



运输设备业/可选消费品

海马股份 (000572)

新产品投放效果良好

——公司 2010 年中报点评

陈锡伟
021-38676385
chenxiwei@gtjas.com
S0880209020384

本报告导读:

销量大增、毛利率提升、补贴增加是公司中报业绩增长的主因,未来公司处于产能扩充和新产品投放的转型期,可以密切关注其进展。

投资要点:

- 上半年增长良好。公司上半年实现营业收入 49 亿元,同比增长 89.9%;实现净利润 1.91 亿元,同比增加 2.89 亿元。上半年实现 EPS0.18 元。
- 业绩增长动力一: 新产品投放带来销量大幅增长。上半年公司实现 10.3 万辆,同比增长 110%。其中: 一汽海马上半年实现销量 6.9 万辆,主要依靠普里马、丘比特、海马骑士的增量贡献。郑州基地上半年实现销量 3.3 万辆,包括福仕达 3.2 万辆和海马王子 0.14 万辆。我们预计随着骑士和海马王子的逐步放量,全年销量预计在 18 万辆。
- 业绩增长动力二: 规模效应和发动机自给率上升带来毛利率提升。上半年公司实现毛利率为 12.1%,同比提升 7.2 个百分点。随着一汽海马 1.3 升-1.5 升发动机的逐步投产,今年发动机产能可以达到 10 万台(09 年为 5 万台)。
- 业绩增长动力三: 补贴收入增加。上半年公司收到郑州政府补贴 1.6 亿元,其中包括郑州汽车销售政府补贴 4554 万元和郑州市重点扶持资金 11461 万元。
- 风险: 下半年汽车销售供给压力增大,导致降价力度的加大;公司新产品投放市场销量不及预期。
- 给予谨慎增持评级。总体而言,公司正处于扩充产能的投入期,产品线逐渐丰富,新产品投放精准以及销量能否再上一个台阶是公司未来主要看点。我们预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.29 元、0.26 元(不考虑政府补贴)。尽管公司 PE 高于整车行业,但公司处于转折期,目前 PB 在行业处于较低水平(为 2 倍 PB),我们给予谨慎增持建议,

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,126	6,267	8,948	10,782	11,674
(+/-)%	-28%	2%	43%	20%	8%
经营利润(EBIT)	-299	-406	244	332	407
(+/-)%	-194%	36%	-160%	36%	23%
净利润	49	-248	303	272	303
(+/-)%	-90%	-605%	-222%	-10%	11%
每股净收益(元)	0.06	-0.24	0.29	0.26	0.29
每股股利(元)	-	-	0.03	0.03	0.03

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	-4.9%	-6.5%	2.7%	3.1%	3.5%
净资产收益率(%)	2.0%	-8.7%	9.7%	8.1%	8.3%
投入资本回报率(%)	-7.6%	-9.4%	4.0%	5.0%	6.1%
EV/EBITDA	-44.3	-25.9	12.2	8.9	6.9
市盈率	98.0	-24.6	20.1	22.4	20.1
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.5%	0.4%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 6.00

上次预测: 4.00

当前价格: 5.83

2010.08.09

交易数据

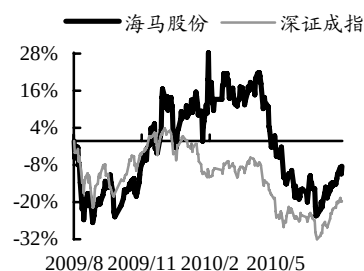
52 周内股价区间(元)	4.60-8.43
总市值(百万元)	6,097
总股本/流通 A 股(百万股)	1,046/1,043
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	11
日均成交值(百万元)	62

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	2,914
每股净资产	2.79
市净率	2.1
净负债率	1%

EPS(元)	2009A	2010E
Q1	(0.02)	0.07
Q2	(0.07)	0.12
Q3	(0.09)	0.06
Q4	(0.06)	0.05
全年	-0.24	0.29

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	20%	-6%	-12%
相对指数	2%	-5%	9%

相关报告

《曾经的辉煌和如今的无奈》	2009.08.28
《购置税减半能否真正助企业走出困境》	2009.04.11
《有钱就铺摊子-做大 结果顾此失彼》	2008.10.30
《自主品牌乘用车经营艰难的一个缩影》	2008.08.15
《可转债将成左右公司发展的重要因素》	2008.04.03

