



经常业务扭亏，未来需精耕细作

增持维持

投资要点:

- 业绩基本符合前期预增公告水平;
- 经常业务扭亏为盈，但收益质量不高;
- 维持对海马股份的增持评级。

报告摘要:

- 业绩基本符合前期预增公告水平。海马股份4月8日发布年报，公司2011年共实现归属于上市公司股东的净利润3.74亿元，基本每股收益0.31元，相对2009年实现扭亏为盈，公司业绩基本上符合前期预增公告水平;
- 经常业务扭亏为盈，但收益质量并不高。2010年公司扣除非经常性损益后的净利润为1.29亿元，占到全部净利润的34.51%，相对2009年同期实现了扭亏为盈，但以政府补贴为主的非经常业务收益占比仍然接近7成，公司整体业绩依然依靠政府补贴，收益质量不高;
- 非经常业务收入主要来自于郑州市对海马商务的补贴。2010年公司共收到政府补贴2.59亿元，同比增长236.25%，最大的两笔政府补贴来自于郑州市对海马商务的汽车下乡销售补贴和企业重点扶持资金，总计1.59亿元，占全部政府补贴的61.44%，2011年汽车下乡政策取消，预计公司政府补贴金额也会出现相当幅度的下滑;
- 产能到位，未来需要依靠精耕细作。2010年公司已经形成海口和郑州两大生产基地，总计整车36万辆的产能，相对2010年20万辆的销售规模，该产能已经足够，未来公司的长远增长需要依靠市场深耕;
- 维持对海马股份的增持评级。与马自达结束合资以后，海马股份已经初步形成了自己独有的乘用车生产销售体系，预计海马股份2011-2012年EPS分别为0.35和0.41元，维持原有的增持评级。

主要经营指标	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6126	6267	10185	12731	15022
同比增速	-27.73%	2.30%	62.51%	25.00%	18.00%
净利润(百万元)	49	-248	374	579	675
同比增速	-89.96%	-	-	54.94%	16.60%
基本每股收益(元)	0.06	-0.25	0.31	0.35	0.41

资料来源: 宏源证券, Wind 资讯

宏源汽车组

分析师:

祖广平(S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

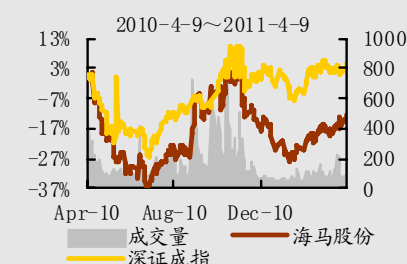
联系人:

于军华

电话: 010-88085257

Email: yujunhua@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20101231	9695	
20100930	10302	
20100630	9289	

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 《宏源证券*季度策略报告*2 季度汽车行业策略:关注乘用车和横向扩张类汽车零部件公司**汽车行业*于军华》, 2010.3
- 《宏源证券*中报简评*政府补贴和销量上升促成海马股份扭亏为盈,但隐忧仍在*000572*汽车行业*于军华、陈盛军》, 2010.8

附表：盈利预测表

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入(百万元)	6126	6267	10185	12731	15022
营业收入(百万元)	6126	6267	10185	12731	15022
二、营业总成本(百万元)	6454	6853	9927	11973	14121
营业成本(百万元)	5747	5955	8981	10821	12769
营业税金及附加(百万元)	298	294	423	522	608
销售费用(百万元)	9	39	78	89	98
管理费用(百万元)	372	385	421	509	586
财务费用(百万元)	31	-14	-11	-6	15
资产减值损失(百万元)	-2	194	35	38	45
三、其他经营收益(百万元)	61	20	22	25	27
公允价值变动净收益(百万元)	0	0	0	0	0
投资净收益(百万元)	61	20	22	25	27
四、营业利润(百万元)	-267	-566	280	782	928
加：营业外收入(百万元)	327	83	291	110	120
减：营业外支出(百万元)	7	3	10	15	20
五、利润总额(百万元)	53	-486	561	877	1028
减：所得税(百万元)	50	26	51	88	108
六、净利润(百万元)	3	-512	509	789	920
减：少数股东损益(百万元)	-47	-264	136	210	245
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	49	-248	374	579	675
七、基本每股收益(元)	0.06	-0.25	0.31	0.35	0.41

资料来源：宏源证券，wind 资讯

联系人简介:

于军华: 宏源证券研究所汽车行业研究员, 中国人民大学经济学硕士, CPA, CFA L3 Candidate, 原国家信息中心汽车行业分析师, 5 年汽车咨询行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 上海汽车、华域汽车、海马股份、中国重汽、潍柴动力、一汽轿车、长安汽车、宇通客车、安凯客车、江淮汽车等

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。