

2013年10月08日
证券研究报告·公司研究·交运设备
海马汽车(000572)深度报告

买入(维持)
当前价: 4.48元



阅读无水印纯净版研报 请您 海马 2.0 时代, 跨过拐点迈步从头越 点击这里 或 百度“慧博资讯”

投资要点

- 投资逻辑:** 进入稳健发展阶段, 公司经历前期技术积累, 步入稳步发展阶段。新产品投放明显加快, 预计 2013-2016 年至少投放 11 款新车, 且新车市场反应良好。销售渠道将大幅扩建, 公司针对当前销售网点匮乏, 将加大经销渠道构建和新车宣传, 保障新车的销售。积极部署新能源汽车, 公司积极部署新能源战略, 作为新能源概念股, 有望受益新能源政策。
- 主要看点:** 新车投放加速, 市场逐步认可。公司上半年投放的新车 M3 和 S7, 受市场认可, 月均稳定销量有望分别达 6 千、5 千辆, 截止 2016 年底, 后续推出至少 9 款新车, 其中 3 款 SUV。新车的投放有望大幅提高公司产能利用率, 预计 2014 年达到 90% 左右, 有望明显改善公司业绩; 海马轿车扭亏, 随着 M3 的投产, 预计今年贡献销量 3.5 万辆左右, 大幅提高海马轿车基地产能利用率, 实现扭亏为盈; 盈利能力大幅提升, 公司近两年在竞争企业当中, 净利率处于较高水平, 随着公司“轻微车重轿车”战略以及多款 SUV 车型投放, 有望改善公司产品结构, 提高盈利能力。
- 其他看点:** 公司发展迎来拐点, 公司经历与马自达分离转型的阵痛期后, 战略逐步清晰, 车型完善, 步入稳定发展阶段; 民营架构, 有利于公司的成本控制和经营管理; 管理团队优秀, 高管经验丰富、技能较高且处于事业高峰时期, 具有独特的战略眼光。
- 投资建议:** 公司新车的陆续投放, 有望逐步提高公司产能利用率, 实现郑州基地的扭亏, 随着产能利用率提高和产品结构的改善, 未来 3 年内公司业绩有望大幅改善。预计 13 年、14 年、15 年 EPS 为 0.217 元、0.411 元、0.521, 对应动态 PE 为 20.6 倍、10.9 倍、8.6 倍, 期待公司未来 3 年内的成长表现, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新车销量不达预期; 宏观经济不景气; 汽车行业价格战; 原材料价格大幅波动。

百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	11214.30	8461.30	11180.00	16610.00	19570.00
增长率 (%)	10.11%	-24.55%	32.13%	48.57%	17.82%
净利润	550.50	410.21	607.60	1109.77	1488.76
增长率 (%)	8.05%	-25.48%	48.12%	82.65%	34.15%
每股收益(元)	0.204	0.100	0.217	0.411	0.521

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐永超
执业证书: S1250512110002
电话: 023-67791263
邮箱: xychao@swsc.com.cn

研究助理: 高翔
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

研究助理: 梁超
电话: 023-67898871
邮箱: lchao@swsc.com.cn

研究助理: 简洁
电话: 023-67610282
邮箱: jjie@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	16.45
流通 A 股(亿股)	16.42
52 周内股价区间(元)	2.52-4.85
总市值(亿元)	73.68
总资产(亿元)	131
每股净资产(元)	4.14

相关研究

- 海马汽车(000572): 新车上量助推, 产销稳定增长 (2013-09-05)
- 海马汽车(000572): 新车投放明显加速, 业绩有望持续改善 (2013-08-26)

阅读无水印纯净版研报，请您

一、阵痛期后，步入上升通道.....	3
(一) 发展历程：公司迎来发展拐点.....	3
(二) 股权结构：民营架构，管理团队优秀.....	3
(三) 主营业务：经营业务高度集中.....	4
二、新车投放，助推公司加速发展.....	5
(一) 生产状况：新车投放加快，步入海马 2.0 时代.....	5
(二) 盈利能力：盈利能力较强，并有望持续提升.....	7
(三) 车系分析：新车型竞争力增强.....	7
(四) 销售渠道：网点扩张，为新车销售保驾护航.....	14
(五) 海马动力：发动机自产，新车将配置涡轮增压.....	15
三、长期战略，积极部署新能源汽车.....	16
四、投资建议与盈利预测.....	16
五、风险提示.....	18

咨询电话：400-6623-518

慧博资讯官方网址：

<http://www.hibor.com.cn>

慧博智能策略终端官方下载地址：

<http://down.hibor.com.cn>

阅读无水印纯净版研报，请您

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 2013 年上半年子公司营业收入.....	4
图 3: 2013 年上半年子公司净利润.....	4
图 4: 海马汽车各月整体销量.....	5
图 5: 海马汽车现有产能布局及研发.....	5
图 6: 2013 年 7 月各生产基地销量比重.....	6
图 7: 2013 年 7 月各车型产销比重.....	6
图 8: 海马汽车及竞争企业销售毛利率 (单位: %)	7
图 9: 海马汽车及竞争企业销售净利率 (单位: %)	7
图 10: 海马 M3 外形.....	8
图 11: 长城 C30 外形.....	8
图 12: 东南 V5 外形.....	9
图 13: 比亚迪 F3 外形.....	9
图 14: 海马骑士外形.....	10
图 15: 海马 S7 外形.....	10
图 16: S7 及其主要竞争车型销量 (单位: 辆)	10
图 17: 长城哈弗 H6 外形.....	11
图 18: 比亚迪 S6 外形.....	11
图 19: 一汽 X80 外形.....	11
图 20: 江淮瑞鹰 S5 外形.....	11
图 21: 思锐和睿骋新车上市销量趋势 (单位: 辆)	12
图 22: 长安 CS5 和奇瑞瑞虎销量趋势 (单位: 辆)	13
图 23: M6 竞争车型 2013 年 1-7 月月均销量 (单位: 辆)	13
图 24: 福美来各代销量均销量 (单位: 辆)	14
图 25: 福美来各代销量均销量 (单位: 辆)	14
图 26: 海马经销商数量区域布局.....	15
图 27: 海马与其他企业经销商网点数据.....	15
图 28: 海马 HA-VVT-1.6L 发动机.....	15
图 29: 海马 HA-VVT-2.0L 发动机.....	15

表格目录

表 1: 各子公司产能及车型.....	6
表 2: 海马汽车历年新车投放.....	7
表 3: 海马 M3 及其竞争车型参数对比分析.....	9
表 4: 海马 S7 及其竞争车型参数对比分析.....	11
表 5: 各车型销量及产能利用率预测.....	17
表 6: 利润表预测及估值数据.....	19

一、阵痛期后，步入上升通道

（一）发展历程：公司迎来发展拐点

我们认为，公司最坏时期已经过去，经历了与马自达汽车的合作与分离，以及自主车型研发的艰难时期之后，公司产品体系逐步完善，新车型步入密集投放，海马进入 2.0 时代。

海马汽车是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。公司秉承“开放合作、学习创新、自主多赢”的发展理念，坚持“先做精、后做强、再做稳、不争大”的经营理念，形成了海口、郑州与上海“两岸三地”的产业布局。

公司产品分布 A00 级至 B 级，覆盖面包车、轿车、MPV、SUV 四大领域，主要拥有 M3、S7、福美来、骑士、福仕达、海马王子、丘比特、普力马等产品系列。公司于 1988 年建厂于海南省，开始了第一次创业。1998 到 2005 的第三次创业中，海马与马自达等战略合作伙伴合作，以合作发展为主。在 2006 年，与马自达分道扬镳之后，推出了自主开发的福美来 2 代，从此踏上了自主品牌发展道路，开始了第三次创业。

2007 年到 2009 年这三年，正是海马汽车所经历的极端困难期，单一老旧的产品构成让海马在应对车市日新月异的消费需求时捉襟见肘。

2010 年后公司开始郑州生产基地，第 2 代产品生产线以及动力总成方面的大力投入，尽管公司产销有所增长，但由于投资增加，公司业绩表现未有较大起色。

2013 年上半年，海马推出新市场平台新车 M3 和 S7，并预计于 2013-2015 年平均每年推出 3 款新车，进入新品密集投放期。尤其是随着今年郑州生产基地投产，长期研发积累，进入了厚积薄发的阶段，引领公司进入一个新品上市的密集期。海马品牌未来将朝着更活跃、更年轻的方向塑造，品质改善、价值提升也将成为重点工作。

我们认为，随着公司最坏的时间已经过去，随着前期大量研发资金投入的技术积累，基于新平台生产的车型将逐步打开市场。

（二）股权结构：民营架构，管理团队优秀

我们认为公司发展稳健，股权结构适中，且民营架构有利于更好的进行成本控制和经营管理，公司管理团队具有丰富汽车行业经验和较高专业技能，均处于 40-55 岁最佳管理年龄段，看好公司管理团队。

公司第一大股东是海马（上海）投资有限公司，持股比例是 28.8%，公司实际控制人是景柱先生，景柱先生控股海马投资 73% 的股权，海马投资直接控股海马汽车 6.37% 的股份，并通过海马（上海）投资控制公司海马汽车 28.80% 的股份。

景柱，男，1966 年 10 月生，汉族，河南兰考人，北京大学博士后（师从厉以宁），海马汽车创办人。现任本公司董事长兼党委书记、海马投资董事长、湖南大学教授、博士生导师、新能源汽车研究中心主任。先后兼任全国人大代表、全国工商联常委、海南省人大常委会、海南省科协副主席、海南大学副理事长、海南省工商联（总商会）副主席、海南省企业联合会、企业家协会执行会长和海南省慈善总会副会长等。

图 4: 海马汽车各月整体销量



数据来源: 搜狐汽车, 西南证券

二、新车投放, 助推公司加速发展

(一) 生产状况: 新车投放加快, 步入海马 2.0 时代

公司汽车业生产业务布局海口、郑州两大城市, 拥有一汽海马(海口)、海马商务车(郑州)、海马轿车(郑州)三大生产基地, 形成海口主要生产 A+、郑州主要生产 A-车型的战略布局, 并与上海成立上海研发全资子公司。现有产能 36 万辆, 在建产能 30 万辆, 远期规划 100 万辆。

图 5: 海马汽车现有产能布局及研发



数据来源: 公司公告, 西南证券

海口基地的一汽海马已有产能 15 万辆 (一工厂 8 万、二工厂 7 万), 主要生产车型有: 轿车福美来、丘比特; MPV 普力马; SUV 骑士、S7。在建的三工厂设计产能 15 万辆, 已完成焊装和涂装车间, 将于 2015 年前建设完工, 用于后续 A+ 新车型生产。明年上市新车为

福美来第四代、S5。

郑州轿车基地现有产能 15 万辆，已建有三个整车工厂、两个配套工业园、一个发动机工厂和技术中心等，生产车型有 A00 级轿车爱尚（2012 年 3 月上市）、A00 级车海马王子（2010 年 3 月上市）和 A 级车 M3（2013 年 3 月上市）。随着海马汽车 M3 的量产下线，郑州基地规模经济和产业链配套将明显提高，预计明年上市新车 M6。

海马商务车基地现有产量 6 万辆，主要生产福仕达、腾达、福卡等产品，目前海马商务车有 15 万辆汽车技术改造在建项目，2013 年中报显示投资进度为 57.27%，由于 09 年微车试产的火爆，前期规划用于商务车的开发，随着今年微车市场的降温，新建基地投资进度减速。

表 1: 各子公司产能及车型

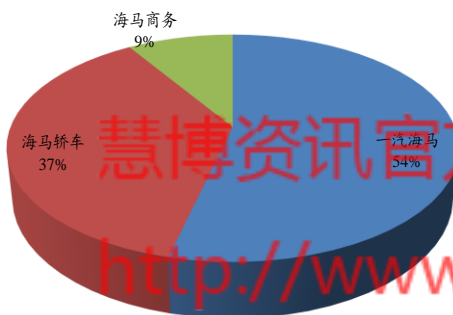
生产基地	所在城市	股权	现有产能	在建产能	主要车型			
					轿车	SUV	MPV	微车
一汽海马	海口	51%	15 万	15 万	福美来、丘比特	骑士、S7	普力马	
海马商务	郑州	100%	6 万	15 万				福仕达
海马轿车	郑州	100%	15 万		M3、海马王子、爱尚			

数据来源: Wind, 西南证券

海马车型布局

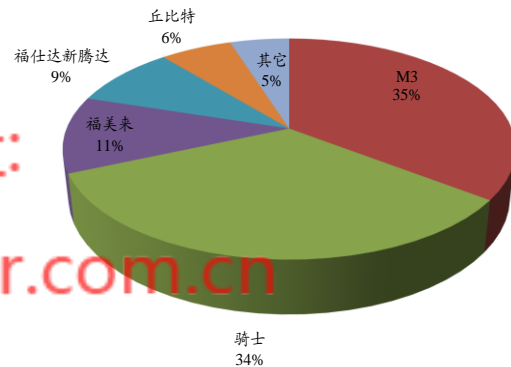
海马汽车布局逐步完善，形成一汽海马（海口）、海马商务车（郑州）、海马轿车（郑州）三足鼎立生产格局。公司产品分布 A00 级至 B 级，覆盖面包车、轿车、MPV、SUV 四大领域，主要拥有 M3、S7、福美来、骑士、福仕达、海马王子、丘比特、普力马等产品系列。

