

推出 moofun, 构建移动互联网汽车新生态圈

- **投资逻辑:** 1、公司股权激励最后一期, 业绩诉求动力大; 2、汽车产销高增长, 新车助阵, 态势有望持续; 3、推出 moofun 系统, 转型移动互联网汽车生活方式提供商; 4、公司是当前 A 股乘用车企业中市值、PB 最低的上市公司, 资产优良, 安全边际较高。
- **股权激励最后一期, 公司压力与动力并存, 行权是大概率事件。** 公司股权激励分三期行权, 前两期未达到条件, 第三期行权条件为 2015 年归母净利润 4.35 亿元, 加权平均净资产收益率达到 6.34%。尽管压力较大, 我们认为公司已提前合理布局(2014 年费用和政府补贴等适当调整), 且随着公司产品热销, 业绩增长可期, 2015 年行权是大概率事件。
- **产品销量高增长, 新车 M6 即将推出, 态势有望延续。** 当前主力车型 S5 继续保持热销态势(2015 年 1-2 月销量近 6 千辆/月), 2015 年三款新产品 S7+1.8T、M5+1.5T 和 M6 等将陆续投放市场, 公司推出涡轮增压发动机车型, 并开始量产涡轮增压发动机, 动力配置上后续有望达到自然吸气和涡轮增压各占一半比例, 有效的解决当前 S7 等部分产品动力不足的短板, 增大产品销售。我们认为, 公司动力谱系的拓宽、新车的推出, 将较好的保障公司产品的销量。
- **全面转型, 构建移动互联网汽车新生态圈, 提升公司想象空间。** 3月 25 日海马汽车召开 Moofun 移动互联网人车生态系统上市发布会。Moofun 涵盖了车载诊断系统功能、维修功能、娱乐功能以及提醒功能, 搭建了一个智能的人机交互平台, 以移动互联网生态下汽车消费需求为依据, 通过智能手机以及智能终端进行查看和控制, 并以人车生活为中心, 为用户提供实用、安全、方便的车联网+服务。Moofun 有望随海马 M6 在 4 月 20 日的上海车展一同上市, 开启公司移动互联网生态转型之路, 大幅提升公司想象空间。
- **估值与评级:** 我们预计 2015 年、2016 年和 2017 年每股收益 0.30 元(26 倍)、0.33 元(23 倍)和 0.37 元(21 倍)。我们认为: 1、考虑到公司股权激励最后一期, 公司具备较强业绩驱动动力; 2、公司研发和广告投入效果有望逐步显现, 业绩低点已过, 有望迎来业绩的强势反弹; 3、公司推出 moofun 等车联网系统, 加强车联网产品布局, 将大幅提升公司想象空间。我们维持公司“买入”评级。给予公司 2015 年 34 倍估值, 对应目标价为 10 元。
- **风险提示:** 汽车行业或不景气; 原材料价格或大幅上涨。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	12351.98	16102.76	18197.49	20191.23
增长率	20.68%	30.37%	13.01%	10.96%
归属母公司净利润(百万元)	213.15	492.44	550.65	607.03
增长率	-28.58%	131.03%	11.82%	10.24%
每股收益 EPS(元)	0.13	0.30	0.33	0.37
净资产收益率 ROE	2.96%	6.39%	6.67%	6.85%
PE	59.34	25.68	22.97	20.83
PB	1.75	1.64	1.53	1.43

数据来源: Wind, 西南证券

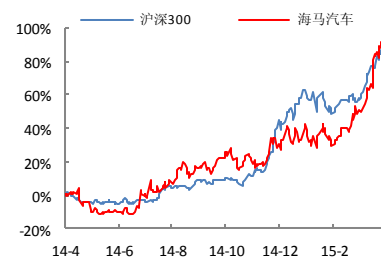
西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 梁超
电话: 023-67791327
邮箱: lchao@swsc.com.cn

联系人: 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)	3.47-7.87
总市值(亿元)	126.47
总资产(亿元)	161.09
每股净资产(元)	4.38

相关研究

1. 海马汽车(000572): 业绩低点已过, 2015 年高增长可期 (2015-04-07)
2. 海马汽车(000572): 产销低于预期, 前景压力增大 (2014-10-09)
3. 海马汽车(000572): 产品结构调整, 盈利能力提升 (2014-04-15)
4. 海马汽车(000572): 销量稳定增长, 老车型影响渐弱 (2014-02-10)
5. 海马汽车(000572): 老车型拖累近尾声, 新车上市持续发力 (2014-01-27)

