

业绩反转+新能源乘用车率先放量

- **公司旗下一汽海马有望重现辉煌。**和马自达的合作协议到期终止后，从2007年开始，一汽海马走上了自主造车的道路。2008~2009年，一汽海马自主品牌的福美来和普利马车型老化，销量萎缩，盈利能力下降。市场环境和自身产品的原因造成一汽海马连续两年亏损。经过三年多的产品储备，公司全新车型从09年10月份开始陆续推向市场，随着下一代普利马、丘比特、海马骑士、下一代福美来的陆续上市或即将上市，一汽海马的产品竞争力获得大幅度提升，产品销量快速增长；产品的销售结构随着新车型的上市而显著上移；发动机自制率不断提高直接增厚单车盈利能力。以上因素驱动一汽海马的盈利水平快速发生反转，2010年上半年一汽海马已经实现了盈利。我们认为，一汽海马有望重塑辉煌，未来三年盈利水平处于快速上升通道。
- **海马郑州基地将成为公司盈利增长的重要引擎。**公司2007年开始在郑州建设生产基地，被列入“河南省重点工业工程”、“重大产业规划项目”，当地各级政府给予公司包括土地、资金、政策等方面的全方位支持。目前郑州基地已推出福仕达交叉型乘用车和海马王子微型轿车产品，其中福仕达上市后市场表现强劲，海马商务已经达到满产的状态，海马王子仍处于市场培育期，后续市场表现值得期待。我们认为，公司的郑州基地，在当地各级政府的鼎力支持下，产品销售规模将迅速扩大，为公司总体的业绩增长做出重要的贡献。
- **公司的新能源乘用车产品有望一鸣惊人，率先在市场上放量。**中国的新能源乘用车市场在各级政府巨额补贴、公务用车强制采购新能源乘用车等行业扶持政策的驱动下快速成长。由于各级政府都非常将新能源汽车行业发展成为当地的支柱性产业，所以，新能源汽车行业的成长不可避免的呈现出很强的地域性。公司已经开发出多款新能源乘用车产品，其中纯电动的普利马已经获得节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐目录，由于该款车的动力总成供应商的属地、自身工厂的地理位置和普利马此前的市场影响力等多方面因素，公司的普利马纯电动车有望同时受益于海口、郑州和杭州三个城市的新能源乘用车产品的示范应用进程，此前在新能源汽车产品方面并不高调的海马，反而有望先于其他企业最先实现批量销售。
- **投资评级与目标价。**预计公司2010-2012年每股收益分别为0.28元、0.51元、0.62元。我们预期，公司传统乘用车业务2010年扭亏为盈，未来三年的盈利水平处在快速上升的通道；新能源乘用车有望在行业内率先实现大批量销售。基于上述两点，我们认为，公司可享受一定的估值溢价，给予公司20倍的估值水平，对应目标价10.2元，首次给予买入的投资评级。
- **风险提示。**1) 乘用车行业景气程度显著下降；2) 公司新产品销量显著低于预期；3) 新能源汽车推广进展缓慢；4) 原材料价格出现大幅上涨。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

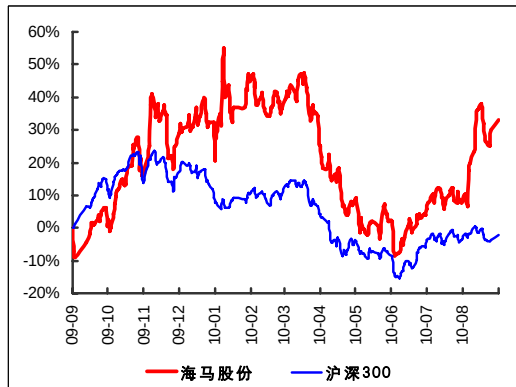
汽车行业高级分析师
8621-63325888 x 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209090198

王轶

汽车行业分析师
8621-63325888 x 6129
Wangyi1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109121343

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价 (2010年9月28日)	6.76元
目标价格	10.20元
总股本/A股 (万股)	104583/ 104583
A股市值 (百万元)	706981
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告日期	2010年9月28日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	16.6	25.9	38.8
相对表现 (%)	17.7	19.8	47.2

资料来源：Wind

财务预测

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,267	11,240	16,191	18,731
同比 (%)	2.3%	113.1%	25.4%	15.5%
净利润	-248	294	529	649
同比 (%)	-	-	79.9%	22.8%
毛利率 (%)	5.0%	11.8%	14.2%	14.6%
ROE (%)	-9.4%	9.8%	15.5%	16.3%
每股收益 (元)	(0.24)	0.28	0.51	0.62
P/E (X)	0.0	24.0	13.4	10.9
P/B (X)	2.5	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA		11.99	5.63	4.08

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1、公司简介及业务结构	4
2、公司业绩大幅好转可期	5
2.1、一汽海马有望重现辉煌	5
2.1.1、2008-2009 年一汽海马连续两年亏损	5
2.1.2、全新产品上市、产品升级换代驱动一汽海马产品销量快速增长	5
2.1.3、高级别车型不断上市将驱动产品销售结构显著上移	6
2.1.4、自制发动机显著提升一汽海马整车产品的盈利水平	7
2.2、政府全方位支持打造郑州微车基地	7
2.2.1、政府支持构成郑州基地中长期发展的强劲动力	7
2.2.2、郑州基地微客开局良好，微轿处于市场培育期	8
2.2.3、增发募投项目奠定海马郑州基地长期发展的坚实基础	9
2.2.4、海马郑州基地将为公司总体业绩增长贡献重要力量	9
2.3、物流业务稳定增长，汽车金融是新增长点	10
3、海马将率先受益新能源汽车市场的快速启动	10
3.1、新能源汽车市场启动速度可能快于市场预期	10
3.2、海马新能源汽车示范推广目录榜上有名	11
3.3、海马有望在多个城市受益于新能源汽车产品的推广应用	12
3.4、海马股份新能源汽车产品具备良好的市场基础	13
3.5、新能源汽车产品将在未来两年为公司贡献盈利	13
3.5.1、2011~2012 年海马股份新能源汽车销量预测	13
3.5.2、2011~2012 年海马股份新能源汽车盈利预测	13
4、盈利预测与投资评级	14
5、风险提示	15

图表目录

图 1 海马股份旗下主要业务平台	4
图 2 一汽海马产品销量（辆）及同比销量增速变化趋势	6
图 3 一汽海马整车产品的价格带分布	6
图 4 一汽海马自制发动机配套量（台）与配套比例	7
图 5 海马郑州基地新车上市后销量（辆）走势	9
表 1 公司旗下汽车产品上市时间汇总	5
表 2 河南省各级政府单位对海马郑州基地给予的支持	8
表 3 新能源试点城市规划与补贴实施方案	10
表 4 《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》中纯电动和插电式混合动力车型	11
表 5 国内主要汽车企业自主品牌乘用车工厂所在城市对比	12
表 6 分部盈利预测	14
附表：财务报表预测与比率分析	16

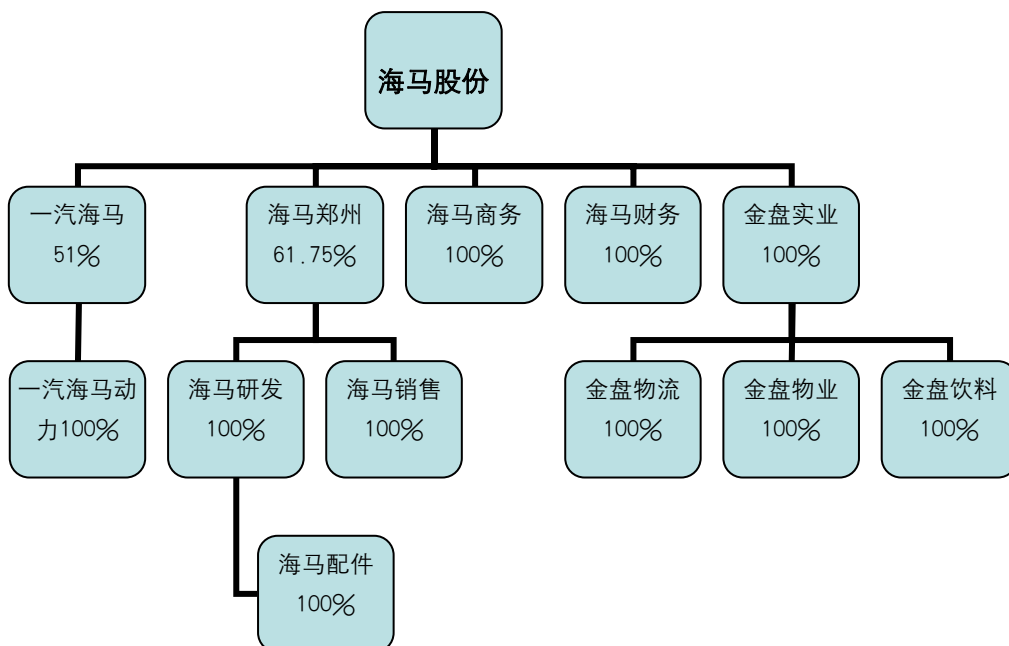
1、公司简介及业务结构

海马股份原名金盘股份，2006 年公司通过向大股东海马投资定向增发、并收购其持有的汽车研发、制造相关资产，实现主营业务变更为汽车制造，同时公司更名为海马股份。此后公司的主要利润来自整车制造业务。

公司汽车业务的核心资产一汽海马的前身为海南第一机械厂，1988 年收购福特汽车在菲律宾的冲压线后，成立海南汽车冲压厂；1990 年更名为海南汽车制造厂，进入整车制造业；1992 年与马自达技术合作，成立海南马自达汽车公司，引进 323 轿车、海马旅行车、面包车和 MPV 等车型，但一直没有轿车生产许可证。1994 年，国务院批准海南汽车制造厂与广东湛江三星联合成立南方汽车公司，但由于股东分歧使得项目夭折。1997 年，海南省政府通过国有资产无偿划拨形式，将海南马自达公司 49% 的股权划给一汽集团，成立一汽海马汽车有限公司，从此获得了轿车生产许可证。2004 年，由一汽集团、海南汽车集团、海南省政府分别出资 49%、49% 与 2% 重组成立了一汽海马汽车有限公司。2006 年底，一汽海马与马自达合作到期后，走上了自主品牌道路，目前，公司持有一汽海马 51% 股权，一汽集团持有海马汽车 49% 的股权。一汽海马具有 15 万辆整车与 15 万台发动机的年产能，产品包括轿车、MPV、SUV 三个系列。轿车产品包括福美来、海马 3、海福星、欢动、丘比特，MPV 产品为普力马；SUV 产品为骑士。2011 年，一汽海马的整车年产能将扩充至 30 万辆/年。

2007 年，海马股份在收购郑州轻型汽车制造厂的基础上建立了郑州生产基地，组建了海马商务与海马郑州两家公司。目前，海马商务主要生产交叉型乘用车福仕达，具备 6 万辆的年产能，海马郑州主要产品为微型轿车海马王子，拥有 15 万辆的轿车年产能。如果公司非公开发行股票的方案能顺利实施，海马商务的年产能将扩充至 21 万辆/年，并增加 15 万台/年的发动机产能。届时郑州基地的汽车总产能将达到 36 万辆/年，公司的汽车总产能将达到 66 万辆/年。

图 1 海马股份旗下主要业务平台



资料来源：公司财务报告、东方证券研究所

2、公司业绩大幅好转可期

2.1、一汽海马有望重现辉煌

2.1.1、2008-2009 年一汽海马连续两年亏损

一汽海马是公司最主要的利润来源。历史上，通过与马自达的技术合作，一汽海马的产品竞争力相对较强。2001-2004 年间，一汽海马的产品销量以远高于行业的增速增长。但随着国内乘用车产品的不断丰富，日趋老化的福美来与普力马的市场竞争力逐步下降，2005、2006 年销量增速远低于行业平均水平；同时一汽海马与马自达的合作于 2006 年底结束。为扭转被动局面，2006 年 9 月，一汽海马首款自主品牌乘用车产品福美来二代低价上市，平均价格较一代产品降低 20% 以上，同时一代产品也进行降价促销，这一举措带动福美来系列迅速放量，2007 年一汽海马共销售整车 13.1 万辆，创出历史最高水平，净利润也达到了 7.86 亿元。然而，降价效应在 2008 年逐渐减弱，加上 2007 年推出的第二款自主品牌轿车海马 3 销售状况不理想，一汽海马销量大幅下滑，同时原材料价格大幅上升，一汽海马 2008 年全年亏损 2.1 亿元；2009 年，尽管乘用车行业景气程度快速回升，但由于缺乏有竞争力的车型，一汽海马销量继续下滑，加上大规模的资产减值等因素，一汽海马继续亏损 5.5 亿元。

