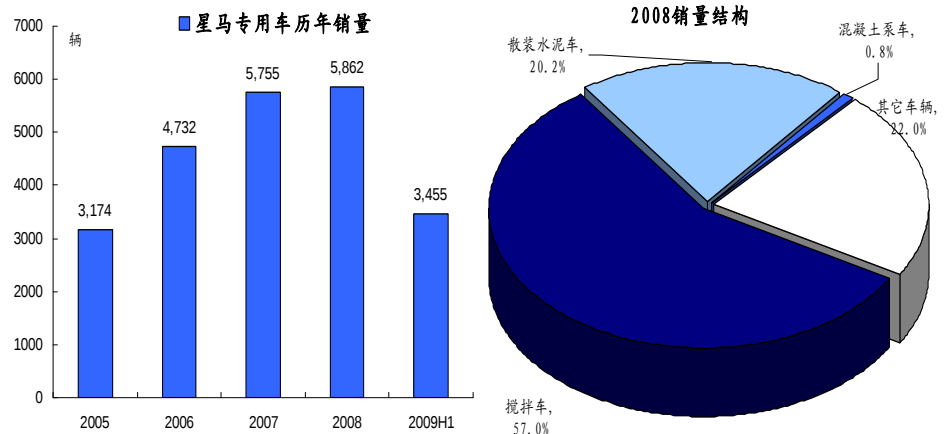
销售和售后服务方面，目前公司已在全国主要大中城市建立了营销网络，拥有 180 多个经销商，对客户采用“110”式随叫随到的亲情服务模式，大幅提高了客户的满意度，目前老客户已占公司客户的大部分。同时星马汽车还与建设银行、工商银行和交通银行等 6 家银行开展车辆购置按揭业务合作，为客户购车提供融资服务，其中星马汽车为客户购车提供见物回购担保，也大幅提升了客户的购买能力。

在生产布局上，星马汽车目前共有超过 8,000 辆的专用车产能，其中在安徽马鞍山本部拥有 5,000 辆专用车和 300 辆泵车的产能，其次在天津星马还拥有 3,000 辆专用车产能。2008 年公司共销各类专用车辆 5,862 台，其中搅拌车 3,344 台，散装水泥车 1,182 台，混凝土泵车 49 台，其他自卸车等车辆 1,287



台。全资子公司天津星马由于海外市场不景气而转内销，08 年销量仅 700 辆。

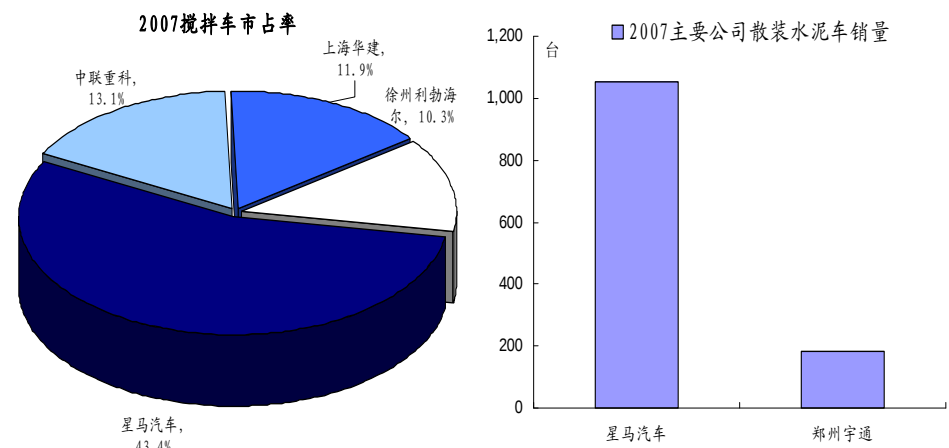
图 4、星马汽车历年销量与 08 年销量结构



资料来源：公司年报、第一创业证券研究所整理

得益于行业内领先的技术地位和完善的销售与售后服务体系，星马汽车的混凝土搅拌车已成为替代进口的主要产品，2000 年以来，混凝土搅拌车和散装水泥车销量已经连续 8 年处于行业第一。根据中国工程机械协会的统计，2007 年公司搅拌车销量 4,208 台，市场占有率 43.4%，列行业之首。尽管 2008 年星马汽车混凝土搅拌车销量伴随行业紧缩减少到 3,344 台，但依然保持行业市场率行业第一的位置。散装水泥车方面，星马汽车市场占有率超过 50%。基于公司这些行业领先的竞争实力，我们认为星马汽车完全有能力抓住行业的发展机遇，实现比行业平均水平更快的增长。

图 5、2007 年搅拌车和散装水泥车市场销量星马汽车遥遥领先



注：搅拌车占有率按协会有统计的销量计算，如果按 1.7 万辆的估算销量计算市占率 24.8%

散装水泥车协会只统计到 2 家公司数据

资料来源：中国工程机械工业协会混凝土机械分会



2、受益政策推动 星马汽车混凝土车辆迎来高增长

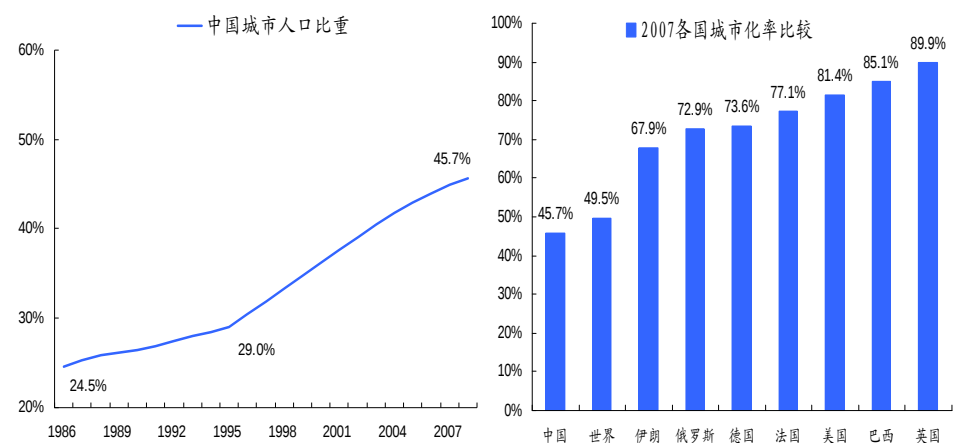
目前中国正处于城市化进程加速推进的时期，城市化进程的加快必然伴随大量的工程和基础设施建设，因此可以为混凝土机械需求提供长期的支撑。同时国家正加大力度推行强制禁止现场搅拌混凝土、淘汰尾气排放不达标的道路车辆和公路治理“超载”的政策，也都将进一步加快未来几年混凝土搅拌车和散装水泥车等水泥输送车辆的需求增长，因此我们看好星马汽车未来水泥输送车辆业务的长期增长前景。

2.1、受益城市化 混凝土机械可再看好 10 年

中国城市化进程不断加快 但仍需再快速推进 10 年以上

伴随近十几年中国经济的快速增长以及政府开始大力推进“新农村”建设，中国的城市化进程已经明显加快。年均城市人口比例增长 1 个百分点以上，明显高于 1995 年以前，年均城市人口比例增加 0.5 个百分点左右的速度。虽然中国的城市化进程已加速推进了十余年，但是到 2008 年中国的城市化率依然只有 45.7%，明显低于发达国家 2007 年至少 73% 以上的城市化率水平。

图 6、经济快速增长 中国的城市化进程明显加速

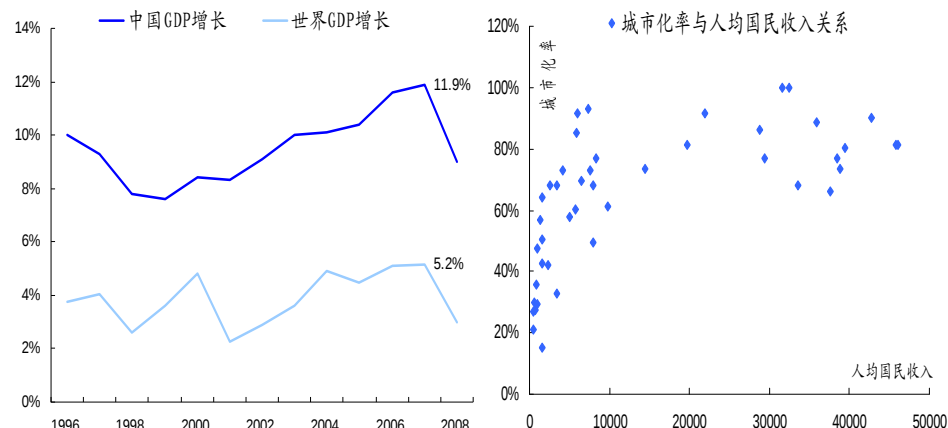


资料来源：中国国家统计局、World Bank Database

根据美国城市地理学家诺瑟姆发现的城镇化进程的阶段性规律：“城镇化率在 30%—70% 的中期阶段，工业基础已经比较雄厚，农业劳动生产率也大为提高，工业的快速发展能够为大量农村剩余劳动力提供就业机会，城镇化将进入加速发展阶段”，并结合目前我国的城市化率水平、GDP 高速增长和 2008 年人均 GDP 超过 3000 美元等条件来看，我国的城市化进程应处于这一加速发展阶段，城镇化进程将逐年加快。如果按照城镇化率可达到 70%，每年城镇化进程加速到 2 个百分点/年估算，中国的城镇化进程还可加速推进 12 年左右。



图 7、中国经济高速增长 将推动城市化率继续加速增长 10 年以上



资料来源：中国国家统计局、IMF、第一创业证券研究所整理

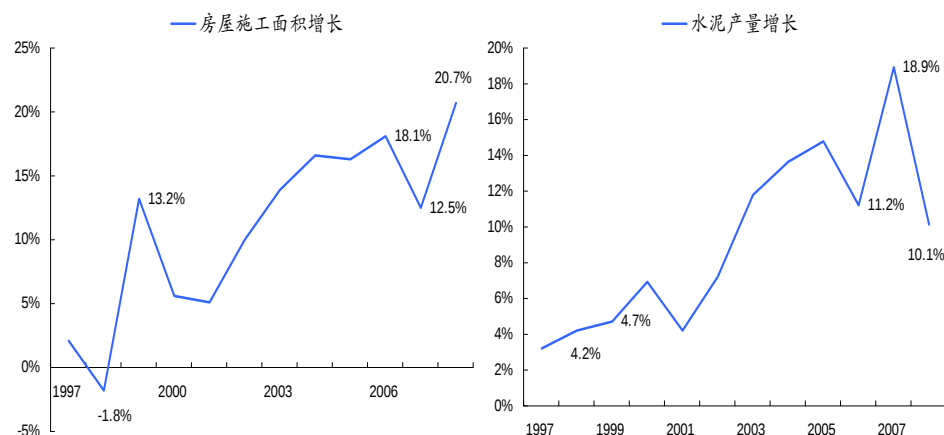
城市化进程加快 推动水泥和混凝土机械需求快速增长

城市化进程的加快意味着需要建设更多的基础设施和房屋等建筑物以及更多的建材消耗。从 1996 年中国城市化进程加速推进的 12 年来看，城镇房屋施工面积已由 12 亿平方米/年增长到 2008 年的 47.4 亿平方米/年，增长了 2.9 倍，年均增速 12%，由此带动水泥需求从 1996 年的 4.76 亿吨增长到 2008 年的 13.88 亿吨，年均增速 9.33%。

从 2002 年开始，伴随城市化进程的进一步加快，中国的房屋建设速度和水泥需求还出现了不断加快的趋势。即使是遭受“次债危机”严重影响的 2008 年，中国的房屋施工面积依然同比增长 20.7%，水泥的需求增速也超过 10%，明显高于近 12 年的年均增速。

目前中国已率先走出危机影响，伴随未来城市化进程的加速推进，我们认为未来 10 年中国的水泥和由此带来的水泥机械需求还将继续保持旺盛增长。

图 8、城市化进程带来建筑和水泥需求加速增长

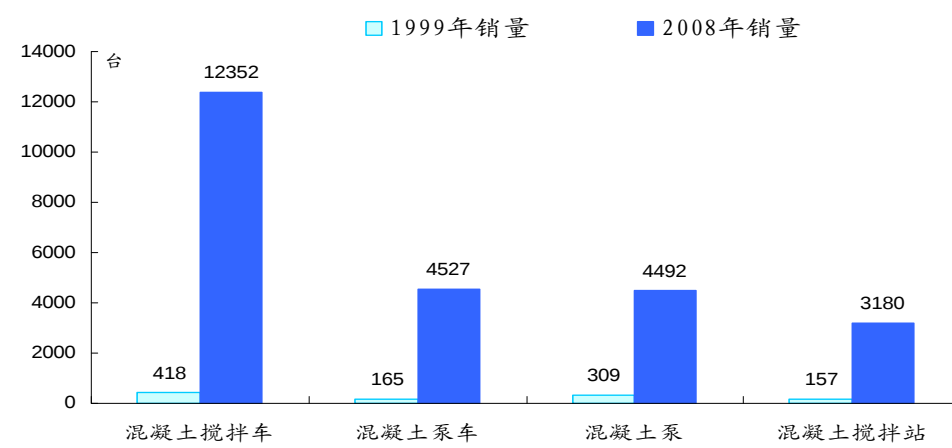


资料来源：中国国家统计局



随着技术的进步,为了保证工程质量和提高施工效率,机械化施工已成为现在基础设施和房屋建设的必要要求。由此城市化进程带来的建筑施工机械化进程也将进一步推动国内混凝土相关机械需求的快速增长。从1999年到2008年,中国的混凝土搅拌车销量增长了28.5倍,年均增长45.7%,混凝土泵车销量增长了26.4倍,年均增长44.5%,混凝土泵销量增长了13.5倍,年均增长34.6%,混凝土搅拌站销量增长了19.3倍,年均增长39.7%。

图9、近10年中国水泥机械需求量大幅增长



资料来源: 中国工程机械协会

2.2、“禁现”扩大 推动混凝土机械持续增长

由于水泥散装化和集中搅拌混凝土和原有的袋装水泥与现场搅拌混凝土相比,不仅具备节约资源、大量减少粉尘排放的优点,而且还可以更好的保证水泥和混凝土搅拌的质量,并且提高使用的便利性,因此被称为‘绿色建材’。中国政府从1997年开始逐步加大了推动推广散装水泥和预拌混凝土的力度,特别是2003和2007年主要城市限期禁止现场搅拌混凝土和砂浆的规定,拉开了主要城市分期强制禁止现场搅拌混凝土和砂浆工作。

表1、中国政府大力强制推动水泥和砂浆预拌化

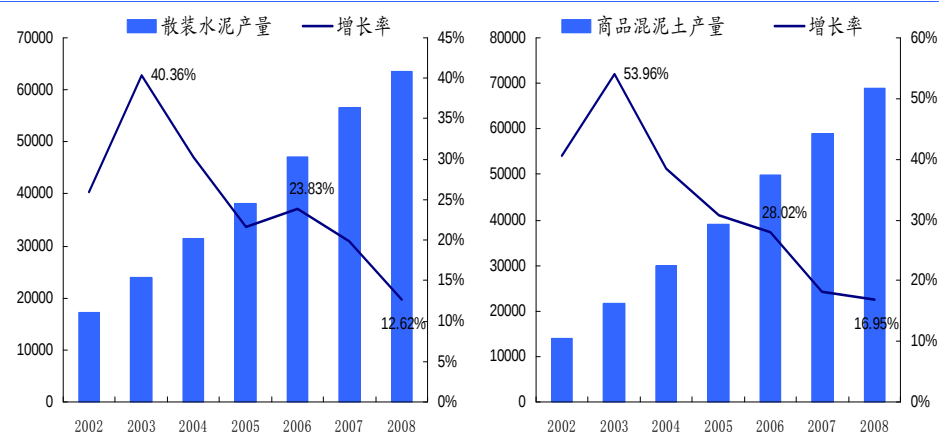
时间	主要政策
1997年	《国务院对进一步加快发展散装水泥意见的批复》,明确各级散装水泥办公室的行政管理主体地位及职能。
2003年	《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》,规定北京等124个城市(具体名单见附件)城区从2003年12月31日起禁止现场搅拌混凝土,其他省(自治区)辖市从2005年12月31日起禁止现场搅拌混凝土。
2006年	《关于加快在农村推广散装水泥的指导意见》争取到2010年末全国建设4000个农村散装水泥销售站,逐步实行县城城区禁止现场搅拌混凝土。
2007年	《关于在部分城市限期禁止现场搅拌砂浆工作的通知》规定127个中心城市分别在2007年、2008年和2009年7月1日开始分期分批开始禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆工作。其中2007年9月1日开始10个城市,2008年7月1日新增33个城市,2009年7月1日再新增84个城市。
2008年	《循环经济促进法》鼓励使用散装水泥,推广使用预拌混凝土和预拌砂浆

资料来源: 散装水泥推广协会、第一创业证券研究所



伴随国家强制推行预拌混凝土和砂浆工作的进行，国内散装水泥销量和商品混凝土产量快速增长。从 2001 年到 2008 年，中国的散装水泥产量由 1.36 亿吨增长到 6.36 亿吨，增长 3.7 倍，年均增长 24.7%，商品混凝土产量由 9,943 万立方米增长到 6.9 亿立方米，增长 5.9 倍，年均增速超过 31.8%，增速都明显高于同期水泥年均 11.7% 的增速。

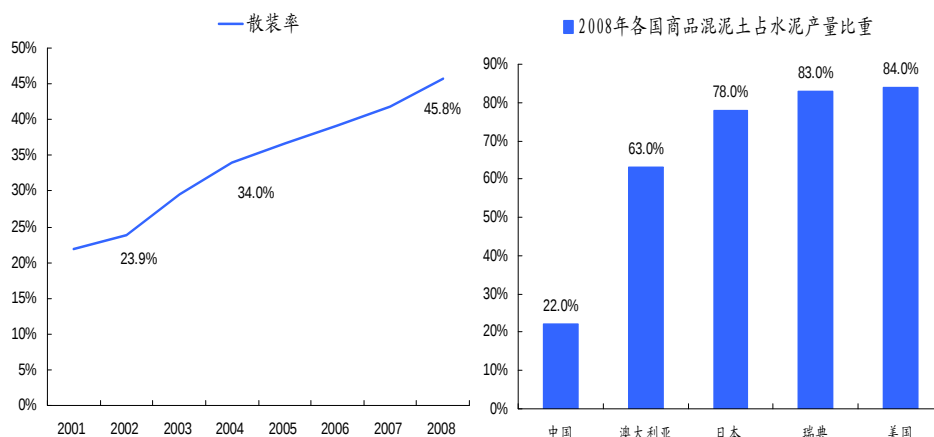
图 10、中国散装水泥和商品混凝土增长迅速



资料来源：散装水泥推广协会、第一创业证券研究所

虽然在国家政策的推动下，中国的散装水泥和商品混凝土已经出现了快速的增长，但是到 2008 年底，中国的水泥散装化率还只有 45.68%，离“十一五规划”的 55% 的散装水泥化率还有 9 多个百分点的差异，有 22 个省没有达到全国平均水平。同时和发达国家 75% 以上的散装和商品混凝土化率相比，中国水泥散装化和混凝土预拌化率还有很大的增长空间。

图 11、中国的水泥散装化和混凝土预拌化率依然不高



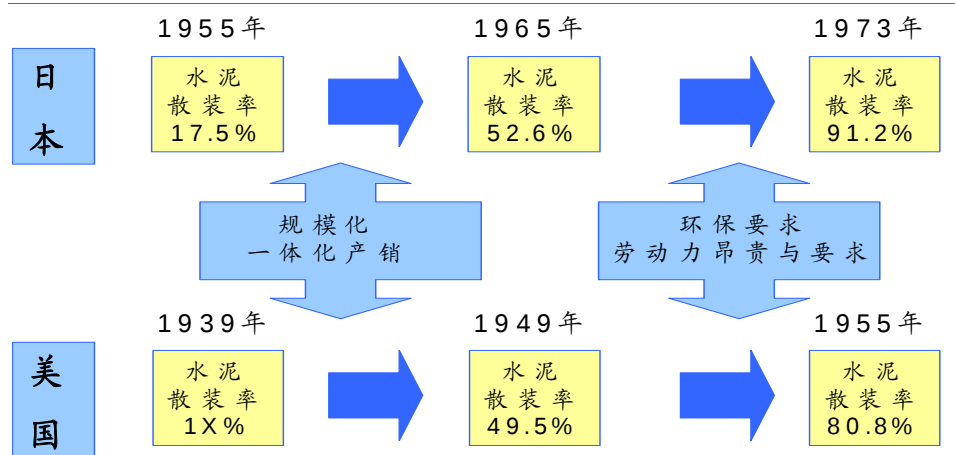
资料来源：散装水泥推广协会、第一创业证券研究所



目前节能减排和发展循环经济已成为中国政府的一项重要政策,2008 年的《循环经济促进法》更是将这一政策上升到了法律的高度,而水泥散装化和混凝土预拌化又是节能减排的一个重点领域,因此我们认为未来中国的水泥散装化和混凝土预拌化会在这一政策的推动下有更快的发展。

如果以日本在 1955-1973 年经济腾飞的不到二十年中,水泥散装率可以由 17.6% 迅速提升到 91.2% 的历史来看,中国在诸多节能减排政策的刺激下,应该可以用更短的时间来完成这一进程。如果以 1997 年确定散装水泥办公室的管理地位作为中国正式推广散装水泥的开始,那么未来九年的时间内中国每年的散装化率应该可以提升 5 个百分点左右,明显快于 2004-2008 年年均约 3 个百分点的提升速度。由于水泥散装化率和混凝土预拌化率的提升必然导致更多的散装水泥车和混凝土搅拌车来完成水泥从水泥厂到搅拌站和混凝土从搅拌站到工地的运输需求,因此我们认为未来几年国内的水泥输送机械会加速增长。

图 12、美、日水泥散装化历时近 20 年 国内水泥散装化预计可更快完成



资料来源: 第一创业证券研究所整理

2.3、淘汰黄标车 搅拌车需求加速增长的主动动力

伴随政府对节能减排和环境治理的重视,淘汰尾气排放标准不达标的“黄标车”已逐步成为各地方政府的统一认识。2008 年 9 月北京市发布了《第十五阶段控制大气污染措施的通告》,要求在 2009 年 10 月 1 日起全市六环内禁止排放标准达不到国家第四阶段机动车排放标准的机动车,率先在国内拉开了淘汰“黄标车”的行动。随后,上海、深圳、广州、南京、苏州、昆明和河北省等地都陆续出台针对“黄标车”限行的措施,将在未来 1-3 年内开始正式在城区主干道限行黄标车。由于政府已经出台了《机动车环保检验合格标志管理规定》并于 2009 年 10 月 1 日起实施,为黄标车的认定提供了统一的规范和标准,因此我们认为伴随政府推进节能减排工作力度的加大,国内将会在更大范围内禁止和淘汰黄标车。



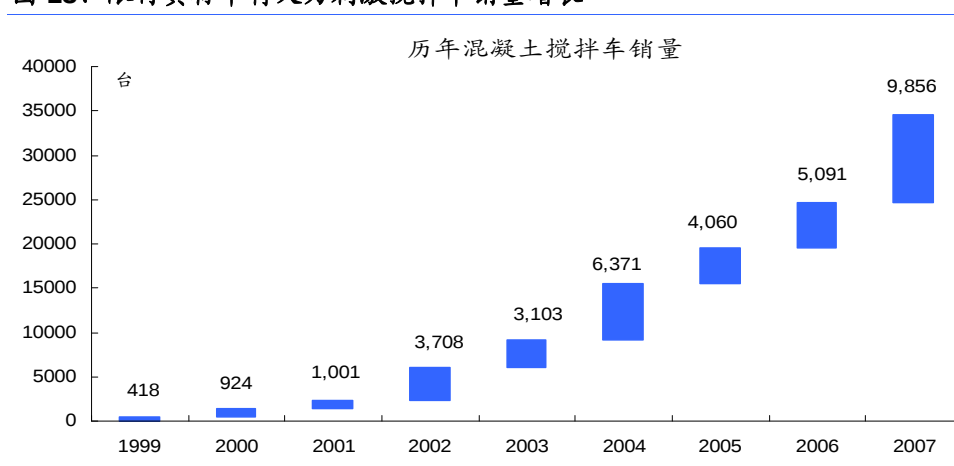
表 2、各地政府大力推进黄标车的限行和淘汰工作

地区	主要政策
商务部等	《机动车环保检验合格标志管理规定》从 10 月 1 日起，在全国实行机动车环保检验合格标志分标管理，并对黄标车进行认定。
北京	《第十五阶段控制大气污染措施的通告》，要求在 2009 年 10 月 1 日起全市六环内禁止排放标准达不到国家第四阶段机动车排放标准的机动车
杭州	2009 年 6 月 1 日起黄标车限行扩大到杭州主城，违反将处以 200 元罚款，扣两分。
上海	将在世博会前对全市新注册的所有轻型汽油车，以及市内使用的公交、环卫、邮政、市政建设用车，实施国四排放标准，不达标的将停止注册。2009 年 8 月 1 日起，上海中环路范围内全天对黄标车实施限制通行措施。
广州	广州市正在加快淘汰高污染车辆，并拟从 11 月 12 日，即亚运会倒计时一周年之际，对违反环保标志限行规定的车辆，实施罚款 200 元和扣 2 分的处罚。
深圳	建议自 2010.1.1 至 2011.6.30 分三阶段鼓励黄标车淘汰更新，逐步扩大黄标车限行范围，从 2011 年 7 月 1 日起，禁止黄标车在市区各主要路段行驶，同时将异地车纳入统一监管范围。
昆明	从 2010 年 2 月 1 日起逐步对发放黄色环保标志的机动车采取限制区域、限制时间行驶等交通管制措施。
河北省	9 月 1 日起将对机动车环保检验合格标志实行分标管理，下一步将出台规定在城市主要路段限行“黄标车”。
苏州	2009 年 9 月市环境保护局污染控制处介绍，长三角地区对黄标车限行将作出联动，苏州也正在制定限行规定，可能不久就会出台。

