

海马汽车(000572)1月产销数据点评

销量稳定增长,老车型影响渐弱

- **事件:** 海马汽车(000572)发布1月产销数据,汽车产销分别为16,349辆、17,424辆,同比分别增长23.44%、13.06%,其中基本型乘用车销量为12911辆,同比增长44.81%,MPV销售487辆,同比下降68.80%,SUV销售3395辆,同比增长37.84%,交叉型乘用车销售631辆,同比下降74.47%。
- **产销基本复合预期。**汽车销量整体维持稳定增长,新旧车型分化持续。其中新车M3的销量持续增长,预计接近10000辆,而S7维持在3000辆以上,两款新车销量在总销量中占比接近四分之三,产品结构持续改善。随着2014年3款新车的上市,不仅有助于提升产品销量,且将进一步改善公司产品结构,提高盈利能力。
- **新旧车型销量分化持续。**1月轿车和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,特别是M3销量逐步上量增长(据调研预估1月M3销量约为10000辆,环比上月8146辆,仍有大幅提高)。M3从去年上市以来,一直维持上量态势。S7销量维持在3000辆以上,基本复合市场预期,新车型受市场认可进一步验证;2、受微面市场需求下滑和旧车型竞争力下降影响,微面福仕达和MPV普力马同比大幅下滑。但两者在总销量的占比已经很低,对销量影响有限。
- **新车受市场认可,老车型影响渐弱。**公司今年将推SUV S5、轿车M5(第四代福美来)和M6三大拳头产品,而轿车的M3的成功投放,也验证了公司新平台下产品的市场认可度,我们看好公司新产品特别是M5的前景。新车的投放,不仅有助于公司提高产品销量,也将进一步改善产品结构。盈利能力较强的SUV和轿车占比将进一步提升,而微面的比重将逐步下降。
- **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(1月约25%),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

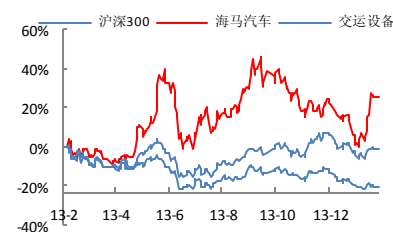
分析师:徐永超
执业证号:S1250512110002
电话:010-57631186
邮箱:xychao@swsc.com.cn

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

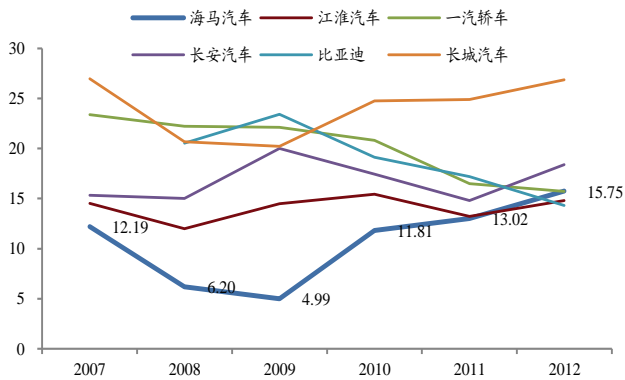
基础数据

总股本(亿股)	16.45
流通A股(亿股)	16.42
52周内股价区间(元)	2.92-4.85
总市值(亿元)	67.92
总资产(亿元)	134.81
每股净资产(元)	4.19

相关研究

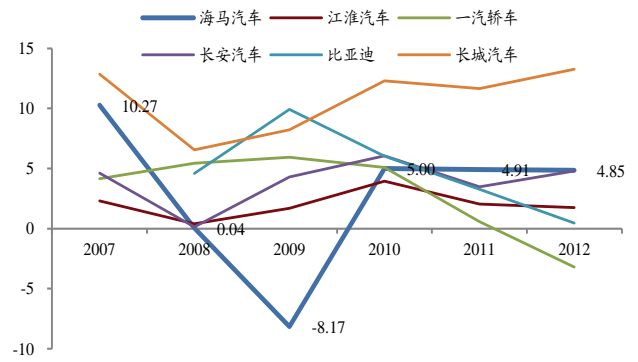
1. 海马汽车(000572):老车型拖累近尾声,新车上市持续发力(2014-01-27)
2. 海马汽车(000572)季报点评:业绩稳定增长,拐点趋势确定(2013-10-28)
3. 海马汽车(000572)深度报告:海马2.0时代,跨过拐点迈步从头越(2013-10-08)

图 1: 海马汽车及竞争企业销售毛利率 (单位: %)



