

## 海马股份(000572)

## 购置税减半能否真正助企业走出困境尚待观察

## -海马股份 2008 年年度报告简析

张欣

010-59312819

zhangxin@gtjas.com

## 本报告导读:

- 海马股份 2008 年产销出现较大下降, 2009 年车型陈旧等可能抵消相关的刺激效应, 无助企业业绩的改观, 同时可转债也成了企业心头之痛。故维持中性评级。

## 投资要点:

- 作为乘用车生产企业, 海马股份的产品主要集中在中低端领域。2008 年面对中高端乘用车价格重心不断下移所带来日趋激烈的市场竞争、原材料等成本持续上扬以及产品换型进展缓慢等多重压力, 公司各类乘用车产量 85086 辆, 同比下降 30.58%, 销量 95943 辆, 同比下降 26.75%, 唯一值得庆幸的是产销率达到 112.76%, 同比提高 5.89 个百分点。
- 财务分析显示, 2008 年海马股份各项费用支出 4.12 亿元, 同比增长超过 43%, 其中第四季度费用支出出现猛增。企业的各项应收款项为 8.89 亿元, 同比增长 14.27%; 各项应付款项为 14.34 亿元, 同比下降 48.88%, 表明虽然是整车生产企业, 但是对外转嫁风险的能力在持续下降。企业存货为 14.51 亿元, 同比下降 24.66%, 其中在产品与库存商品同比下降近 73%, 与较高的产销率相对应。
- 在发行了可转债之后, 海马股份 2008 年的负债率仅为 37.8%, 呈现持续下降的态势, 从一个侧面反映出目前企业对相关财务杠杆的利用并不充分。
- 2009 年初国家对 1.6 升及以下排量汽车减半征收购置税, 这对于车型集中在 1.6 升及以下排量的海马股份无疑是一大利好。然而面对车型日渐陈旧的尴尬, 由于企业再融资募投主要是郑州基地, 属于外延式扩张, 2009 年底基本形成产能, 真正发挥作用恐要到 2010 年。因此能否借助相关刺激措施扩大汽车产销并真正提升经营业绩却并不容乐观, 2009 年海马股份的盈利仍有可能出现下滑, 预计 EPS 在 0.04 元左右。
- 鉴于海马股份可转债的转股价已修订为 3.60 元/股。若都能转股, 将会对未来业绩产生较大的稀释作用, 而若转债持有人不进行转股, 那么企业未来将偿还本息, 进一步加大资金压力。因此在考虑了乘用车行业和企业目前的经营现状和发展前景及可转债等多种因素后, 维持对海马股份“中性”的投资评级不变。

| 财务摘要 (百万元)  | 2007A    | 2008A    | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入        | 8,477.27 | 6,126.37 | 6,432.69 | 6,754.33 | 7,092.04 |
| (+/-)%      | 128.97   | -27.73   | 5.00     | 5.00     | 5.00     |
| 经营利润 (EBIT) | 907.47   | -236.48  | -216.14  | -229.98  | -244.68  |
| (+/-)%      | 605.93   | -126.06  | -8.60    | 6.41     | 6.39     |
| 净利润         | 489.64   | 49.15    | 34.99    | 34.16    | 33.16    |
| (+/-)%      | 298.95   | -89.96   | -28.80   | -2.38    | -2.94    |
| 每股净收益 (元)   | 0.60     | 0.06     | 0.04     | 0.04     | 0.04     |
| 每股股利 (元)    | 0.05     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |

| 利润率和估值指标  | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 12.19 | 6.20  | 6.50  | 6.50  | 6.50  |
| 市盈率       | 29.86 | 52.46 | 85.01 | 87.09 | 89.72 |
| 股息率 (%)   | 0.28  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

中性

上次评级: 中性

目标价格:

¥4.7

上次预测: ¥3.00

当前价格:

¥4.68

2009.04.10

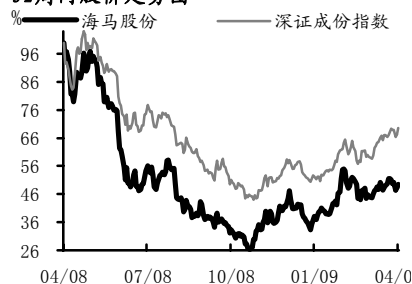
## 交易数据

|                  |              |
|------------------|--------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 2.40 ~ 10.77 |
| 总市值 (百万元)        | 4,137        |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 884/406      |
| 流通 B 股/H 股       | 0/0          |
| 流通股比例            | 0.46         |
| 日均成交量 (百万股)      | 5.9          |
| 日均成交值 (百万元)      | 28.4         |

## 资产负债表摘要 (12/08)

|            |          |
|------------|----------|
| 股东权益 (百万元) | 3,919.56 |
| 每股净资产      | 4.74     |
| 市净率        | 0.66     |
| 资产负债率      | 37.80%   |

52 周内股价走势图



## 相关报告

有钱就铺摊子-做大 结果顾此失彼-不强

(08.10.30)

## 免责声明

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本公司和作者无关。

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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 国泰君安证券股票投资评级标准：

**增持：**股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上；

**谨慎增持：**股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%；

**中性：**股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%；

**减持：**股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

## 国泰君安证券行业投资评级标准：

**增持：**行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘；

**中性：**行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平；

**减持：**行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

## 国泰君安证券销售交易总部

上海  
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层  
邮政编码：200120  
电话：(021) 38676666

深圳  
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层  
邮政编码：518026  
电话：(0755) 23976888

北京  
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层  
邮政编码：100140  
电话：(010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址：[www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)  
E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)