资料来源：第一创业证券研究所整理

由于北京的混凝土搅拌车装备水平在全国比较领先，因此北京的黄标混凝土搅拌车比例对全国水平具有代表性。截至 2008 年底，北京市黄标混凝土搅拌运输车占搅拌车总量的 86%，有 3000 多辆需要淘汰。而根据工程机械行业协会的统计，截至 2007 年末（假定 2008 年及以后出厂车都达标），全国拥有散装水泥专用汽车 31,268 辆，预拌混凝土搅拌车 49,680 辆，按照北京市的比例，则全国至少有超过 4 万辆搅拌车需要在 3-5 年内淘汰，相当于每年新增搅拌车需求至少 8,000 辆，占到 2008 年全年搅拌车销量的 65%以上，即使政策的执行力度只到一半，“黄标车”限行的政策也将刺激未来几年的混凝土搅拌车需求增长 30%以上。

图 13、限行黄标车将大力刺激搅拌车销量增长



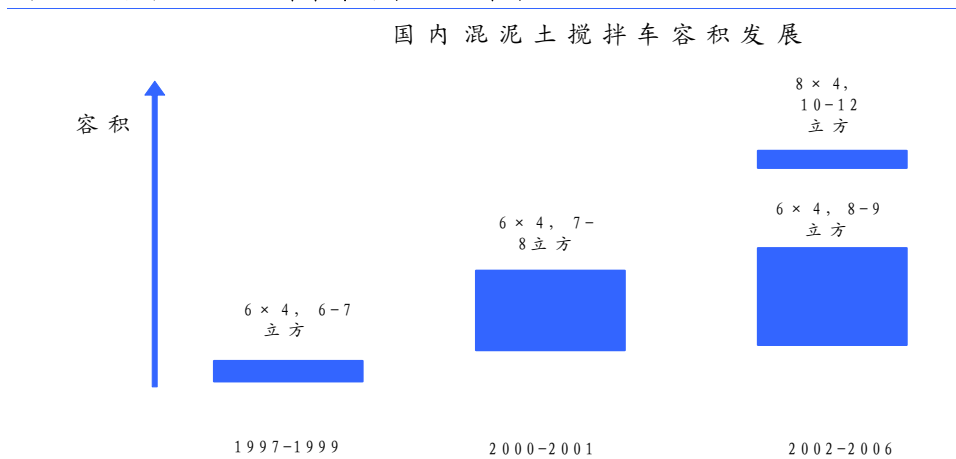
资料来源：中国工程机械协会



2.4、治理超载 搅拌车中期需求有望再加速

很多情况下，混凝土搅拌车是按运输水泥的方数来计算运费的。罐体容量越大，每趟效益就越高，用户多拉快跑的需求导致我国搅拌车罐体容积不断增加。不过 GB1589-2004《道路车辆外廓尺寸、轴荷及质量限值》标准的实施，限制了 6×4 搅拌车的公告容积最多只能为 5~6 立米。如果采用地盘更大的 8×4 驱动形式的搅拌车，虽然可以获得更大的罐体容积，但是车体过长导致转弯半径较大，不适合在城区施工，因此并不适用。由于搅拌车主要服务于城市建设，在城市内及周边行驶，超载情况容易取得地方管理部门的默许，因此在 6×4 的底盘基础上“大吨小标”已成为行业内的主要解决方案，大多数 6×4 车辆实际整车设计装载容积为 8~9 立米，甚至更大。

图 14、国内混凝土搅拌车罐体容积不断增大



资料来源：中国工程机械协会、第一创业证券研究所整理

这种“大吨小标”其实对搅拌车的安全性有比较大的影响。首先必然带来车辆重心上升，转弯速度快时容易翻车，不仅危害道路公共安全，而且翻车后罐体容易受损从而导致运输的混凝土固化，罐体修理费用非常大。其次还容易带来刹车性能下降，由于车辆底盘是按照小吨位装载量设计的，而实际使用却处于超载状态，导致其刹车性能不好，严重影响安全性，这些问题在用进口底盘改装的搅拌车上体现更为明显。

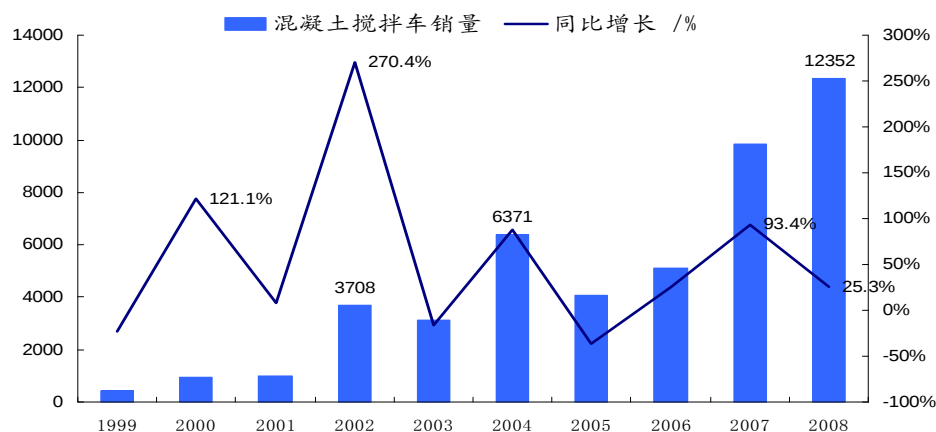
目前政府正不断加大对货车超载治理的力度，2007 年 10 月 31 日，交通部等九部委联合发布《关于印发全国车辆超限超载长效治理实施意见的通知》，从路面执法、车辆注册管理、车辆生产和车辆改装厂管理等多方面来进行超载治理，并已取得一定效果。我们认为随着经济的增长，各地对路面安全的要求会逐步提高，从而使得搅拌车行业领域的“大吨小标”情况也会逐步减少。如果以标准容积只有 5~6 立米的 6×4 搅拌车替代 2008 年销售的约 8650 台 6×4 底盘、9~10 方搅拌车，则销量需要增长到 15,000 台，提升约 73%。因此公路治理超载也将成为未来 3-5 年搅拌车销量持续增长的一个重要推动力。



2.5、四万亿投资 危机中的需求稳定器

虽然混凝土搅拌车行业中长期都可以看好，但是工程建设投资的大幅波动还是会给行业短期的增长带来很强的不确定性。整个行业就曾在 2005 年因为政府严厉的宏观调控而出现负增长，2008 年由于受到美国“次债危机”的影响，行业销量增速也出现了明显下降，星马汽车的销量还出现 18% 的负增长。

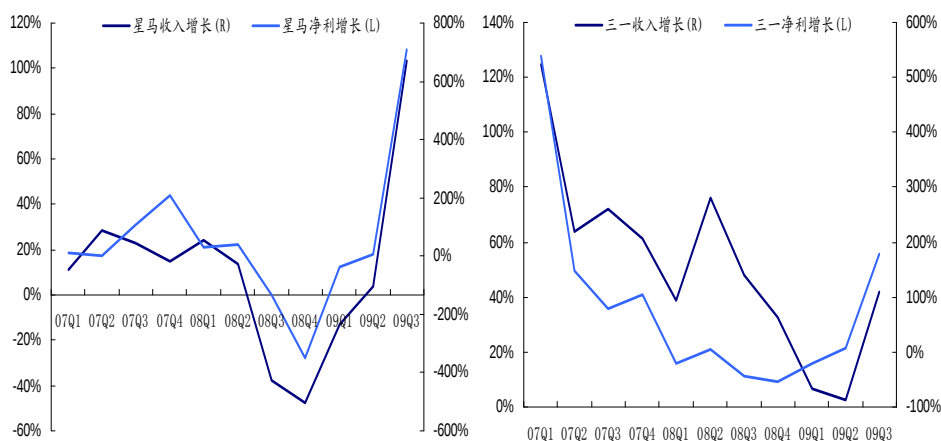
图 15、混凝土搅拌车增长并不是一帆风顺



资料来源：中国工程机械协会

虽然有美国“次债危机”的不利影响，但政府为保经济增长而实施的 4 万亿投资计划已成为混凝土机械需求增长的稳定器。在政府投资、贷款大幅增长和房地产投资再次火爆的推动下，包括混凝土搅拌车在内的主要混凝土机械行业都已从二季度开始迅速摆脱“次债危机”的困扰迅速增长。2009 年前三季度，混凝土搅拌车龙头星马汽车的销售收入累计同比增长 17.7%，混凝土泵车龙头三一重工的营业收入累计同比增长了 17%，中联重科营业收入累计同比增长了 49.7%。如果单看 3 季度，则这些公司的收入和盈利增幅都超过一倍。

图 16、主要混凝土机械企业 3 季度收入盈利伴随国家刺激政策大幅增长



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所



投资规模延续 明年需求依然看好

虽然在政策的刺激下国内 1-10 月份的固定资产投资增幅已达 33.1%，创近五年来的新高，但我们认为刺激本次固定资产投资的因素仍在，因此未来的投资增幅应该仍能保持 20%以上的较快增长水平，由此混凝土机械需求仍可继续看好。

首先从中央投资来看，2009 年前三季度，刺激计划中属于中央投资的 1 万亿中，还只下发了 2800 亿，四季度按计划还将下发 2100 亿左右，而 2010 年计划下发的中央投资将有近 5900 亿，比 2009 年还有 20%左右的增长。由于中央主导的四万亿投资主要还是投向基础设施建设领域，因此包括混凝土机械在内的工程机械将继续受益。

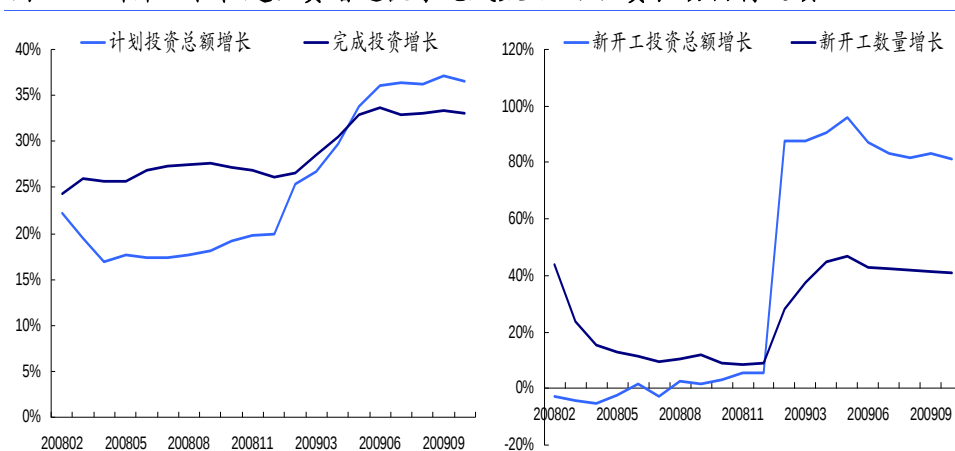
表 3、中央政府规划投资项目总额的 80%是公路、铁路等基本建设项目

投资项目	2008年	2009年	2009新增
公路、港口	8,000	10,000	2,000
铁路	3,300	6,000	2,700
电网	2,981	4,766	1,785
保障性住房	1,200	3,000	1,800
合计	15,481	23,766	8,285

注：表中总额为计划投资总额，包括中央政府投资和相关配套的地方政府资金与银行贷款
资料来源：第一创业证券研究所

从城镇固定资产计划投资情况来看，1-10 月份，国内固定资产投资在施工项目投资总额的同比增长已经达到已经达到 36.6%，还高于 1-10 月固定资产投资 33.1%的增幅，同时 1-10 月份新开工固定资产投资计划投资总额同比增幅更是高达 81.1%，因此从固定资产投资项目建设的延续情况来看，混凝土机械明年的需求也仍应该能够继续延续。

图 17、新开工和在建投资增速快于完成数 显示投资拉动仍将延续



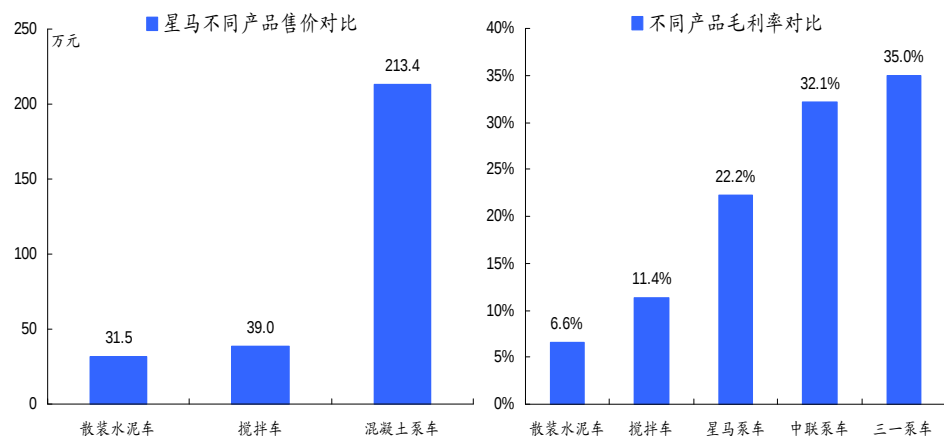
资料来源：中国国家统计局

3、产品升级加快 星马汽车盈利能力将逐步提升

3.1、星马泵车技术已基本成熟 提升未来盈利能力

星马汽车的水泥机械产品除了散装水泥车和混凝土搅拌车外，还在不断的研发技术含量比较高的混凝土泵车。由于一般 37M 以上的混凝土泵车价格都在 200 万以上，明显高于混凝土搅拌车平均 40 万/台的价格，而且泵车的毛利率也高达 30%以上，因此一台混凝土泵车的毛利可以相当于 15 台以上的混凝土搅拌车。

图 18、泵车收入和盈利水平显著高于搅拌车和散装水泥车



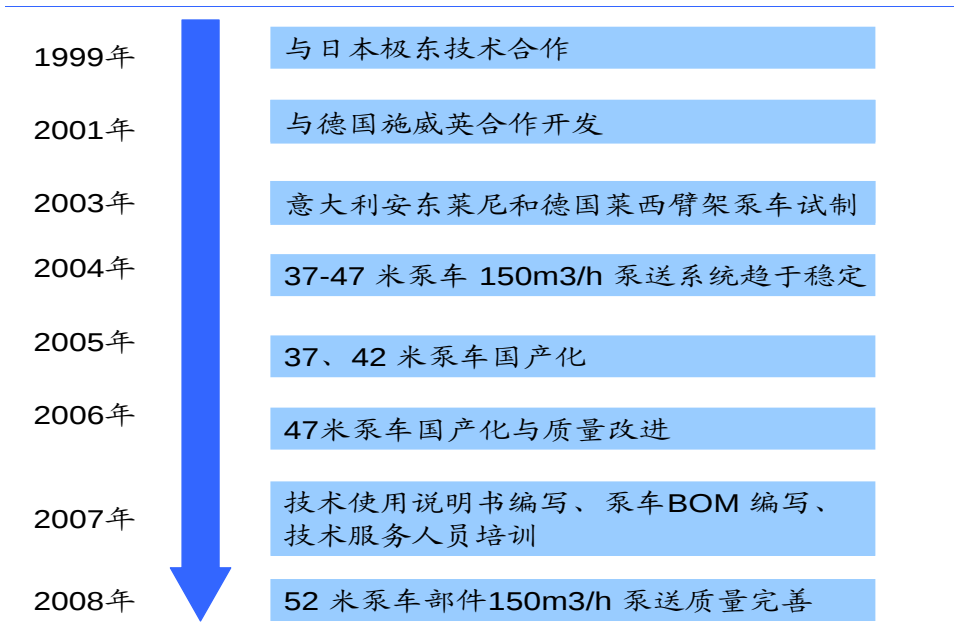
资料来源：公司定期报告

星马汽车早在 1999 年就开始与日本极东开发工业株式会社进行技术合作开发泵车，2001 年又与德国施威英公司进行合作开发泵车，可谓历史久远。2004 年公司的泵车研究取得较大突破，开发出 37-47 米的全系列泵车和输送量为 150m³/h 的大排量泵送系统。不过星马的泵车销量一直不能上量，到 2008 年的年销量还只有 49 台。根据我们 8 月份对星马汽车的调研，公司的泵车一直不能上量主要是因为泵车的质量问题，特别是液压系统中的高压油管质量不行导致的稳定性不够，而且公司以前过于专注与国产华菱底盘的配套，也成为影响泵车质量和销量的原因之一。目前华菱的底盘技术已经基本成熟，而且公司也通过和供应商的共同努力基本解决了高压油管的质量问题，因此泵车的性能已经稳定达到设计要求。

我们认为在星马汽车解决了泵车的技术问题后，该产品的销售前景看好。因为泵车的客户基本上和公司现有的混凝土搅拌车、散装水泥车的客户基本一致，这些客户已经对星马的搅拌车和散装水泥车良好的技术水平与品牌有了较高的认可，有助于他们更容易接受星马的泵车。同时，泵车还可以共享原有搅拌车、散装水泥车相同的销售和售后服务网络，从而使得星马泵车的服务水平也能够迅速提升至客户满意的水平。



图 19、星马汽车混凝土泵车技术不断完善



资料来源：第一创业证券研究所整理

3.2、发展其他改装车 进一步拓展星马盈利链条

除了泵车外，星马汽车还在不断拓展其他领域的改装车新产品，为星马汽车更为长期的发展打下技术和市场的储备基础。目前星马汽车已先后进入自卸车和随车起重运输车等改装领域，并在汽车轻量化改装方面也有较大进展。

轻量化改装 顺应计重收费和油价上涨趋势

目前计重收费和油价不断上涨已成为国内公路行业运输面临的主要问题，因此无论从运输效率上，还是从运输经济性考虑，选择整备质量低的改装车是物流运输业的首选标准，轻量化设计已成为专用改装汽车的设计方向。为了顺应该趋势，星马汽车已先后开发出铝合金焊接技术和采用高强度钢板的自卸车，可以大幅降低整车自重，提高客户的经济效益。

铝合金改装车方面，由于铝合金相对于普碳钢和不锈钢重量轻、而且具有良好的耐蚀性，因此可广泛地用于食品、化工等领域。目前制造铝合金改装车，最关键的是铝合金焊接技术，星马汽车从 2003 年就开始研究该技术，通过技术引进和购置国际先进设备等措施，已在近期攻克了铝合金焊接技术难关。攻克了这个技术难关之后，公司即可进入铝合金专用车的研制生产中，使公司步入更广阔的市场领域。



自卸车轻量化方面，目前星马汽车已开始采用高强度板代替普通板，由于自卸车车厢都会受到严重的磨损和冲击，因此板材的硬度越高，耐磨性越好，寿命就会越长。高强度板不仅比普通板硬度更高，耐磨性更好，而且重量也轻了许多，减轻了整车的自重，比如一些车型原来自重 8 吨，采用高强度板并进行一些新结构设计后，重量就下降到 5 吨，因此深受客户的青睐。不仅可以显著提产品质量，而且还可以通过减少材料用量降低公司成本。

表 4、铝合金与高强度板车量上装质量对比

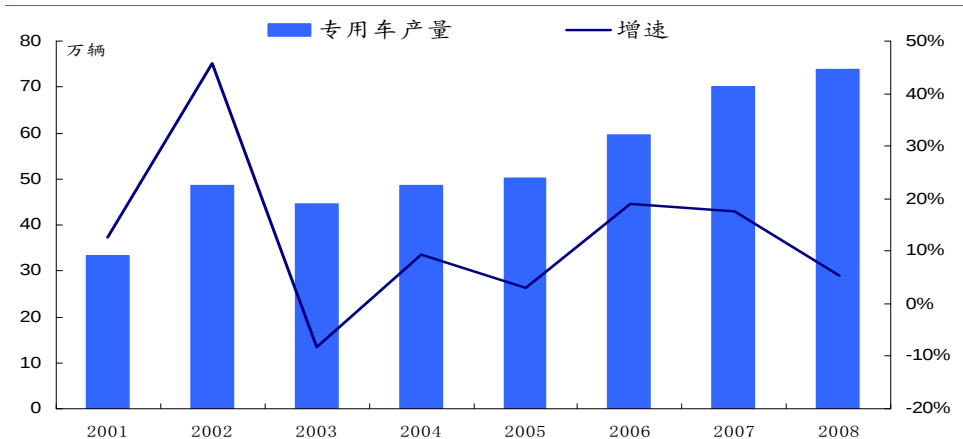
材 质	对 比 方 法
铝、铝合金	铝合金的密度约为普通钢材的 1/3，以国内自卸车普遍配置的长 8m，高 1.5m 的货箱自重 7t 左右，如果边板采用铝合金，仅此项就可以降低自重约 500kg，如果还考虑将其应用到其他部位，整车自重至少可以减少近 2t。
高强度板	高强度板一般都是采用钢板冷成型的方式来发挥材料的潜能，根据强度的对比适当的降低板材的厚度。按目前采用较多的 610L 钢板，强度是普遍 Q345A 钢板的 1.45 倍，也就是说原来 8mm 的钢板可以改为 6mm 钢板，同比重量也可以降低 25%。

资料来源：第一创业证券研究所整理

开发其它专用车 拓展新盈利链条

除了汽车轻量化方面，目前星马汽车还在开拓随车起重运输车、矿用自卸车、平板半挂车、集装箱半挂车及油罐车等技术相关的专用车品种，以拓展更多的盈利增长点。根据国外公路载货汽车的发展历程，随着运输专业化、运输效率 and 安全性等要求的提升，经过专门改装的专用汽车最终将占普通载货汽车的比例在 65% 以上，而我国专用汽车市场不仅开发程度比较低，而且市场细分程度也不够，目前专用汽车占普通载货汽车比例还只有 40% 左右，因此我们认为星马汽车发展多种专用车的前景非常广阔。

图 20、国内专用车产发展速度还有待提高

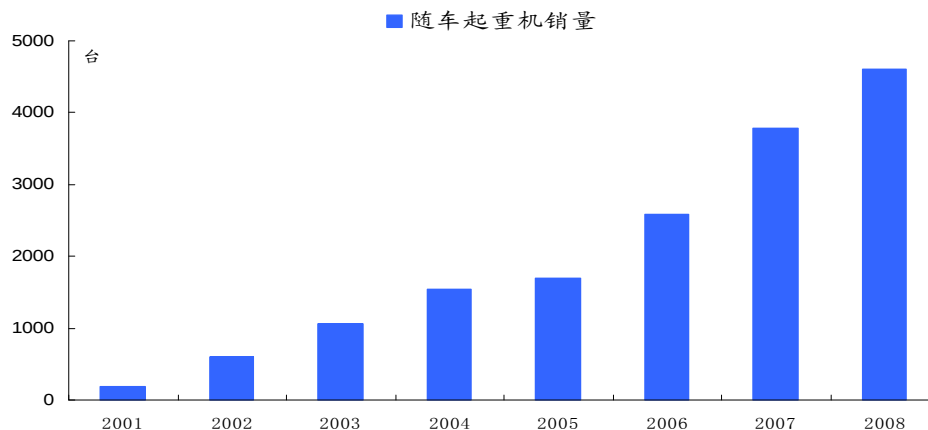


资料来源：中国汽车工业协会



2008 年星马汽车已经成功开发出 6.3 吨、12 吨折叠臂式随车起重运输车
和 8 吨、10 吨直臂式随车起重运输车，同时还在开发 16 吨及 25 吨大吨位
随车起重运输车。考虑到行业已经有近 5,000 台的市场容量，而且市场对装卸
机械化的需求程度也在不断提升，因此市场前景应该不错。

图 21、国内随车起重机销量增长迅速

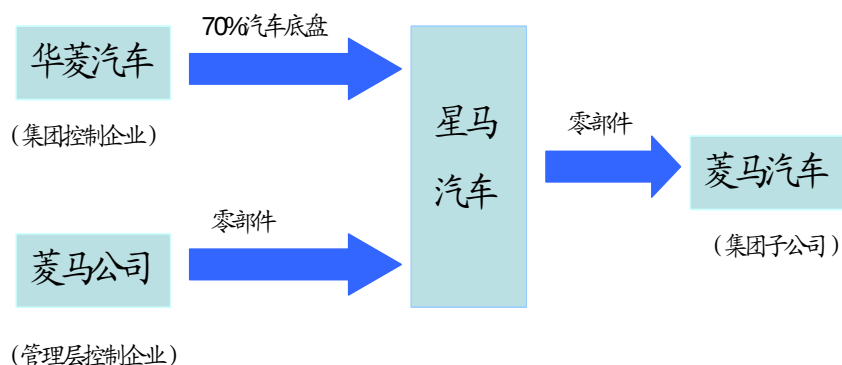


资料来源：中国工程机械行业协会

4、潜在资产注入 盈利可成倍增长

目前星马汽车使用的汽车底盘中，超过 70% 是向控股股东星马集团旗下关
联公司华菱汽车进行采购，占公司 2008 年营业成本的 65% 以上，同时公司还
向关键管理人员控制的菱马公司采购汽车零部件。除此之外，公司还向主要为
集团汽车产品提供售后服务的控股股东子公司凯马公司销售服务所用的汽车配
件。大额关联交易的存在不仅严重影响了公司的经营独立性，而且也使得星马
汽车在资本市场上的再融资功能丧失，同时也影响了公司在安徽省汽车产业整
合中的地位，因此我们认为关联交易的解决应该是迟早的事。

