

海马汽车(000572)一季度业绩预告点评

# 产品结构调整, 盈利能力提升

## 投资要点

- **事件:** 海马汽车(000572)业绩预告: 预计2014年第一季度归属上市公司股东的净利润约5,300~6,800万元, 同比增长约80%~130%, 上年同期公司盈利2973万元。基本每股收益预计0.033-0.042元。
- **点评:** 一季度实现汽车销量基本持平而业绩大幅增长, 原因: 1、产品结构的调整, 盈利较好的SUV比重加大(略低于我们预期)、微面比重降低; 2、郑州基地销量增长(M3一季度销量超7400辆/月), 业绩提升明显。我们预计2季度, 随着新车SUV S5、轿车M5的上市, 销量和业绩均有望进入上升通道。
- **13年上市新车销量好坏参半, 14年新车密集推出。** 2013年3款新车上市: A级轿车M3、紧凑型城市SUV S7、B级轿车M8。M3今年1季度7428辆/月, 表现超出6-7千辆/月的预期, M3外形设计符合主流, 性价比较高; S7今年1季度3075辆/月, 大幅低于我们预期的5千辆/月, 我们认为主要是公司因为为保证单车利润, 定价相对较高; M8今年1季度78辆/月, M8针对中国公车市场推出, 但上市后遇政府加严公务用车管制, 销量影响较大。13年的三款新车销量好坏参半, 今年将上市的SUV S5、轿车M5(第四代福美来)和M6三大拳头产品, 其中前两款为上量车型, 今年自主品牌压力增大, 根据新车的市场反应, 我们预计随着SUV S5(目标销量4-5千辆/月)、轿车M5(目标销量5-6千辆/月)上市, 海马汽车业绩仍将维持大幅增长。
- **公司业绩反转持续, 当前具有较高的安全性。** 新车推出, 产品结构的持续改善, 盈利能力有望提高。作为资产优良民营框架企业, 公司市净率已低于1, 也是市净率最低的整车企业, 且公司处在业绩复苏阶段, 具有较高的安全性。
- **公司投资逻辑:** 新车推出, 产品结构持续改善, 公司的销售毛利率逐步提高, 2014年随着2-3款新车上市, 盈利能力有望进一步提高, 未来2年内业绩有望维持大幅增长, 但考虑到毛利率较高的S7销量持续低于预期, 我们对业绩预测进行调整, 预计14年、15年、16年EPS分别为0.291元、0.400元、0.499元, 对应的动态市盈率为13.7倍、10倍、8倍, 我们维持公司“买入”评级。但考虑到公SUV司S7销量持续低于预期, 建议投资者关注新车S5上市后表现。
- **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	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	10235.23	13817.56	17271.95	19862.74
增长率	20.97%	35.00%	25.00%	15.00%
归属母公司净利润(百万元)	298.42	477.78	658.42	820.86
增长率	81.43%	60.11%	37.81%	24.67%
每股收益EPS(元)	0.181	0.291	0.400	0.499
净资产收益率ROE	4.27%	6.40%	8.11%	9.18%
PE	22.38	13.98	10.14	8.13
PB	0.96	0.89	0.82	0.75

数据来源: 西南证券

## 西南证券研究发展中心

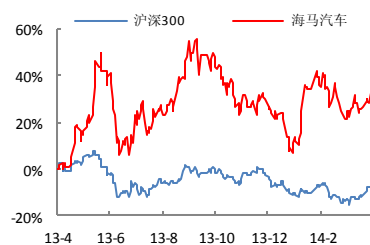
分析师: 徐永超  
执业证号: S1250512110002  
电话: 010-57631186  
邮箱: xycho@swsc.com.cn

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

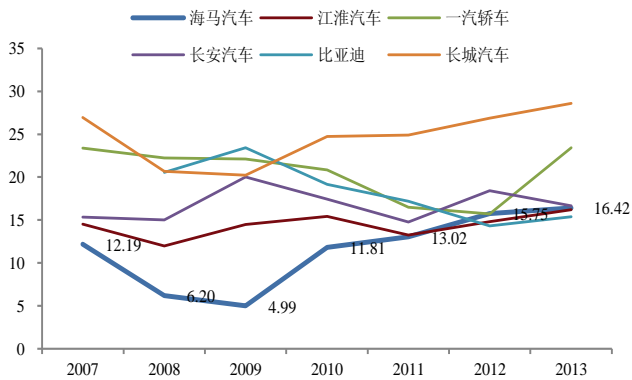
## 基础数据

总股本(亿股)	16.45
流通A股(亿股)	16.42
52周内股价区间(元)	2.93-4.85
总市值(亿元)	65.79
总资产(亿元)	138.23
每股净资产(元)	4.25

## 相关研究

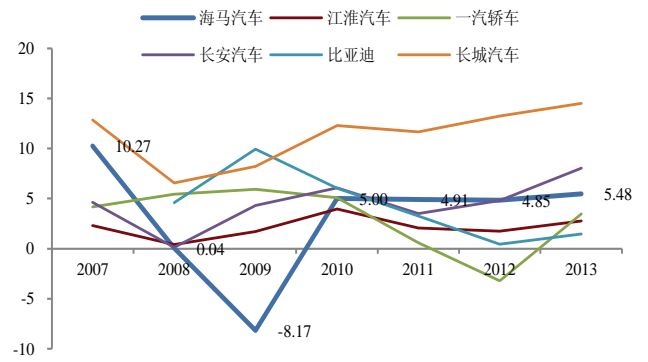
1. 海马汽车(000572): 销量稳定增长, 老车型影响渐弱 (2014-02-10)
2. 海马汽车(000572): 老车型拖累近尾声, 新车上市持续发力 (2014-01-27)
3. 海马汽车(000572): 业绩稳定增长, 拐点趋势确定 (2013-10-28)

图 1: 海马汽车及竞争企业销售毛利率（单位：%）



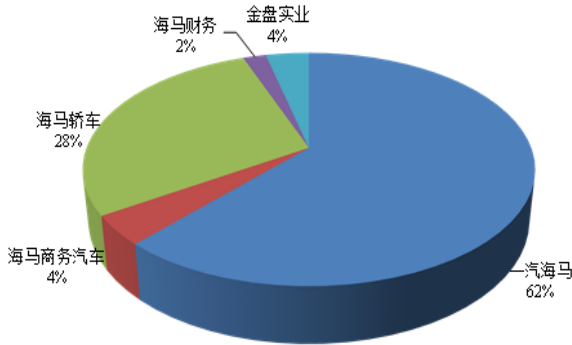
数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 海马汽车及竞争企业销售净利率（单位：%）



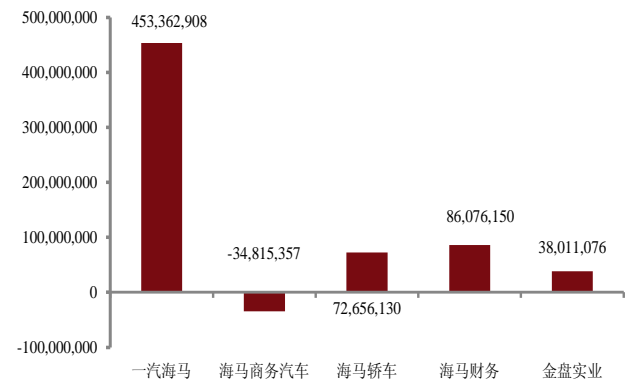
数据来源: Wind, 西南证券

图 3: 2013 年子公司营业收入



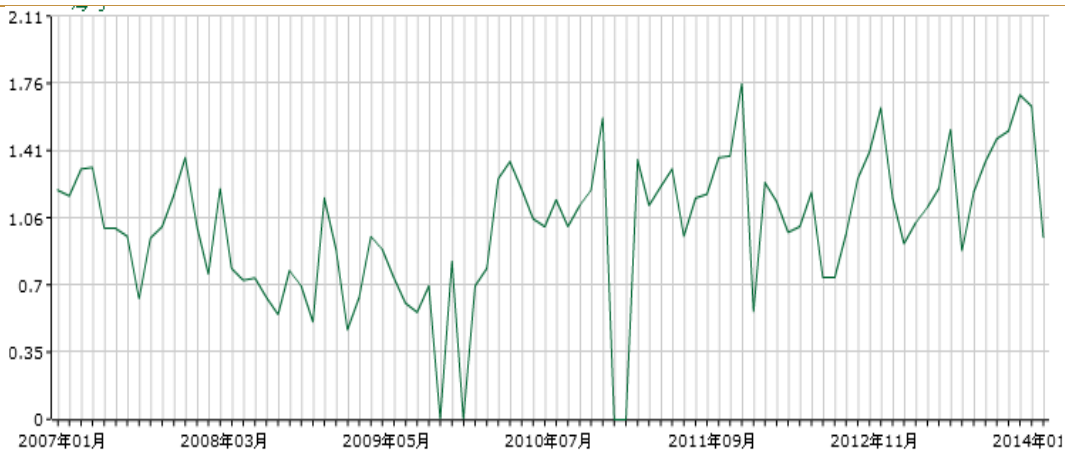
数据来源: Wind, 西南证券

图 4: 2013 年子公司净利润（单位：元）

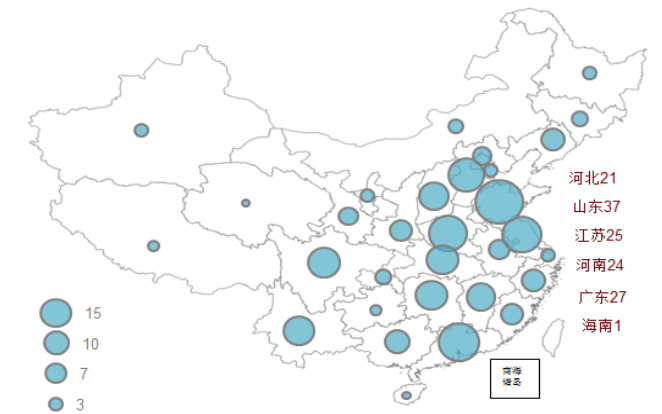


数据来源: Wind, 西南证券

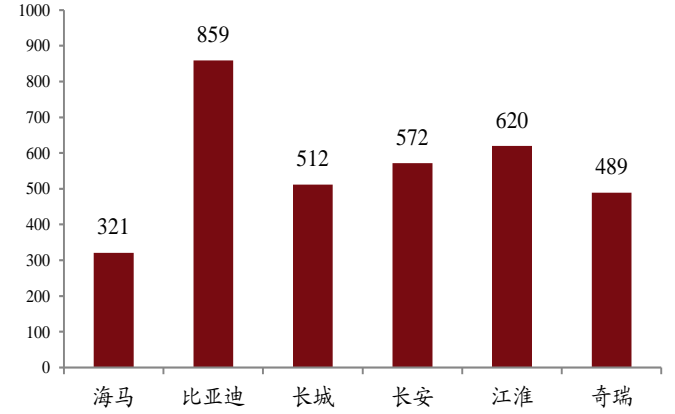
图 5: 海马汽车各月整体销量（单位：万辆）



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 (单位: 个)**


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 (单位: 个)**


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	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

**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

**附：财务预测表（单位：百万元）**

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	2552.10	4416.23	1558.05	735.69	营业收入	10235.	13817.56	17271.95	19862.74
应收和预付款项	2584.17	3509.43	4105.81	4649.69	减:营业成本	8554.4	11440.94	14180.27	16168.27
存货	1096.46	1156.68	1635.94	1548.19	营业税金及附加	416.93	562.85	703.56	809.10
其他流动资产	6.00	6.00	6.00	6.00	营业费用	152.72	193.45	224.54	238.35
长期股权投资	156.87	174.87	192.87	210.87	管理费用	594.00	746.15	932.69	1072.59
投资性房地产	109.56	93.60	176.64	248.68	财务费用	-4.05	-73.52	-62.34	-20.93
固定资产和在建工程	3747.47	3527.47	2967.47	2297.47	资产减值损失	34.53	34.53	34.53	34.53
无形资产和开发支出	1753.13	1938.84	5571.55	9204.26	加:投资收益	34.69	36.00	36.00	36.00
其他非流动资产	1931.74	1931.74	1931.74	1931.74	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>13937.51</b>	<b>16754.86</b>	<b>18146.07</b>	<b>20832.60</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>521.33</b>	<b>949.16</b>	<b>1294.70</b>	<b>1596.83</b>
应付和预收款项	4227.35	6206.48	6500.32	7862.88	加:其他非经营损益	116.51	156.46	156.46	156.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>637.84</b>	<b>1105.63</b>	<b>1451.16</b>	<b>1753.29</b>
其他负债	268.16	268.16	268.16	268.16	减:所得税	76.50	267.41	353.79	429.32
<b>负债合计</b>	<b>4495.51</b>	<b>6474.65</b>	<b>6768.49</b>	<b>8131.05</b>	净利润	561.34	838.22	1097.37	1323.97
股本	1644.64	1644.64	1644.64	1644.64	减:少数股东损益	262.92	360.43	438.95	503.11
资本公积	3788.26	3788.26	3788.26	3788.26	归属母公司股东净利润	298.42	477.78	658.42	820.86
留存收益	1552.39	2030.18	2688.60	3509.46	<b>现金流量表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	6985.29	7463.08	8121.50	8942.36	经营性现金净流量	57.86	2443.38	979.27	2956.49
少数股东权益	2456.70	2817.13	3256.08	3759.19	投资性现金净流量	-715.9	-657.65	-3904.65	-3804.65
<b>股东权益合计</b>	<b>9441.99</b>	<b>10280.21</b>	<b>11377.58</b>	<b>12701.55</b>	筹资性现金净流量	0.00	78.39	67.21	25.80
负债和股东权益合计	13937.51	16754.86	18146.07	20832.60	<b>现金流量净额</b>	<b>-658.3</b>	<b>1864.12</b>	<b>-2858.17</b>	<b>-822.36</b>

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