

盈利结构改善，增长看募投

增持维持

投资要点:

- 半年报净利润略有增长，盈利结构改善；
- 增长更多依靠新车型的投入；
- 维持对海马汽车的增持评级。

报告摘要:

- 半年报净利润略有增长。**海马汽车 8 月 25 日晚发布 2011 年半年报，公司 2011 年上半年共实现归属于上市公司股东的净利润 1.92 亿元，同比增长 0.50%，基本每股收益 0.12 元，同比下降 36.09%，业绩水平基本符合市场基本面的预期；
- 公司销售收入增速要快于销量增速。**公司上半年共实现汽车销售 9.97 万辆，同比下降 2.26%，实现汽车销售收入 56.28 亿元，同比增长 14.43%，销售收入的增速要高于销量的增速；
- 公司盈利结构改善。**2011 年上半年海马汽车的毛利率持续上升，期间费用率相对 2010 年底略有上升，总体保持稳定，经常业务取代政府补贴成为公司净利润的主要来源，公司走向可持续盈利状态，收益状况大有改善；
- 主力车型福美来表现较好，但增长更多依靠新车型的投入。**公司主力车型福美来上半年销售了 4.12 万辆，同比 2010 年增长了 45.69%，但仅仅略高于 2009 年同期水平，由于海马的传统车型福美来、海马 3 和普利马并没有超越市场的表现，新车对于海马汽车销量的增长具有相当的带动作用；
- 我们维持对海马汽车的增持评级。**公司 2010 年的募集资金项目将投入到对海马商务汽车的技术改造和海马轿车的新产品研发上，将持续改善现有的盈利状况，加快新产品推出速度，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.23、0.27 和 0.30 元，维持原有的增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	6267	10185	11712	13118	14692
同比增速	2.30%	62.51%	15.00%	12.00%	12.00%
净利润(百万元)	-248	374	380	441	499
同比增速	-604.66%	250.66%	1.79%	16.04%	13.07%
基本每股收益(元)	-0.15	0.23	0.23	0.27	0.30

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

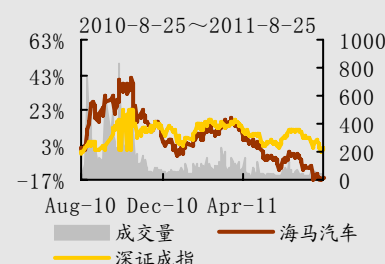
联系人:

于军华

电话: 010-88085257

Email: yujunhua@hysec.com

市场表现



相关研究

1《宏源证券*中期策略报告*汽车行业: 三季度乘用车登场, 四季度商用车压轴**汽车行业*于军华》, 2011.6

2《宏源证券*行业简评*4 月份汽车行业: 狭义乘用车是 4 月份市场亮点**汽车行业*于军华》, 2011.5

3《宏源证券*年报简评*海马股份: 经常业务扭亏, 未来需精耕细作*000572*汽车行业*于军华》, 2011.4

4《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

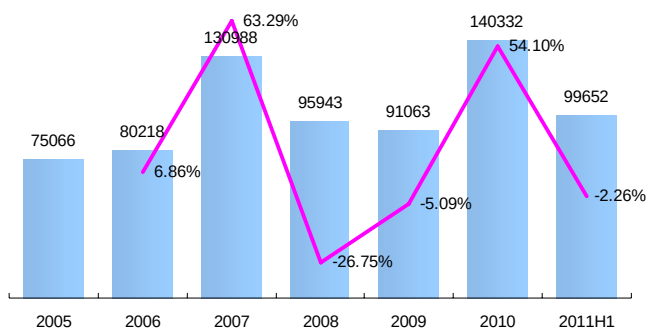
一、销售收入增速要高于销量增速

(一) 上半年销售收入增速要高于销量增速

海马汽车 2011 年上半年共实现汽车销售 9.97 万辆，同比下降 2.26%，剔除交叉型乘用车后增速为 5.85%，总体增速要低于上半年狭义乘用车总体增长水平。

