

海马股份 000572.SZ

2010.1.27

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

再融资 全力打造郑州基地

——海马股份（000572）非公开发行股票预案点评

事件：

海马股份（000572）今日发布公告称：以不低于 6.31 元/股的价格向合计不超过 10 名投资者非公开发行股票，数量不超过 50000 万股、募集资金净额不超过 30 亿元。

公司同时表示，公司控股股东、实际控制人及其控制的关联企业不参与本次发行。本次非公开发行股票方案尚需通过股东大会批准并最终取得证监会核准后实施。

分析与点评：

1、募集资金 30 亿用于 2 大项目建设

本次非公开发行股票募集资金将投资于海马商务 15 万辆汽车技术改造项目和海马郑州汽车新产品研发项目。

目前，公司海口基地一汽海马现有 15 万辆整车产能，近年来推出一系列新车型，产能利用率不断提升。公司郑州基地海马商务现有 6 万辆整车产能，2009 年投产并当年达产，产能已不能满足市场需求，需进一步扩大规模；海马郑州 15 万辆轿车工厂 2009 年底投产，为满足市场需求，需研发系列新产品。

表 1：非公开发行股票建设项目

项目名称	投资总额(亿元)	本次募集资金投入额(亿元)
海马商务 15 万辆汽车技术改造项目	27.45	25
海马郑州汽车新产品研发项目	7.34	5
合计	34.79	30

（数据来源：公司公告爱建证券）

2、2 大项目长远来看有积极意义，但短期难以贡献业绩

(1) 海马商务 15 万辆汽车技术改造项目

海马商务位于郑州基地，已于 2009 年底达产，产品为微客、微卡及 SUV 等，微车发动机排量为 1.0L-1.3L，符合发展节能环保型汽车的趋势。产品主要定位于农民小康起步、城市公民代步的新时代城乡汽车市场。

项目预计新增总投资 27.45 亿元，拟投入募集资金 25 亿元，建设期 36 个月，建成后，将新增整车产能 15 万辆，发动机产能 15 万台。

(2) 海马郑州汽车新产品研发项目

海马郑州位于郑州经济技术开发区。2009 年 12 月底，海马郑州 15 万辆轿车工厂建成投产。本项目主要为 A00 级、A0 级和 A 级三个新产品的研发，包括前期准备、概念设计、工程设计、样车设计和投产启动等。

请务必阅读正文之后的重要声明

汽车 整车

评级：推荐（维持）

上次评级：推荐

目标价格：

当前价格：¥6.96

2010.1.27

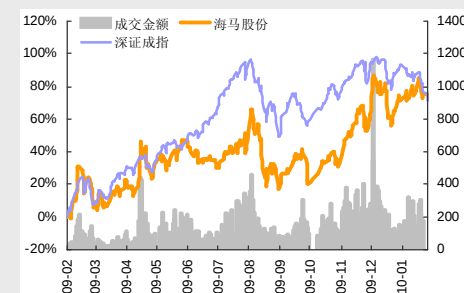
基础数据

总股本/流通 A 股（亿股）	10.46/10.43
总市值（亿元）	72.79
流通市值（亿元）	72.56
每股净资产（元）	2.78
ROE（%）	-6.46

交易数据

52 周内股价区间（元）	3.65 ~ 7.96
PE（TTM，倍）	亏损
动态 PE（倍）	18.3
PB（倍）	2.5

52 周内股价走势



褚艳辉 侯英民

行业研究员

电话：021-32229888*3507

邮箱：chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

《后危机时代 寻找行业发展的超预期——汽车行业 2010 年投资策略》
2009-12-15

《回购行为重在提升投资者信心——回购部分社会公众股预案点评》
2008-11-04

海马研发（即上海海马）是海马郑州的下属公司（100%持股），位于上海，海马研发已经成功开发出海福星、福美来、普力马、海马 3、丘比特和福仕达等车型以及 1.6 升、1.8 升发动机。海马郑州的首款微轿产品“海马王子”已进入试生产阶段。

项目预计新增总投资 7.34 亿元，拟投入募集资金 5 亿，建设期 39 个月。建成后，对于充分发挥郑州的区位优势、销地产优势、配套优势和人力成本优势发挥产业规模效应、实现海马自主品牌战略有积极意义。

表 2：2 大项目经济效益分析

	海马商务技改项目	海马郑州新品研发项目
销售收入（万元）	499,658	916,667
利润总额（万元）	37,943	71,062
总投资收益率	13.80%	23.30%
内部收益率（所得税前）	16.70%	24.40%
静态投资回收期（所得税前）（年）	7.7	7
盈亏平衡点（产能利用率）	57.80%	45.70%

*注：均为达产年

（数据来源：公司公告爱建证券）

总体来看，2 大项目具有较强的盈利能力和投资回收能力。

3、全力打造郑州基地，辐射中原市场

目前，公司的合计产能是 31 万辆：海口基地一汽海马 15 万辆，郑州基地海马商务 6 万辆，海马郑州轿车工厂 15 万辆，若此次增发项目建成后，总产能增至 51 万辆，其中，郑州基地将新增 15 万产能至 31 万。我们预计，海口基地以后将以 A 级及以上车型为主，郑州则以“2 微”为主。海口基地产能 15 万辆已基本可以满足市场，公司也预留了一部分场地供未来扩展。郑州基地需要公司为来重点打造。

09 年国内汽车销量的一个特点是三四级城市的大幅增长，“汽车下乡”撬动了农村市场，汽车消费从沿海到内陆城市扩展，城镇化趋势也推动了这一过程。中原市场潜力巨大，但是乘用车厂商不多，建设好郑州基地、发挥其地域优势，可以辐射中原市场。

4、项目建成后有望提高公司实力

海马商务 15 万辆汽车技术改造项目 and 海马郑州汽车新产品研发项目实施后，有望提高公司实力：

- ◇ 公司将形成年产 51 万辆乘用车的整车产能规模，产能规模增长 42%
- ◇ 形成海口、郑州两个生产基地和上海研发中心的产业布局
- ◇ 新品研发能力提高，促进产品结构调整、产品形成系列化、谱系更全
- ◇ 利用区位优势、降低成本，提高市场竞争力
- ◇ 财务结构保持合理（资产负债率 40%左右）

总体来看，募投项目将提高公司主营业务的生产能力，有助于加强公司在相关领域的竞争优势，提升技术研发实力和自主创新能力，增强抵御风险的能力，对实现长期可持续发展具有重要意义。

5、海南汽车不参与增发，但不影响其控股地位

若按照发行上限计算，本次发行完成后，公司总股本将由发行前的 104583.4 万股增加至 154583.4 万股，股本扩大 47.8%。

尽管公司控股股东、实际控制人及其控制的关联企业不参与本次发行，但不影响海南汽车的控股地位。

表 2：非公开发行前后公司股权变化

发行前		发行后	
持股量（万股）	占比（%）	持股量（万股）	占比（%）

海南汽车	47360	45.28	47360	30.64
海马投资	10466.63	10.01	10466.63	6.77
其他	46756.77	44.71	96756.77	62.59
合计	104583.4	100	154583.4	100

*注：海马投资与海南汽车为同一实际控制人

（数据来源：公司公告爱建证券）

6、风险提示

- ◇ 项目建设不达预期
- ◇ 新品开发风险
- ◇ 行业竞争加剧带来风险
- ◇ 项目审批环节存在较多不确定

7、投资建议：维持“推荐评级”

我们在《后危机时代 寻找行业发展的超预期》中首次给予公司“推荐”的投资评级，并提出公司“计提 1.5 亿元存货跌价损失，公司已经度过最坏时期，未来将进入扩张发展期。”

根据《业绩预亏公告》，我们调低 09 年 EPS 至 -0.21 元，此次增发不改变短期业绩，因此维持 10 年 EPS0.38 元的预测，动态 PE 为 18.3 倍，维持“推荐”的投资评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。