图 6: 2013 年 7 月各生产基地销量比重



数据来源: Wind, 西南证券

图 7: 2013 年 7 月各车型产销比重



数据来源: Wind, 西南证券

随着海马步入 2.0 时代，新车投放速度明显加快。2013 年已上市新车有：A 级轿车 M3、SUV 骑士改款车型 S7，将于今年 12 月中旬左右上市的 B 级车 M8，2014 年将投放福美来第四代（或更名 M5）、M6、紧凑型 SUV S5；2015 年将投放小型 SUV S3 和中大型 SUV S9，换代 MPV 普力马共 3 款车；2016 年将有不少于两款新车投放市场。

表 2: 海马汽车历年新车投放

	A00	A0	A	B	SUV	MPV	总数
2010	海马王子	丘比特	福美来 3 代		骑士	普力马	5
2012	爱尚						1
2013			M3	M8	S7		
2014			M6、福美来 4 代 (M5)		S5		3
2015					S3、S9 (SD00)	普力马换代	3
2016							至少 2 款

数据来源: Wind, 西南证券

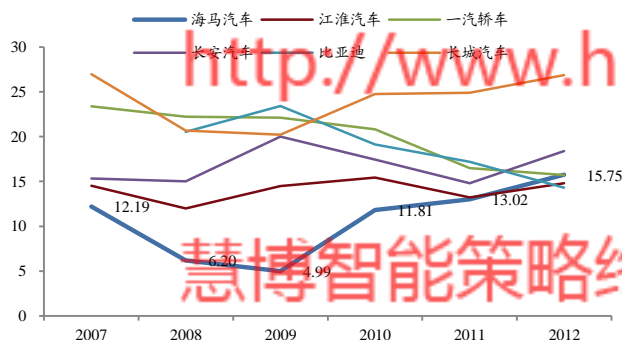
(二) 盈利能力: 盈利能力较强, 并有望继续提升

我们认为, 公司具有较强的盈利能力, 并且随着公司“去微车重轿车”战略实施, 以及 S7、S5、S3 和 S9 等盈利能力较强的 SUV 新车型密集投放, 公司的盈利能力有望继续改善。

海马汽车售价较同等级自主品牌车较高, 得益于用户对海马汽车性能、品质的认可以及口碑相传效应, 使得海马汽车盈利能力处于竞争企业当中较高水平。从 2009 年以来, 公司销售毛利率处于稳步上升阶段, 销售净利率有较大的提升, 截止 2012 年, 海马汽车毛利率水平已超出江淮汽车、一汽轿车、长安汽车和比亚迪等竞争企业, 仅低于长城汽车。同时, 近两年的销售净利率也仅低于长城汽车, 公司在盈利能力上存在着一定的优势。随着公司“去微车重轿车”战略实施, 以及 S7、S5、S3 和 S9 等盈利能力较强的 SUV 新车型密集投放, 公司产品结构中, 盈利较弱的微车比重将降低, 而毛利较高的轿车、SUV 比重提高, 公司的盈利能力有望继续改善。

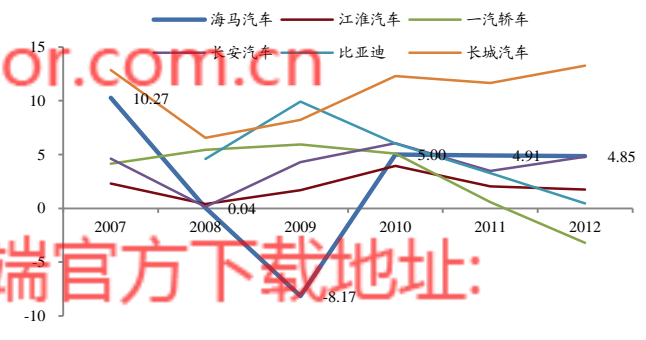
同时, 如果一汽海马销售并表, 海马汽车整体的毛利率水平比现有水平更高。按照海马汽车与一汽海马汽车销售公司签订的《汽车总经销协议》, 一汽海马按其产品市场零售价的 12% 向一汽海马销售支付总经销费, 一汽海马销售不计入上市公司海马汽车的合并范围, 而一汽海马的销售方面的支出主要在一汽海马销售公司层面体现, 所以海马汽车的销售费用率很低。如果一汽海马销售并表, 海马汽车整体的毛利率水平比现有水平更高。

图 8: 海马汽车及竞争企业销售毛利率 (单位: %)



数据来源: Wind, 西南证券

图 9: 海马汽车及竞争企业销售净利率 (单位: %)



数据来源: Wind, 西南证券

(三) 车系分析: 新车型竞争力增强

2013年上半年已经推出2款新车，A级车M3（郑州基地生产）于4月20上市，SUV新车S7（海口基地生产）于6月5日上市，为骑士换代车型。两款新车7月销量占总销量约70%。

预计今年12月中旬左右推出B级车M8，主要面对海口、郑州和湖南等地公车采购市场，当前仍处于完善阶段，预计11月量产。由于该车为公司进军B级市场首款车型，公司严格把控技术，也有推迟到明年一季度上市的可能。

1. 上市新车：销量开始爬坡，海马轿车有望扭亏

海马M3市场分析及产销预测

我们认为M3正处于产销爬坡阶段，7月份销售3481辆，预计稳定后，正常销售量年内将达到6-7千辆/月左右，乐观估计，今年全年销量有望突破3.5万辆，销量区间3.5~4万辆之间。2014年、2015年分别实现销售7万、7.5万辆，M3热销，提升了海马轿车的产能利用率，今年有望实现海马轿车扭亏。

M3的指导价为5.98-8.98万，主要面对80后年轻家庭，由意大利LD A公司、韩国MAREUM、韩国Thirdeye全球顶级设计大师共同锻造，采用“飞翔”新美学设计理念，飘逸线条分割出的层次看起来很有设计感，富有运动气质。凭借着新锐造型、丰富配置、高效动力、多维安全、随心操控、舒展空间六大优势，精准把握消费者的用车需求，领先同级的技术配置和产品品质。经过客户的草根调研，M3的主要竞争优势体现在漂亮的外形设计、高安全配置，出色的做工。尤其是M3漂亮的外形设计最能俘获客户欢心。竞争车型自主品牌中主要包括长城C30、东南V5、比亚迪F3等车型。

通过我们对M3客户的草根调研了解到，尽管5月、6月等前期生产新车有几处不完善之处，但经过改善后，7、8月生产车型未发现较大问题，客户对新车普遍持认可态度，满意度较高。我们认为用户对新平台车型的肯定，是海马后续发展动力基石。

图 10: 海马 M3 外形



数据来源：汽车之家，西南证券

图 11: 长城 C30 外形



数据来源：汽车之家，西南证券

<http://down.hibor.com.cn>

图 12: 东南 V5 外形



图 13: 比亚迪 F3 外形



数据来源: 汽车之家网, 西南证券

数据来源: 汽车之家, 西南证券

表 3: 海马 M3 及其竞争车型参数对比分析

车身	海马 M3	长城 C30	东南 5 菱致	比亚迪 F3
经销商报价:	5.98-8.98 万元	6.45-8.35 万元	6.98-9.48 万元	5.49-7.39 万元
外形尺寸				
长 x 宽 x 高(mm):	4545x1737x1495	4452x1705x1480	4570x1770x1475	4533x1705x1490
轴距(mm):	2600	2610	2610	2600
发动机				
发动机描述:	1.5L 111 马力 L4	1.5L 106 马力 L4	1.5L 120 马力 L4	1.5L 109 马力 L4
发动机型号:	HMA GN15-VF	GW4G 5	4A91 P US	BYD473QE
最大功率(kW/rpm):	82/6000	78/6000	88/5000-6000	80/5800
最大扭矩(N·m/rpm):	147/4000	138/4200	143/3500-4000	145/4800
升功率(kW/l):	54.67	52.0	58.67	53.33
排放标准:	国五	国四(京 V)	国四	国四
变速箱	5MT/CVT	5MT/CVT	5MT	5MT/DCT
工信部油耗(L/100km) (城市/市郊/综合):	8/4.7/5.9	7.8/5.8/6.5	7.9/4.7/6	7.9/5.1/6.2

数据来源: 汽车之家网, 西南证券

SUVS7 市场竞争力分析

我们预计 S7 上量后稳定产值在每个月 5 千辆/月左右, 8 月份海马骑士和 S7 共销售 4220 量。S7 于 6 月上市, 正处于产销爬坡阶段, 预计 2014、2015 年分别实现销售 6 万、5.8 万辆。

海马 S7 于 6 月 5 日正式上市, 上市的新车推出六款车型, 售价区间为 10.68-14.68 万元。作为海马旗下的全新 SUV, 作为现有 SUV 骑士的换代车型, 它在外形、配置和做工用料等方面都有了不小的提升, 并且通过差异化定位实现同堂销售。

两款车型的定位存在区别, 其中海马 S7 的设计更加动感时尚, 定位为中高级技术创新型 SUV, 锁定用户群为更年轻的消费者; 而骑士则定位为技术入门级车型, 针对更加成熟理性的消费群体。

海马 S7 对前脸进行了较大幅度的修改，更换了更显科技的带 LED 日间行车灯大灯，新尾灯造型比较更加大方得体，双侧方形尾气管令视觉效果更加强。

图 14: 海马骑士外形



数据来源: Wind, 西南证券

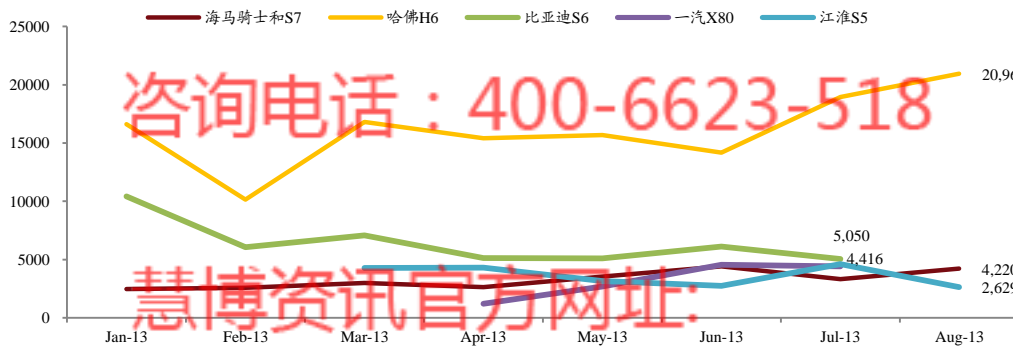
图 15: 海马 S7 外形



数据来源: Wind, 西南证券

S7 的竞争车型主要包括长城哈弗 H6、比亚迪 S6、江淮 S5 和一汽轿车 X80。在这些车型中，哈弗 H6 销量较其他车遥遥领先，稳点在月均 15000 辆左右，并随着产能的扩张，有进一步向上攀升的可能，而骑士和 S7 的月均销量维持在 4 千辆左右，并随着 6 月底 S7 的上市，有逐步攀升的趋势，我们预计稳定后有望超过月均 5 千辆的销量水平。

图 16: S7 及其主要竞争车型销量（单位：辆）



数据来源: 搜狐汽车, 西南证券

S7 新车将标配双安全气囊、倒车音响静音、大灯未关提示、倒车雷达、速度感应落锁、胎压监测系统；而中高配车型将有 ESP 电子稳定系统、TCS 牵引力控制系统、侧安全气囊、倒车影像、主动安全头枕等。

动力：沿用 2.0L 自然吸气发动机，海马 S7 搭载 HM484Q-A 2.0L 自然吸气发动机，最大输出功率 150 马力，峰值扭矩 180N.m，并为之匹配 5 速手动及 5 速手自一体变速箱。

S7 相对其他车型，其特点体现在硬朗的外观、全新的内饰设计以及全新的运动化风格上，但由于只配备了 2.0L 发动机，选择范围相对较窄。随着海马涡轮增压发动机研发的应用，明年或将推出 1.8T 发动机装配 S7 车型，以增加 S7 的选择范围。

图 17: 长城哈弗 H6 外形



图 18: 比亚迪 S6 外形



数据来源: 汽车之家网, 西南证券

数据来源: 汽车之家网, 西南证券

图 19: 一汽 X80 外形



图 20: 江淮瑞鹰 S5 外形



数据来源: 汽车之家网, 西南证券

数据来源: 汽车之家网, 西南证券

表 4: 海马 S7 及其竞争车型参数对比分析

车身	海马 S7	哈弗 H6	比亚迪 S6	奔腾 X80	瑞鹰 S5
经销商报价:	10.68~14.68 万	10.88~15.18 万	8.99~13.69 万	11.98~18.18 万	10.98~13.58 万
外形尺寸					
长 x 宽 x 高(mm):	4498x1830x1730	4640x1825x1690	4810x1855x1680	4586x1820x1695	4475x1840x1680
轴距(mm):	2619	2680	2720	2645	2675
发动机					
发动机描述:	2.0L 150 马力 L4	2.0L 133 马力 L4/ 1.5T 150 马力 L4/ 2.4L 163 马力 L4/ 2.0T 150 马力 L4	2.0L 140 马力 L4 /2.4L 167 马力 L4	2.0L 147 马力 L4/ 2.3L 160 马力 L4	1.8T 163 马力 L4/ 2.0L 136 马力 L4/ 2.0T 177 马力 L4
最大功率(kW/rpm):	110	110/98/120	103/123	108/114	120/100/130
最大扭矩(N·m/rpm):	180	210/186/310	186/234	184/205	235/180/265
排放标准:	国 M(京 V)	国 M(京 V)	国 M	国 M(京 V)	国 M
变速箱	5MT/5AT	5MT/6MT/4AT	5MT/6MT/4AT	6MT/6AMT	5MT/6MT
工信部油耗(L/100km)	8.1/8.8	7.2/7.7/8.2	8.6/9.6/10.6	8.2/8.6/9.1	7.7/7.8/8.0

数据来源: 汽车之家网, 西南证券

2. 拟上市新车：新车密集投放，盈利能力大幅提高

M8 市场竞争分析

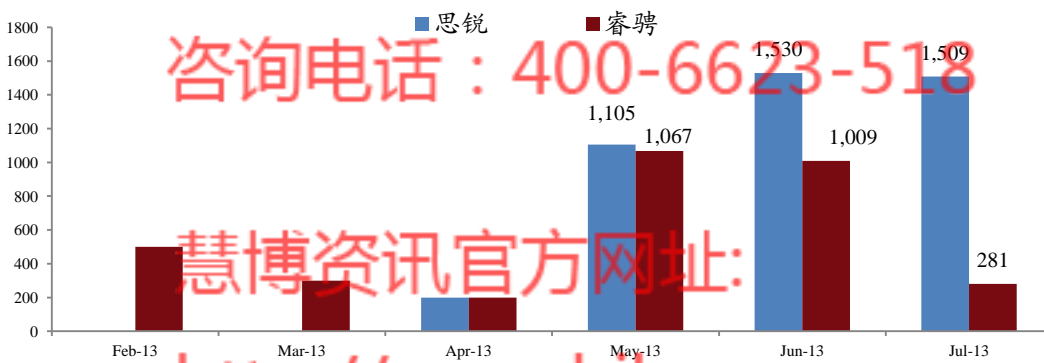
我们预计 M8 上量后稳定销量预计为 800 辆/月左右，中级车市场是车型种类和品牌最多的一个轿车细分市场，竞争非常激烈。海马汽车 M8 在中级车市场同样将面临较大的挑战。

M8 为海马首款中级车，定位于政府车采购用车，全新的车型平台打造以运动风格为主的家用中级轿车，其长宽高分别为 4845/1829/1473mm，轴距达到 2800mm。动力方面，海马 M8 搭载的是一台 1.8L 涡轮增压发动机，当期仍处于新车改进当中。截止 8 月底，仍将有两百多个小项目共两轮改进，预计将于今年 12 月中旬左右开始批量生产。竞争车型为比亚迪思锐、长安睿骋。

比亚迪思锐于 2013 年 4 月 20 日于上海车展正式上市，售价 10.39-15.09 万元，搭载了与速锐相同的动力系统，也就是 G6 身上那台 1.5T 涡轮增压发动机，最大功率 113 千瓦，最大扭矩 240 牛米，搭配 6 挡双离合与 6 挡手动变速器。5-7 月共销售 4144 辆，平均销量为 1381 辆/月。

长安睿骋于 2013 年 4 月 16 日正式上市，作为自主品牌中高级轿车，适合城市家用以及企业用车，售价 10.98-20.08 万元，特别是在二三级城市，对性价比高、品质高、外观时尚且配置高的中高级轿车有较大的需求。RAETON 装备全新开发代号 D18T 的 1.8L 涡轮增压发动机，配备日本爱信 6 速手自一体自动变速器，后续将装配新款 2.0L 发动机。5-7 月共销售 2357 辆，平均销量为 786 辆/月。

图 21：思锐和睿骋新车上市销量趋势（单位：辆）



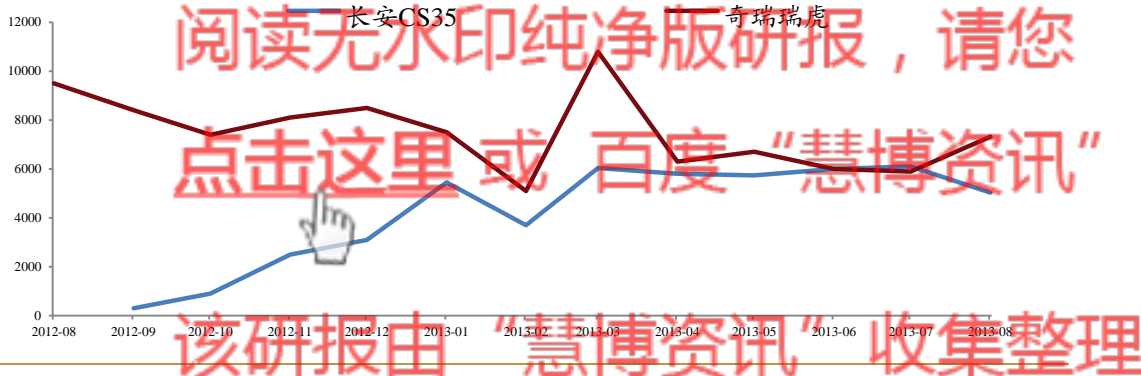
数据来源：搜狐汽车数据库，西南证券

S5 市场竞争分析

我们预计 S5 上量后稳定销量预计为 5 千辆/月左右，2014、2015 年分别销售 3.8 万辆、6 万辆。

海马 M5 预计将于明年 3 月份左右上市，当前 SUV 市场继续保持高速增长态势，且小型 SUV 市场竞争车型相对较少，竞争自主品牌主要有长安 CS35、奇瑞瑞虎、东风风行-景逸 X5 和即将上市的哈弗 H2。其中长安 CS35 在 2013 年 1-8 月中月均销售 5476 辆，而奇瑞瑞虎月均销售 7171 辆。预计 SUV 市场继续保持高速增长，且新进车型景逸 X5、H2 等对细分市场的抢占，预计海马 S5 在 3 月底上市，经过 4、5 月份爬坡后，达到月均 5000 辆的正常销售水平，预计明年全年销售 $0.1+0.2+0.5*7=3.8$ 万辆，2015 年销售 $0.5*12=6$ 万辆。

图 22: 长安 CS5 和奇瑞瑞虎销量趋势 (单位: 辆)



数据来源: 搜狐汽车数据库, 西南证券

M6 市场竞争分析

我们预计 M6 上量稳定后, 正常产销将达到月均 5000 辆左右, 预计 2014、2015 全年销售分别为 28 万辆、6 万辆。

M6 预计或将于明年上半年上市, 于郑州生产基地生产, 主要面对竞争车型有长城 C50、长安逸动、比亚迪速锐、奇瑞 E5、帝豪 EC7。其中帝豪 EC7 1-7 月月均销量达到 1.46 万辆, 而最低的长城 C50 月均销量也超过了 5000 辆。M6 在外形设计、汽车内饰以及动力总成具有一定竞争优势, 但是在品牌知名度上, 海马汽车尚处于追赶阶段, 我们预计海马销量爬坡达到稳定后, 月均销售 5000 辆。若根据 6 月初上市计算, 预计全年实现销售 $0.1+0.2+0.5*5=2.8$ 万辆。

图 23: M6 竞争车型 2013 年 1-7 月月均销量 (单位: 辆)



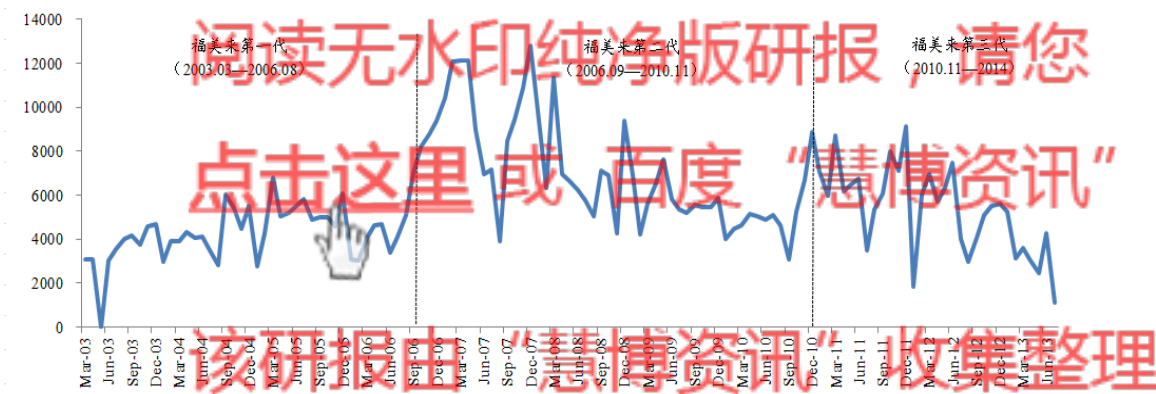
数据来源: 搜狐汽车数据库, 西南证券

福美来第四代

我们预计福美来第四代稳定销量将达到月均 5500 辆, 预计第三、四代福美来明年将贡献销量 6 万辆、2015 年预计销售 6.6 万辆

福美来第一代引自马自达 Familia, 定位于家用轿车, 在 2003 年 3 月-2008 年 8 月期间, 月均销售 4242 辆; 福美来二代在 2006 年 9 月-2010 年 11 月期间, 月均销售 6947 辆; 福美来三代在 2010 年 11 月-2013 年 7 月之间, 月均销售 5428 辆。

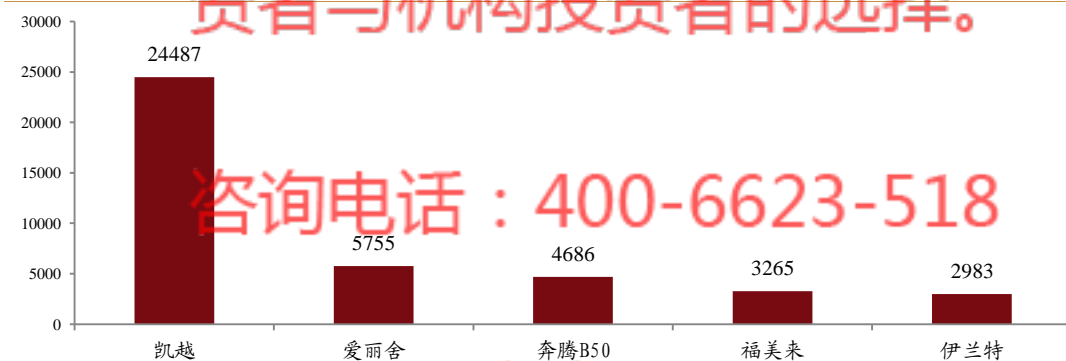
图 24: 福美来各代销量均销量 (单位: 辆)



数据来源: 搜狐汽车数据库, 西南证券

福美来第四代预计明年上半年上市, 该车型是海马高管最看好的新车之一, 将在动力总成、电子设备以及安全配置这三方面寻求突破, 采用新家族设计, 或将搭载一台新的 1.8 升四缸引擎, 其最大功率为 98kw。竞争车型主要包括别克凯越、爱丽舍、奔腾 B50、现代伊兰特。通过对福美来前期历史数据以及竞争车型销量的分析, 我们预计福美来第四代月均销量有望达到 5500 辆。预计 2014 年新旧福美来将贡献销量 6 万辆。

图 25: 福美来各代销量均销量 (单位: 辆)



数据来源: 搜狐汽车数据库, 西南证券

(四) 销售渠道: 网点扩张, 为新车销售保驾护航

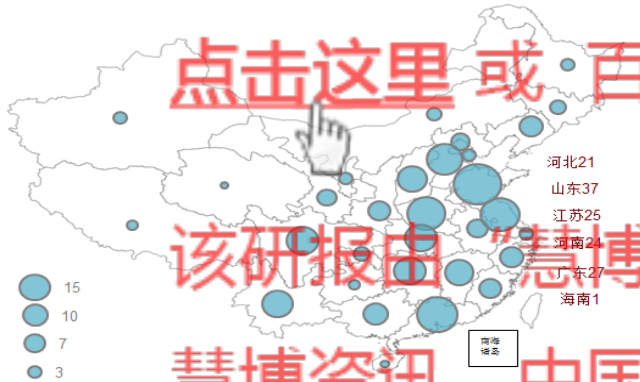
我们认为海马汽车当前最大的瓶颈在于其销售渠道, 且今年下半年和明年销售网点的扩建、品牌的宣传也将成为公司重点发展方向。

公司今年年底预计 4S 店将达到 280 家左右, 明年将新增网点 150 家, 扩增一半, 网点数量将超过 400 家。同时公司年初向银行授信 109 亿, 以支持经销商扩容, 完善海马销售体系。同时在新车广告和公司品牌宣传力度也将加大。

为进一步分析海马的销售布局, 我们对海马营销网点进行深入分析。海马当前销售网点 321 家 (数据来源于汽车点评网, 经手工整理, 下同), 较比亚迪 (859 家)、江淮 (620 家)、长安 (572 家)、奇瑞 (489 家) 等汽车厂商存在较大差距。其公司网点主要分布在三线城市, 以山东、广东、江苏等经济较好、人口较多省份居多, 并逐步向低一级城市下沉。三四

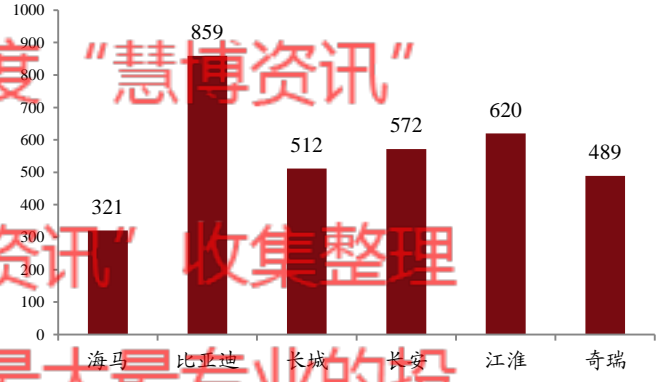
线城市汽车需求是当前汽车销量增长的重要动力，随着三四线城市的汽车需求的增长，将利好海马的销售。

图 26：海马经销商数量区域布局



数据来源：汽车点评网，西南证券

图 27：海马与其他企业经销商网点数据



数据来源：汽车点评网，西南证券

（五）海马动力：发动机自产，新车将配置涡轮增压

海马汽车的发动机主要为自产，已有发动机产能可支撑现有车型的需要，自主研发的涡轮增压发动机将在后续新车配置，进一步改善现有车型动力。

目前，海马汽车拥有海口和郑州两个发动机工厂，现有产能均为 15 万台，“十二五”规划分别为年产 30 万台与 100 万台，已研发 FP 系列（1.6L-2.0L）、E 系列（1.3L-1.5L）、S 系列（1.0L-1.2L）三大动力平台，覆盖海马所有产品。在升功率、排放标准等方面，提前达到国家技术指标要求。涡轮增压、缸内直喷技术等将根据市场需求陆续投入应用，预计随着涡轮增压 1.5T、1.8T 等产品的投产，新车型有望搭载新型发动机，如新车 M8 将搭载 1.8T；M6 可能搭载 1.5T 和自然吸气发动机；S5 可能配备 1.5T/1.8T 发动机。

图 28：海马 HA-VVT-1.6L 发动机



数据来源：汽车点评网，西南证券

图 29：海马 HA-VVT-2.0L 发动机



数据来源：汽车点评网，西南证券

<http://down.hibor.com.cn>

三、长期战略，积极部署新能源汽车

我们认为海马汽车在新能源汽车储备上也走在自主品牌的第一阵营，具备整车、纯电动商业化的解决方案，且有望受益于海南新能源汽车示范岛屿。

海马汽车一直致力于新能源汽车技术和产业化，具备整车、纯电动商业化的解决方案。2008 年建立成熟的新能源供应链体系，2009 年获得新能源汽车生产资质。目前，普力马纯电动汽车和海马王子纯电动汽车已取得产品公告，并进入国家节能与新能源汽车示范推广车型目录。海马汽车已成功开发海马王子、普力马、丘比特、海马 3 等多款新能源汽车，逐步掌握整车与电控系统开发、电池与电机关键部件造型和匹配等核心技术，第三代纯电动车的关键零部件选型与匹配等技术取得较大进展。目前，海马新能源汽车已在浙江、山东、北京、大连、郑州、新乡、海口等省市投入试点运行。

2012 年年底，海南省提出要建成新能源汽车示范岛屿。根据计划，3 年内海南将新增新能源汽车产业投资 100 亿元，投放新能源汽车 1 万辆，建设从电池、配件到整车、物流、保险、维修的新能源汽车产业园区，把海口建成国内先进的新能源汽车开发、制造、试验、检测中心。给海马汽车的新能源汽车发展提供了契机，且上半年海马的银行 109 亿授信，为公司新能源汽车发展提供了资金来源。

四、投资建议与盈利预测

我们看好公司主要逻辑有以下几点：1. 公司为民营企业框架，管理层稳定，公司最坏时期已经过去，进入稳定发展阶段，这是公司稳定发展的基础；2. 新车投放加速，产能利用率明显提高，公司改变以前车型单一的状况，进入新产品密集投放时期，且新车型逐渐受到市场认可，汽车销量有望大幅增长；3. 公司产品结构提升，SUV 和轿车比重提高，盈利能力改善。

公司稳定发展的基础来自于：民营构架、优秀管理团队和完善的零部件配套体系

公司为民营企业构架，公司作风低调、务实。尽管公司在前几年经历了调整的阵痛期，但是公司的管理层一直保持稳定，现有高管均在海马汽车工作多年，对海马有较深的情谊。且公司的配套商采用组织集中、规模集中、决策集中的采购体系，零件主要供应商合作关系稳定。

公司后续增长的动力来自于：新车的密集投放、经销商网点的扩充以及市场的认可

2013 年基于新平台打造的 M3 和新 SUV S7 在市场反应较好，产销数据稳步提升，公司前期研发的大量投入，已经进入收获期，新产品体现了公司“科技感、豪华感、大气感”三感。伴随着公司经营网点的快速扩大，未来将对海马汽车的销售起到较好的支撑。

我们预计公司后续主要盈利增长来自于郑州生产基地海马轿车产能利用率的大幅提高，预计 2013-2015 年产量分别为 4.6、14.2、18.8 万辆，对应 2013、2014 年的产能利用率分别为 31%、95%。预计海马轿车 2013 将扭亏为盈，全年实现净利润 4 千万左右。

表 5: 各车型销量及产能利用率预测

		2012	2013	2014	2015
一汽海马	福美来 (包括 M5)	6.1	3.9	6.0	6.6
	骑士 (包括 S7)	2.5	4.6	6.0	5.8
	S3 和 S9	0	0	0	5.0
	其他	4.2	4.6	4.2	2.5
	总产量	13.0	13.1	16.2	19.8
	产能	15	15	15	15+第三工厂
海马轿车	产能利用率	86%	87%	108%	—
	M3	0	3.8	7.2	6.8
	M6	0	0	2.8	6.0
	S5	0	0	3.8	6.0
	其他	0.9	0.8	0.4	0
	总产量	0.9	4.6	14.2	18.8
海马商务	产能	15	15	15	15+第三工厂
	产能利用率	6%	31%	95%	—
	福仕达等	3.5	2.2	2.0	1.8
	产能	6	6	6	6
	产能利用率	58%	36%	33%	30%
	总产量	17.3	19.9	32.4	—
	产能利用率	48%	58%	90%	—

数据来源: 西南证券研究发展中心

我们认为公司在经历阵痛期转型之后, 公司的战略布局, 新车型投放, 将支撑公司稳步进入海马 2.0 时代, 我们预计 2013~2015 年实现归属于母公司净利润分别为 3.57 元、6.76 亿元、8.58 亿元, 增速分别为: 48.12%、82.65%、34.15%, 对应 EPS 分别为 0.217 元、0.411 元、0.521 元, 维持公司“买入”评级。

慧博资讯官方网址:

<http://www.hibor.com.cn>

慧博智能策略终端官方下载地址:

<http://down.hibor.com.cn>

五、风险提示

1、新车销量不及预期风险

公司发展最大的看点来至于新车型的密集投放，但是由于公司的品牌知名度、销售渠道等体系仍处于完善阶段，后续新车的销量不仅依靠技术创新、销售渠道完善和品牌塑造一系列配套的支持，尽管我们对用户的草根调研中客户反映较好，但是新车投放处于爬坡阶段，后续车型的市场认可度对新车销售的支撑存在一定风险。

2、宏观经济不景气风险

汽车行业属于周期性行业，行业的发展与宏观经济相关，宏观经济的恶化，对汽车行业销售产生较大负面影响，同时外围环境的低迷，遏制了汽车出口增长，公司作为内销、出口同时发展的企业，销量同样受到国内外宏观经济影响。

3、汽车行业价格战风险

公司为自主品牌生产商，产品主要集中在中低端市场，随着近年中国汽车市场产能扩展迅猛，后续汽车市场竞争加剧，存在汽车销售价格战的风险，届时将大幅降低汽车销售的毛利，对公司盈利能力构成一定风险。

4、原材料大幅上涨风险

汽车生产的主要原材料包括钢材、橡胶、塑料、玻璃等，原材料成本占成本比重较高，在上半年经历原材料持续走低后，今年下半年存在一定上涨可能，原材料价格的波动，对汽车生产利润造成较大影响。同样，影响公司的盈利能力。

咨询电话：400-6623-518

慧博资讯官方网址：

<http://www.hibor.com.cn>

慧博智能策略终端官方下载地址：

<http://down.hibor.com.cn>

表 6: 利润表预测及估值数据

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11214.30	8461.30	11180.00	16610.00	19570.00	营业收入					
减: 营业成本	9753.77	7128.88	9156.42	13321.22	15479.87	毛利率	13.02%	15.75%	18.10%	19.80%	20.90%
营业税金及附加	476.00	348.57	460.57	684.26	806.20	三费/销售收入	5.87%	7.56%	6.73%	6.77%	6.64%
营业费用	139.70	105.84	139.84	207.76	244.79	EBIT/销售收入	5.13%	4.48%	6.26%	7.97%	9.08%
管理费用	532.03	544.07	718.39	1068.05	1258.38	EBITDA/销售收入	8.08%	8.99%	12.81%	13.06%	13.98%
财务费用	-13.87	-10.17	-105.85	-150.99	-204.25	销售净利率	4.91%	4.85%	5.43%	6.68%	7.61%
资产减值损失	14.63	19.82	0.00	0.00	0.00	资产获利率					
加: 投资收益	16.68	18.35	0.00	0.00	0.00	ROE	5.16%	2.46%	5.07%	8.77%	9.99%
营业利润	320.29	314.36	810.13	1479.70	1985.01	ROA	4.42%	2.97%	4.74%	7.39%	9.28%
加: 其他非经营损益	273.00	80.85	0.00	0.00	0.00	ROIC	15.57%	9.67%	10.84%	48.89%	50.72%
利润总额	593.29	395.20	810.13	1479.70	1985.01	增长率					
减: 所得税	42.79	-15.01	202.53	369.92	496.25	销售收入增长率	10.11%	-24.55%	32.13%	48.57%	17.82%
净利润	550.50	410.21	607.60	1109.77	1488.76	EBIT 增长率	5.71%	-34.10%	84.41%	89.26%	34.14%
减: 少数股东损益	215.19	245.73	250.91	433.57	632.28	EBITDA 增长率	18.87%	-16.08%	88.22%	51.55%	26.07%
归属母公司股东净利润	335.31	164.48	356.69	676.20	856.47	净利润增长率	8.05%	-25.48%	48.12%	82.65%	34.15%
						总资产增长率	3.66%	-1.97%	15.52%	21.45%	6.81%
						股东权益增长率	4.85%	2.77%	5.34%	9.61%	11.10%
						经营资本增长率	31.51%	63.81%	-434.31%	56.43%	-151.66%
资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资本结构					
货币资金	4330.61	3194.38	6637.38	7206.21	11371.64	资产负债率	35.22%	30.55%	35.77%	40.92%	36.91%
应收和预付款项	2314.06	2415.51	1620.01	4370.92	2684.13	投资资本/总资产	26.13%	37.88%	13.76%	14.65%	-0.11%
存货	767.58	801.19	868.66	1560.73	1262.34	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他流动资产	59.38	6.00	6.00	6.00	6.00	流动比率	1.65	1.70	1.77	1.82	2.21
长期股权投资	102.66	138.53	138.53	138.53	138.53	速动比率	1.48	1.48	1.60	1.60	2.02
投资性房地产	116.89	113.19	97.23	81.27	65.31	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	3403.46	3727.21	3171.10	2538.22	1828.56	资产管理效率					
无形资产和开发支出	1156.30	1443.78	1283.54	1086.42	852.41	总资产周转率	0.86	0.66	0.76	0.93	1.02
其他非流动资产	781.97	936.71	936.71	936.71	936.71	固定资产周转率	4.39	2.86	3.53	6.54	10.70
资产总计	13032.92	12776.50	14759.16	17925.00	19145.62	应收账款周转率	4.94	3.62	7.47	3.96	7.80
应付和预收款项	4153.36	3420.71	4795.77	6851.84	6583.70	存货周转率	12.71	8.90	10.54	8.54	12.26
其他负债	436.63	483.14	483.14	483.14	483.14	业绩和估值指标					
负债合计	4589.99	3903.85	5278.91	7334.98	7066.84	EBIT	575.61	379.33	699.53	1323.96	1776.01
资本公积	3765.46	3780.91	3780.91	3780.91	3780.91	EBITDA	906.45	760.71	1431.83	2169.92	2735.63
留存收益	1090.43	1254.90	1611.59	2287.79	3144.27	NOPLAT	338.00	329.25	524.64	992.97	1332.01
归属母公司股东权益	6500.52	6680.45	7037.14	7713.34	8569.82	净利润	335.31	164.48	356.69	676.20	856.47
少数股东权益	194.42	2192.20	2443.11	2876.68	3508.96	EPS	0.204	0.100	0.217	0.411	0.521
股东权益合计	8442.94	8872.65	9480.25	10590.02	12078.78	BPS	3.953	4.062	4.279	4.690	5.211
负债和股东权益合计	13032.92	12776.50	14759.16	17925.00	19145.62	PE	21.09	43.00	19.83	10.46	8.26
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	PEG	0.80	0.59	N/A	N/A	N/A
经营性现金净流量	863.09	-114.00	3332.39	413.09	3956.43	PB	1.09	1.06	1.00	0.92	0.83
投资性现金净流量	-1218.71	-1176.40	0.00	0.00	0.00	PS	0.63	0.84	0.63	0.43	0.36
筹资性现金净流量	354.39	0.00	110.61	155.74	209.00						
现金流量净额	-172.21	-1292.44	3442.99	568.83	4165.43						

数据来源: Wind, 西南证券

慧博智能策略终端官方下载地址:
<http://down.hibor.com.cn>

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn

慧博资讯官方网址：

<http://www.hibor.com.cn>

慧博智能策略终端官方下载地址：

<http://down.hibor.com.cn>