

## 壮士断腕，关注业绩反转机会

### 投资要点

- 事件：公司发布2016年年报，实现营业收入110.5亿元(-11%)，实现归母净利润8260万元(-76.7%)。
- 壮士断腕，业绩低于预期。公司2016年业绩大幅下滑主要原因有三点：1) 2016年为公司最困难的一年，主业产品处于调整期，传统车和摩托车销量均下滑导致收入下滑。(燃油车销售10.9万辆，同比下滑17.7%，摩托车销售60万辆，同比下滑16.8%)。2) 2016年公司为盘活经销商，梳理渠道，老车型采取降价促销策略，同时在新款车型迈威上采取了激进的返利政策，导致收入降低的同时销售费用增加约1个亿。3) 新能源由于受到行政处罚，6719万未取得的补助不予发放，导致利润下降。
- 毛利率已经见底，费用率较为稳定。由于产能利用率较低，叠加老产品出清的影响，公司乘用车毛利率仅为10.2%，同比减少6.68个百分点。2017年公司有望依靠迈威、轩朗两款盈利能力较强的产品走上正轨，产能利用率提升将大幅改善产品利润率水平。费用率方面，公司2017年整体费用率相对稳定，销售费用率为6.53%(同比增加1.46个百分点)，但是财务费用仅为3.35%(同比下降1.85个百分点)，公司主要外汇为美元、卢布、雷亚尔，汇兑损益大幅下降导致财务费用降低。我们预计公司费用率未来将稳中有降。
- 新产品带来业绩反转机会，重点关注轩朗和迈威。摩托车改善主要来自于出口的改善，2017Q1销量累计同比增长8%。乘用车方面，2017Q1累计销售车辆3万辆，累计同比基本持平，但是销售的质量和结构变化巨大，目前销量主要由迈威贡献，轩朗为今年重磅产品，青出于蓝而胜于蓝，目前市场关注度直指宝骏730，有望带动公司产品结构量价齐升。
- 新能源风波将告一段落，公司新能源汽车业务走上正轨。公司新能源汽车资质恢复和产品目录进入有望在二季度实现，公司仍将坚定地发展新能源板块，非公开方案进度将在资质恢复后密集推进，发行底价为10.46元，目前价格约8.6元，倒挂幅度超过15%，目前股价已经大幅反应了2016年的利空因素，公司困难周期已经过去，后续业绩有望持续向好。
- 盈利预测与投资建议。预计公司2017-2019年EPS分别为0.34元、0.46元、0.58元，对应PE分别为25倍、19倍、15倍。传统燃油车产品进入反转周期，销量提升和产品结构调整带来业绩改善，新能源换电模式仍为公司未来的发力点，具备长期看点，建议积极关注，给予目标价11元，维持“增持”评级。
- 风险提示：汽车行业增速放缓；新能源车发展不及预期。

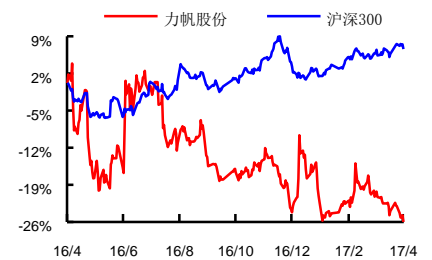
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11046.67	13953.33	18313.01	20671.42
增长率	-10.99%	26.31%	31.24%	12.88%
归属母公司净利润(百万元)	82.60	497.80	675.26	849.93
增长率	-76.66%	502.65%	35.65%	25.87%
每股收益EPS(元)	0.06	0.34	0.46	0.58
净资产收益率ROE	1.35%	4.93%	6.34%	7.43%
PE	153	25	19	15
PB	1.85	1.21	1.13	1.05

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：石川  
电话：023-67898871  
邮箱：sc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

总股本(亿股)	12.56
流通A股(亿股)	12.37
52周内股价区间(元)	8.6-12.19
总市值(亿元)	108.05
总资产(亿元)	293.80
每股净资产(元)	5.36

### 相关研究

1. 力帆股份(601777)：新能源补贴调减影响利润，短期业绩承压 (2016-10-27)
2. 力帆股份(601777)：主业出口下滑，新能源战略坚定 (2016-08-29)
3. 力帆股份(601777)：电池目录落地，静待业绩释放 (2016-06-21)
4. 力帆股份(601777)：一季度主业承压，新业务下半年爆发 (2016-05-03)
5. 力帆股份(601777)：汇率贬值影响业绩，公司转型极具看点 (2016-04-25)

**关键假设：**

假设 1：乘用车板块，公司迈威、轩朗车型持续热销，收入维持高增速，2017-2019 年毛利率为 19.2%、20.6%、21.1%；

假设 2：摩托车板块增长较为稳定，2017-2019 年毛利率为 15%、14.5%、14%；

假设 3：内燃机板块增长较为稳定，2017-2019 年毛利率为 15%、15%、15%；

假设 4：新能源汽车生产资质恢复，新能源板块走上正轨。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
乘用车板块	收入	5,469.80	9,742.78	13,821.57	15,888.25
	增速	-28.24%	78.12%	41.86%	14.95%
	毛利率	10.20%	19.17%	20.64%	21.06%
摩托车板块	收入	2,916.70	3,062.54	3,215.66	3,376.45
	增速	-13.86%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	14.81%	15.00%	14.50%	14.00%
内燃机及配件	收入	262.49	270.37	275.77	281.29
	增速	-8.75%	3.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	17.28%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	收入	2,397.68	877.65	1,000.00	1,125.44
	增速		-63.40%	13.94%	12.54%
	毛利率	8.21%	6.63%	8.27%	9.23%
合计	收入	11,046.67	13,953.33	18,313.01	20,671.42
	增速	-10.99%	26.31%	31.24%	12.88%
	毛利率	11.15%	17.39%	18.80%	19.18%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11046.67	13953.33	18313.01	20671.42	净利润	91.97	516.70	708.54	897.16
营业成本	9814.63	11527.19	14869.77	16707.15	折旧与摊销	356.95	645.28	704.11	786.03
营业税金及附加	152.56	192.70	252.91	285.48	财务费用	370.23	656.30	508.92	536.41
销售费用	694.03	808.57	1090.99	1220.28	资产减值损失	11.48	-22.00	0.00	0.00
管理费用	721.49	902.65	1188.47	1340.10	经营营运资本变动	330.21	-965.69	-1315.25	-459.90
财务费用	370.23	656.30	508.92	536.41	其他	-2054.36	-642.97	-389.99	-396.99
资产减值损失	11.48	-22.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-893.52</b>	<b>187.62</b>	<b>216.32</b>	<b>1362.72</b>
投资收益	442.11	391.99	389.34	394.00	资本支出	-762.51	-300.00	-450.00	-550.00
公允价值变动损益	287.45	287.00	0.65	0.65	其他	199.73	785.93	49.99	54.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-562.78</b>	<b>485.93</b>	<b>-400.01</b>	<b>-495.35</b>
<b>营业利润</b>	<b>11.80</b>	<b>566.91</b>	<b>791.94</b>	<b>976.64</b>	短期借款	2369.04	-7747.58	1128.58	-95.11
其他非经营损益	94.05	40.97	41.64	78.84	长期借款	-78.63	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>105.85</b>	<b>607.88</b>	<b>833.57</b>	<b>1055.48</b>	股权融资	0.00	2240.00	0.00	0.00
所得税	13.89	91.18	125.04	158.32	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	91.97	516.70	708.54	897.16	其他	-389.56	-1085.36	-508.92	-536.41
少数股东损益	9.37	18.90	33.28	47.23	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1900.84</b>	<b>-6592.93</b>	<b>619.65</b>	<b>-631.53</b>
归属母公司股东净利润	82.60	497.80	675.26	849.93	<b>现金流量净额</b>	<b>472.41</b>	<b>-5919.38</b>	<b>435.97</b>	<b>235.84</b>
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	7314.72	1395.33	1831.30	2067.14	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4878.38	6326.82	8369.60	9333.46	销售收入增长率	-10.99%	26.31%	31.24%	12.88%
存货	2533.08	2961.06	3823.75	4300.30	营业利润增长率	-96.47%	4703.52%	39.69%	23.32%
其他流动资产	1185.19	911.54	1171.44	1312.04	净利润增长率	-73.19%	461.83%	37.13%	26.62%
长期股权投资	3373.07	3713.07	4053.07	4393.07	EBITDA 增长率	-42.65%	152.85%	7.30%	14.67%
投资性房地产	485.02	485.02	485.02	485.02	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	6891.79	6597.04	6393.46	6207.96	毛利率	11.15%	17.39%	18.80%	19.18%
无形资产和开发支出	1549.81	1499.67	1449.54	1399.40	三费率	16.17%	16.97%	15.23%	14.98%
其他非流动资产	1169.23	1168.84	1168.45	1168.06	净利率	0.83%	3.70%	3.87%	4.34%
<b>资产总计</b>	<b>29380.29</b>	<b>25058.38</b>	<b>28745.62</b>	<b>30666.45</b>	ROE	1.35%	4.93%	6.34%	7.43%
短期借款	12599.25	4851.68	5980.25	5885.14	ROA	0.31%	2.06%	2.46%	2.93%
应付和预收款项	5012.39	6006.08	7652.57	8659.41	ROIC	2.88%	8.63%	8.34%	9.04%
长期借款	525.70	525.70	525.70	525.70	EBITDA/销售收入	6.69%	13.39%	10.95%	11.12%
其他负债	4408.44	3204.78	3408.42	3520.35	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>22545.77</b>	<b>14588.23</b>	<b>17566.94</b>	<b>18590.60</b>	总资产周转率	0.40	0.51	0.68	0.70
股本	1256.35	1470.35	1470.35	1470.35	固定资产周转率	2.00	2.47	3.26	3.60
资本公积	4774.87	6800.87	6800.87	6800.87	应收账款周转率	3.62	4.74	4.64	4.36
留存收益	1638.45	2136.25	2811.51	3661.44	存货周转率	4.15	4.19	4.37	4.10
归属母公司股东权益	6732.80	10349.54	11024.80	11874.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.90%	—	—	—
少数股东权益	101.72	120.61	153.89	201.12	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6834.52</b>	<b>10470.15</b>	<b>11178.69</b>	<b>12075.85</b>	资产负债率	76.74%	58.22%	61.11%	60.62%
负债和股东权益合计	29380.29	25058.38	28745.62	30666.45	带息债务/总负债	67.03%	51.24%	48.98%	45.77%
					流动比率	0.81	1.00	1.05	1.09
					速动比率	0.68	0.75	0.78	0.82
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.06	0.34	0.46	0.58
					每股净资产	4.65	7.12	7.60	8.21
					每股经营现金	-0.61	0.13	0.15	0.93
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

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

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 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 楼

邮编：100033

### 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

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn