

证券研究报告

公司研究——季报点评

海马汽车（000572.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2013.07.15

邢海芝 汽车行业分析师

执业编号：S1500510120007

联系电话：+86 10 63081259

邮箱：xinghaizhi@cindasc.com

相关研究

《上半年利润同比增长 80-130%》2013.07.15

《营业外收入减少导致利润降低》2013.04.25

《业绩反转预期可以确认》2013.01.29

《期待积蓄能量后的公司业绩释放》2012.11.09（深度报告）

《利润下降预期或带来布局性机会》2012.2.10（行业年度报告）

《增发似乎来得太匆忙》2010.1.27

《困境反转型公司开始向好》2009.10.26

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

新产品增长将不断打开业绩想象空间

2013年10月28日

事件：

公司发布 2013 年三季报，前三季度公司实现营业收入 70.89 亿元，同比增长 19.77%；实现归属母公司所有者的净利润 1.99 亿元（扣非后为 1.49 亿元），同比增长 223.34%（扣非后为 332.69%），稀释每股收益 0.0469 元。

点评：

- **新产品 M3 和 S7 继续保持快速上量态势。**公司前三季度总计实现各类汽车销量约为 12.32 万辆，同比增长 5.55%，尽管总量增速不高（也未达我们预期），但新产品的拉动效应明显。其中，一汽海马的丘比特销量达到 1.60 万辆，同比增长 30.40%；海马轿车的 M3 4 月份正式上市后目前月度销量已经到了 5800 辆以上，9 月份月度环比增长达到 36.37%，全年 M3 销量预计将超过 4 万辆；SUV 产品骑士系列前三季度实现销量 3.02 万辆，同比增长 121.76%，其中 9 月份的月度环比增长达到了 79.80%。如先前预期，公司新产品 M3 轿车和新的 S7 SUV 2013 年成为了公司产品销量中最主要的的拉动力量。
- **老产品依然下滑，拖累公司绝对销量规模的提升。**公司老产品福美来销量在上半年同比下降 36.70% 的基础上，第三季度继续下滑，目前月销量只有 1300 多辆，前三季度福美来累计下滑达到 42.37%。该款产品是公司传统的主打产品，曾创造了公司的增长记录，但由于后续升级乏力，竞争优势已明显下降。同样，公司传统产品普力马 MPV 目前月销量已不足千辆，前三季度累计降幅达到 31.11%。另外，由于交叉型乘用车近年下降明显，前三季度行业同比下降了 24.32%，公司产品也同期下降了 60.24%。老产品的发力直接影响了公司总销量的增长，但我们也认为，随着老产品的逐步淘汰，公司未来的业务增长基础将更加具有坚实性。
- **营业收入增长与毛利润率提高是公司业绩增长的直接原因。**前三季度，公司实现营业收入 70.89 亿元，比增长 19.77%，快于销量的增长，这主要是公司新产品的单车价格相对老产品有明显提高，同时产品的附加值也有所提升。公司前三季度的业务综合毛利率达到了 15.97%，也是近年来相对最高的水平，当然这也就与前期行业普遍面临的原材料价格相对低位的状况有关。公司费用比相对前期变化并不大，销售费用并未有明显提高，管理费用降幅也不明显。
- **我们依然认为公司具备较好的投资价值。**公司是市值最低的整车类汽车公司之一，价值被低估；公司历史经营好坏参半，波动性机会明显；基于产能和新产品投放预期的公司未来业绩增长具有一定的想象空间；股权激励也支撑公司业绩

增长预期。

- **公司业务增长正处于积蓄能量后的释放过程中，业绩拐点已初步得到确认。**三大整车基地齐头扩产，其中一汽海马的第三工厂已基本建设完成，而与之配套的新产品 M3, S7 和高端品牌 M8 已经和即将在未来陆续投放市场，公司增长潜力明显。另外，公司经营稳健，资产质量优良，对未来增长具有较强的支撑能力，其中相对较高的研发性投入提高了公司未来增长的核心竞争力，相对较高的净货币资金占比显示了公司具有较强的财务安全性和扩张的能力。我们认为，随着 M3 和 S7 的持续发力，以及 2014 年即将投入的多款新产品，如 M5/M6/M8 以及 S5 等，公司未来的增长将更加稳健和确定，公司的利润想象空间也将不断被打开。
- **维持前期对公司 2013 年的盈利预测，并维持“买入”评级。**我们预计 13-15 年公司可实现归属于上市公司股东的净利润分别为 3.19 亿元、4.60 亿元和 5.64 亿元，相应每股收益分别为 0.19 元、0.28 元和 0.34 元。上述业绩对应 2013 年 10 月 25 日收盘价（4.17 元）的市盈率分别为 22 倍、15 倍、12 倍。我们依然认为公司未来几年业务及利润会有明显的增长，维持对公司“买入”评级。
- **风险因素：**公司新产品销售不达预期。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	11,214.30	8,461.30	11,292.95	15,871.06	17,253.81
增长率 YoY %	10.11%	-24.55%	33.47%	40.54%	8.71%
归属母公司净利润(百万元)	335.31	164.48	318.90	459.89	563.60
增长率 YoY%	-10.82%	-50.95%	93.89%	44.21%	22.55%
毛利率%	13.02%	15.75%	16.26%	16.09%	16.76%
净资产收益率 ROE%	5.28%	2.50%	4.70%	6.52%	7.62%
每股收益 EPS(元)	0.20	0.10	0.19	0.28	0.34
市场一致预期 EPS(元)			0.21	0.40	0.57
市盈率 P/E(倍)	20	42	22	15	12
市净率 P/B(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2013 年 10 月 25 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	7,499.13	6,238.79	7,047.52	8,960.53	10,272.11
现金	4,315.02	2,995.38	3,337.82	3,766.86	4,642.40
应收账款	2,209.18	2,256.21	2,617.97	3,679.28	3,999.84
其它应收款	63.00	78.81	84.31	118.49	128.81
预付账款	28.98	51.45	48.17	67.84	73.16
存货	767.58	801.19	903.49	1,272.30	1,372.15
其他	115.37	55.75	55.75	55.75	55.75
非流动资产	5,600.68	6,451.32	6,813.53	7,100.52	7,289.85
长期投资	102.66	138.53	138.53	138.53	138.53
固定资产	2,554.08	2,959.45	3,122.73	3,726.78	3,866.52
无形资产	981.47	1,074.97	1,192.52	1,299.25	1,387.07
其他	1,962.47	2,278.37	2,359.76	1,935.97	1,897.73
资产总计	13,099.81	12,690.11	13,861.05	16,061.05	17,561.97
流动负债	4,571.20	3,683.00	4,321.03	5,752.53	6,311.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,073.05	1,534.10	2,022.43	2,848.01	3,071.51
其他	2,498.15	2,148.90	2,298.60	2,904.51	3,240.10
非流动负债	85.68	134.46	134.46	134.46	134.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	85.68	134.46	134.46	134.46	134.46
负债合计	4,656.87	3,817.46	4,455.49	5,886.98	6,446.07
少数股东权益	1,942.42	2,192.20	2,511.10	2,970.99	3,534.59
归属母公司股东权益	6,500.52	6,680.45	6,894.46	7,203.08	7,581.30
负债和股东权益	13099.81	12690.11	13861.05	16061.05	17561.97

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11,214.30	8,461.30	11,292.95	15,871.06	17,253.81
同比	10.11%	-24.55%	33.47%	40.54%	8.71%
归属母公司净利润	335.31	164.48	318.90	459.89	563.60
同比	-10.82%	-50.95%	93.89%	44.21%	22.55%
毛利率	13.02%	15.75%	16.26%	16.09%	16.76%
ROE	5.28%	2.50%	4.70%	6.52%	7.62%
每股收益(元)	0.20	0.10	0.19	0.28	0.34
P/E	20	42	22	15	12
P/B	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.39	8.79	5.75	4.32	3.61

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11,214.30	8,461.30	11,292.95	15,871.06	17,253.81
营业成本	9,753.77	7,128.88	9,456.50	13,316.76	14,361.81
营业税金及附加	476.00	348.57	451.72	654.11	704.01
营业费用	139.70	105.84	141.16	198.39	215.67
管理费用	532.03	544.07	594.01	722.13	745.36
财务费用	-13.87	-10.17	-17.97	-20.03	-22.60
资产减值损失	14.63	19.82	21.84	24.73	28.01
公允价值变动收益	-8.42	8.42	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.68	-18.35	8.44	10.90	8.59
营业利润	320.29	314.36	654.13	985.87	1,230.13
营业外收入	275.93	82.41	101.21	101.21	100.98
营业外支出	2.93	1.56	4.98	4.98	4.98
利润总额	593.29	395.20	750.36	1,082.10	1,326.13
所得税	42.79	-15.01	112.55	162.32	198.92
净利润	550.50	410.21	637.80	919.79	1,127.21
少数股东损益	215.19	245.73	318.90	459.89	563.60
归属母公司净利润	335.31	164.48	318.90	459.89	563.60
EBITDA	927.99	780.25	1,193.38	1,588.64	1,898.03
EPS (摊薄)	0.20	0.10	0.19	0.28	0.34

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-866.90	-119.70	1,241.04	1,359.41	1,809.53
净利润	550.50	410.21	637.80	919.79	1,127.21
折旧摊销	330.85	381.38	443.03	506.54	571.90
财务费用	3.86	3.66	0.00	0.00	0.00
投资损失	-16.68	18.35	-8.44	-10.90	-8.59
营运资金变动	-1,594.09	-909.98	149.91	-77.21	95.03
其它	-141.33	-23.34	18.74	21.19	23.98
投资活动现金流	-1,218.71	-1,176.40	-793.70	-779.09	-748.62
资本支出	-851.56	-743.54	-802.14	-790.00	-757.20
长期投资	-272.83	106.71	8.44	10.90	8.59
其他	-94.32	-539.56	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	354.39	0.00	-104.90	-151.27	-185.38
吸收投资	484.35	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-49.55	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	80.41	0.00	104.90	151.27	185.38
现金净增加额	-1732.02	-1298.14	342.45	429.04	875.53

汽车及零配件行业小组简介

邢海芝，机械学学士，管理学硕士。1999 年毕业于，曾在福田汽车战略发展部从事市场、产业及战略研究。2002 年进入证券行业，先后在江南证券金融研究所、信达证券研发中心担任研究员，从事行业和公司研究。

汽车及零配件行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
江铃汽车	000550	长安汽车	600625	一汽夏利	000927	宇通客车	600066
上汽集团	600104	福田汽车	600166	江淮汽车	600418	潍柴动力	000338
万向钱潮	000559	海马汽车	000572	威孚高科	000981	一汽轿车	000800
中国重汽	000951	金龙汽车	600686	东风汽车	600006	福耀玻璃	600660

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。