

投资收益缩水，自主品牌艰难前行

海马股份 2007 年年报及一季报点评

评级： 中性-B

上次评级：

目标价格： 9.00 元

期限： 6 个月 上次预测：

现价： 9.83 元

报告日期： 2008-05-07

报告关键点：

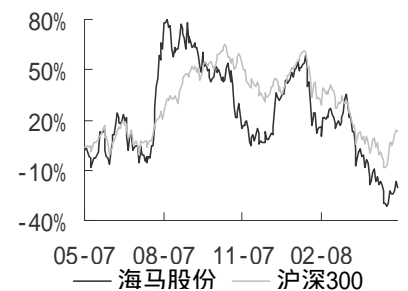
- 📖 公司2007年业绩表现符合预期，但2008年一季度业绩表现低于预期
- 📖 投资收益变动风险开始在2008年一季度显现
- 📖 对公司进入微型车市场持谨慎态度，可转债将加剧资金压力或导致业绩稀释
- 📖 给予对公司“中性-A”的投资评级

报告摘要：

- 公司2007年业绩表现符合预期，但2008年一季度业绩表现低于预期。2007年累计销售整车共130,988辆，同比增长63.3%；实现营业收入84.77亿元，比上年同期增长1.3倍；营业利润9.18亿元，比上年同期增长5.9倍；利润总额9.24亿元，比上年同期增长6倍；归属于上市公司股东净利润4.9亿元，比上年同期增长3.9倍。2008年一季度销售整车29,870辆，比上年同期降低18.9%；实现营业收入20.5亿元，比上年同期降低16.5%；营业利润9856.8万元，比上年同期降低42.8%；利润总额10154.3万元，比上年同期降低45.1%；归属于上市公司股东净利润为4788.1万元，比上年同期降低53.6%。
- 由于2006年底公司定向增发收购海马汽车、上海研发股权后，公司由一家仅拥有汽车销售及为汽车制造配套服务的仓储、配送、物流等业务的企业变为一家拥有汽车及汽车发动机的研发、制造、销售、物流配送及相关业务的汽车类企业，因此2007年和2006年的盈利水平不具备可比性。在2008年一季度，公司在乘用车全行业销量同比上涨23.1%的背景下销量严重下滑，其中，寄予厚望的海马3销量低于预期；福美来虽然经过大幅降价，销售情况依然不容乐观。
- 投资收益变动风险开始显现。2007年公司每股净收益中大约有0.4元来源于短期投资收益，主营业务仅贡献0.2元。2008年一季度，公司投资收益同比下降85.9%。
- 2008年，公司在成功发行8.2亿元可转换公司债券，募集资金全部用于郑州轻汽的技术改造，形成年产微型客车5万辆、SUV及皮卡1万辆的产能。但我们对公司在当前主营业务毛利率仅12%的情况下进入竞争激烈且毛利率相对更低的微型车市场持谨慎态度。同时，按照公司公告，可转债将于2008年7月16日起进入转股期，目前其二级市场股价远低于18.33元的初始转股价。如果投资者选择回售，将加剧公司资金压力；而如果修正转股价格，则导致业绩稀释效应加大。
- 我们预计公司2008、2009、2010年每股收益分别为0.20元、0.24元和0.31元，对应的动态PE分别为48.8倍、40.7倍和31.4倍。给予对公司“中性-B”的投资评级。

市场数据

总市值(百万元)	8,051.08
流通市值(百万元)	1,898.91
总股本(百万股)	819.03
流通股本(百万股)	193.17
12个月最高/最低	7.91/36.12元
十大流通股东(%)	2.92%
股东户数	83,317

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(14.51)	(15.60)	(32.75)
绝对收益	(10.22)	(34.11)	(20.04)

研究员
孙木子 行业分析师

021-68765661 sunmz@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	3,702.3	8,477.3	7,899.0	9,497.6	11,283.2
Growth(%)	-1.2%	129.0%	-6.8%	20.2%	18.8%
净利润	122.7	870.5	271.5	326.1	422.9
Growth(%)	56.6%	298.9%	-66.3%	20.1%	29.7%
毛利率(%)	5.4%	12.2%	11.7%	10.9%	11.4%
净利润率(%)	3.3%	5.8%	2.1%	2.1%	2.3%
每股收益(元)	0.15	0.60	0.20	0.24	0.31
每股净资产(元)	2.27	4.63	4.91	5.31	5.83
市盈率	65.6	16.4	48.8	40.7	31.4
市净率	4.3	2.1	2.0	1.9	1.7
净资产收益率(%)	6.6%	23.0%	6.7%	7.5%	8.9%
ROIC(%)	26.3%	61.5%	11.3%	17.2%	34.7%
EV/EBITDA	35.0	7.2	20.3	16.5	11.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2008-5-6

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	3,702.3	8,477.3	7,899.0	9,497.6	11,283.2	成长性					
减: 营业成本	3,500.8	7,443.8	6,977.4	8,461.3	9,996.7	营业收入增长率	-1.2%	129.0%	-6.8%	20.2%	18.8%
营业税费	9.8	416.1	387.7	466.2	553.9	营业利润增长率	63.8%	585.4%	-68.5%	20.2%	29.5%
销售费用	85.1	5.1	7.9	9.5	11.3	净利润增长率	56.6%	298.9%	-66.3%	20.1%	29.7%
管理费用	23.6	293.5	268.6	332.4	389.7	EBITDA 增长率	68.0%	707.2%	-67.4%	10.7%	18.1%
财务费用	-5.3	-10.2	-70.9	-93.3	-127.3	EBIT 增长率	73.6%	605.9%	-76.0%	16.4%	27.0%
资产减值损失	-0.3	17.7	47.9	-7.3	31.0	NOPLAT 增长率	51.9%	631.2%	-76.2%	16.4%	27.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-6.7	-	-	投资资本增长率	212.6%	30.0%	-23.9%	-37.0%	-84.7%
投资和汇兑收益	45.2	606.5	15.1	18.1	21.5	净资产增长率	488.2%	103.8%	6.2%	8.1%	9.7%
营业利润	133.9	917.7	288.8	347.1	449.5	利润率					
加: 营业外净收支	-2.8	6.1	-	-	-	毛利率	5.4%	12.2%	11.7%	10.9%	11.4%
利润总额	131.0	923.7	288.8	347.1	449.5	营业利润率	3.6%	10.8%	3.7%	3.7%	4.0%
减: 所得税	8.3	53.2	17.3	20.9	26.7	净利率	3.3%	5.8%	2.1%	2.1%	2.3%
净利润	122.7	870.5	271.5	326.1	422.9	EBITDA/营业收入	3.5%	12.5%	4.4%	4.0%	4.0%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	3.5%	10.7%	2.8%	2.7%	2.9%
货币资金	662.6	2,819.7	3,852.7	4,817.0	6,118.5	运营效率					
交易性金融资产	5.4	6.7	-	-	-	固定资产周转天数	4	34	69	55	45
应收帐款	45.7	73.0	58.4	73.2	85.2	流动营业资本周转天数	19	-2	-12	-21	-30
应收票据	-	704.5	649.2	785.0	930.0	流动资产周转天数	93	146	274	269	280
预付帐款	246.7	121.0	150.7	97.3	87.0	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货	256.2	1,925.8	1,725.2	2,140.3	2,500.2	存货周转天数	38	50	87	77	78
其他流动资产	0.0	0.0	-79.7	-64.0	-46.2	总资产周转天数	169	234	388	358	352
可供出售金融资产	-	37.1	-	-	-	投资资本周转天数	90	68	73	43	16
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,114.0	74.4	75.4	74.9	75.2	ROE	6.6%	23.0%	6.7%	7.5%	8.9%
投资性房地产	52.7	63.8	-	-	-	ROA	4.5%	10.5%	3.1%	3.2%	3.5%
固定资产	59.9	1,555.6	1,479.1	1,433.6	1,360.4	ROIC	26.3%	61.5%	11.3%	17.2%	34.7%
在建工程	123.9	69.5	41.7	25.0	15.0	费用率					
无形资产	123.7	753.6	753.6	753.6	753.6	销售费用率	2.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	48.0	59.4	28.4	30.3	34.0	管理费用率	0.6%	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%
资产总额	2,738.7	8,276.6	8,734.8	10,166.3	11,912.8	财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
短期债务	-	-	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	2.8%	3.4%	2.6%	2.6%	2.4%
应付帐款	541.9	1,852.3	1,428.0	1,696.0	2,024.8	偿债能力					
应付票据	-	952.5	955.8	1,120.9	1,346.9	资产负债率	32.1%	54.2%	53.8%	57.1%	59.9%
其他流动负债	327.4	782.0	1,174.1	1,671.0	2,252.6	负债权益比	47.3%	118.4%	116.5%	133.2%	149.1%
长期借款	-	310.0	310.0	310.0	310.0	流动比率	1.40	1.58	1.65	1.64	1.63
其他非流动负债	10.0	589.5	522.4	697.8	885.0	速动比率	1.00	1.02	1.18	1.17	1.19
负债总额	879.3	4,486.4	4,690.3	5,795.7	7,119.3	利息保障倍数	-24.10	-88.96	-3.07	-2.72	-2.53
少数股东权益	-	1,488.6	1,595.3	1,723.4	1,889.4	分红指标					
股本	511.9	819.0	819.0	819.0	819.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	1,347.5	1,482.5	1,610.2	1,808.3	2,065.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,859.4	3,790.2	4,024.5	4,350.6	4,773.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	122.7	870.5	271.5	326.1	422.9	EPS(元)	0.15	0.60	0.20	0.24	0.31
加: 折旧和摊销	3.9	161.7	126.7	127.8	128.4	BVPS(元)	2.27	4.63	4.91	5.31	5.83
资产减值准备	-0.3	17.7	47.9	-7.3	31.0	PE(X)	65.6	16.4	48.8	40.7	31.4
公允价值变动损失	-	-	-6.7	-	-	PB(X)	4.3	2.1	2.0	1.9	1.7
财务费用	0.3	0.4	23.9	-70.9	-93.3	P/FCF	-	21.2	9.1	11.3	8.1
投资收益	-45.2	-606.5	-15.1	-18.1	-21.5	P/S	2.2	0.9	1.0	0.8	0.7
少数股东损益	-	380.9	106.6	128.1	166.1	EV/EBITDA	35.0	7.2	20.3	16.5	11.8
营运资金的变动	289.6	-1,045.0	160.3	568.0	769.5	CAGR(%)	38.5%	-21.4%	27.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	414.1	-1,102.9	620.4	1,031.2	1,369.0	PEG	1.7	-0.8	1.8	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	11.6	3,388.1	58.9	18.1	21.5	ROIC/WACC	2.8	6.5	1.2	1.8	3.7
融资活动产生现金流量	2.1	-130.1	333.8	93.3	127.3	REP	1.2	0.6	4.3	4.0	10.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

孙木子，汽车行业分析师，毕业于武汉理工大学，汽车工程专业学士，具有 6 年汽车行业研究咨询经验，曾就职于新华信集团汽车事业部。2007 年 11 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

何诗钊

0755-82558082

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

hesz2@essences.com.cn

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

李瑾

0755-82558084

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

lijin@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034