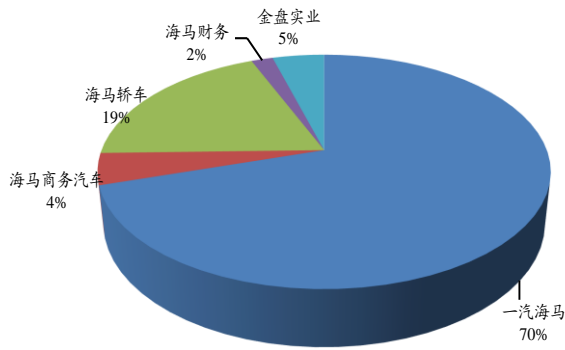
数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 海马汽车及竞争企业销售净利率 (单位: %)



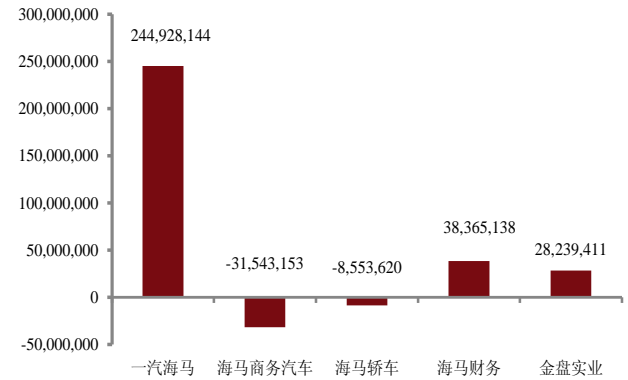
数据来源: Wind, 西南证券

图 3: 2013 年上半年子公司营业收入



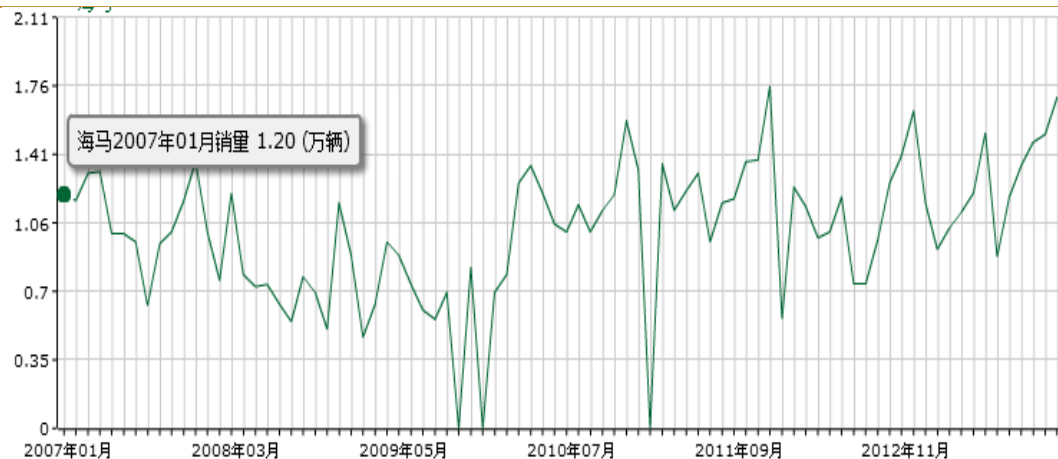
数据来源: Wind, 西南证券

图 4: 2013 年上半年子公司净利润

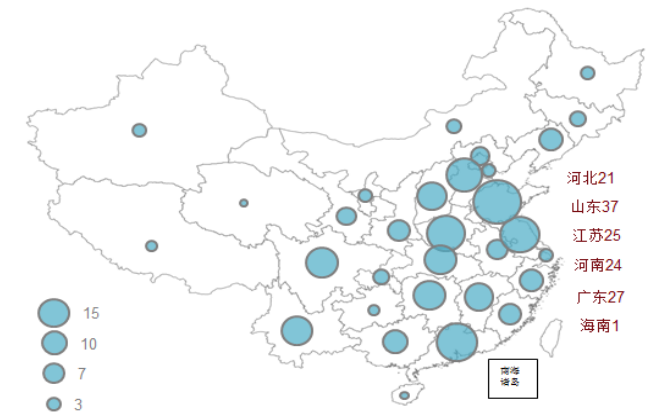


数据来源: Wind, 西南证券

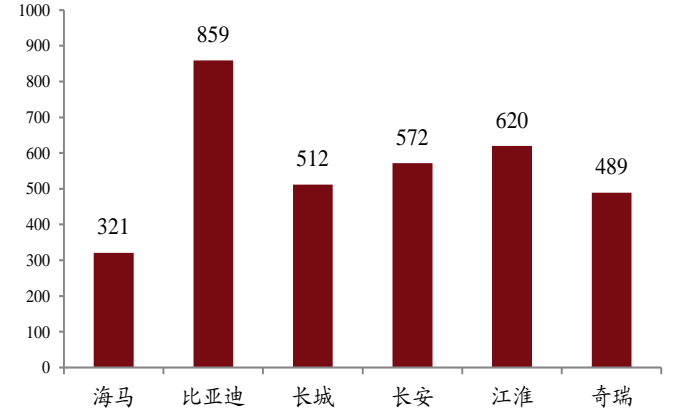
图 5: 海马汽车各月整体销量



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%	13%
	总产量	17.3	17.5	30	—
	产能利用率	48%	49%	90%	—

数据来源: 西南证券

表 4: 财务预测（单位：百万元）

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11214.30	8461.30	9831.66	15379.63	19134.04
减：营业成本	9753.77	7128.88	8258.59	12841.99	15881.25
营业税金及附加	476.00	348.57	405.02	633.57	788.24
营业费用	139.70	105.84	108.15	161.49	191.34
管理费用	532.03	544.07	589.90	907.40	1109.77
财务费用	-13.87	-10.17	-3.20	1.28	10.63
资产减值损失	14.63	19.82	19.82	19.82	19.82
加：投资收益	16.68	-18.35	37.00	29.00	27.00
营业利润	320.29	314.36	490.37	843.08	1159.98
加其他非经营损益	273.00	80.85	80.85	80.85	80.85
利润总额	593.29	395.20	571.22	923.92	1240.82
减：所得税	42.79	-15.01	25.92	25.28	25.71
净利润	550.50	410.21	545.29	898.64	1215.11
减：少数股东损益	215.19	245.73	230.00	250.00	260.00
归属母公司股东净利润	335.31	164.48	315.29	648.64	955.11
资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	4330.61	3194.38	2004.95	1658.28	191.34
应收和预付款项	2314.06	2415.51	3079.76	5515.60	5176.94
存货	767.58	801.19	1016.18	1809.81	1685.00
其他流动资产	59.38	6.00	6.00	6.00	6.00
长期股权投资	102.66	138.53	160.53	174.53	186.53
投资性房地产	116.89	113.19	97.23	81.27	65.31
固定资产和在建工程	3403.46	3727.21	4346.70	5429.06	6788.65
无形资产和开发支出	1156.30	1443.78	3237.45	2881.81	4957.07
其他非流动资产	781.97	936.71	936.71	936.71	936.71
资产总计	13032.92	12776.50	14885.50	18493.08	19993.54
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
负债合计	4589.99	3903.85	5467.56	8176.49	8461.85
资本公积	1644.64	1644.64	1644.64	1644.64	1644.64
留存收益	3765.46	3780.91	3780.91	3780.91	3780.91
归属母公司股东权益	1090.43	1254.90	1570.20	2218.84	3173.95
少数股东权益	6500.52	6680.45	6995.75	7644.38	8599.49
股东权益合计	1942.42	2192.20	2422.20	2672.20	2932.20
负债和股东权益合计	8442.9	8872.65	9417.94	10316.58	11531.69
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

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收益率					
毛利率	13.02%	15.75%	16.00%	16.50%	17.00%
三费/销售收入	5.87%	7.56%	7.07%	6.96%	6.86%
EBIT/销售收入	5.13%	4.48%	5.72%	5.97%	6.49%
EBITDA/销售收入	8.08%	8.99%	10.08%	10.29%	10.30%
销售净利率	4.91%	4.85%	5.55%	5.84%	6.35%
资产获利率					
ROE	5.16%	2.46%	4.51%	8.49%	11.11%
ROA	4.42%	2.97%	3.78%	4.96%	6.21%
ROIC	15.57%	9.67%	9.50%	12.35%	14.41%
增长率					
销售收入增长率	10.11%	-24.55%	16.20%	56.43%	24.41%
EBIT 增长率	5.71%	-34.10%	48.19%	63.22%	35.35%
EBITDA 增长率	18.87%	-16.08%	30.29%	59.66%	24.51%
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					
资产负债率	35.22%	30.55%	36.73%	44.21%	42.32%
投资资本/总资产	26.13%	37.88%	44.26%	42.66%	53.83%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.82%
流动比率	1.65	1.70	1.14	1.12	0.85
速动比率	1.48	1.48	0.95	0.89	0.64
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产管理效率					
总资产周转率	0.86	0.66	0.66	0.83	0.96
固定资产周转率	4.39	2.86	2.85	3.81	3.79
应收账款周转率	4.94	3.62	3.26	2.87	3.78
存货周转率	12.71	8.90	8.13	7.10	9.43
业绩和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
EBIT	575.61	379.33	562.12	917.51	1241.89
EBITDA	906.45	760.71	991.10	1582.43	1970.24
NOPLAT	338.00	329.25	459.71	813.85	1137.02
净利润	335.31	164.48	315.29	648.64	955.11
EPS（元）	0.204	0.100	0.192	0.394	0.581
BPS	3.953	4.062	4.254	4.648	5.229
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

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