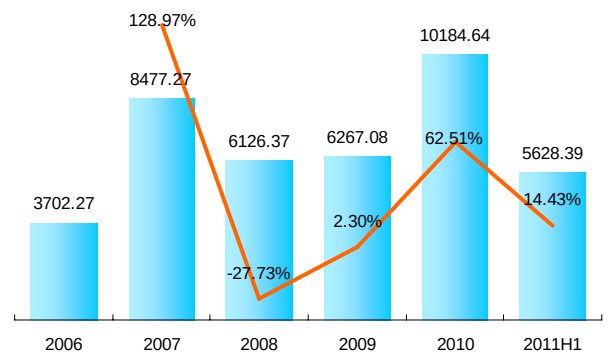
上半年销售收入同比增速要高于销量增速。海马汽车上半年共实现汽车销售收入 56.28 亿元，同比增长 14.43%，同比增速高于销量增速。

图 1：海马汽车分年度产品销量（辆）和同比增速



资料来源：宏源证券，CAAM

图 2：海马汽车分年度收入（百万元）及同比增速



资料来源：宏源证券，海马汽车

(二) 主力车型福美来表现较好

主销车型福美来增速较高。公司主力车型福美来上半年销售了 4.12 万辆，同比增长 45.69%，新车骑士上市以后也维持在 2000 辆每月的规模上，这弥补了交叉型乘用车和其他车型同比大幅下滑的问题。

表 1：2011H1 海马汽车分品牌销量（辆）及 2011H1 同比增速

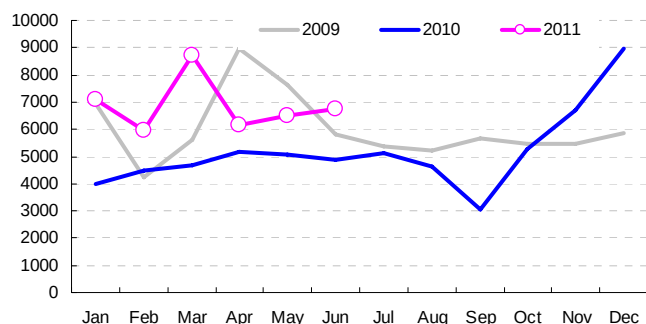
品牌	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1	同比增速
福美来	60057	65800	113667	85427	72157	62010	41170	45.69%
海马 3			9243	7330	9962	5953	1637	-63.04%
普利马	15009	14418	8078	3186	5065	28135	9611	-45.40%
骑士						15593	11141	431.28%
丘比特					3879	28641	10106	-41.27%
交叉型乘用车					26588	63462	25987	-19.71%
总计	75066	80218	130988	95943	117651	203794	99652	-2.26%

资料来源：宏源证券，CAAM

(三) 海马汽车 2010 年以来的增长更多的来自于新车

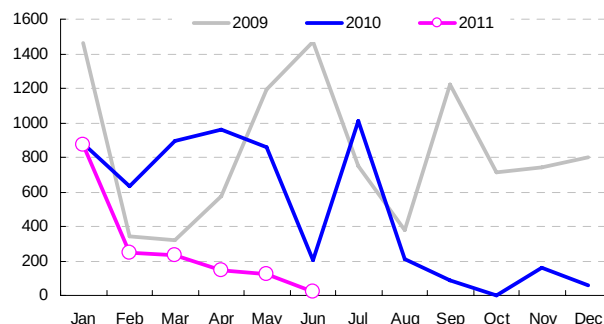
福美来上半年销量虽然远高于 2010 年, 但与 2009 年同期基本持平; 海马 3 的销量则远低于 09、10 年同期水平; 普利马、丘比特的销量也要低于 10 年同期水平。

图 3: 福美来分年度分月度销量 (辆)



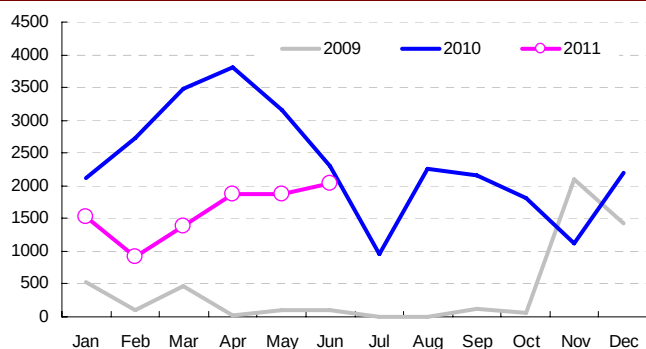
资料来源: 宏源证券, CAAM

图 4: 海马 3 分年度分月度销量 (辆)



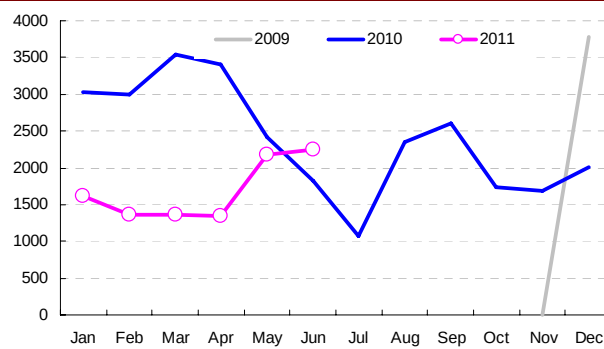
资料来源: 宏源证券, CAAM

图 5: 普利马分年度分月度销量 (辆)



资料来源: 宏源证券, CAAM

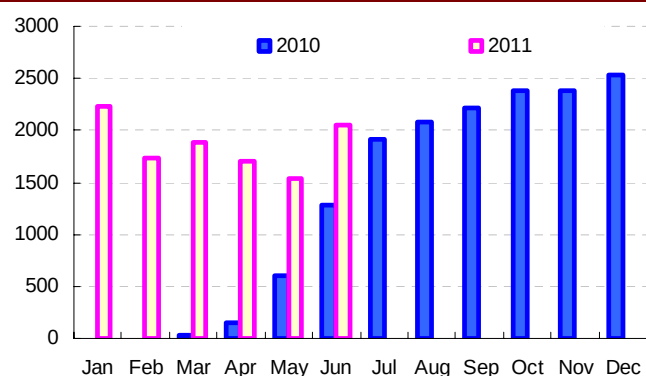
图 6: 丘比特分年度分月度销量 (辆)



资料来源: 宏源证券, CAAM

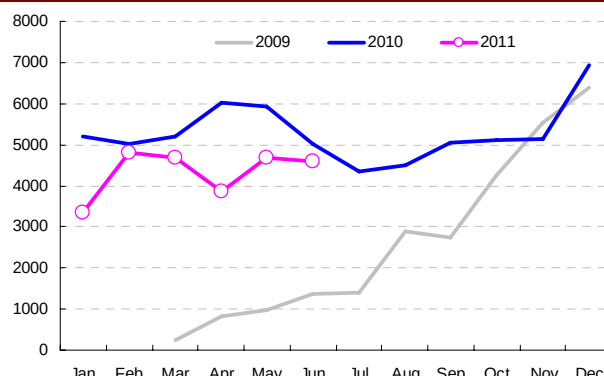
新车丘比特和骑士对 2010 年来海马汽车的增长贡献很大。由于海马的传统车型福美来、海马 3 和普利马总体表现平平, 新车对于海马汽车销量的增长具有相当的带动作用。

图 7: 骑士分年度分月度销量 (辆)



资料来源: 宏源证券, CAAM

图 8: 海马交叉型乘用车分年度分月度销量 (辆)



资料来源: 宏源证券, CAAM

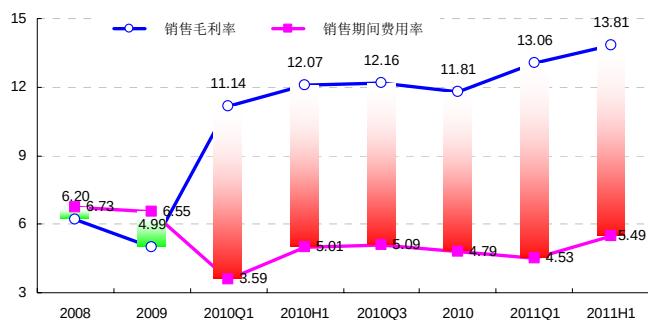
二、公司盈利状况改善

（一）毛利率上升，期间费用率稳定

2011 年上半年，海马汽车的毛利率持续上升，上半年的毛利率水平达到了 13.81%，高于 1 季度的水平，比 2010 年底上升了 2.00 个百分点。

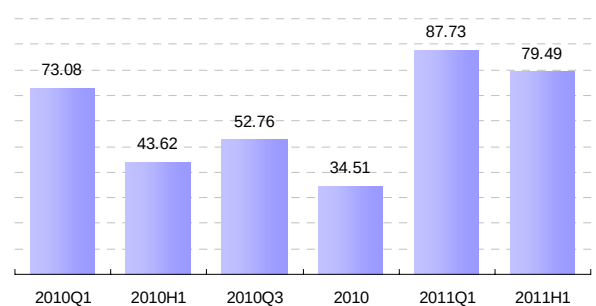
公司销售期间费用率相对 2010 年底略有上升，总体保持稳定。

图 9: 海马汽车累计毛利率水平及累计期间费用率(%)



资料来源：宏源证券、海马汽车

图 10: 海马汽车扣除非经常损益后的净利润占比(%)



资料来源：宏源证券、海马汽车

（二）政府补贴不再成为净利润的主要来源

2010 年经常业务的净利润只占到净利润的 34.51%，海马汽车的净利润严重依靠汽车下乡补贴，2011 年上半年海马汽车成功扭转了这一局面，经常业务的净利润占到了净利润的 79.49%，表明公司的盈利状况初步进入正轨。

表 2: 海马汽车预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	6024	3266	6835	4465	营业收入	10185	11712	13118	14692
应收和预付款项	1476	2512	1952	3045	营业成本	8981	10096	11229	12518
存货	810	2182	1146	2564	营业税金及附加	423	486	544	610
其他流动资产	6	6	6	6	营业费用	78	94	118	147
长期股权投资	85	111	139	172	管理费用	421	562	643	735
投资性房地产	102	86	70	54	财务费用	-11	-89	-99	-112
固定资产和在建工程	2943	3186	3425	3488	资产减值损失	35	40	45	50
无形资产和开发支出	1033	921	809	697	投资收益	22	26	29	32
其他非流动资产	91	91	90	90	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	12572	12361	14472	14581	他经营损益	0	0	0	0
短期借款	45	0	0	0	营业利润	280	549	667	777
应付和预收款项	4323	3639	5148	4576	其他非经营损益	280	108	97	86
长期借款	147	147	147	147	利润总额	561	658	763	863
其他负债	86	86	86	86	所得税	51	139	162	183
负债合计	4602	3872	5382	4809	净利润	509	519	602	680
股本	1645	1645	1645	1645	少数股东损益	136	138	160	181
资本公积	3782	3782	3782	3782	归属母公司股东净利润	374	380	441	499
留存收益	765	1145	1587	2086	EPS (元) ^①	0.23	0.23	0.27	0.30
归属母公司股东权益	6192	6572	7013	7512	主要财务比率				
少数股东权益	1779	1917	2078	2259	成长能力				
股东权益合计	7971	8489	9091	9771	销售收入增长率	62.51%	15.00%	12.00%	12.00%
负债和股东权益合计	12572	12361	14472	14581	净利润增长率	199.48%	1.79%	16.04%	13.07%
现金流量表					获利能力				
经营活动现金流量净额	1580	-2193	4088	-1956	毛利率	11.81%	13.80%	14.40%	14.80%
税后经营利润	488	408	498	581	销售净利率	5.00%	4.43%	4.59%	4.63%
折旧与摊销	218	545	545	615	ROE	6.04%	5.79%	6.29%	6.64%
资产减值损失	35	40	45	50	偿债能力				
利息费用	11	-95	-105	-119	资产负债率	36.60%	31.32%	37.18%	32.98%
存货的减少	-51	-1371	1036	-1418	流动比率	1.90	2.19	1.93	2.20
经营性应收项目的减少	-237	-1035	560	-1093	速动比率	1.72	1.59	1.71	1.64
经营性应付项目的增加	1154	-685	1510	-572	营运能力				
投资活动现金流量净额	-842	-616	-625	-533	总资产周转率	0.81	0.95	0.91	1.01
筹资活动现金流量净额	3090	50	105	119	应收账款周转率	7.79	5.66	7.66	5.82
现金流量净额	3828	-2758	3569	-2370	存货周转率	11.08	4.63	9.80	4.88

资料来源: 宏源证券 (根据 Wind 模型调整)

① 以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算。

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、福耀玻璃、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。