

海马汽车(000572)公告点评

老车型拖累近尾声, 新车上市持续发力

投资要点

- **事件:** 海马汽车(000572)发布2013年业绩预告, 2013年实现归属于上市公司净利润2.6-3.5亿元, 同比增加60%-110%, 基本每股收益0.16元-0.22元。较去年的0.1元同比增长60%-120%。
- **全年业绩基本符合预期。** 公司2013年的业绩与前期预告相符, 公司实现业绩同比大幅增长主要原因是: 1、今年新车M3、S7的推出, 使公司销量有所提升(全年累计销售17.54万辆, 同比增长1.55%); 2、产品结构改善, 盈利能力较高的SUV(2013年销量同比增长68.27%)和基本型乘用车(2013年销量同比增长11.99%)在销量中比重大幅提升, 而毛利相对较低的交叉型乘用车比重持续下降(2013年销量同比下降48.03%)。
- **新车销量稳定增长, 老车型销量下滑。** 全年轿车和SUV销量同比大幅增长, 而MPV和微面同比大幅下滑, 原因: 1、新车M3、SUV S7的投放, 公司产销同比增速转正, 特别是M3销量逐步上量增长, 12月份M3销量达到8162辆, 骑士(包括S7)的销量也达到4618辆, 新车整体超预期, 新车型受市场认可; 2、受微面市场需求下滑和旧车型竞争力下降影响, 微面福仕达(13年销售1.8万辆, 同比下降48%)和MPV普力马(13年销售1.2万辆, 同比下降2%)同比大幅下滑, 导致全年总销量增速低于行业平均水平。
- **销售体系建设投资加大。** 当前, 公司在品牌宣传和营销网络的构建上处于劣势, 公司通过加大银行授信额度, 继续加大销售网点的构建, 预计今年新增网点150家, 网点总数将超400家, 改善当前销售网络不完善现状。同时公司加大在央视和网络媒体的广告力度, 提高公司知名度。
- **公司投资逻辑: 新车投放加速使得产能利用率提高; 品牌建设加强以及销售网点扩充。** 2013年公司新车销量符合预期, 但老车型和微面跌幅较大, 影响整体销量。当前, 老车型已逐渐退出, 销量占比很低(约30%), 2014年随着3款新车上市, 将进一步提高产能利用率和改善产品结构, 未来2年内公司业绩有望大幅增长。预计13年、14年、15年EPS为0.192元、0.394元、0.581, 期待公司的成长表现, 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; 原材料价格大幅波动。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	8461.30	9831.66	15379.63	19134.04
增长率	-24.55%	16.20%	56.43%	24.41%
归属母公司净利润(百万元)	164.48	315.29	648.64	955.11
增长率	-50.95%	91.69%	105.72%	47.25%
每股收益EPS(元)	0.100	0.192	0.394	0.581
净资产收益率ROE	2.46%	4.51%	8.49%	11.11%
PE	33.50	17.47	8.49	5.77
PB	0.82	0.79	0.72	0.64

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

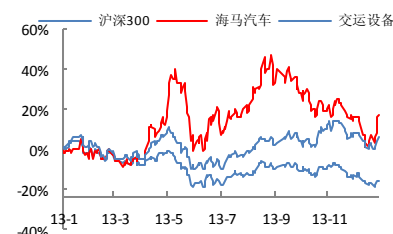
分析师: 徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xycho@swsc.com.cn

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

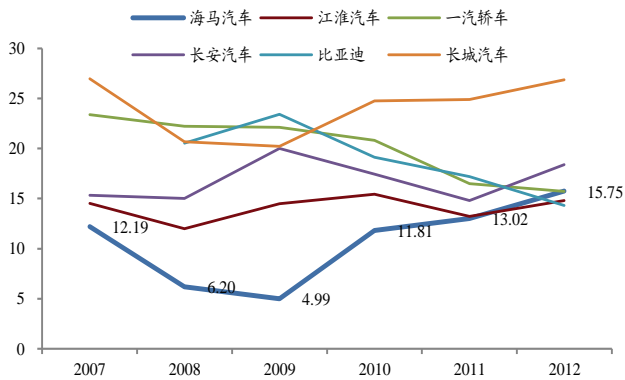
基础数据

总股本(亿股)	16.45
流通A股(亿股)	16.42
52周内股价区间(元)	2.92-4.85
总市值(亿元)	62.99
总资产(亿元)	134.81
每股净资产(元)	4.19

相关研究

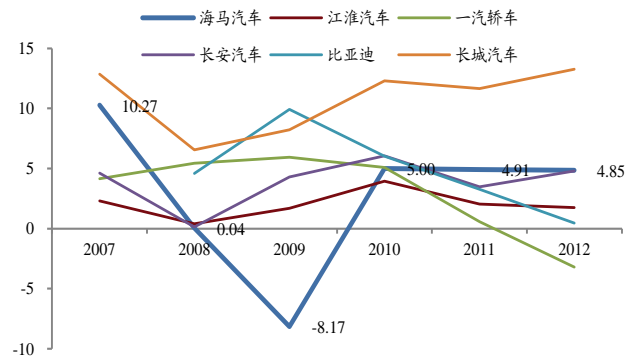
1. 海马汽车(000572) 季报点评: 业绩稳定增长, 拐点趋势确定 (2013-10-28)
2. 海马汽车(000572) 9月产销数据点评: 销量稳定增长, 车型分化严重 (2013-10-10)

图 1: 海马汽车及竞争企业销售毛利率 (单位: %)



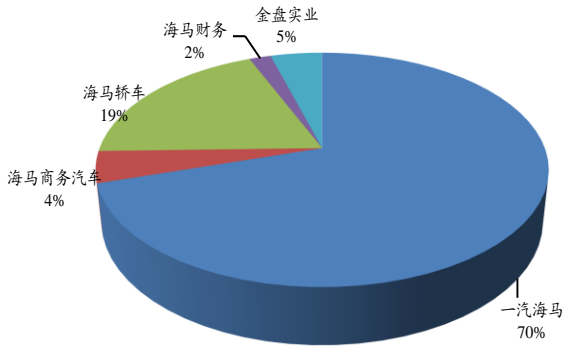
数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 海马汽车及竞争企业销售净利率 (单位: %)



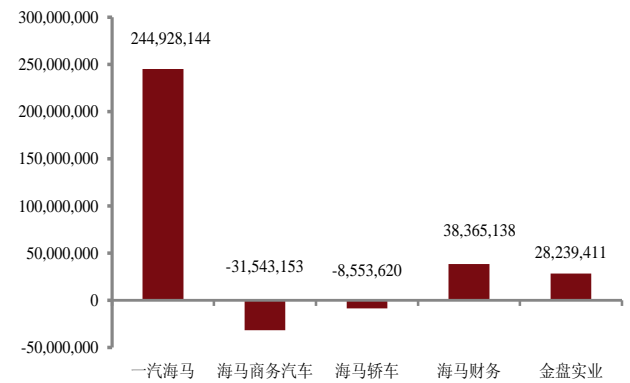
数据来源: Wind, 西南证券

图 3: 2013 年上半年子公司营业收入



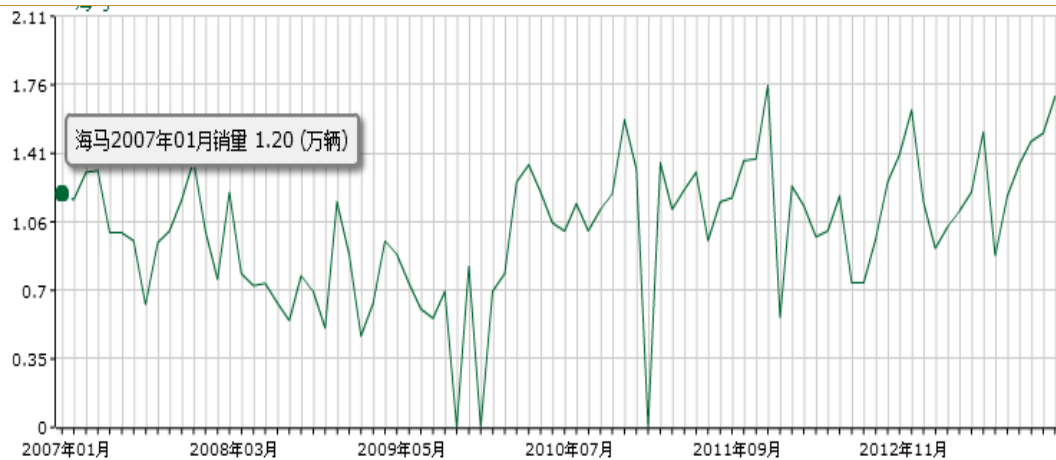
数据来源: Wind, 西南证券

图 4: 2013 年上半年子公司净利润

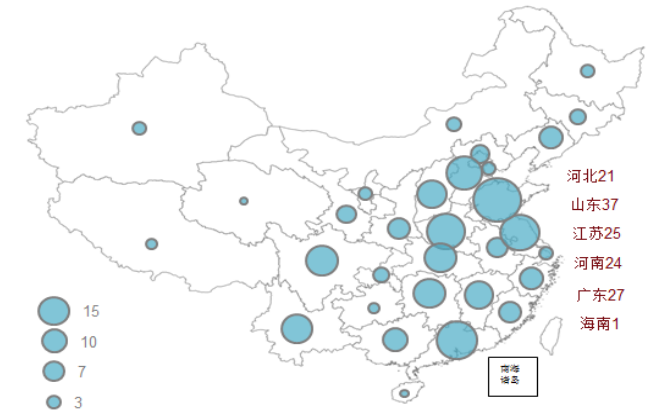


数据来源: Wind, 西南证券

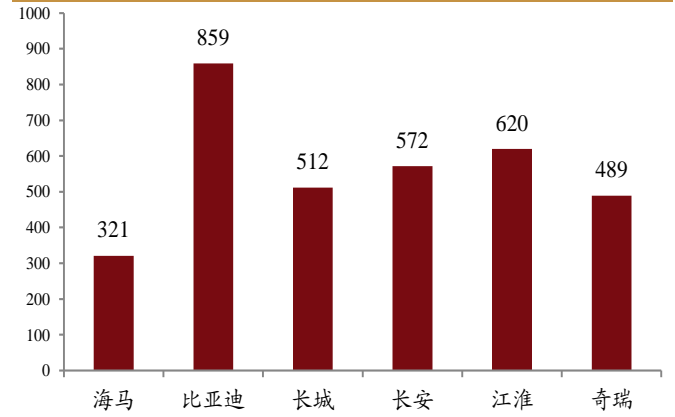
图 5: 海马汽车各月整体销量



数据来源: 搜狐汽车, 西南证券

图 1: 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 2: 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

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

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		S7		
2014			M6、福美来 4 代 (M5)	M8	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

表 3: 各车型销量及产能利用率预测

	(单位: 万辆)	2012A	2013A	2014E	2015E
一汽海马	福美来 (包括 M5)	6.1	3.3	6	6.6
	骑士 (包括 S7)	2.5	4.2	4.8	4.8
	S3 和 S9	0	0	0	5
	其他	4.2	3.2	2.8	2.5
	总产量	13	10.7	13.6	19.8
	产能	15	15	15	15+第三工厂
	产能利用率	86%	71%	91%	—
海马轿车	M3	0	4.5	8.4	6.8
	M6	0	0	2.8	6
	S5	0	0	3.8	6
	其他	0.9	0.4	0.2	0
	总产量	0.9	4.9	15.2	18.8
	产能	15	15	15	15+第三工厂
	产能利用率	6%	33%	101%	—
海马商务	福仕达等	3.5	1.82	1.2	0.8
	产能	6	6	6	6
	产能利用率	58%	30%	20%	30%
	总产量	17.3	17.5	30	—
	产能利用率	48%	49%	90%	—

数据来源: 西南证券

附录：财务预测表 (单位：百万元)

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11214.30	8461.30	9831.66	15379.63	19134.04	收益率					
减：营业成本	9753.77	7128.88	8258.59	12841.99	15881.25	毛利率	13.02%	15.75%	16.00%	16.50%	17.00%
营业税金及附加	476.00	348.57	405.02	633.57	788.24	三费/销售收入	5.87%	7.56%	7.07%	6.96%	6.86%
营业费用	139.70	105.84	108.15	161.49	191.34	EBIT/销售收入	5.13%	4.48%	5.72%	5.97%	6.49%
管理费用	532.03	544.07	589.90	907.40	1109.77	EBITDA/销售收入	8.08%	8.99%	10.08%	10.29%	10.30%
财务费用	-13.87	-10.17	-3.20	1.28	10.63	销售净利率	4.91%	4.85%	5.55%	5.84%	6.35%
资产减值损失	14.63	19.82	19.82	19.82	19.82	资产获利率					
加：投资收益	16.68	-18.35	37.00	29.00	27.00	ROE	5.16%	2.46%	4.51%	8.49%	11.11%
营业利润	320.29	314.36	490.37	843.08	1159.98	ROA	4.42%	2.97%	3.78%	4.96%	6.21%
加：其他非经营损益	273.00	80.85	80.85	80.85	80.85	ROIC	15.57%	9.67%	9.50%	12.35%	14.41%
利润总额	593.29	395.20	571.22	923.92	1240.82	增长率					
减：所得税	42.79	-15.01	25.92	25.28	25.71	销售收入增长率	10.11%	-24.55%	16.20%	56.43%	24.41%
净利润	550.50	410.21	545.29	898.64	1215.11	EBIT 增长率	5.71%	-34.10%	48.19%	63.22%	35.35%
减：少数股东损益	215.19	245.73	230.00	250.00	260.00	EBITDA 增长率	18.87%	-16.08%	30.29%	59.66%	24.51%
归属母公司股东净利润	335.31	164.48	315.29	648.64	955.11	净利润增长率	8.05%	-25.48%	32.93%	64.80%	35.22%
						总资产增长率	3.66%	-1.97%	16.51%	24.24%	8.11%
						股东权益增长率	4.85%	2.77%	4.72%	9.27%	12.49%
						经营资本增长率	31.51%	63.81%	-140.33%	50.14%	-97.37%
						资本结构					
资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债率	35.22%	30.55%	36.73%	44.21%	42.32%
货币资金	4330.61	3194.38	2004.95	1658.28	191.34	投资资本/总资产	26.13%	37.88%	44.26%	42.66%	53.83%
应收和预付款项	2314.06	2415.51	3079.76	5515.60	5176.94	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.82%
存货	767.58	801.19	1016.18	1809.81	1685.00	流动比率	1.65	1.70	1.14	1.12	0.85
其他流动资产	59.38	6.00	6.00	6.00	6.00	速动比率	1.48	1.48	0.95	0.89	0.64
长期股权投资	102.66	138.53	160.53	174.53	186.53	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资性房地产	116.89	113.19	97.23	81.27	65.31	资产管理效率					
固定资产和在建工程	3403.46	3727.21	4346.70	5429.06	6788.65	总资产周转率	0.86	0.66	0.66	0.83	0.96
无形资产和开发支出	1156.30	1443.78	3237.45	2881.81	4957.07	固定资产周转率	4.39	2.86	2.85	3.81	3.79
其他非流动资产	781.97	936.71	936.71	936.71	936.71	应收账款周转率	4.94	3.62	3.26	2.87	3.78
资产总计	13032.92	12776.50	14885.50	18493.08	19993.54	存货周转率	12.71	8.90	8.13	7.10	9.43
应付和预收款项	4153.36	3420.71	4984.42	7693.35	7825.09						
其他负债	436.63	483.14	483.14	483.14	483.14	业绩和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	4589.99	3903.85	5467.56	8176.49	8461.85	EBIT	575.61	379.33	562.12	917.51	1241.89
资本公积	1644.64	1644.64	1644.64	1644.64	1644.64	EBITDA	906.45	760.71	991.10	1582.43	1970.24
留存收益	3765.46	3780.91	3780.91	3780.91	3780.91	NOPLAT	338.00	329.25	459.71	813.85	1137.02
归属母公司股东权益	1090.43	1254.90	1570.20	2218.84	3173.95	净利润	335.31	164.48	315.29	648.64	955.11
少数股东权益	6500.52	6680.45	6995.75	7644.38	8599.49	EPS (元)	0.204	0.100	0.192	0.394	0.581
股东权益合计	1942.42	2192.20	2422.20	2672.20	2932.20	BPS	3.953	4.062	4.254	4.648	5.229
负债和股东权益合计	8442.9	8872.65	9417.94	10316.58	11531.69	PE	16.43	33.50	17.47	8.49	5.77
						PEG	0.67	0.42	N/A	N/A	N/A
						PB	0.85	0.82	0.79	0.72	0.64
						PS	0.49	0.65	0.56	0.36	0.29
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E						
经营性现金净流量	-863.09	-114.00	1555.54	948.87	2453.43						
投资性现金净流量	-1218.71	-1176.40	-2754.08	-1301.94	-4072.92						
筹资性现金净流量	354.39	0.00	9.10	6.41	152.56						
现金流量净额	-1728.21	-1292.44	-1189.44	-346.66	-1466.94						

数据来源：西南证券

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