

业绩出现反转, 新产品改善渐显, 新能源资质恢复

投资要点

- **事件:** 公司发布2017半年报, 实现营业收入63亿元, 同比增长24.1%, 归母净利润1.2亿元, 同比下滑32%。
- **迈威热销带动收入增长, 但毛利率下滑导致业绩不及预期。** 2017H1 公司累计销售车辆5.5万辆(yoy +2.4%), 收入增速超过销量增速, 主要是新车型迈威SUV和轩朗MPV拉动产品价格中枢上行。半年公司整体毛利率仅为13.4%, 同比下降1.6个百分点, 环比提升1.2个百分点。2017H1 归母净利润同比下滑, 但相对去年全年水平已经出现反转(8260万元), 产品结构改善效果逐步显现。
- **新能源资质恢复, 换电模式进入出租车市场。** 力帆乘用车已经恢复申报资质, 公司两款纯电动轿车LF7002FEV和LF7004FEV已经进入第四批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》。公司通过旗下“盼达用车”分时租赁平台已积累了两年的换电模式运营经验, 并于2017年7月进入广州市出租车市场, 换电出租车赚钱效应高于分时租赁, 有望在未来贡献业绩。
- **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, 公司未来将围绕经济型7座用车推陈出新, 重拾燃油车主业。
- **定增批文到手, 推出股权激励, 管理层绑定公司利益。** 公司新能源战略不变, 定增批文已于2017年8月10日到手, 发行底价为10.46元, 倒挂幅度接近超过20%, 此外公司还公布了20亿的非公开债券发行预案, 保证发展资金到位。公司近期推出限制性股票激励计划, 拟授予股份数量为8000万股, 授予价格为4.33元, 解锁条件为2017-2019年扣非净利润相对2016年增长100%, 200%, 300%, 即未来两年复合业绩增速超过40%。股权激励绑定董监高及核心员工利益, 利于公司理顺机制, 有助长期发展。
- **盈利预测与投资建议。** 由于毛利率下降导致公司半年业绩不及预期, 我们调整公司2017-2019年EPS分别为0.20元(0.34元)、0.24元(0.46元)、0.32元(0.58元), 对应PE分别为41倍、33倍、26倍。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。

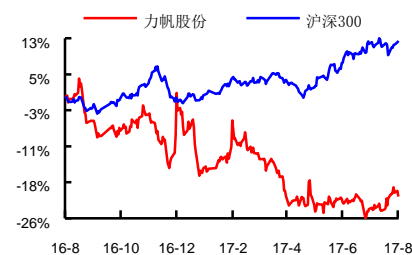
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11046.67	11334.69	12853.29	13880.45
增长率	-10.99%	2.61%	13.40%	7.99%
归属母公司净利润(百万元)	82.60	294.27	356.69	463.94
增长率	-76.66%	256.25%	21.21%	30.07%
每股收益EPS(元)	0.06	0.20	0.24	0.32
净资产收益率ROE	1.35%	2.99%	3.56%	4.51%
PE	144	41	33	26
PB	1.74	1.17	1.14	1.10

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)	7.62-10.84
总市值(亿元)	101.89
总资产(亿元)	310.19
每股净资产(元)	5.38

相关研究

1. 力帆股份(601777): 大股东增持, 看好公司未来发展 (2017-05-08)
2. 力帆股份(601777): 一季报不及预期, 关注轩朗表现 (2017-04-25)
3. 力帆股份(601777): 壮士断腕, 关注业绩反转机会 (2017-04-17)
4. 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)
5. 力帆股份(601777): 主业出口下滑, 新能源战略坚定 (2016-08-29)

关键假设：

假设 1：公司乘用车产品结构改善，SUV、MPV 车型带动整体毛利率上行；

假设 2：公司新能源板块发展顺利，新能源出租车市场逐步渗透；

假设 3：摩托车板块、内燃机板块相对稳定，毛利率下降幅度较小。

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	6,808.20	7,793.72	8,481.31
	增速	-28.24%	24.47%	14.48%	8.82%
	毛利率	10.20%	17.40%	19.91%	20.68%
摩托车板块	收入	2,916.70	3,354.21	3,756.71	3,944.55
	增速	-13.86%	15.00%	12.00%	5.00%
	毛利率	14.81%	15.00%	14.50%	14.00%
内燃机及配件	收入	262.49	328.11	377.33	433.93
	增速	-8.75%	25.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	17.28%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	收入	2,397.68	844.17	925.53	1,020.66
	增速		-64.79%	9.64%	10.28%
	毛利率	8.21%	6.98%	8.00%	8.69%
合计	收入	11,046.67	11,334.69	12,853.29	13,880.45
	增速	-10.99%	2.61%	13.40%	7.99%
	毛利率	11.15%	15.85%	17.33%	17.72%

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)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11046.67	11334.69	12853.29	13880.45	净利润	91.97	305.44	374.27	489.72
营业成本	9814.63	9538.56	10625.96	11420.19	折旧与摊销	356.95	812.06	870.88	952.81
营业税金及附加	152.56	156.54	177.51	191.70	财务费用	370.23	632.14	441.26	446.67
销售费用	694.03	656.82	765.73	819.39	资产减值损失	11.48	-22.00	0.00	0.00
管理费用	721.49	733.25	834.15	899.85	经营营运资本变动	309.74	-288.04	-546.20	-163.32
财务费用	370.23	632.14	441.26	446.67	其他	-2033.90	-650.08	-389.85	-395.88
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	789.52	750.36	1330.00
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	318.37	398.68	497.30	短期借款	2369.04	-8606.64	345.59	-160.63
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	359.34	440.31	576.14	股权融资	0.00	2240.00	0.00	0.00
所得税	13.89	53.90	66.05	86.42	支付股利	-123.66	-28.86	-102.82	-124.63
净利润	91.97	305.44	374.27	489.72	其他	-265.90	-1061.20	-441.26	-446.67
少数股东损益	9.37	11.17	17.58	25.78	筹资活动现金流净额	1900.84	-7456.70	-198.49	-731.93
归属母公司股东净利润	82.60	294.27	356.69	463.94	现金流量净额	472.41	-6181.25	151.86	102.72
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	7314.72	1133.47	1285.33	1388.04	成长能力				
应收和预付款项	4878.38	5146.71	5882.74	6275.99	销售收入增长率	-10.99%	2.61%	13.40%	7.99%
存货	2533.08	2454.34	2737.11	2944.98	营业利润增长率	-96.47%	2597.63%	25.22%	24.74%
其他流动资产	1185.19	755.43	845.96	907.19	净利润增长率	-73.19%	232.12%	22.53%	30.85%
长期股权投资	3373.07	3713.07	4053.07	4393.07	EBITDA 增长率	-42.65%	138.51%	-2.94%	10.87%
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%	15.85%	17.33%	17.72%
无形资产和开发支出	1549.81	1486.93	1424.05	1361.16	三费率	16.17%	17.84%	15.88%	15.60%
其他非流动资产	1169.23	1168.84	1168.45	1168.06	净利率	0.83%	2.69%	2.91%	3.53%
资产总计	29380.29	22786.81	23967.12	24669.38	ROE	1.35%	2.99%	3.56%	4.51%
短期借款	12599.25	3992.61	4338.21	4177.57	ROA	0.31%	1.34%	1.56%	1.99%
应付和预收款项	5012.39	4954.84	5451.87	5901.28	ROIC	2.88%	7.02%	6.19%	6.91%
长期借款	525.70	525.70	525.70	525.70	EBITDA/销售收入	6.69%	15.55%	13.31%	13.67%
其他负债	4408.44	3083.63	3149.88	3198.26	营运能力				
负债合计	22545.77	12556.78	13465.65	13802.82	总资产周转率	0.40	0.43	0.55	0.57
股本	1256.35	1470.35	1470.35	1470.35	固定资产周转率	2.00	2.03	2.39	2.59
资本公积	4774.87	6800.87	6800.87	6800.87	应收账款周转率	3.62	4.32	4.34	4.27
留存收益	1638.45	1903.86	2157.72	2497.03	存货周转率	4.13	3.79	4.05	3.98
归属母公司股东权益	6732.80	10117.15	10371.01	10710.32	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	112.89	130.46	156.24	资本结构				
股东权益合计	6834.52	10230.03	10501.48	10866.56	资产负债率	76.74%	55.11%	56.18%	55.95%
负债和股东权益合计	29380.29	22786.81	23967.12	24669.38	带息债务/总负债	67.03%	52.69%	51.70%	49.27%
					流动比率	0.81	1.00	1.03	1.07
					速动比率	0.68	0.74	0.77	0.80
					股利支付率	149.71%	9.81%	28.83%	26.86%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	738.99	1762.57	1710.81	1896.77	每股收益	0.06	0.20	0.24	0.32
PE	144.36	40.52	33.43	25.70	每股净资产	4.65	6.96	7.14	7.39
PB	1.74	1.17	1.14	1.10	每股经营现金	-0.61	0.54	0.51	0.90
PS	1.08	1.05	0.93	0.86	每股股利	0.08	0.02	0.07	0.08
EV/EBITDA	22.61	8.34	8.71	7.72					
股息率	1.04%	0.24%	0.86%	1.05%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn