

海马股份（000572）：全年业绩符合预期，新车助力 2011 年销量维稳 增持（维持）

汽车及配件

4 月 8 日股价：6.67 元

报告日期：2011 年 4 月 11 日

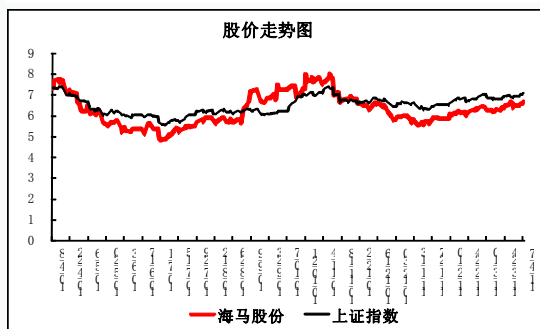
主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,185	12,198	14,175	16,461
(+/-)	62.51%	19.77%	16.21%	16.13%
营业利润	280	601	721	834
(+/-)	N/A	114.36%	19.94%	15.74%
归属于母公司的净利润	374	540	643	745
(+/-)	扭亏	44.46%	19.09%	15.82%
每股收益（元）	0.23	0.33	0.39	0.45
市盈率（倍）	29	20	17	15

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	164,464/104,267
流通市值（亿元）	69.55
每股净资产（元）	3.76
资产负债率（%）	37.42

股价表现（最近一年）



证券分析师 张雷

执业证书编号：A0140511010022

联系人 黄聪

010-66045802 huangc@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年公司实现营业收入 101.85 亿元，同比增长 62.51%；归属母公司所有者的净利润 3.74 亿元，去年同期为-2.48 亿元，EPS 为 0.23 元（最新股本折算），基本符合预期。4 季度公司实现营业收入 32.12 亿元，环比增长 56.34%；归属母公司所有者的净利润 9,739.96 万元，环比增长 14.24%，EPS 为 0.06 元。不分红、不送转。
- 受益销量增长及政府补贴，公司 2010 年大幅扭亏。**我们认为公司 2010 年大幅扭亏主要有两方面原因：1）2010 年受益汽车市场持续火爆以及公司微车持续上量和新车型海马骑士、海马王子的陆续上市，公司整车销量突破 20 万辆，同比增长 103.45%（协会数据）。规模效应带动公司综合毛利率同比提升 6.83 个百分点至 11.81%；2）2010 年公司共收到政府补贴 2.59 亿元（主要为海马商务的销售补贴和企业扶持资金），折合 EPS 约 0.16 元。
- 受让股东轿车业务股权，整车业务进一步向上市公司集中。**公司拟出资 5.22 亿元收购控股股东海马投资持有的海马轿车（海马郑州）38.25%股权。收购完成之后，公司将持有海马轿车 100%股权。海马轿车为公司两大轿车生产基地之一，年产能 15 万辆，是公司 A00、A0 和 A 级轿车研发生产平台。目前主要生产海马王子和代产部分福仕达（微车）产品，产量不到 1 万辆。后续，我们预计随着公司非公开发行新品研发项目的陆续完成，公司 A 级及以下新车型将陆续上市，基地产量将逐渐扩大。
- 预计 2011 年整车业务继续稳定增长。**2011 年 1-3 月，公司累计实现销量 5.3 万辆，同比增长 7.9%，与行业基本持平。2011 年随着汽车下乡、购置税优惠等政策取消，整车企业特别是自主品牌企业面临较大销售压力，不过从目前来看，公司销量增长仍维持稳定。全年来看：1）公司产品目标市场主要在三、四线城市，市场需求潜力好于一、二线城市；2）微车销量有所下滑但月均销量已稳定在 4500 辆以上；3）新车海马王子、海马骑士和福美来新款车型有望 2011 年持续上量。我们对公司 2011 年全年销量增长偏乐观，预计增长 15%左右。
- 盈利预测与评级。**预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.33 元、0.39 元、0.45 元，按当前收盘价 6.67 元计算，对应 2011 动态 PE 为 20 倍，PB 为 1.77 倍，考虑公司财务稳健、PB 估值具备优势且增长稳定，维持“增持”投资评级。

- **风险提示：**微车销量持续下滑风险、新车型上量低于预期风险等。

图表 1：海马股份整车月度销量情况（2009-2011 年 3 月）

2011年		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年累计
一汽海马 (含海马 商务公司 数据)	福美来	7,087	5,960											26,611
	海马3	871	246											1,117
	海马骑士	2,234	924	13,564										3,158
	普利马	1,519	1,740											3,259
	丘比特1.3	1,296	1,167											2,463
	丘比特1.5	316	188											504
	福仕达（海马商务公司）	3,351	4,801	4,684										12,836
	海马王子（海马郑州）	625	999	1,176										2,800
	合计	17,299	16,025	19,424										52,748
	月度同比增速	13.59%	1.05%	9.16%										
	累计同比增速		7.20%	7.91%										
2010年		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年累计
一汽海马 (含海马 商务公司 数据)	福美来	4,011	4,474	4,657	5,167	5,061	4,889	5,220	4,633	3,073	5,256	6,710	8,967	62,118
	海马3	879	636	891	962	856	205	1,056	213	85	0	158	55	5,996
	海马骑士	0	0	23	158	600	1,274	1,700	2,075	2,210	2,387	2,378	2,538	15,343
	普利马	2,115	2,737	3,477	3,814	3,159	2,299	863	2,267	2,158	1,818	1,118	2,209	28,034
	丘比特1.3	2,648	2,601	2,992	2,937	2,209	1,415	814	1,785	2,039	1,316	1,342	1,620	23,718
	丘比特1.5	375	403	550	468	208	401	112	556	558	425	335	384	4,775
	福仕达（海马商务公司）	5,201	5,007	5,204	6,013	5,936	5,007	4,294	4,494	5,046	5,114	5,144	6,932	63,392
	海马王子（海马郑州）			86	197	1,095	1,116	1,010	555	495	556	1,068		6,178
	合计	15,229	15,858	17,794	19,605	18,226	16,585	15,175	17,033	15,724	16,811	17,741	23,773	209,554
	月度同比增速	70.77%	238.41%	177.94%	104.47%	104.33%	124.39%	147.39%	204.27%	124.79%	168.12%	28.20%	30.19%	
	累计同比增速		128.51%	144.33%	131.42%	125.14%	125.02%	127.66%	135.10%	133.98%	137.00%	119.24%	103.45%	
2009年		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年累计
一汽海马 (含海马 商务公司 数据)	福美来	6,935	4,245	5,614	8,987	7,621	5,814	5,376	5,213	5,646	5,489	5,455	5,863	72,258
	海马3	1,460	341	321	571	1,191	1,468	749	381	1,225	710	745	800	9,962
	普利马	523	100	467	30	108	109	9	4	124	71	2,099	1,421	5,065
	丘比特1.3											1	3,493	3,494
	丘比特1.5											1	283	284
	福仕达（海马商务，交叉乘用车）											5,537	6,400	11,937
	合计	8,918	4,686	6,402	9,588	8,920	7,391	6,134	5,598	6,995	6,270	13,838	18,260	103,000
	月度同比增速	-11.93%	-38.66%	-47.11%	21.95%	22.02%	-0.52%	-3.49%	1.54%	-10.61%	-10.43%	169.17%	56.93%	7.36%
	累计同比增速		-23.43%	-33.02%	-21.57%	-14.49%	-12.52%	-11.54%	-10.42%	-10.44%	-10.44%	0.51%	7.36%	7.36%

资料来源：中国汽车工业信息网，天相投顾

图表 2：海马股份（000572）盈利预测

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,018,464	1,219,773	1,417,465	1,646,121
增长率	62.51%	19.77%	16.21%	16.13%
综合毛利率	11.81%	13.10%	13.24%	13.23%
营业成本	898,141	1,059,946	1,229,833	1,428,415
营业税金及附加	42,256	50,011	58,116	67,491
销售费用	7,789	8,538	9,639	11,194
管理费用	42,133	43,912	51,029	59,260
财务费用	-1,143	-1,220	-1,417	-1,646
期间费用合计	48,780	51,230	59,250	68,808
期间费用率	4.79%	4.20%	4.18%	4.18%
减：资产减值损失	3,492	0	0	0
加：投资收益	2,235	1,500	1,800	2,000
营业利润	28,031	60,086	72,066	83,407
营业利润率	2.75%	4.93%	5.08%	5.07%
增长率	-149.51%	114.36%	19.94%	15.74%
加：营业外收入	29,082	18,297	21,262	24,692
减：营业外支出	1,045	488	567	658
利润总额	56,067	77,894	92,761	107,441
利润率	5.51%	6.39%	6.54%	6.53%
所得税	5,119	7,789	9,276	10,744
实际税负比率	9.13%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润	50,948	70,105	83,485	96,697
净利率	5.00%	5.75%	5.89%	5.87%
少数股东损益	13,581	16,124	19,202	22,240
归属于母公司所有者的净利润	37,367	53,981	64,284	74,457
增长率	-250.66%	44.46%	19.09%	15.82%
总股本（万股）	164,464	164,464	164,464	164,465
每股收益（元）	0.23	0.33	0.39	0.45

资料来源：公司资料，天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：ZX0157）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040