

一季报不及预期, 关注轩朗表现

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年一季报, 实现营业收入33.8亿元, 同比增长27.5%, 归母净利润5634.5万元, 同比下滑49.4%。
- **迈威热销带动收入增长, 但毛利率下滑导致业绩不及预期。** 2017Q1 公司累计销售车辆3万辆, 累计同比增长0.6%, 收入增速超过销量增速主要是迈威带动产品价格中枢上行。然而一季度公司整体毛利率仅为12.2%, 同比下降3.9个百分点, 一方面由于迈威车型定位盘活经销商, 为轩朗做铺垫, 所以盈利能力欠佳, 另一方面公司新能源板块投资增加, 但由于新能源资质暂缓, 一季度暂时未能贡献收入, 导致亏损。
- **新产品带来业绩反转机会, 重点关注轩朗和迈威。** 3月28日上市的轩朗MPV实为今年重磅产品, 青出于蓝而胜于蓝, 外形靓丽, 性价比优于同配置MPV, 目前市场关注度直指宝骏730。迈威作为先锋车型, 已为公司重构销售渠道, 2017年业绩反转需要持续关注二季度轩朗的后续表现。
- **新能源风波将告一段落, 公司新能源汽车业务走上正轨。** 工信部4月18日公示, 经核查验收工作, 拟恢复包括重庆力帆乘用车在内的6家企业的新能源汽车推广应用推荐资质, 公司新款650EV和330EV已进入第四批新能源推广目录申报名单, 我们预计进入推广目录为大概率事件, 公司新能源板块将会回到正轨。
- **非公开发行价格倒挂, 管理层绑定公司利益。** 公司仍将坚定地发展新能源板块, 我们预计非公开方案进度将在资质恢复后密集推进, 陈卫博士也将认购1亿元的股份, 绑定公司利益。发行底价为10.46元, 目前价格约7.96元, 倒挂幅度超过20%, 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23倍、17倍、14倍。公司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。

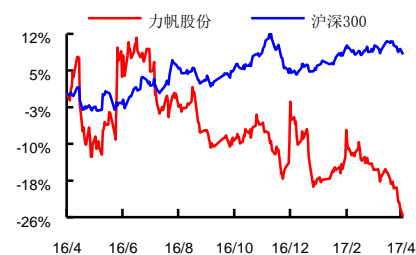
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11046.67	13953.33	18313.01	20671.42
增长率	-10.99%	26.31%	31.24%	12.88%
归属母公司净利润(百万元)	82.60	500.69	680.92	854.17
增长率	-76.66%	506.15%	36.00%	25.44%
每股收益EPS(元)	0.06	0.34	0.46	0.58
净资产收益率ROE	1.35%	4.98%	6.50%	7.74%
PE	142	23	17	14
PB	1.71	1.12	1.07	1.00

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



数据来源: 聚源数据

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)	7.96-12.03
总市值(亿元)	100.01
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): 壮士断腕, 关注业绩反转机会 (2017-04-17)
2. 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)
3. 力帆股份(601777): 主业出口下滑, 新能源战略坚定 (2016-08-29)
4. 力帆股份(601777): 电池目录落地, 静待业绩释放 (2016-06-21)
5. 力帆股份(601777): 一季度主业承压, 新业务下半年爆发 (2016-05-03)
6. 力帆股份(601777): 汇率贬值影响业绩, 公司转型极具看点 (2016-04-25)

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	519.69	714.48	901.64
营业成本	9814.63	11527.19	14869.77	16707.15	折旧与摊销	356.95	812.06	870.88	952.81
营业税金及附加	152.56	192.70	252.91	285.48	财务费用	370.23	652.78	501.93	531.15
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	652.78	501.93	531.15	其他	-2054.36	-642.97	-389.99	-396.99
资产减值损失	11.48	-22.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-893.52	353.87	382.05	1528.70
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	投资活动现金流净额	-562.78	485.93	-400.01	-495.35
营业利润	11.80	570.43	798.92	981.91	短期借款	2369.04	-7888.48	1130.81	-28.44
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
利润总额	105.85	611.40	840.56	1060.75	股权融资	0.00	2240.00	0.00	0.00
所得税	13.89	91.71	126.08	159.11	支付股利	-123.66	-28.86	-174.95	-237.92
净利润	91.97	519.69	714.48	901.64	其他	-265.90	-1081.84	-501.93	-531.15
少数股东损益	9.37	19.01	33.56	47.47	筹资活动现金流净额	1900.84	-6759.18	453.93	-797.51
归属母公司股东净利润	82.60	500.69	680.92	854.17	现金流量净额	472.41	-5919.38	435.97	235.84
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	成长能力				
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%	4733.37%	40.06%	22.90%
其他流动资产	1185.19	911.54	1171.44	1312.04	净利润增长率	-73.19%	465.08%	37.48%	26.20%
长期股权投资	3373.07	3713.07	4053.07	4393.07	EBITDA 增长率	-42.65%	175.41%	6.71%	13.54%
投资性房地产	485.02	485.02	485.02	485.02	获利能力				
固定资产和在建工程	6891.79	6443.01	6085.40	5745.87	毛利率	11.15%	17.39%	18.80%	19.18%
无形资产和开发支出	1549.81	1486.93	1424.05	1361.16	三费率	16.17%	16.94%	15.19%	14.96%
其他非流动资产	1169.23	1168.84	1168.45	1168.06	净利率	0.83%	3.72%	3.90%	4.36%
资产总计	29380.29	24891.61	28412.07	30166.12	ROE	1.35%	4.98%	6.50%	7.74%
短期借款	12599.25	4710.77	5841.58	5813.14	ROA	0.31%	2.09%	2.51%	2.99%
应付和预收款项	5012.39	6006.08	7652.57	8659.41	ROIC	2.88%	8.69%	8.50%	9.31%
长期借款	525.70	525.70	525.70	525.70	EBITDA/销售收入	6.69%	14.59%	11.86%	11.93%
其他负债	4408.44	3204.78	3408.42	3520.35	营运能力				
负债合计	22545.77	14447.32	17428.26	18518.60	总资产周转率	0.40	0.51	0.69	0.71
股本	1256.35	1470.35	1470.35	1470.35	固定资产周转率	2.00	2.50	3.40	3.86
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	2110.27	2616.25	3232.50	存货周转率	4.15	4.19	4.37	4.10
归属母公司股东权益	6732.80	10323.56	10829.54	11445.78	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	120.72	154.28	201.74	资本结构				
股东权益合计	6834.52	10444.28	10983.81	11647.53	资产负债率	76.74%	58.04%	61.34%	61.39%
负债和股东权益合计	29380.29	24891.61	28412.07	30166.12	带息债务/总负债	67.03%	50.77%	48.57%	45.56%
					流动比率	0.81	1.02	1.06	1.10
					速动比率	0.68	0.76	0.79	0.82
					股利支付率	149.71%	5.76%	25.69%	27.85%
					每股指标				
					每股收益	0.06	0.34	0.46	0.58
					每股净资产	4.65	7.10	7.47	7.92
					每股经营现金	-0.61	0.24	0.26	1.04
					每股股利	0.08	0.02	0.12	0.16
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	738.99	2035.27	2171.74	2465.86					
PE	141.69	23.38	17.19	13.70					
PB	1.71	1.12	1.07	1.00					
PS	1.06	0.84	0.64	0.57					
EV/EBITDA	22.35	7.34	7.20	6.23					
股息率	1.06%	0.25%	1.49%	2.03%					

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