2.1.2、全新产品上市、产品升级换代驱动一汽海马产品销量快速增长

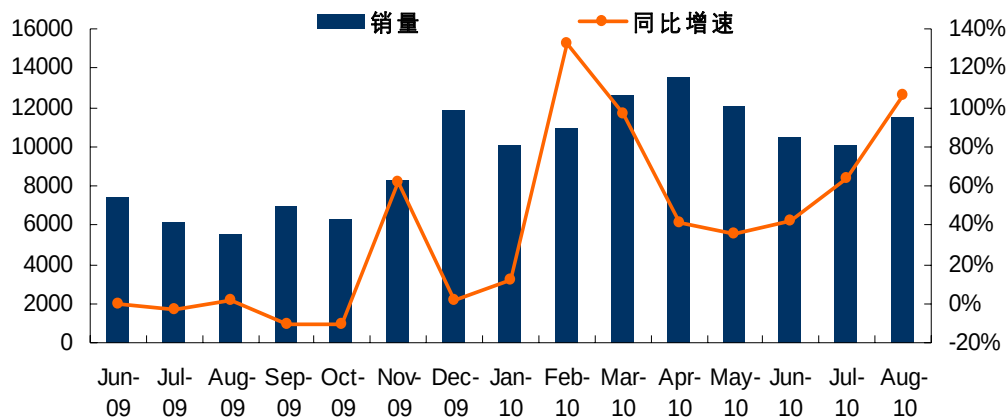
经过两年的调整，我们认为随着全新产品、升级换代产品的密集上市，一汽海马将再次迎来产品的收获期：从 2009 年 10 月份开始到 2010 年年底，公司将向市场投放多款产品，包括丘比特、海马 3 升级版、福美来三代、普利马换代车型、首款 SUV 产品骑士等。从已上市产品的销售情况来看，已经初步获得市场的认可：2010 年 1-8 月，一汽海马产品销量为 9.12 万辆，同比增长 58.2%，高于行业平均增速 16.9 个百分点。

根据乘用车产品的销售规律，乘用车新产品上市后的第二年、第三年是市场表现的最佳时期。我们认为，在多款新产品与升级换代产品陆续上市的推动下，2010 年到 2012 年，一汽海马的产品销量将保持较高的增速。

表 1 公司旗下汽车产品上市时间汇总

车型分类	品牌	09 1H	09 2H	10 1H	10 2H
小型轿车	丘比特		Dec-09		
中型轿车	海马 3 升级版				Oct-10
中型轿车	福美来三代				Nov-10
中型 MPV	下一代普利马		Oct-09		
紧凑型 SUV	海马骑士			Feb-10	

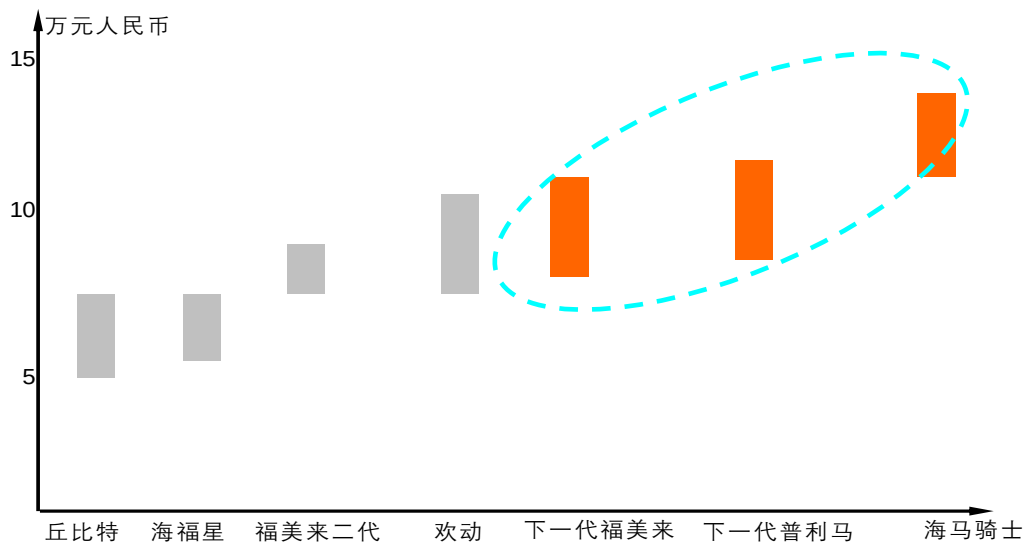
数据来源：公司网站 东方证券研究所

图2 一汽海马产品销量（辆）及同比销量增速变化趋势


数据来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

2.1.3、高级别车型不断上市将驱动产品销售结构显著上移

一汽海马原有主力产品的市场指导价均在 5.39 -10.26 万元之间。从近期上市以及即将上市产品的市场指导价看：09 年 10 月份上市的新一代普利马，市场指导价在 8.68 万~10.88 万之间；10 年 2 月份上市的紧凑型 SUV 产品海马骑士，市场指导价在 11.38 万~13.68 万之间；即将在 10 年 11 月份上市的福美来三代，预计市场指导价在 8.68 万~11.68 万之间，均高于现有产品的价格带。我们认为，高级别车型的不断上市将带动公司旗下整车产品的销售结构不断上移和平均盈利水平的显著提高，有利于提升公司旗下汽车业务的整体盈利水平。

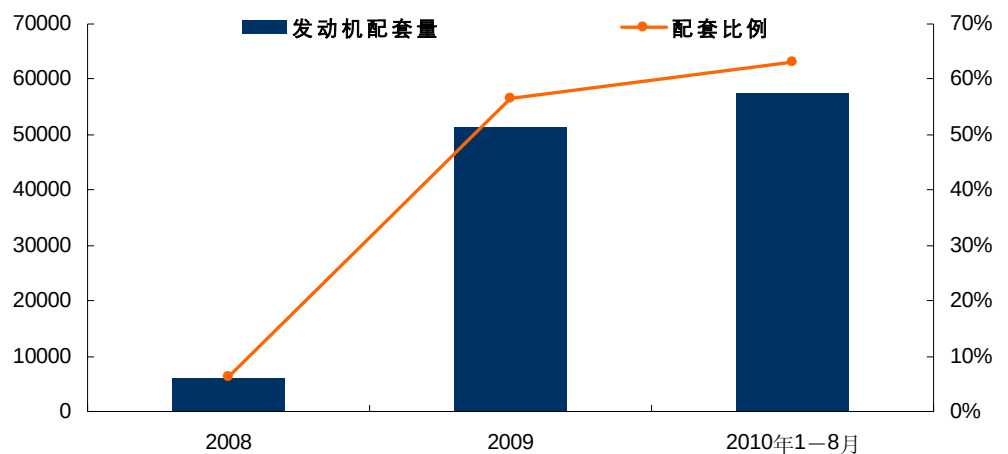
图3 一汽海马整车产品的价格带分布


数据来源：公司网站 东方证券研究所

2.1.4、自制发动机显著提升一汽海马整车产品的盈利水平

一汽海马于 2006 年开始自行研发、制造发动机，目前 1.6L、1.8L 与 2.0L 排量发动机已经批量配套于除丘比特以外的其他车型。2010 年 1-8 月，一汽海马所需发动机的自制配套比例已经上升至 63.1%，随着产品研发的逐步完成，配备 1.3L 与 1.5L 自制发动机的丘比特将于年内上市。我们认为，2011 年，随着外购发动机库存逐渐消化完毕，一汽海马所需的发动机有望全部实现自制。与全部采用外购发动机相比，我们估算全部自制发动机可提升一汽海马整体毛利率 2 个百分点以上。

图 4 一汽海马自制发动机配套量（台）与配套比例



资料来源：中国汽车工业产销快讯、东方证券研究所

综上所述，我们认为，一汽海马旗下整车新产品不断上市将驱动整车产品销量快速增长；较高级别车型将带动销售结构显著上移，驱动整车业务盈利水平不断提高；同时自制发动机比率不断提高，将进一步提升整车产品的盈利水平。此外，一汽海马 2009 年已对存货中无法达到国 III/国 IV 排放标准的进口发动机及整车计提了减值准备 1.5 亿元，消除了未来业绩好转的“雷区”。2010 年上半年，一汽海马实现净利润 1.13 亿元，而去年同期亏损 1.83 亿元。我们预计，2010 年-2012 年，一汽海马的汽车业务的盈利水平将处于上升通道。

2.2、政府全方位支持打造郑州微车基地

2.2.1、政府支持构成郑州基地中长期发展的强劲动力

根据河南省汽车产业发展规划，河南汽车及零部件产业要加快产业整合，坚持整车发展与零部件升级并举，重点培育客车、乘用车和重型载货车 3 大汽车生产基地。由于乘用车是河南省汽车工业的短板，因此海马郑州基地在河南省汽车工业发展中具有举足轻重的地位，海马郑州基地已被列入“河南省重点工业工程”、“重大产业规划项目”。各级政府单位已对海马郑州基地给予了包括低价购买资产、土地使用权、给予重点扶持资金、汽车销售奖励与补贴等在内的全方位支持。我们认为，未来河南省政府将继续大力支持海马郑州基地的发展，政府的大力支持将构成海马郑州基地未来发展的强劲动力。

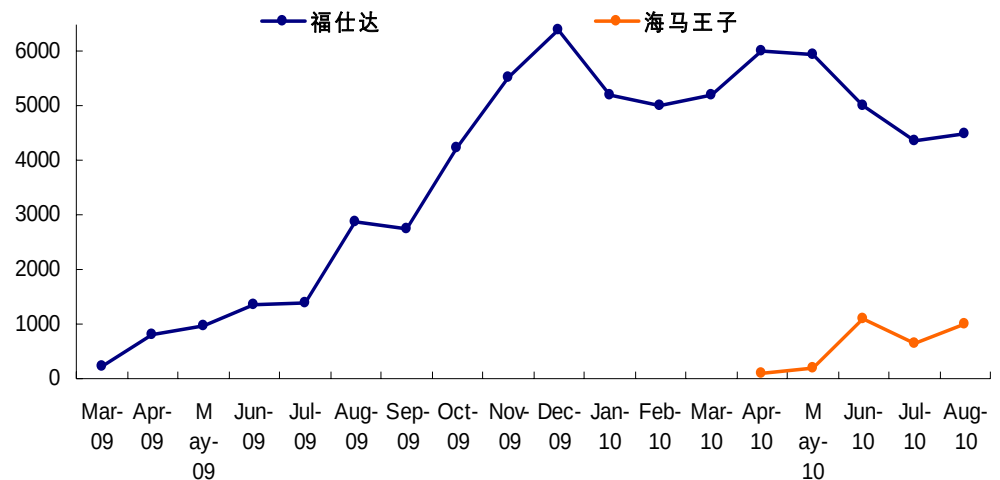
表 2 河南省各级政府单位对海马郑州基地给予的支持

分类	事件
低价购买资产	2007 年 4 月，出资 2969.63 万元购买郑州国资委所持有的原郑州轻型汽车制造厂 100% 股权，购买日郑州轻汽净资产 2970.91 万元，折价购入； 2007 年 8 月，购买郑州经济技术开发区 89.08 万平方米工业用地使用权，总价 3.41 亿元，均价 384 元/平方米，底价成交。
重点扶持资金	2008 年，郑州市政府给予重点扶持基金 2.5 亿元，其中海马郑州 9800 万元，原郑州轻汽 7000 万元，海马研发 8200 万元。 2010 年上半年，郑州市政府再次给予重点扶持资金 1.15 亿元。
销售奖励资金	2009-2010 年，公司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 元的标准给予企业奖励。2009 年与 2010 年上半年，公司分别收到该项奖励资金 3666 万元与 4554 万元。
“汽车下乡”追加补贴	在国家汽车下乡补贴及购置税优惠的基础上，河南农民购买本地产微客，由河南省财政再增加 3% 的补贴，补贴最高不超过 1500 元； 郑州居民购买市产 1.3L 及以下排量的微型客车等产品，郑州市财政再给予 5% 的补贴，最高不超过 2500 元； 中牟县居民购买郑州海马、郑州日产生产的汽车，10 万元以上（含 10 万元）的县财政给予 1000 元补贴；10 万元以下给予 500 元补贴。 福仕达作为唯一河南生产的微客，用户可享受多重优惠，直接拉动产品销售。
政府采购项目	2009 年，河南省工商系统批量采购 400 台福仕达作为执法用车； 2010 年海马入围“2010 年河南省行政事业单位公务用车协议直供”的供货单位目录，河南省司法厅首批采购 60 台车已交付使用。

资料来源：公司资料，相关网站、东方证券研究所

2.2.2、郑州基地微客开局良好，微轿处于市场培育期

2009 年 3 月，海马商务推出交叉型乘用车产品福仕达，主要客户定位于二、三级城市的个体创业者及较富有的农民，售价在 3.38-4.38 万元之间。受益汽车下乡政策和地方政府的多重补贴，福仕达上市后市场反应良好，产品供不应求，在部分地区甚至出现加价提车的现象。福仕达在中国汽车报社主办的 2009 年度消费车型盛典中，获得 2009 年度最佳微客大奖。2010 年 4 月，海马郑州推出第一款微型轿车产品海马王子，售价 2.98-4.28 万元，仍处于市场培育期。目前，海马商务福仕达的高端车型-腾达已上市，售价 3.68-4.58 万元之间，海马郑州也将陆续推出多款微轿产品。由于目前海马微车的主要销售市场仍在河南及周边地区，我们认为，随着后续产品陆续推出，销售网络的逐步完善，以及品牌影响力的提升，海马郑州基地的微车销售将持续放量。

图 5 海马郑州基地新车上市后销量（辆）走势


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯、东方证券研究所

2.2.3、增发募投项目奠定海马郑州基地长期发展的坚实基础

公司的非公开发行股票修正案目前已获证监会批准，拟以不高于 4.97 元/股的价格发行不超过 6.1 亿股，所募资金全部投入海马郑州基地的建设，其中 25 亿元用于海马商务 15 万辆汽车技术改造，5 亿元用于海马郑州三个新产品的研发。项目投产后，海马商务将增加 15 万辆整车及 15 万台发动机的年产能。我们认为，未来中国汽车市场的高增长区域将由东部发达地区向中西部欠发达地区逐步转移，中西部将成为汽车市场后续发展重心，由于河南省地处中原，物流发达、汽车产业配套成熟、人工成本低，因此区位优势和产业优势非常突出，公司在郑州建设微车生产基地具有一定的前瞻性。我们认为，募投项目投产后，海马郑州基地的微车总产能将达到 36 万辆/年，为长期发展奠定了坚实的基础。

2.2.4、海马郑州基地将为公司总体业绩增长贡献重要力量

海马商务的福仕达上市后开局良好，2010 年上半年，福仕达共销售 3.24 万辆，预计全年福仕达销量可达到 6 万辆，上半年实现营业收入 8.54 亿元，净利润 7753 万元。海马郑州上半年销售海马王子 1378 辆，包括旗下研发及销售子公司，实现合并营业收入 8.17 亿元，合并净利润 1617 万元。我们认为随着海马王子的不断放量与新车型的不断投入，海马郑州有望实现逐步扭亏。

我们认为，海马郑州基地的产品为微型乘用车产品和交叉型乘用车产品，尽管短期为公司直接贡献的盈利较为有限，但是海马郑州基地位于中原腹地，农村人口众多，未来微型乘用车产品和交叉型乘用车产品拥有巨大的潜在需求。在政府持续补贴的刺激下，这些潜在需求将快速释放，有利于海马郑州基地产品销量快速增长。当产销规模达到一定程度后，海马郑州基地将直接贡献一部分盈利，更加重要的是，海马郑州基地的原材料和零部件的巨大需求将显著降低公司汽车业务总体的采购成本，为公司汽车业务总体的盈利水平间接做出重要贡献。

2.3、物流业务稳定增长，汽车金融是新增长点

金盘实业的主要业务是旗下全资子公司金盘物流，金盘物流为一汽海马销售公司提供运物流、运输与仓储业务，根据协议，单台汽车产品的运送费为 2500 元/台，包含运费、保险费、车辆临时移动费、码头费及仓储费。我们认为，由于海马汽车大部分产品均由一汽海马销售公司进行销售，且运送费用固定，金盘实业的业务增长基本与海马汽车销量同步，未来金盘实业的业绩将跟随海马汽车销量持续稳步增长。

海马财务成立于 2008 年，原来的主要业务是办理成员单位之间的内部转账结算、交易款项的收付、票据承兑与贴现、同业拆借等。2010 年 5 月，银监会批准海马财务新增两项业务：1）、成员单位产品的消费信贷、买方信贷；2）、有价证券投资。这表明海马财务正式获得汽车金融业务牌照。汽车金融业务对公司盈利水平的影响，体现在两个方面。一方面，贷款业务直接产生利润；另一方面，汽车金融业务可以为经销商融通资金，为潜在消费者提供消费贷款，有力促进公司整车产品的销售，间接为公司的盈利增长做出重要贡献。我们认为，随着汽车金融业务的快速发展，海马财务将成为公司未来的利润增长点，对于公司汽车业务盈利水平的提高，发挥越来越重大的作用。

3、海马将率先受益新能源汽车市场的快速启动

3.1、新能源汽车市场启动速度可能快于市场预期

四部委已联合出台《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》，确定 2010 年 6 月 1 日起在上海、深圳、杭州、长春、合肥 5 个城市启动私人购买新能源汽车补贴试点工作。该通知的公布，一方面表明新能源汽车示范应用已经进入实质性操作阶段，另一方面表明新能源发展以插电式混合动力与纯电动车是国家鼓励发展的新能源汽车技术路线。目前，深圳、合肥与杭州已经公布具体补贴实施细则，补贴力度之大远超过市场预期。

表 3 新能源试点城市规划与补贴实施方案

城市	新能源汽车及配套措施规划	补贴方案
深圳	2012 年底私人购买新能源汽车力争达到 2.5 万辆，建公交车充电站 50 个，公务车充电桩 2500 个，社会公共充电站 200 个和充电桩 1 万。2015 年力争新能源汽车累计达到 10 万辆。	在国家补贴基础上，分别最高追加 3 万元和 6 万元补贴，即补贴插电式混合动力车最高 8 万元、纯电动车最高 12 万元。消费者使用电动车，将再获得 9000 元电力补贴。
合肥	到 2012 年计划推广新能源车辆 2.25 万辆，其中纯电动轿车 1.45 万辆，插电式混合动力轿车 8000 辆；建设 20 座充电站及 2.25 万个充电桩，实现“一车一充”。	在国家补贴之外，另外再补贴 1 万元/辆。以整车租赁模式为主撬动新能源汽车市场，租期 5 年，租赁期间由专业维修服务机构维保，租赁期结束后车归个人所有。
杭州	到 2012 年底，实现私人购买新能源汽车 2 万辆，计划建成集中充电站 4 座、充(换)电站 38 座，充电桩 3500 套。	（1）在国家补贴基础上，给予整车购买者补贴插电式混合动力与纯电动车最高 3 万元、6 万元补贴。同时提供 3 年或 6 万公里的免费充电； （2）给整车租赁者 50%的租赁费用补贴(不带电池的整车租赁补贴从 2010 年 1 月 1 日起为 30%)，最

高 1000 元/月，享受 3 年或 6 万公里免费充电或使用电池；

（3）对采用电池租赁模式购买纯电动汽车的消费者，根据电池租赁合同补贴电池租赁费，让消费者免费使用电池 3 年或 6 万公里；

（4）个人燃油车换新能源车、单位组织职工一次性购买新能源车 10 辆以上的，每辆补贴 3000 元。

数据来源：公开资料，东方证券研究所

中国每年公务车采购数量大约占全部乘用车销量的 10% 左右。预计 2010 年，中国乘用车产品销量将超过 1000 万辆，其中公务车采购数量大约在 100 万辆左右。工信部在《节能与新能源汽车产业发展规划征求意见稿》中提出，公共机构采购公务用车向节能与新能源汽车倾斜，将符合条件的节能与新能源汽车产品列入有关节能环保和自主创新产品政府采购清单（目录），享受国家关于自主创新产品、节能产品等政府优先采购的扶持政策。各级政府及公共机构，实行节能与新能源汽车强制性采购，逐步扩大采购规模，至 2015 年新能源汽车采购比例不得低于 10%，节能汽车不得低于 50%。我们认为，政府部门及公共机构将率先批量采购新能源汽车，并有效带动新能源汽车配套设施的建设，促进新能源汽车产品性能、质量的不断提高。在政府部门及公共机构的示范作用带动下，结合各级政府给予的私人购买新能源汽车的高额补贴政策，我们乐观预计中国新能源汽车的私人消费市场将快速启动，并且快于市场预期。

3.2、海马新能源汽车示范推广目录榜上有名

根据《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》，纯电动和插电式混合动力将是国家重点鼓励发展的新能源汽车技术路线。工信部公布的《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》中，目前共有 9 个汽车厂商的 15 款纯电动乘用车与插电式混合动力乘用车上榜，其中 14 款纯电动乘用车，1 款插电式混合动力乘用车。由于获得该目录的车型才能享受中央政府给予的购车补贴，我们预计，最早获得纯电动和插电式混合动力车型推广目录的企业将率先收益。

值得注意的是，获得工信部的推荐车型目录的纯电动和插电式混合动力车型，无一来自于合资乘用车企业，无一来自于国内大型自主品牌乘用车企业。因此我们预计，未来两年内，在纯电动和插电式混合动力乘用车推广应用的竞争中，国内的二、三线自主品牌乘用车企业将充分受益。一汽海马的普力马纯电动车已经获得推荐目录，将进入纯电动和插电式混合动力乘用车推广应用竞争的第一梯队。

表 4《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》中纯电动和插电式混合动力车型

企业名称	目录序号	商标	产品名称	产品型号
哈飞汽车	39	哈飞牌	HFJ7001EV	纯电动轿车
浙江豪情	52	豪情牌	HQ7000EE	纯电动轿车
浙江豪情	52	豪情牌	HQ7001EE	纯电动轿车
郑州日产	72	东风牌	ZN6461W1C	纯电动乘用车
郑州日产	72	东风牌	ZN6493H2C	纯电动乘用车
湖南江南	84	众泰牌	JNJ7000EVM	纯电动轿车
湖南江南	84	江南牌	JNJ7000EVA1	纯电动轿车

湖南江南	84	江南牌	JNJ7000EVA	纯电动轿车
一汽海马	88	海马牌	HMC7000EVM0	纯电动轿车
重庆长安	96	长安牌	SC7001EV	纯电动轿车
比亚迪	108	比亚迪牌	QCJ7006BEV	纯电动轿车
比亚迪	108	比亚迪牌	QCJ7006BEVF	纯电动轿车
比亚迪	108	比亚迪牌	QCJ7100ADM	插电式混合动力轿车
奇瑞汽车	119	瑞麒牌	SQR7000ELS18	纯电动轿车
奇瑞汽车	119	奇瑞牌	SQR7000EAS11	纯电动轿车

数据来源：工信部，东方证券研究所

3.3、海马有望在多个城市受益于新能源汽车产品的推广应用

工信部在《节能与新能源汽车产业发展规划征求意见稿》中提出，到 2015 年，节能与新能源汽车示范推广应用的试点城市数量要达到 20 个以上。目前，我国共有 45 座城市拥有自主品牌乘用车整车企业或者拥有新能源汽车用上游原材料、核心零部件制造企业，这些城市均希望将新能源汽车产业发展成为当地的支柱性产业，因此有极强的动力争取试点城市的资格。当某一城市获得试点城市资格后，当地的整车企业和核心零部件企业顺理成章地成为重点扶持对象。所以，我们认为，自主品牌乘用车整车企业或者核心零部件制造商的工厂在全国分布得越广，则受惠的地域范围越大，能拿到的订单可能越多。

海口、郑州是国家节能与新能源汽车示范推广应用的第二批试点城市。由于海马股份的自主品牌乘用车分别在海口、郑州设有生产基地，我们认为海马股份将充分受益这两个城市发展新能源汽车产业。公开资料显示，首批普利马纯电动车已经交付海南电网公司进行试运行；200 辆海马的纯电动汽车已经在河南郑州和新乡投入试运行。

我们认为，杭州市没有乘用车整车生产企业，开展新能源汽车示范应用必须依赖其他城市的整车平台。由于海马股份的纯电动的普利马由万向电动车提供动力总成，并且已取得工信部的推荐目录，因此我们推测海马股份极有可能受益于杭州市的新能源汽车示范推广进程。到目前为止，海马股份是唯一一家获取纯电动乘用车推广目录，并且未来两年可能在三个城市同时受益的自主品牌乘用车企业。

表 5 国内主要汽车企业自主品牌乘用车工厂所在城市对比

自主品牌乘用车企业	工厂所在城市		
上海汽车	上海	南京	仪征
东风汽车	武汉		
一汽集团	长春	天津	
长安汽车	重庆		
广汽集团	广州	长沙	
北汽集团	北京		
奇瑞汽车	芜湖	大连	
吉利汽车	台州	上海	
江淮汽车	合肥		
比亚迪汽车	深圳		

长城汽车	保定		
海马股份	杭州	海口	郑州
东南汽车	福州		

数据来源：公开资料 东方证券研究所

3.4、海马股份新能源汽车产品具备良好的市场基础

海马的纯电动普力马早在 2009 年 11 月就一次性通过国家新能源汽车生产资质审查,进入国家节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录,目前已经委托海南电网公司进行试运行,运行情况良好。到目前为止,海马已经完成 M3、M1、Me、MPe 等纯电动汽车的研发与样车试制,丘比特纯电动车也已经进入了测试申报阶段。海马股份是到目前为止,纯电动汽车车型最多的公司之一。由于海马曾经和马自达进行了较长时间的技术合作,我们认为其产品的市场认可度要高于其他二、三线自主品牌乘用车企业的产品。这种较高的市场认可度也有利于海马推广其新能源乘用车产品。

3.5、新能源汽车产品将在未来两年为公司贡献盈利

3.5.1、2011~2012 年海马股份新能源汽车销量预测

目前,杭州市政府已经明确了 2011~2012 年新能源汽车推广计划。在这两年内,杭州市政府计划推广 20000 辆新能源汽车。根据工信部已经公布的《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》,一汽海马、郑州日产、江南汽车三家企业已经取得推荐车型目录,并且是由万向电动车提供动力总成。根据我们前面的分析,这三家整车企业分享杭州的 20000 辆新能源乘用车订单的概率较大。

根据整车企业的品牌影响力,我们认为,一汽海马和郑州日产的竞争力旗鼓相当,而江南汽车相对较弱。我们估计,一汽海马和郑州日产有望各自获得其中 45%左右的订单,则一汽海马有望在未来两年从杭州市获得 9000 辆新能源汽车订单。由于海口、郑州市政府没有公布各自的新能源汽车推广计划,我们无法估算海马在这两个城市能拿到的新能源汽车订单数量。但是可以预计的是,一汽海马将获取海口未来新能源汽车订单的大部分,将和郑州日产分享郑州市的新能源汽车订单。所以,海马极有可能是第一家新能源乘用车产品快速放量的整车企业。

3.5.2、2011~2012 年海马股份新能源汽车盈利预测

由于目前新能源汽车产品产销规模非常小,汽车生产企业不可能、也无必要新建工厂来生产新能源汽车产品,整车企业利用现有的产品试制车间即可完成对新能源汽车产品的生产。我们推测在目前相对较高的售价水平上,新能源汽车产品可以为企业直接贡献盈利。

对于海马股份而言,目前比较成熟的新能源汽车为纯电动的普利马,目前搭载传统内燃机的普利马的市场销售均价大约在 10 万元左右,我们估算扣除动力总成的产品成本约 4.5 万元,预计普利马纯电动汽车的动力总成的产品成本约 16 万元,整车控制系统成本约 1 万元,则普利马纯电动汽车的产品成本约为 21.5 万元,参考目前市场上已经取得生产目录、技术参数基本和普利马相当的纯电动车的售价,预计普利马纯电动车的产品售价约为 25 万元左右,保守预计,单台纯电动普利马的净利润约为 2 万元人民币。

按照先前的预测,假设 2011~2012 年公司每年从杭州市获得 4500 辆的纯电动汽车订单,则每年可为一汽海马贡献盈利 9000 万人民币,为公司贡献权益净利 4590 万元人民币。如果海口、郑州

在未来两年推出新能源汽车推广计划，则公司也将充分受益，来自新能源汽车方面的收益将更加可观。

4、盈利预测与投资评级

公司旗下的一汽海马不断推出新产品，2010 年业绩扭亏并实现大幅度盈利的趋势已经非常明确；随着产品销量的不断提升，海马郑州基地在间接为公司的总体盈利水平做出重要贡献的同时，逐渐直接为公司贡献盈利。总体而言，公司的传统汽车业务的盈利水平正处于上升通道。另一方面，公司是目前国内唯一一家有纯电动车推荐目录、并且非常有可能在未来两年内在三个城市的新能源汽车市场同时有所斩获的汽车企业，公司的新能源汽车有望在国内率先放量，我们认为公司的估值水平可以享受一定的溢价。

我们的盈利预测主要假设：1）、2011-2012 年郑州市政府继续给予公司汽车销售奖励，重点扶持资金从 2011 年开始取消；2）、一汽海马 2011-2012 年每年分别销售 4500 辆普利马纯电动车。3）、2010~2012 年传统能源汽车产品总销量分别为 21.0 万、26.7 万、31.2 万。在此假设下，不考虑增发因素，2010-2012 年每股收益分别为 0.28 元、0.51 元与 0.62 元。我们认为，作为第一家新能源乘用车产品实现大批量销售的公司，可享受一定的估值溢价，以 20 倍 PE 计算，目标价 10.2 元，首次给予买入评级。

表 6 分部盈利预测

备考净利润		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一汽海马		786.2	-205.7	-550.4	250.0	570.0	704.0
海马郑州		-15.1	107.7	14.6	-12.0	10.0	22.0
海马研发净利润		5.7	54.4	—	—	—	—
海马商务		—	—	—	125.0	150.0	166.5
海马财务		—	2.1	11.3	13.0	19.5	26.3
金盘实业		96.6	37.0	41.4	53.0	63.6	75.0
一汽海马销售		32.4	9.0	3.0	-0.2	4.0	5.0
权益净利润		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一汽海马	51.00%	401.0	-104.9	-280.7	127.5	290.7	359.0
海马郑州	61.75%	-9.3	66.5	9.0	-7.4	6.2	13.6
海马研发净利润	61.75%	3.5	33.6				
海马商务	100.00%				125.0	150.0	166.5
海马财务	100.00%		2.1	11.3	13.0	19.5	26.3
金盘实业	100.00%	96.6	37.0	41.4	53.0	63.6	75.0
一汽海马销售	50.00%	16.2	4.5	1.5	-0.1	2.0	2.5
公司本部		-18.3	10.4	-30.5	-16.8	-2.9	6.5
归属母公司股东净利润		489.6	49.1	-248.0	294.1	529.0	649.4
EPS		0.60	0.06	-0.24	0.28	0.51	0.62

数据来源：公开资料 东方证券研究所

5、风险提示

- 1) 乘用车行业景气程度显著下降；
- 2) 公司新产品销量显著低于预期；
- 3) 新能源汽车推广进展缓慢；
- 4) 原材料价格出现大幅上涨。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,267	11,240	16,191	18,731	经营活动现金流	1,213	90	625	1,562
营业成本	5,955	9,915	13,885	15,997	税后利润	(248)	294	529	649
主营业务税金及附加	294	472	680	787	经常性非现金支出	399	206	244	285
销售费用	39	126	178	206	非经常性现金支出	(35)	2	(3)	(4)
管理费用	385	463	639	731	营运资金变动	1,362	(531)	(429)	278
财务费用	(14)	(3)	(8)	(5)	少数股东损益	(264)	118	283	353
资产减值损失	194	6	8	8	投资活动现金流	(497)	(711)	(904)	(904)
投资总收益	20	(2)	3	4	资本开支	(602)	(706)	(906)	(906)
营业利润	(566)	258	811	1,011	其他	105	(5)	2	2
营业外净收入	80	200	92	103	筹资活动现金流	344	36	35	32
利润总额	(486)	458	902	1,114	贷款增加	(44)	50	50	50
所得税	26	46	90	111	支付股利利息	(10)	(8)	(8)	(11)
净利润	(512)	412	812	1,003	其他融资	399	(6)	(7)	(7)
少数股东损益	(264)	118	283	353	现金净流量	1,060	(585)	(244)	690
归属母公司净利润	(248)	294	529	649	现金期初余额	1,104	2,164	1,579	1,335
EPS (元/股)	(0.24)	0.28	0.51	0.62	现金期末余额	2,164	1,579	1,335	2,026

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	4,566	4,787	5,977	7,078	增长能力				
货币资金	2,164	1,579	1,335	2,026	营收增长率 (%)	2.30%	113.13%	25.44%	15.53%
应收账款及票据	1,382	1,741	2,508	2,902	EBITDA 增长率 (%)	-	-	123.95%	23.11%
存货	758	1,114	1,638	1,579	EBIT 增长率 (%)	-	-	201.51%	24.86%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率 (%)	-	-	79.86%	22.76%
非流动资产合计	3,401	3,914	4,595	5,238	盈利能力				
长期股权投资	80	86	90	95	毛利率 (%)	4.99%	11.80%	14.24%	14.60%
固定资产	1,617	1,911	2,288	2,737	净利率 (%)	-8.17%	3.67%	5.02%	5.35%
在建工程	761	987	1,300	1,503	ROA (%)	-7.18%	4.94%	8.43%	8.76%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROE (%)	-9.44%	9.83%	15.54%	16.26%
无形资产	791	776	761	746	ROIC (%)	-12.93%	5.60%	12.97%	13.66%
开发支出	5	10	15	20	偿债能力				
资产总计	7,967	8,701	10,572	12,316	资产负债率 (%)	43.4%	43.4%	45.8%	45.3%
流动负债合计	3,278	3,550	4,559	5,250	流动比率 (倍)	1.39	1.35	1.31	1.35
循环借款	0	0	0	0	速动比率 (倍)	1.16	1.03	0.95	1.05
应付账款及票据	2,722	2,776	3,471	3,999	营运能力				
预收账款	151	281	405	468	总资产周转率	0.88	1.35	1.68	1.64
其他应付款	405	493	683	783	应收账款周转率	5.26	6.84	7.38	6.70
非流动负债合计	178	228	278	328	存货周转率	4.88	9.00	9.00	9.00
长期贷款	60	110	160	210	应付账款周转率	3.86	4.69	6.06	5.95
应付债券	0	0	0	0	价值评估				
负债合计	3,456	3,778	4,837	5,578	P/B (倍)	2.5	2.3	1.9	1.6
股本	1,046	1,046	1,046	1,046	P/E (倍)		24.0	13.4	10.9
资本公积	1,413	1,413	1,413	1,413	EV/收入 (倍)	1.09	0.38	0.25	0.20
未分配利润	350	614	1,091	1,675	EV/EBITDA (倍)	13.60	4.17	3.01	2.34
股东权益合计	4,511	4,923	5,735	6,738	EV/EBIT (倍)		11.99	5.63	4.08
负债和股东权益	7,967	8,701	10,572	12,316					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn