

海马汽车(000572)9月产销数据点评

## 产销低于预期, 前景压力增大

### 投资要点

- **产销数据:** 9月份, 公司合计销售汽车 1.33 万辆, 同比下降 8.32%。1-9 月, 累计销售汽车 12.62 万辆, 同比增长 2.39%。
- **点评:** 公司本月产销低于预期, 除 SUV 同比实现正增长外, 其余细分领域均下滑。表现出新车上量不达预期, 而原有车型大幅下滑特征, 其中新车 S5 挤占 m3 的产能, 导致 m3 销量下滑较大。展望 10 月份, 我们认为在自主品牌压力加大背景下, 公司销量压力仍存。
- **合资产品下探, 销售增长压力增大。** 随着合资品牌产品布局逐步向下, 自主品牌压力逐步增大。自主品牌乘用车销量小幅增长, 但市占率下滑(1~8 月, 共销售 466.96 万辆, 同比增长 3.05%, 占乘用车销售市场的 37.48%, 占有率同比下降 2.78%)。尽管近年海马汽车推出多款新车, 但市场局面仍然严峻。
- **调整产品结构, 保障利润持续增长。** 产品销量面临压力, 公司通过新产品替换, 产品结构调整, 提高产品盈利能力, 保障公司利润。上半年公司营业利润增速(22.57%)>营业收入增速(14.62%)>产品销量增速(1.52%)。
- **土地资产低估, 投资标的增厚收益。** 公司是当前 A 股市净率最低的乘用车生产企业, 且大量土地储备仍按照多年前市场价格评估, 资产被低估。且参股海南钧达已公布招股说明书, 存在上市预期, 预计投资收益达到 1500 万左右。
- **公司主要看点:** 1、尽管公司销量增速较低, 但是产品结构调整明显, 单车盈利能力提高; 2、公司正在建立新能源汽车的产品谱系布局, 积极拓展电池、电机等核心零部件的合作与并购; 3、公司涡轮增压发动机预计年底上市, 有望拓宽动力配置, 提高产品竞争力; 4、公司正在积极建设销售网点, 提升营销能力, 增强品牌影响力。尽管公司看点仍存, 但考虑到公司产品产销持续低于预期, 且自主品牌压力加大, 我们将公司 2014-2016 年 EPS 预估从 0.291 元、0.400 元、0.499 元分别下调至 0.20 元、0.24 元、0.28 元, 对应的动态市盈率分别为 25 倍、21 倍、18 倍, 我们下调公司为“增持”评级。
- **股价催化剂:** 新能源汽车产业链合作并购; 新能源汽车订单。
- **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	11872.87	13891.25	16391.68
增长率	20.97%	16.00%	17.00%	18.00%
归属母公司净利润(百万元)	298.42	326.86	389.18	459.24
增长率	81.43%	9.53%	19.07%	18.00%
每股收益 EPS(元)	0.181	0.199	0.237	0.279
净资产收益率 ROE	4.27%	4.47%	5.05%	5.63%
PE	27.56	25.16	21.13	17.91
PB	1.18	1.12	1.07	1.01

数据来源: 西南证券

### 西南证券研究发展中心

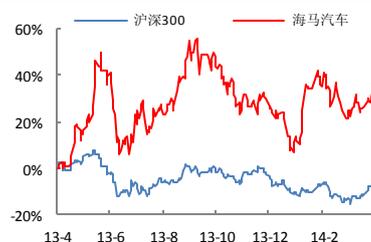
分析师: 徐永超  
执业证号: S1250512110002  
电话: 010-57631186  
邮箱: xycho@swsc.com.cn

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

研究助理: 梁超  
电话: 023-67791327  
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)	3.22-5.04
总市值(亿元)	82.23
总资产(亿元)	147.88
每股净资产(元)	4.33

### 相关研究

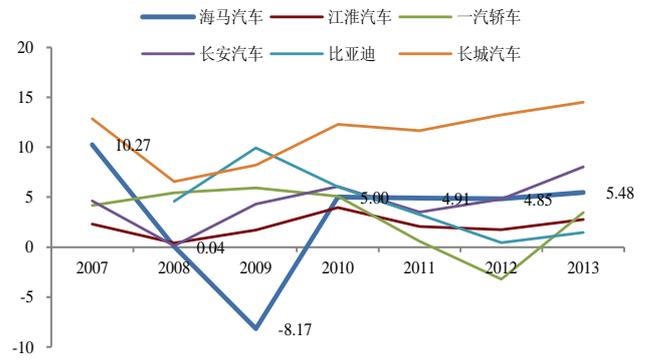
1. 海马汽车(000572): 产品结构调整, 盈利能力提升 (2014-04-15)
2. 海马汽车(000572): 销量稳定增长, 老车型影响渐弱 (2014-02-10)
3. 海马汽车(000572): 海马 2.0 时代, 跨过拐点逐步从头越 (2013-10-08)

图 1: 海马汽车及竞争企业销售毛利率 (单位: %)



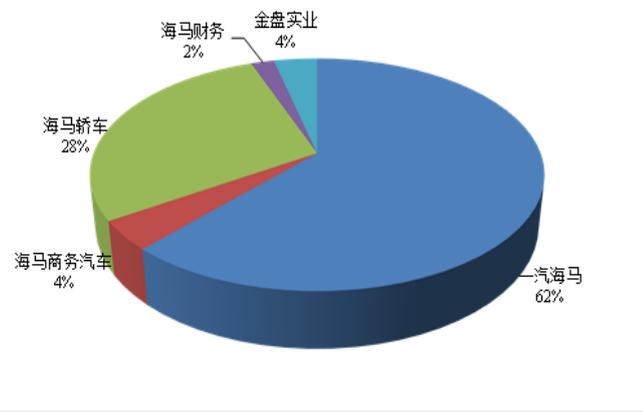
数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 海马汽车及竞争企业销售净利率 (单位: %)



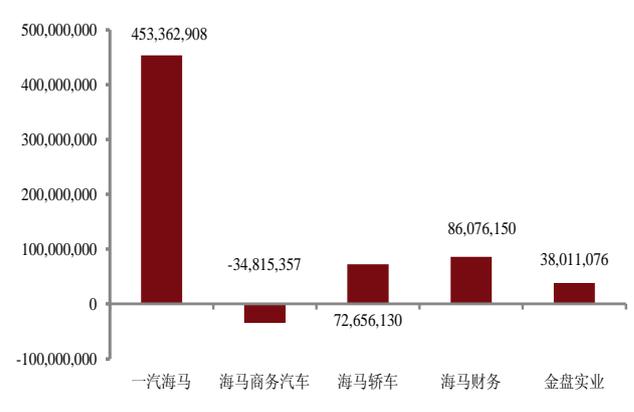
数据来源: Wind, 西南证券

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)

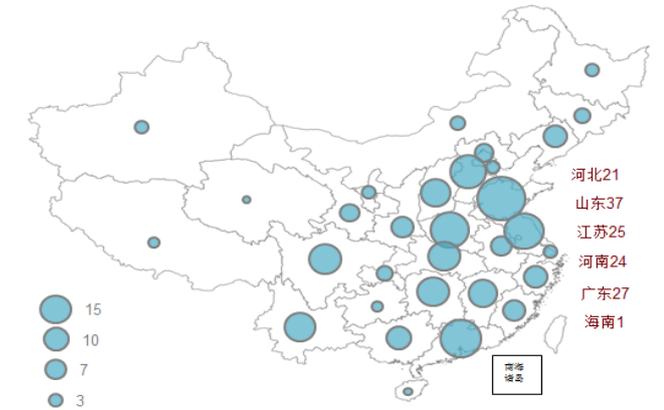


数据来源: Wind, 西南证券

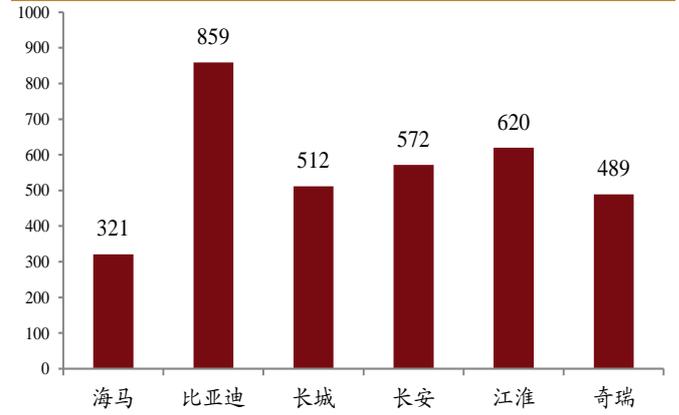
图 5: 海马汽车各月整体销量 (单位: 万辆)



数据来源: 搜狐汽车, 西南证券

**图 6：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 7：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	4.8	5
	骑士 (包括 S7)	2.5	4.2	2.4	2.4
	S3 和 S9	0	0	0	5
	其他	4.2	3.2	1.8	2.5
	总产量	13	10.7	9	14.9
	产能	15	15	15	15+第三工厂
	产能利用率	86%	71%	67%	—
海马轿车	M3	0	4.5	4.5	4
	M6	0	0	0.5	4
	S5	0	0	3.5	6
	其他	0.9	0.4	0.2	0
	总产量	0.9	4.9	8.7	14
	产能	15	15	15	15+第三工厂
	产能利用率	6%	33%	58%	—
海马商务	福仕达等	3.5	1.82	0.38	0.3
	产能	6	6	6	6
	产能利用率	58%	30%	6%	5%
	总产量	17.3	17.5	18.08	—
	产能利用率	48%	49%	50.2%	—

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	3091.25	-67.58	-2530.21	营业收入	10235.	11872.87	13891.25	16391.68
应收和预付款项	2584.17	3215.51	3570.12	4436.92	减:营业成本	8554.4	9925.72	11613.09	13703.44
存货	1096.46	1105.38	1470.78	1569.09	营业税金及附加	416.93	483.63	565.85	667.71
其他流动资产	6.00	6.00	6.00	6.00	营业费用	152.72	178.09	208.37	245.88
长期股权投资	156.87	191.87	227.87	265.87	管理费用	594.00	653.01	764.02	901.54
投资性房地产	109.56	93.60	212.64	316.68	财务费用	-4.05	-3.96	1.63	12.72
固定资产和在建工程	3747.47	3567.00	3103.53	2618.07	资产减值损失	34.53	35.00	38.00	40.00
无形资产和开发支出	1753.13	2338.84	6331.55	10284.26	加:投资收益	34.69	35.00	36.00	38.00
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>15541.19</b>	<b>16786.65</b>	<b>18898.42</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	100.00	200.00	300.00	<b>营业利润</b>	<b>521.33</b>	<b>636.37</b>	<b>736.29</b>	<b>858.40</b>
应付和预收款项	4227.35	5157.59	5654.42	6925.47	加:其他非经营损益	116.51	116.55	116.55	116.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>637.84</b>	<b>752.93</b>	<b>852.85</b>	<b>974.95</b>
其他负债	268.16	268.16	268.16	268.16	减:所得税	76.50	179.48	204.21	234.24
<b>负债合计</b>	<b>4495.51</b>	<b>5525.75</b>	<b>6122.58</b>	<b>7493.64</b>	净利润	561.34	573.44	648.64	740.71
股本	1644.64	1644.64	1644.64	1644.64	减:少数股东损益	262.92	246.58	259.45	281.47
资本公积	3788.26	3788.26	3788.26	3788.26	归属母公司股东净利润	298.42	326.86	389.18	459.24
留存收益	1552.39	1879.26	2268.44	2727.68	<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	7312.16	7701.34	8160.58	经营性现金净流量	57.86	1574.86	1228.46	1934.50
少数股东权益	2456.70	2703.28	2962.74	3244.21	投资性现金净流量	-715.9	-1145.59	-4492.59	-4492.59
<b>股东权益合计</b>	<b>9441.99</b>	<b>10015.44</b>	<b>10664.07</b>	<b>11404.79</b>	筹资性现金净流量	0.00	109.88	105.29	95.45
负债和股东权益合计	13937.51	15541.19	16786.65	18898.42	<b>现金流量净额</b>	<b>-658.3</b>	<b>539.15</b>	<b>-3158.83</b>	<b>-2462.63</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  
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  
邮箱：research@swsc.com.cn