

海马股份 (000572)

评级: 中性 (首次)

股价: 3.64 元

调研报告

2009 年 1 月 20 日 星期二

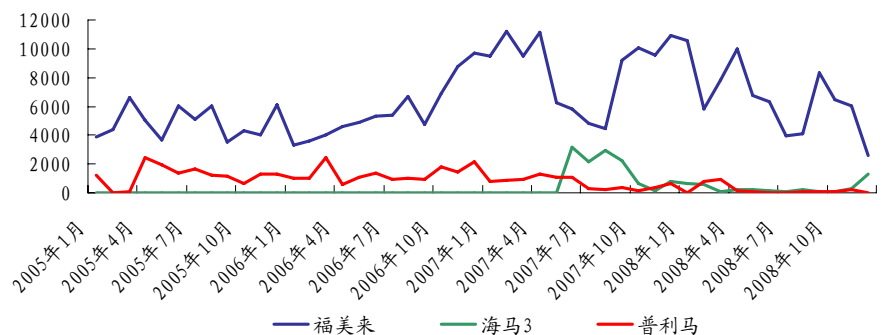
销售渠道拓展速度将决定公司未来业绩走向

投资要点

□ 公司主力车型销售下滑较快

公司控股子公司海马汽车 2008 年共实现汽车销售 85,086 辆, 同比下滑 30.58%。其中主力车型福美来 (含海福星)、海马 3 和普利马都出现较大幅度下滑。海马 3 在 12 月份销售虽有所反弹, 但福美来和普利马下滑呈现加剧态势, 如图 1 所示。

图1. 公司主力车型月度销售 (单位: 辆)



资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

我们认为, 1.6 升和 1.8 升乘用车销售竞争严重, 福美来和普利马车型有所老化是销售下滑的主要原因。海马 3 在 07 年下半年有所表现后, 08 年一直得不到消费者青睐, 表明市场持续认可度较低。

□ 公司销售需尽快向二线城市拓展

公司新款车型有基于海马 3 的两厢车欢动, 未来将为公司销售带来新的动力。另外, 公司销售的 1.6 排量车 2008 年前 11 个月累计销量占全部销量的 93%, 购者税减半等优惠措施增加了公司主力车型的吸引力。公司在建的第三工厂将主打更小排量车, 现在计划中有排量为 1 升的福斯达。所以从公司未来发展战略看, 公司仍将以乘用车为主, 全面采用自主品牌和自有技术积累, 以小排量为主要发展方向。

我们分析认为, 公司车型目前为自主品牌, 在北京、上海等一线城市已经难于获得广泛认知度。因此, 公司应尽量利用成本和排量优势开拓二线城市。公司车型价格基本定位于 10 万元左右, 在二线城市仍属中等偏高的水平, 公司应通过进一步降价和提供增值服务等各项措施提高主力车型的核心竞争力。

赵世光 李涛

021-50586660-8637

021-50586660-8936

zsg@longone.com.cn

lt@longone.com.cn

汽车行业

联系人: 白雅莹

021-50586660-8967

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股) 8.26

流通股本(亿股) 3.49

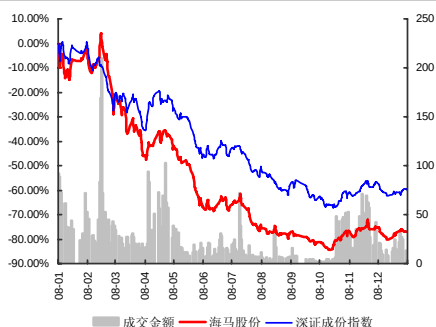
总市值(亿元) 30.07

流通市值(亿元) 12.70

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-7.48	-6.27
3 个月	24.65	21.76
6 个月	-30.93	-2.43

个股相对深证成分指数走势图



□ 公司产能扩建过快，成本压力较大

公司现有两个现代化的集锻压、涂装、焊接、总装于一体的工厂。其中一厂轿车产能 8 万辆，二厂轿车产能 7 万辆。公司在郑州第三工厂 08 年底已开建，预计轿车产能 15 万辆，09 年底投产。另外，公司还有产能 15 瓦台的轿车发动机生产线和郑州 5 万辆排量 1 升的微型面包车生产线。

从 08 年公司产能和销售情况看，公司产能扩建过快，短期内产能利用率较低，成本压力较大。这也说明了公司毛利率 08 年持续下滑的原因。三季报公司毛利率为 8.75%。

不过未来公司如能尽快拓展销售渠道，增加销量，则公司将能利用自主研发、生产的优势加速降低成本。

□ 未来受益于政策扶植

08 年公司投资收益下降较快，三季报投资净收益下降 83.79%。公司投资收益主要来源为申购新股收益，未来该类收益将大幅减少。不过由于公司资金只用于申购新股而未进行股票交易，因此也避免了投资损失。公司目前货币资金为 14.76 亿元，较为充足，08 年 12 月初公告的股票回购不会造成资金压力。另外，郑州市政府给予的 2.5 亿扶持资金将计入 08 年营业外收入。我们认为，公司是采用自主品牌的传统乘用车企业，未来将列入国家振兴经济、重点扶植企业之列。公司新销售渠道如能尽快建立，现在销售下滑局面将能很快扭转。

□ 公司盈利预测

不考虑公司回购影响，预计公司 2009 年、2010 年每股收益为 0.19 元和 0.34 元。

主要财务指标					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	3,696.67	8,477.27	5,668.75	7,899.40	9,920.07
营业收入增长率（%）	-1.57%	129.32%	-33.13%	39.35%	25.58%
营业利润（百万元）	113.81	917.67	-40.25	454.22	838.25
营业利润增长率（%）	39.21%	706.34%	-104.39%	/	84.55%
净利润（百万元）	101.34	489.64	199.43	303.42	553.18
净利润增长率（%）	27.79%	383.17%	-59.27%	52.15%	82.31%
营业利润率（%）	3.08%	10.83%	-0.71%	5.75%	8.45%
每股收益（元）	0.06	0.30	0.12	0.19	0.34
每股净资产（元）	1.12	2.29	2.38	2.55	2.87
PE (X)	58.46	12.10	29.71	19.52	10.71
PB (X)	3.26	1.59	1.53	1.42	1.27
EV/EBITDA (X)	50.93	7.22	34.80	10.89	7.21

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

赵世光，机械行业分析师，获上海交通大学机械工程学院博士学位。拥有 8 年大型跨国公司产业经验和证券从业经验。擅长数量分析，对相关产业发展有深入理解。

汽车及汽配子行业重点跟踪公司：威孚高科，中国重汽，潍柴动力，科力远，一汽轿车，云内动力

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8646

传真：(86-21) 50586660 转 8611

邮编：200122