模型更新时间: 2010.08.05

股票研究

可选消费品
运输设备业

海马股份 (000572)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 6.00

上次预测: 4.00

当前价格: 5.83

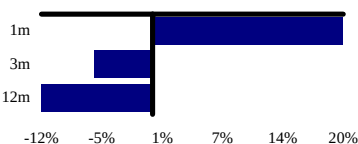
公司网址

www.000572.com

公司简介

海马投资 02 年底入主公司之后, 给公司注入了汽车销售和物流等业务。06 年底, 公司和海南汽车有限公司签署定向增发购买资产相关协议, 购买其所持上海海马汽车研发有限公司 100% 股权及一汽海马汽车有限公司 50% 股权。资产购买完成后, 公司将从以汽车销售及汽车制造相关的仓储、配送、物流业务为主的公司, 转变为一家拥有汽车及汽车发动机研发、制造、销售、物流配送及相关业务的完整业务链布局的公司。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

4.60-8.43

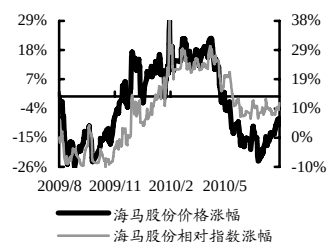
市值 (百万)

6,097

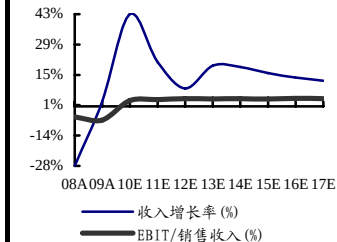
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,126	6,267	8,948	10,782	11,674	13,875	16,396	18,920	21,450	23,985
营业成本	5,747	5,955	7,899	9,523	10,264	12,196	14,386	16,638	18,795	21,029
税金及附加	298	294	376	431	467	555	656	757	858	959
营业费用	9	39	89	108	117	139	164	189	214	240
管理费用	372	385	340	388	420	513	607	700	794	887
EBIT	-299	-406	244	332	407	473	583	637	789	869
公允价值变动收益	0	0	0	1	2	3	4	5	6	7
投资收益	61	20	2	2	2	2	2	3	3	3
财务费用	31	-14	-19	-12	16	3	21	42	56	61
营业利润	-267	-566	244	327	375	455	548	582	722	798
所得税	50	26	44	43	47	56	65	68	82	90
少数股东损益	-47	-264	97	112	124	150	175	201	226	252
净利润	49	-248	303	272	303	350	408	413	513	557
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	1,105	2,164	1,505	1,079	1,168	1,388	1,640	1,892	2,145	2,399
其他流动资产	2,530	2,402	3,352	4,040	4,368	5,192	6,131	7,080	8,018	8,967
长期投资	79	80	82	84	86	88	90	93	96	99
固定资产合计	1,715	2,378	3,660	5,171	5,341	6,294	7,366	8,351	9,250	10,062
无形及其他资产	786	821	800	780	760	741	723	705	687	670
资产合计	6,302	7,967	9,521	11,274	11,845	13,824	16,072	18,243	20,318	22,319
流动负债	1,594	3,278	4,463	5,859	6,033	7,547	9,253	10,851	12,238	13,486
长期负债	768	161	161	161	161	161	161	161	161	161
股东权益	2,407	2,845	3,117	3,362	3,635	3,950	4,317	4,689	5,150	5,651
投入资本(IC)	4,610	4,591	4,959	5,794	5,935	6,817	7,819	8,720	9,558	10,292
现金流量表										
NOPLAT	(350)	(432)	199	289	359	417	518	568	707	779
折旧与摊销	173	191	212	293	403	434	512	601	691	780
流动资金增量	(1,688)	1,795	234	229	100	271	305	319	296	314
资本支出	(250)	(906)	(1,473)	(1,783)	(554)	(1,368)	(1,566)	(1,569)	(1,572)	(1,575)
自由现金流	(2,114)	647	(828)	(972)	308	(246)	(231)	(80)	122	298
经营现金流	(1,696)	1,213	845	911	962	1,222	1,435	1,588	1,794	1,973
投资现金流	(352)	(497)	(1,493)	(1,802)	(572)	(1,385)	(1,582)	(1,584)	(1,586)	(1,588)
融资现金流	323	344	(12)	465	(301)	383	399	248	45	(132)
现金流净额	(1,725)	1,060	(659)	(426)	89	220	252	252	253	254
财务指标										
成长性										
收入增长率	-27.7%	2.3%	42.8%	20.5%	8.3%	18.9%	18.2%	15.4%	13.4%	11.8%
EBIT 增长率	-193.9%	35.6%	-160.1%	36.1%	22.6%	16.2%	23.3%	9.2%	23.9%	10.2%
净利润增长率	-90.0%	-604.7%	-222.0%	-10.2%	11.5%	15.6%	16.6%	1.3%	24.2%	8.5%
利润率										
毛利率	6.2%	5.0%	11.7%	11.7%	12.1%	12.1%	12.3%	12.1%	12.4%	12.3%
EBIT 率	-4.9%	-6.5%	2.7%	3.1%	3.5%	3.4%	3.6%	3.4%	3.7%	3.6%
净利润率	0.8%	-4.0%	3.4%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	2.2%	2.4%	2.3%
收益率										
净资产收益率(ROE)	2.0%	-8.7%	9.7%	8.1%	8.3%	8.9%	9.5%	8.8%	10.0%	9.8%
总资产收益率(ROA)	0.8%	-3.1%	3.2%	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%	2.3%	2.5%	2.5%
投入资本回报率(ROIC)	-7.6%	-9.4%	4.0%	5.0%	6.1%	6.1%	6.6%	6.5%	7.4%	7.6%
运营能力										
存货周转天数	107	68	41	43	45	43	43	43	44	44
应收账款周转天数	1.6	1.3	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
总资产周转天数	434.3	415.5	356.7	352.0	361.4	337.6	332.8	331.0	328.1	324.4
净利润现金含量	(34.50)	(4.89)	2.79	3.35	3.18	3.49	3.52	3.84	3.50	3.55
资本支出/收入	4%	14%	16%	17%	5%	10%	10%	8%	7%	7%
偿债能力										
资产负债率	37.8%	43.4%	48.7%	53.5%	52.4%	55.9%	58.7%	60.5%	61.1%	61.2%
净负债率	-43.4%	-73.9%	-46.3%	-16.0%	-24.2%	-17.2%	-10.9%	-8.4%	-9.6%	-13.5%
估值比率										
PE	98.0	(24.6)	20.1	22.4	20.1	17.4	14.9	14.8	11.9	11.0
PB	2.0	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
P/S	1.00	0.97	0.68	0.57	0.52	0.44	0.37	0.32	0.28	0.25
EV/EBITDA	(44.3)	(25.9)	12.2	8.9	6.9	6.1	5.1	4.5	3.8	3.4
股息率	0.0%	0.0%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%

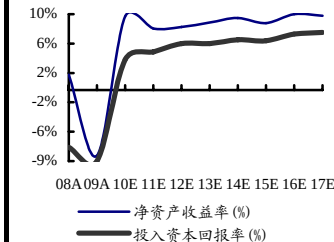
股票绝对涨幅和相对涨幅



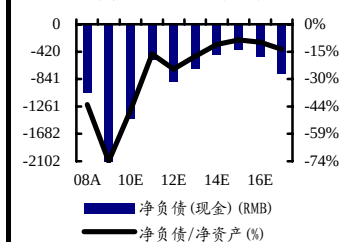
利润率趋势



回报率趋势

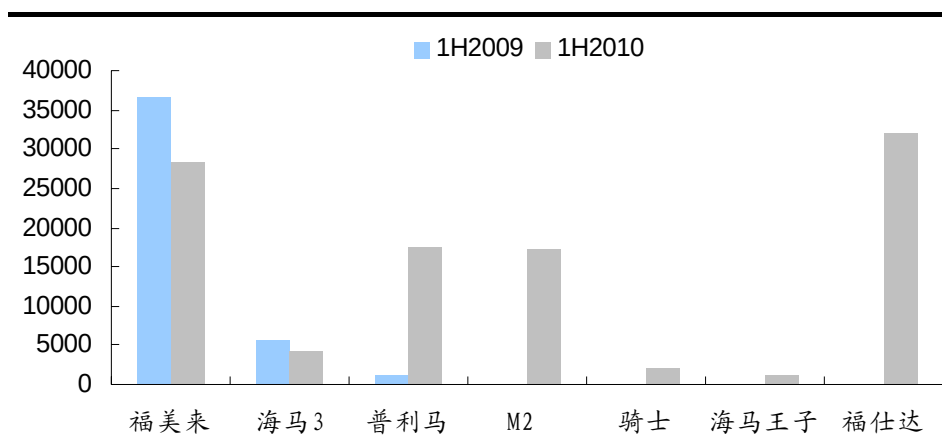


净资产(现金)/净负债



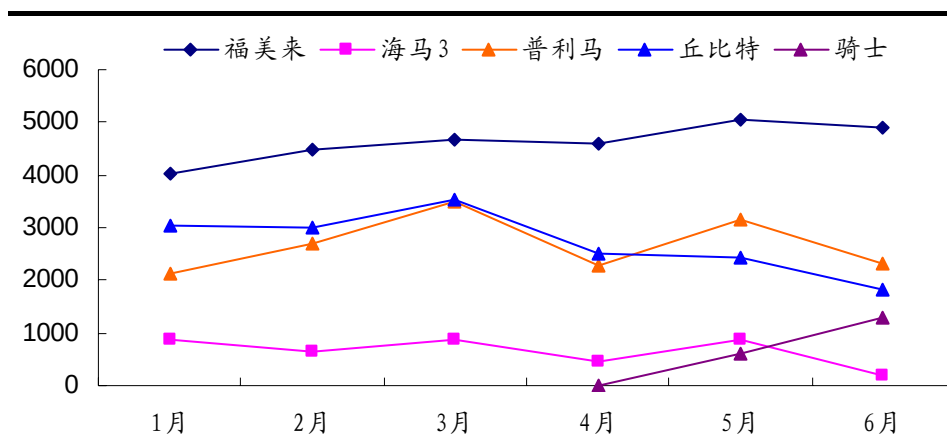
- **上半年增长良好。**公司上半年实现营业收入 49 亿元，同比增长 89.9%；实现营业利润 1.19 亿元，同比增加 3.07 亿元；实现净利润 1.91 亿元，同比增加 2.89 亿元。上半年实现 EPS0.18 元。
- **业绩增长动力一：新产品投放带来销量大幅增长。**上半年公司实现 10.3 万辆，同比增长 110%。其中：一汽海马上半年实现销量 6.9 万辆，主要依靠普里马、丘比特的增量贡献，海马骑士 4 月上市后，市场反映良好，处于放量阶段。一汽海马上半年实现收入 38 亿元，净利润 1.1 亿元。郑州基地上半年实现销量 3.3 万辆，包括福仕达 3.2 万辆和海马王子 0.14 万辆。我们预计随着骑士和海马王子的逐步放量，全年销量预计在 18 万辆。
- **业绩增长动力二：规模效应和发动机自给率上升带来毛利率提升。**上半年公司实现毛利率为 12.1%，同比提升 7.2 个百分点。销量大增带来的规模效应、原材料成本下降、发动机自给率提升是毛利率提升主要因素。随着一汽海马 1.3 升-1.5 升发动机的逐步投产，今年发动机产能可以达到 10 万台（09 年为 5 万台），而且随着海马郑州发动机生产线明年投产以及海马商务发动机（增发募投项目）的开工，公司最终将实现发动机的完全自产，从而毛利率的继续提升可期。
- **业绩增长动力三：补贴收入增加。**上半年公司收到郑州政府补贴 1.6 亿元，其中包括郑州汽车销售政府补贴 4554 万元和郑州市重点扶持资金 11461 万元。前者是针对福仕达销售的，“在除郑州地区以外每销售一辆福仕达产品，由市财政按每辆 1850 元的标准给与奖励”，按此计算，在郑州以外地区销售为 2.46 万台，占福仕达销量的 77%。据了解，政府补贴每年审核一次。
- **俄罗斯 KD 项目下半年投产。**公司开始为国际市场布局，俄罗斯 KD 项目预计于 10 月份投产，是与俄罗斯当地的公司合作，由于是初步尝试国际销售，预计开始销量较小。
- **定向增发获批。**公司 6 月 11 日修改定向增发方案，拟发行不超过 6.1 亿股，增发价格不低于 4.97 元，募集资金不超过 30 亿元，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，8 月 5 日，获得证监会批准。
- **风险：**下半年汽车销售供给压力增大，导致降价力度的加大；公司新产品投放市场销量不及预期。
- **给予谨慎增持评级。**总体而言，公司上半年销量和业绩均有所超预期，公司正处于扩充产能的投入期，产品线逐渐丰富，涉及微客、经济型轿车、SUV 等，新产品投放精准以及销量能否再上一个台阶是公司未来主要看点。我们预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.29 元、0.26 元（不考虑政府补贴）。尽管公司 PE 高于整车行业，但公司处于转折期，PE 会有一定溢价，考虑到目前 PB 在行业处于较低水平（为 2 倍 PB），我们给予谨慎增持建议。

图 1: 公司产品上半年销量同期对比。(单位: 辆)



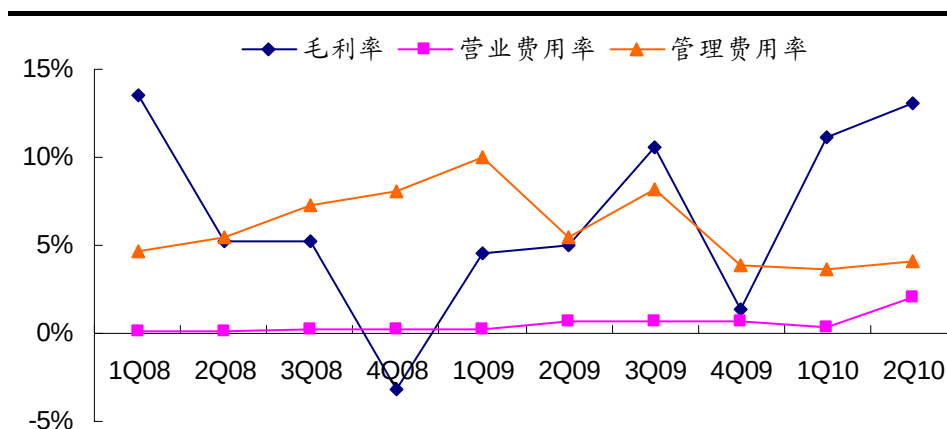
数据来源: 乘联会、国泰君安证券研究

图 2: 一汽海马产品 2010 年各月销量。(单位: 辆)



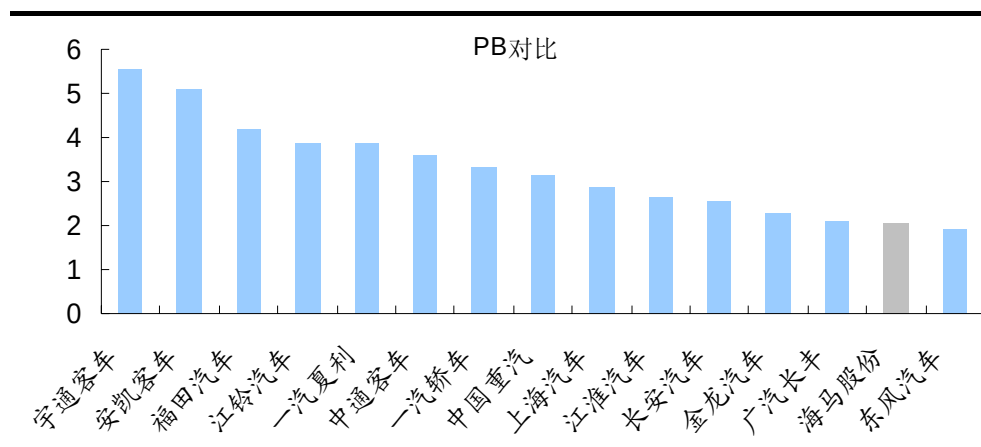
数据来源: 乘联会、国泰君安证券研究

图 3: 二季度毛利率创近期新高, 管理费用率有降低趋势。



数据来源: 乘联会、国泰君安证券研究

图 4: 整车类公司最新 PB 对比。



数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**陈锡伟:**

1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士，2005 年 8 月进入国泰君安研究所，任汽车、旅游酒店研究员，2005 年获 CPA 资格。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		