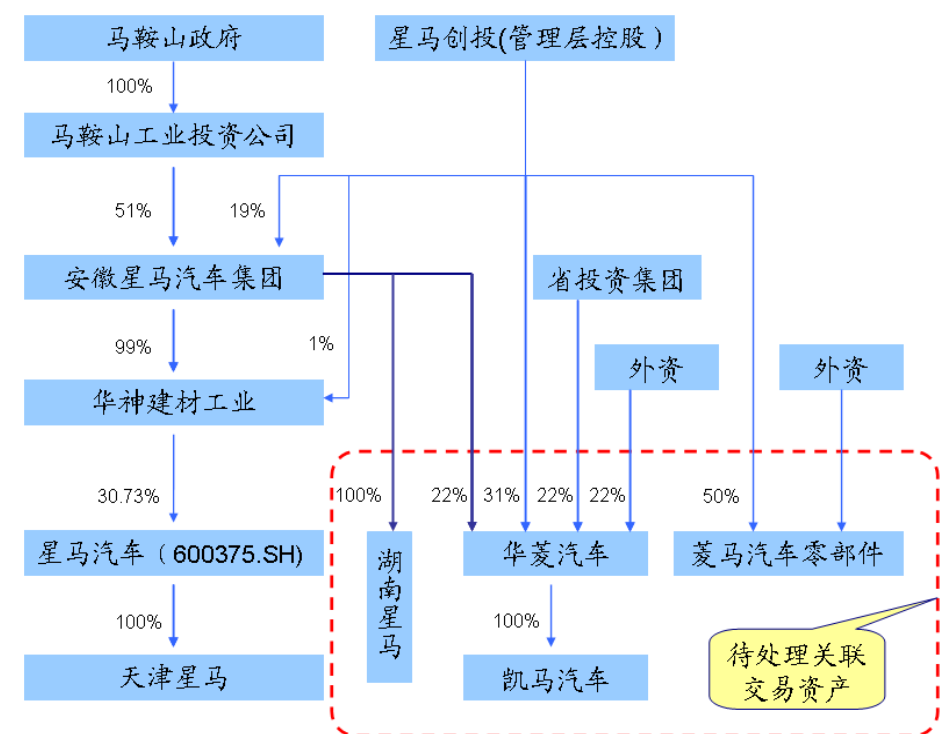
图 22、星马汽车存在大量关联交易影响公司独立性和再融资能力



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理



图 23、星马集团股权结构图



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

华菱汽车：是安徽星马汽车集团的参股子公司，主要生产重卡，在国内重卡中属于中高端品牌，是首批国家汽车整车出口基地企业，国内市占率 3%。2009 年 1-9 月华菱共销售整车及底盘 12,936 台，同比增长 32%。不仅超过去年全年销售总量，也明显高于同期整个重卡行业 4.8% 的销售增长。1-9 月华菱汽车销售收入 31.86 亿元，相当于星马汽车的 1.4 倍。由于重卡整车行业的毛利率平均在 8-12% 左右，和星马汽车当前的毛利率基本相当，因此如果把华菱汽车整体注入上市公司，则星马汽车的盈利将有成倍增长。

湖南星马重型汽车公司是在原湖南重型汽车制造有限公司（衡阳）的基础上，由星马集团投资重组设立，注册资本 5000 万元，于 2003 年 6 月 16 日挂牌成立。湖南星马目前正在建设“年产 5000 辆重型汽车技改项目”和“年产 3000 辆专用汽车技改项目”，规划“十五”末实现销售收入 20 亿元的目标。湖南星马目前主要生产自卸车。

马鞍山菱马汽车零部件有限公司：是安徽星马创业投资有限公司的子公司（由星马集团关键管理层控股），星马创投持有菱马公司 50% 的股权。主要为星马汽车生产汽车配件。

凯马汽车零部件服务有限公司：是星马集团全资设立的子公司，主要从事星马汽车的维修服务。



5、估值偏低 股价上升空间广阔

虽然星马汽车 2008 年受到金融危机的严重冲击，营业收入同比下降了 11.4%，归属母公司净利润下降了 42.7%，但是伴随基建投资的迅猛反弹和北京市淘汰黄标搅拌车带来的商机，星马汽车凭借较强的市场应变能力，使公司业绩在今年前三季度出现大幅改善，其中第三季度的收入同比增幅超过 100%，净利增幅超过 600%。1-3 季度公司实现营业收入 18.96 亿元，YOY 增长 17.7%，实现归属母公司净利润 5,306 万元，YOY 增长 64.8%，按照最新股本摊薄计算 EPS 为 0.28 元/股。

按照当前的经营形势和订单情况，我们预计 2009 年公司 EPS 可以达到 0.41 元/股，对应当前价格 PE 水平只有 21.4 倍。由于公司在现金流和应收款明显改善的情况下，还在 2-3 季度计提了超过 2000 万的坏账减值拉低了每股约 0.1 元业绩，因此如果扣除减值计提，则公司当前估值将低于 20 倍，估值明显偏低。

表 5、前三季度星马汽车业绩逐季显著改善

项目	2007Q3	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2007Q1-3	2008Q1-3	2009Q1-3
一、营业收入	49,097.23	30,568.30	26,675.00	41,228.98	86,094.86	62,232.03	160,530.81	160,981.90	189,555.87
增长率	22.9%	-37.7%	-47.9%	-13.0%	3.7%	103.6%	22.1%	0.3%	17.7%
二、营业毛利	5,504.04	2,591.49	2,484.24	3,886.54	8,957.65	8,310.01	15,355.42	16,485.79	21,154.20
增长率	39.8%	-52.9%	-23.4%	-23.8%	1.9%	220.7%	14.2%	7.4%	28.3%
毛利率	11.2%	8.5%	9.3%	9.4%	10.4%	13.4%	9.6%	10.2%	11.2%
营业税金及附加	1.67	54.09	27.29	1.78	200.40	282.83	231.06	86.26	485.01
销售费用	1,884.69	320.67	1,232.79	752.45	1,663.00	1,304.57	3,671.27	2,985.77	3,720.03
增长率	50.4%	-83.0%	1008.6%	-46.4%	31.8%	306.8%	31.2%	-18.7%	24.6%
管理费用	1,197.74	1,886.86	1,061.07	1,221.83	1,924.40	1,903.37	3,219.10	5,240.04	5,049.60
增长率	21.0%	57.5%	-27.2%	-16.0%	1.3%	0.9%	10.4%	62.8%	-3.6%
三、主业盈利	2,419.94	329.87	163.09	1,910.48	5,169.85	4,819.23	8,234.00	8,173.72	11,899.56
增长率	53.5%	-86.4%	-90.9%	-14.9%	-7.7%	1360.9%	11.4%	-0.7%	45.6%
主业盈利/收入	4.9%	1.1%	0.6%	4.6%	6.0%	7.7%	5.1%	5.1%	6.3%
财务费用	904.07	1,186.91	1,188.80	1,091.56	636.08	1,252.83	2,403.45	3,430.12	2,980.46
付息债务利率	2.0%	1.9%	1.7%	1.7%	1.3%	3.4%	5.2%	5.4%	8.2%
资产减值损失	0.00	-550.00	-295.50	150.00	985.14	1,195.83	473.28	547.41	2,330.97
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	1,515.87	-307.04	-730.21	668.92	3,548.63	2,370.58	5,357.27	4,196.20	6,588.13
加：营业外收入	0.00	48.07	19.42	9.00	51.09	0.50	0.00	48.17	60.59
减：营业外支出	7.79	0.03	0.00	0.00	9.14	0.00	38.77	48.74	9.14
五、利润总额	1,508.08	-258.99	-710.78	677.92	3,590.58	2,371.08	5,318.50	4,195.63	6,639.58
减：所得税费用	538.68	58.32	241.74	106.17	784.21	443.17	1,749.09	975.90	1,333.55
六、净利润	969.40	-317.31	-952.53	571.75	2,806.36	1,927.92	3,569.41	3,219.73	5,306.03
销售净利润率	2.0%	-1.0%	-3.6%	1.4%	3.3%	3.1%	2.2%	2.0%	2.8%
七、归属母公司净利润	976.27	-317.31	-952.53	571.75	2,806.36	1,927.92	3,576.28	3,219.73	5,306.03
增长率	105.9%	-132.5%	-351.3%	-39.3%	8.1%	707.6%	19.4%	-10.0%	64.8%
少数股东损益	-6.87	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-6.87	0.00	0.00
八、EPS	0.05	-0.02	-0.05	0.03	0.15	0.10	0.19	0.17	0.28

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理



考虑到公司主要产品未来良好的增长前景,我们估算 2010 和 2011 年公司的销售和净利仍会保持较快增长,其中 2010 和 2011 年的 EPS 应该可以分别达到 0.68 和 0.82 元/股,对应当前股价的 PE 估值分别只有 13 和 10.7 倍,因此我们认为公司股价上升的空间广阔。

表 6、公司 2009-2010 年盈利预测简表

项 目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	211,686.3	187,656.9	238,904.6	262,795.1	302,214.4
增长率%	20.2%	-11.4%	27.3%	10.0%	15.0%
搅拌车	159,044	127,899	153,479	168,827	194,151
增长率%	20.3%	-19.6%	20.0%	10.0%	15.0%
散装水泥车	27,887.3	35,190.7	65,102.8	71,613.1	82,355.0
增长率%	5.9%	26.2%	85.0%	10.0%	15.0%
混凝土泵车	8,979.7	8,913.2	9,358.9	10,294.8	12,868.5
增长率%	45.8%	-0.7%	5.0%	10.0%	25.0%
自卸车	9,047.0	4,897.4	7,346.1	7,713.4	8,484.8
增长率%	40.1%	-45.9%	50.0%	5.0%	10.0%
二、营业毛利	18,598.2	18,970.0	27,130.1	30,677.2	35,405.6
增长率%	18.0%	2.0%	43.0%	13.1%	15.4%
综合毛利率	8.8%	10.1%	11.4%	11.7%	11.7%
搅拌车	13,613.0	13,418.7	16,102.5	17,712.7	20,369.6
增长率%	16.9%	-1.4%	20.0%	10.0%	15.0%
散装水泥车	1,811.1	2,290.9	4,238.1	4,661.9	5,361.2
增长率%	-15.9%	26.5%	85.0%	10.0%	15.0%
混凝土泵车	651.6	1,981.7	2,080.8	2,288.9	2,861.1
增长率%	6.0%	204.1%	5.0%	10.0%	25.0%
自卸车	663.6	295.0	442.4	464.5	511.0
增长率%	12.8%	-55.6%	50.0%	5.0%	10.0%
三、主业盈利	10,029.0	8,336.8	15,214.0	16,967.7	20,090.1
增长率%	25.1%	-16.9%	82.5%	11.5%	18.4%
主业盈利/收入	4.7%	4.4%	6.4%	6.5%	6.6%
财务费用	3,344.2	4,618.9	3,442.4	1,933.7	1,838.2
付息债务费用率	6.1%	6.7%	9.4%	5.3%	5.0%
资产减值损失	256.0	251.9	2,346.7	99.2	166.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	3.0	12.0	12.0
四、利润总额	6,400.3	3,484.8	9,499.4	15,029.8	18,183.4
减: 所得税	2,445.0	1,217.6	1,762.5	2,254.5	2,727.5
实际税率	38.2%	34.9%	18.6%	15.0%	15.0%
五、归属母公司净利	3,955.3	2,267.2	7,736.8	12,775.3	15,455.9
增长率%	26.8%	-42.7%	241.3%	65.1%	21.0%
销售净利率%	1.9%	1.2%	3.2%	4.9%	5.1%
六、总股本(万股)	18,748.1	18,748.1	18,748.1	18,748.1	18,748.1
七、摊薄每股收益	0.21	0.12	0.41	0.68	0.82

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所预测



10月21日星马汽车已经发布公告称控股股东正在筹划对星马汽车进行重大资产重组。我们认为，根据星马汽车控股股东华神建材工业公司和更上一级控股股东星马汽车集团所持有的资产来看，我们认为控股股东把华菱汽车注入上市公司的可能性很大，因为这样一方面可以解决长期困扰上市公司的大额关联交易问题，从而恢复星马汽车的再融资功能，同时也可以使星马汽车在安徽省的汽车工业大整合过程中，占据更有利的地位。

如果本次把和星马汽车有重大关联交易的公司全部注入上市公司，则星马汽车今年的业绩应该可以达到1.5亿，相当于去年业绩的4倍以上。对于EPS的变动，考虑到收购方式的不确定性，还难以估算，不过出于顺利过会的考虑，我们认为整合方案应该会相对于当前EPS有所增厚，因此预计09年整合后的EPS应该在0.5元以上（假定股本扩张约60%至3亿股），对应当前股价PE仅17.7倍，给予“买入”投资评级。



6、星马汽车财务预测简表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1,147.8	1,113.5	1,311.7	1,617.0	一、营业收入	1,876.6	2,389.0	2,628.0	3,022.1
货币资金	322.3	254.4	367.4	489.5	减: 营业成本	1,686.9	2,117.7	2,321.2	2,668.1
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	1.1	5.5	6.1	7.0
应收款项	273.3	402.7	444.1	510.7	销售费用	42.2	48.3	59.1	68.0
预付款项	82.3	47.1	51.8	101.9	管理费用	63.0	65.4	71.9	78.1
存货	465.5	406.0	445.2	511.7	财务费用	46.2	34.4	19.3	18.4
其他流动资产	4.3	3.3	3.3	3.3	资产减值损失	2.5	23.5	1.0	1.7
非流动资产	433.8	411.4	399.8	388.3	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.1	0.1
公允价值资产	25.5	24.5	24.5	24.5	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	365.8	353.9	345.4	337.0	二、营业利润	34.7	94.3	149.5	181.0
在建工程	7.8	0.0	0.0	0.0	加: 营业外收入	0.7	0.8	0.8	0.9
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.5	0.1	0.0	0.0
无形及递延性资产	31.2	30.0	26.9	23.8	三、利润总额	34.8	95.0	150.3	181.8
其他非流动资产	3.4	3.0	3.0	3.0	减: 所得税费用	12.2	17.6	22.5	27.3
资产总计	1,581.5	1,524.9	1,711.6	2,005.3	四、净利润	22.7	77.4	127.8	154.6
流动负债	1,095.6	980.4	1,039.3	1,178.5	归属母公司净利润	22.7	77.4	127.8	154.6
短期借款	686.3	365.4	365.4	365.4	少数股东损益与调整	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	371.1	565.7	622.0	756.9	五、总股本(万股)	187.5	187.5	187.5	187.5
预收帐款	27.3	26.2	28.8	33.2	EPS (元)	0.12	0.41	0.68	0.82
其他	11.0	23.0	23.0	23.0					
长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	-11.4%	27.3%	10.0%	15.0%
负债合计	1,095.6	980.4	1,039.3	1,178.5	营业毛利	2.0%	43.0%	13.1%	15.4%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	-16.9%	82.5%	11.5%	18.4%
股本	187.5	187.5	187.5	187.5	净利润	-42.7%	241.3%	65.1%	21.0%
资本公积	193.6	193.6	193.6	193.6	获利能力				
留存收益	104.8	163.4	291.1	445.7	毛利率	10.1%	11.4%	11.7%	11.7%
股东权益合计	485.9	544.5	672.3	826.8	主业盈利/收入	4.4%	6.4%	6.5%	6.6%
负债和股东权益	1,581.5	1,524.9	1,711.6	2,005.3	净利率	1.2%	3.2%	4.9%	5.1%
					ROE	4.7%	14.2%	19.0%	18.7%
					ROIC	1.9%	8.5%	12.3%	13.0%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	69.3%	64.3%	60.7%	58.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	利息保障倍数	0.5	2.2	6.6	8.4
经营活动现金流	15.5	350.9	132.1	140.3	速动比率	0.62	0.72	0.83	0.94
净利润	22.7	77.4	127.8	154.6	经营现金净额/当期债务	0.02	0.96	0.36	0.38
折旧摊销	23.6	17.2	11.5	11.5	营运能力				
财务费用	44.5	34.0	19.3	18.4	总资产周转率	1.19	1.57	1.54	1.51
投资损失	0.0	0.0	-0.1	-0.1	应收款天数	52.43	60.68	60.84	60.84
营运资金变动	-78.4	147.2	-27.3	-45.7	存货天数	99.35	69.02	69.04	69.04
其它	3.2	75.2	1.0	1.7	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-42.1	-9.7	0.1	0.1	主业盈利/股本	0.44	0.81	0.91	1.07
资本支出	-8.2	-14.2	-22.5	-27.3	每股经营现金流	0.08	1.87	0.70	0.75
长期投资	0.0	0.1	0.1	0.1	每股净资产	2.59	2.90	3.59	4.41
其他	-33.8	4.4	22.5	27.3	估值比率				
筹资活动现金流	70.1	-409.9	-19.3	-18.4	P/E	73.10	21.42	12.97	10.72
债务融资	140.4	-360.8	0.0	0.0	P/B	3.41	3.04	2.47	2.00
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	0.88	0.69	0.63	0.55
其它	-70.2	-49.1	-19.3	-18.4	EV/主业盈利DA	19.02	10.49	9.19	7.33
汇率变动影响	-0.1	0.8	0.0	0.0					
现金净增加额	43.5	-67.9	112.9	122.1					

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所预测

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、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, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120