一、股权激励最后一期，压力和动力并存

公司股权激励已经临近最后一期，前两期未达到行权条件，我们认为：公司第三期达到行权条件尽管面临一定压力，我们认为公司已提前布局（2014年费用和政府补贴变动较大），且随着公司产品热销，2015年行权是大概率事件。

股权激励：公司2012年计划拟向177名高管等员工授予7,085万份的股票期权，行权价格为4.42元。按照股权激励方案，公司2015年归属于母公司股东净利润需达到4.35（即 3.35×1.3 ）亿元，加权平均净资产收益率达到6.34%。

表 1：股权激励考核目标

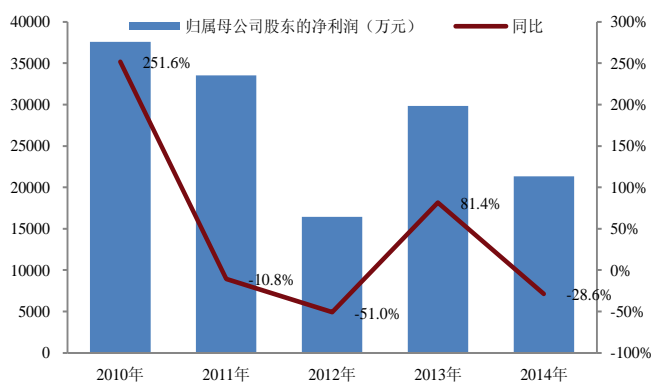
行权期	业绩考核目标
第一个行权期 2013年	（T日+24个月至T日+42个月）2013年加权平均净资产收益率相比2011年增长不低于8%，2013年净利润相比2011年增长不低于15%
第二个行权期 2014年	（T日+36个月至T日+54个月）2014年加权平均净资产收益率相比2011年增长不低于15%，2014年净利润相比2011年增长不低于20%
第三个行权期 2015年	（T日+48个月至T日+60个月）2015年加权平均净资产收益率相比2011年增长不低于20%，2015年净利润相比2011年增长不低于30%

数据来源：公司公告、西南证券

公告显示2014年公司归母净利润2.13亿元，同比下降28.58%，主要原因：广告及推广费同比增加0.94亿元（+142%）、技术开发服务及实验费同比增0.99亿元（+76%）、政府补助下降0.49亿元（-53%）等。

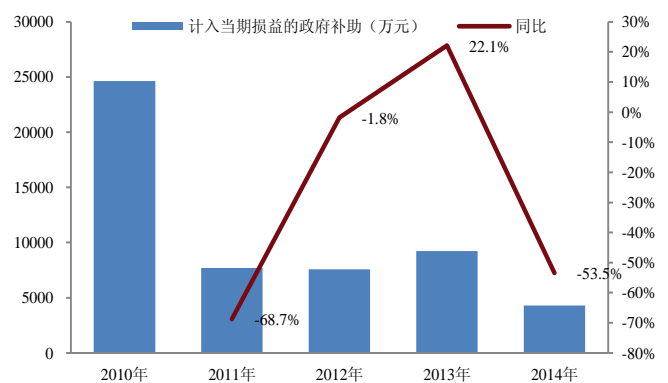
我们认为公司在广告、研发等费用的投入，将利好公司产品的销售。公司的政府补助处于近三年的历史低位，明年有望恢复正常。尽管公司达到股权激励需要同比新增归母净利润2.22亿元，我们认为，公司有望通过开源节流，完成利润目标仍具备较大希望。

图 1：公司归母净利润处于低位

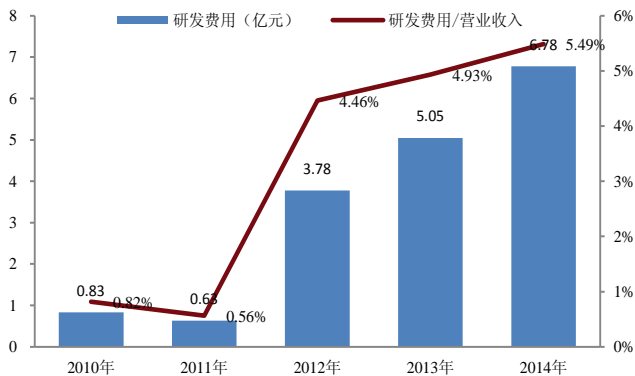


数据来源：公司公告、西南证券

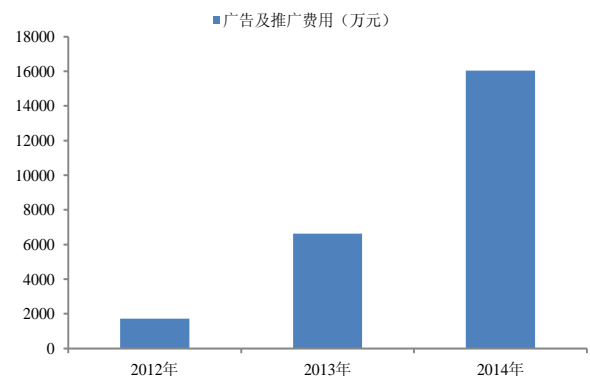
图 2：公司政府补助大幅下滑



数据来源：公司公告、西南证券

图 3: 公司 2014 年研发费用/营业收入大幅提高


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 广告及推广费用大幅增加 (万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券

二、新车推出，产销高增长可期

2015 年 1-3 月公司共销售汽车 50200 辆，同比增长 15%，或高于行业平均水平。我们预计公司全年销量有望突破 20 万辆达到 23.6 万辆。

公司当前主力车型为海马 SUV S5、S7、乘用车 M5、M3 等，其中 S5 定位年轻时尚路线，受到 80、90 后消费者的广泛好评，2015 年月均销售近 6000 辆。

表 2: 2015 年 1-2 月各产品销量

车型		2月销量(辆)	1-2月销量(辆)	2月份销量占比
轿车	福美来	4147	10950	30.0%
	M3	2892	6966	20.9%
	王子	153	551	1.1%
	丘比特	75	317	0.5%
	M8	47	166	0.3%
	爱尚	41	104	0.3%
SUV	S5	5260	11883	38.1%
	骑士 (S7)	1164	3112	8.4%
微面	福仕达	36	216	0.3%

数据来源: 公司公告, 西南证券

新车 M6 将在 4 月份上海车展推出，开始贡献销量。2015 年三款新产品 S7+1.8T、M5+1.5T 和 M6 等将陆续投放市场，进一步拓宽产品谱系。新车 M6 有望在 4 月份的上海车展展出，新车整体风格比较运动，线条相当流畅动感，主打年轻人市场，并且首次搭载 moofun 车联网系统，需求广阔。

推出涡轮增压发动机，增强动力配置。涡轮增压发动机能够更好的降低油耗，提升动力，受到当下消费者青睐，公司 2014 年底推出涡轮增压发动机，并于 3 月左右开始量产配套，有望解决当下 S7、M8 等车型动力不足的短板，提升销量。

图 5: 海马 S5



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: 海马 S7



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 7: 海马 M3



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 海马 M5



数据来源: 公司公告, 西南证券

三、推出 moofun 系统, 构建移动互联汽车新生态圈

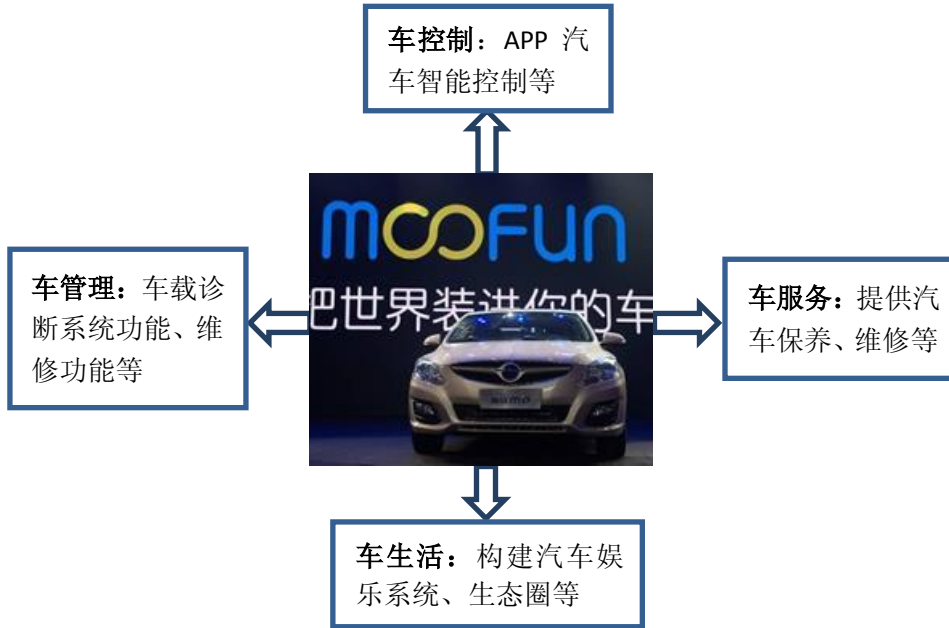
汽车生产制造利润仅仅是汽车产业链利润的很小环节, 海马通过财务公司拓展汽车金融业务, 推出 moofun, 开启进军汽车后市场和汽车生活服务的第一步, 后续有望推出更多车联网产品, 深耕汽车生态圈。

公司在 moofun 车联网系统发布会上提出:“海马汽车将从传统汽车产品制造商向汽车产品与服务的整合供应商转变, 从传统汽车制造商向移动互联汽车生活方式的提供商进化”, 开启公司转型之路。

Moofun 系统: 以移动互联新生态构建为目标, 将移动互联技术、汽车消费需求与人车生活三者紧密融合, 无限互联整合为 All in One 的 app 服务, 并实现了车管理、车控制、车服务、车生活四大功能模块, 将 moofun 打造为全新的移动互联车生活理念。

我们认为公司通过 moofun 系统, 将有效的收集用户驾驶、生活、车况等信息, 通过车联网系统, 结合线下维修、保养等汽车服务以及停车、餐饮、娱乐、自驾交流等生活, 构建汽车生态圈。开启公司转型之路。我们认为 moofun 仅仅是公司转型开始的第一步, 预计后续仍会围绕车联网推出更多的产品, 延伸至汽车全产业链条和有车生活的各个节点。

图 9: 海马 moofun 系统介绍



数据来源: 搜狐汽车, 西南证券

四、投资建议与盈利预测

我们预计公司后续主要盈利增长来自于海口、郑州等生产基地海马轿车产能利用率的大幅提高, 预计 2015-2017 年产量分别为 23.6、25.5、27.4 万辆, 对应 2015、2016 年的产能利用率分别为 66%、71%。新车推出, 公司产销增长, 产能利用率的提高, 仍是公司利润增长的主要因素。

表 3: 各车型销量及产能利用率预测 (销量单位: 万辆)

		2014	2015	2016	2017
一汽海马	福美来 (包括 M5)	5.5	5.3	5	4.8
	骑士 (包括 S7)	2.6	4.6	5	4
	S3 和 S9	0	0	3	4
	其他	0.8	0.4	0.8	0.6
	总产量 (万辆)	8.9	10.3	11.8	13.4
	产能	15	15	15	15+第三工厂
	产能利用率	59%	69%	76%	—
海马轿车	M3	4.9	4	4	4
	M6	0	3	4	4
	S5	3.6	5	5	5
	其他	0.3	0.2	0.5	0.8
	总产量 (万辆)	8.8	13.1	13.5	13.8
	产能	15	15	15	15+第三工厂
	产能利用率	59%	87%	90%	—

		2014	2015	2016	2017
海马商务	福仕达等 (万辆)	0.4	0.2	0.2	0.2
	产能	6	6	6	6
	产能利用率	58%	36%	33%	30%
公司整体	总产量 (万辆)	18.1	23.6	25.5	27.4
	增速	3%	30%	8%	8%
	产能利用率	50%	66%	71%	—

数据来源: 西南证券

我们预计 2015 年、2016 年和 2017 年每股收益 0.30 元 (26 倍)、0.33 元 (23 倍) 和 0.37 元 (21 倍)。我们认为: 1、公司研发和广告投入效果有望逐步显现, 业绩低点已过, 有望迎来业绩的强势反弹; 2、考虑到公司股权激励最后一期, 公司具备较强业绩驱动动力; 3、公司推出 moofun 等车联网系统, 加强车联网产品布局, 将大幅提升公司想象空间。我们上调公司“买入”评级。给予公司 2015 年 34 倍估值, 对应目标价为 10 元。

表 4: 可比公司相对估值

公司代码	公司名称	收盘价 (元) (2015-4-7)	EPS (元)			PE		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
000800	一汽轿车	19.52	0.25	0.67	0.93	78	29	21
601777	力帆股份	13.74	0.42	0.5	0.72	33	27	19
600166	福田汽车	8.04	0.13	0.31	0.42	62	26	19
002594	比亚迪	60.39	0.37	0.85	1.13	163	71	53
600418	江淮汽车	15.94	0.44	0.87	1.14	36	18	14
平均值						74	34	25
000572	海马汽车	7.69	0.13	0.3	0.33	59	26	23

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	12351.98	16102.76	18197.49	20191.23	净利润	268.68	620.74	694.13	765.20
营业成本	10424.28	13538.39	15299.53	16975.77	折旧与摊销	617.71	78.85	92.18	105.52
营业税金及附加	555.12	681.00	769.58	853.90	财务费用	35.06	20.53	22.48	24.00
销售费用	309.85	225.44	254.76	282.68	资产减值损失	36.05	38.00	40.00	42.00
管理费用	747.57	885.65	1000.86	1110.52	经营营运资本变动	882.80	-615.50	714.52	-605.52
财务费用	35.06	20.53	22.48	24.00	其他	-1120.93	368.18	367.21	380.95
资产减值损失	36.05	38.00	40.00	42.00	经营活动现金流净额	719.38	510.81	1930.52	712.14
投资收益	38.37	25.00	26.00	28.00	资本支出	-622.07	-700.00	-700.00	-700.00
公允价值变动损益	-1.93	0.00	0.00	0.00	其他	76.56	60.43	60.43	60.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-545.51	-639.57	-639.57	-639.57
营业利润	280.48	738.75	836.27	930.36	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	46.30	80.57	80.57	80.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	326.78	819.32	916.84	1010.93	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	58.10	198.58	222.71	245.73	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	268.68	620.74	694.13	765.20	其他	0.00	5.73	7.20	8.93
少数股东损益	55.54	128.31	143.47	158.16	筹资活动现金流净额	0.00	5.73	7.20	8.93
归属母公司股东净利润	213.15	492.44	550.65	607.03	现金流量净额	173.88	-123.03	1298.15	81.50
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	2355.42	2232.39	3530.54	3612.04	成长能力				
应收和预付款项	2890.90	4245.61	3819.26	5129.21	销售收入增长率	20.68%	30.37%	13.01%	10.96%
存货	1351.86	1827.87	1765.50	2221.56	营业利润增长率	-46.20%	163.39%	13.20%	11.25%
其他流动资产	298.48	298.48	298.48	298.48	净利润增长率	-52.14%	131.03%	11.82%	10.24%
长期股权投资	133.31	158.31	184.31	212.31	EBITDA 增长率	-13.01%	42.97%	9.69%	8.59%
投资性房地产	106.99	90.88	74.77	58.67	获利能力				
固定资产和在建工程	3750.21	3585.95	3399.69	3191.43	毛利率	15.61%	15.93%	15.93%	15.93%
无形资产和开发支出	1969.22	2290.37	2598.19	2892.67	三费率	8.84%	7.03%	7.02%	7.02%
其他非流动资产	2998.18	2998.18	2998.18	2998.18	净利率	2.18%	3.85%	3.81%	3.79%
资产总计	15854.58	17728.04	18668.91	20614.54	ROE	2.96%	6.39%	6.67%	6.85%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.99%	4.59%	4.87%	4.86%
应付和预收款项	5787.78	7040.50	7287.25	8467.68	ROIC	4.49%	12.51%	12.02%	15.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.56%	8.29%	8.05%	7.87%
其他负债	346.72	346.72	346.72	346.72	营运能力				
负债合计	6134.51	7387.22	7633.97	8814.40	总资产周转率	0.78	0.91	0.97	0.98
股本	1644.64	1644.64	1644.64	1644.64	固定资产周转率	3.73	4.90	5.87	6.98
资本公积	3784.41	3784.41	3784.41	3784.41	应收账款周转率	4.62	4.05	5.14	4.21
留存收益	1779.84	2272.27	2822.93	3429.96	存货周转率	7.71	7.41	8.67	7.64
归属母公司股东权益	7208.89	7701.32	8251.98	8859.01	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.85	—	—	—
少数股东权益	2511.19	2639.49	2782.97	2941.13	资本结构				
股东权益合计	9720.07	10340.81	11034.94	11800.14	资产负债率	38.69%	41.67%	40.89%	42.76%
负债和股东权益合计	15854.58	17728.04	18668.91	20614.54	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.13	1.17	1.24	1.28
					速动比率	0.87	0.89	0.98	1.00
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.13	0.30	0.33	0.37
					每股净资产	4.38	4.68	5.02	5.39
					每股经营现金	0.44	0.31	1.17	0.43
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	933.60	1334.81	1464.19	1589.89					
PE	59.34	25.68	22.97	20.83					
PB	1.75	1.64	1.53	1.43					
PS	1.02	0.79	0.70	0.63					
EV/EBITDA	10.59	7.62	6.17	5.75					
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

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

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn