

力帆股份(601777) 2013 年年报点评

金融与产业互动发展, 助推产品结构调整

- 2013 年度, 公司实现营业收入 100.73 亿元, 比上年同期增长了 16.07%, 归属于母公司股东的净利润 4.24 亿元, 同比增长 32%, 基本每股收益 0.44 元, 同比增长 29.99%。
- 乘用车新车密集投放, 电动车开始量产。2013 年, 公司乘用车销量下滑(12.06 万辆, 同比-6.42%), 但销售收入同比大幅上涨(62.97 亿元, 同比+23.37%), 主要受益于产品结构改善, 售价和盈利较好车型比重提高, 乘用车毛利率提高 0.76 个百分点达到 20.59%, 2014 年或有 X50、820、CA08 三款新车上市, 有望实现混合动力轿车、新能源汽车量产(超级电容及铅酸电池组合为动力电源+传统电机), 公司盈利能力有望持续提高。
- 摩托车逆市增长, 三轮摩托空间大。2013 年累计销售摩托 659,576 台, 同比增长 7.99% (全国-2.56%), 营收 34.14 亿元, 同比增长 7.55%, 其中出口 17.34 亿元, 同比增长 14.11% (全国+1.87%)。随着 KP 系列和 CC 系列新品开发, 多样化的市场需求下, 公司摩托车销量实现逆市增长。公司摩托车业务盈利能力有所下滑(13 年毛利率下降 0.34 个百分点), 但摩托车营收占比下降到三分之一, 随着公司投资并控股力帆树民车业有限公司加大行业前景较好的三轮摩托投资, 公司摩托车业务板块收入有望稳定增长。
- 传统产业与金融服务业良性互动。公司持有安城保险 1 亿股股份, 持有重庆银行 9.93% 股份(为第三大股东), 参股 49% 的重庆力帆财务有限公司。有望依托力帆财务有限公司, 提高公司资金管理水平和效益, 降低财务费用, 管理信贷资产, 降低市场风险, 提升融资能力, 提升公司整体竞争水平并获取投资收益。2014 年公司或将组建融资租赁公司, 进一步助力公司发展。
- 投资建议: 公司后续乘用车新车陆续投放, 销量和产品结构改善, 公司在低成本和低速电动车的拓展, 符合当前市场需求, 具有较大的成长空间。传统的摩托车业务出口回暖, 市场短期维持相对稳定, 公司在三轮摩托的拓展, 将有望维持公司摩托车板块业绩稳定, 同时公司通过金融服务业发展, 在为公司带来投资收益的同时也能为公司制造业保驾护航。我们预计 14 年、15 年、16 年 EPS 为 0.535、0.743 元、0.949 元, 维持公司“增持”评级。
- 风险提示: 新车销量不达预期; 宏观经济不景气; 汽原材料价格大幅波动。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	10073.24	11684.95	13554.55	15723.28
增长率	16.07%	16.00%	16.00%	16.00%
归属母公司净利润(百万元)	424.28	540.85	750.46	959.14
增长率	32.00%	27.48%	38.75%	27.81%
每股收益 EPS(元)	0.420	0.535	0.743	0.949
净资产收益率 ROE	7.42%	9.02%	11.76%	13.94%
PE	17.36	13.62	9.81	7.68
PB	1.29	1.23	1.15	1.07

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

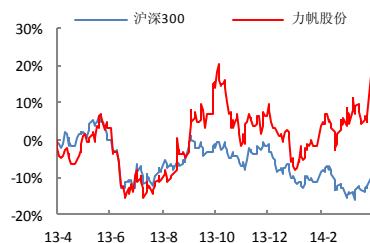
分析师: 徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xycho@swsc.com.cn

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

研究助理: 梁超
电话: 023-67898871
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)	10.1
流通 A 股(亿股)	9.51
52 周内股价区间(元)	5.11-7.64
总市值(亿元)	73.66
总资产(亿元)	175.78
每股净资产(元)	5.66

相关研究

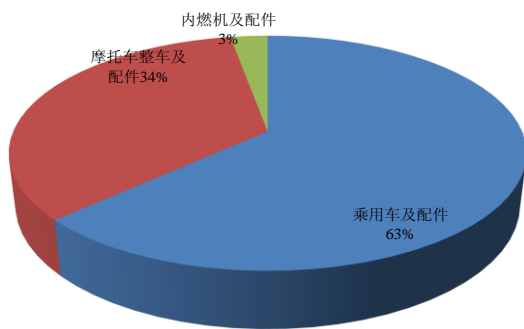
1. 力帆股份(601777): 乘用车新车投放加速, 金融资产大幅增值 (2013-12-03)
2. 力帆股份(601777): 渠道变更拖累业绩, 四季度有望好转 (2013-10-31)

表 1: 力帆汽车新车投放时间

	2006	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
轿车	520	620	320			720	3款改款	820	
SUV					X60			X50	X40、X80
MPV								CA08	
微车				丰顺	兴顺	福顺			

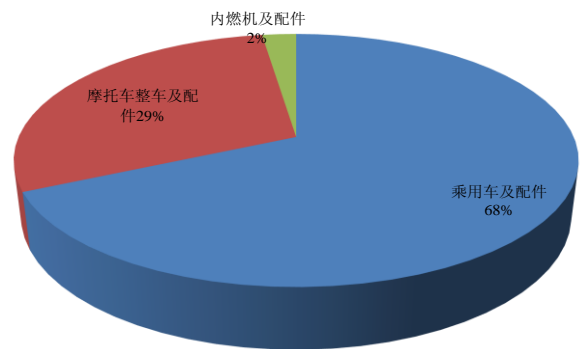
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 1: 公司 2013 年主营业务结构情况



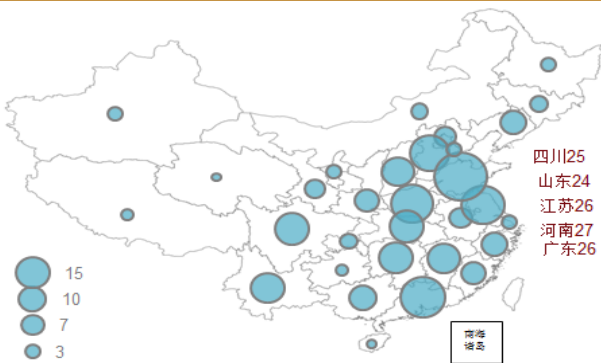
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 公司 2013 年主营业务毛利情况



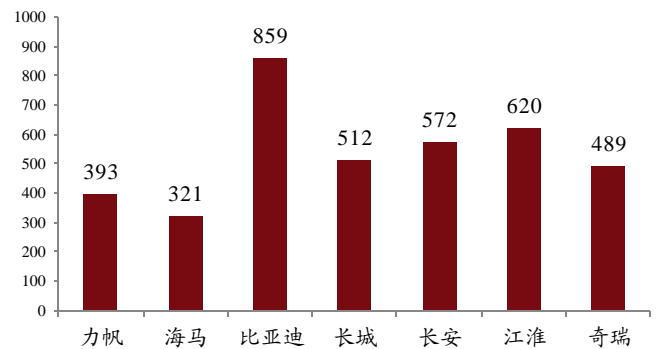
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 力帆汽车经销商数量区域布局



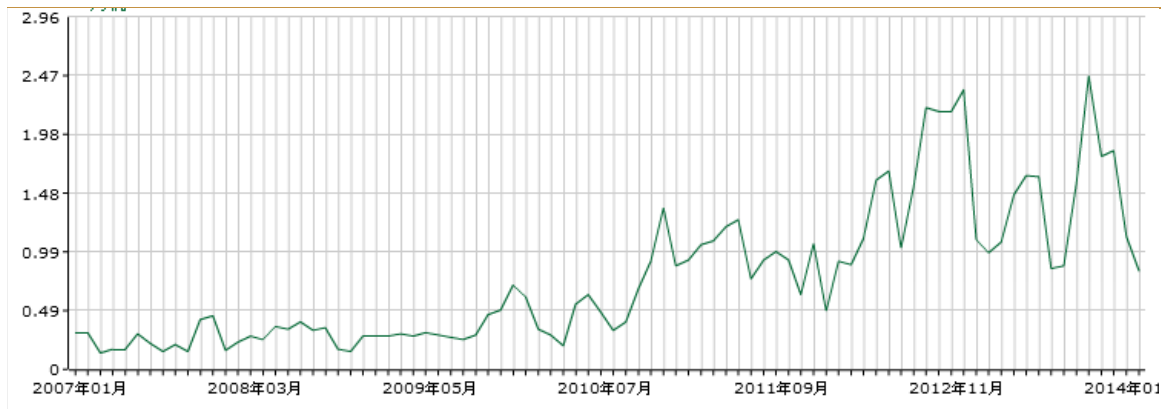
数据来源: 汽车点评网, 西南证券

图 4: 力帆汽车与其他企业经销商网点数据



数据来源: 汽车点评网, 西南证券

图 5: 力帆汽车部分畅销车型销量情况



数据来源: 搜狐汽车, 西南证券

表 2: 财务预测表

利润表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	8678.74	10073.24	11684.95	13554.55	15723.28	收益率					
减: 营业成本	7103.13	8160.36	9464.81	10979.18	12735.85	毛利率	18.15%	18.99%	19.00%	19.00%	19.00%
营业税金及附加	149.50	147.64	171.27	198.67	230.46	三费/销售收入	13.43%	16.26%	15.69%	14.59%	13.90%
营业费用	573.83	716.68	817.95	921.71	1037.74	EBIT/销售收入	5.20%	6.24%	6.88%	7.67%	8.25%
管理费用	477.70	582.97	677.73	759.05	849.06	EBITDA/销售收入	7.88%	8.88%	8.64%	10.58%	11.44%
财务费用	114.30	338.62	337.93	297.29	299.11	销售净利率	3.52%	4.05%	4.48%	5.41%	5.98%
资产减值损失	7.40	23.95	26.00	28.00	30.00	资产获利率					
加: 投资收益	20.16	173.13	191.90	220.68	253.78	ROE	6.55%	7.42%	9.02%	11.76%	13.94%
营业利润	-3.94	-0.58	0.00	0.00	0.00	ROA	3.23%	3.61%	5.28%	5.72%	6.89%
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.51%	6.76%	6.01%	8.11%	7.74%
利润总额	269.10	275.56	381.17	591.33	794.84	增长率					
减: 所得税	77.33	174.83	201.26	231.68	266.66	销售收入增长率	0.56%	16.07%	16.00%	16.00%	16.00%
净利润	346.43	450.39	582.43	823.01	1061.50	EBIT 增长率	-5.67%	39.21%	27.86%	29.30%	24.91%
减: 少数股东损益	40.89	42.35	58.58	90.35	121.16	EBITDA 增长率	2.69%	30.86%	12.90%	41.98%	25.45%
归属母公司股东净利润	305.54	408.04	523.85	732.66	940.34	净利润增长率	-18.60%	33.55%	28.38%	39.86%	28.35%
						总资产增长率	29.85%	24.59%	-12.68%	19.31%	3.78%
						股东权益增长率	3.00%	16.38%	4.91%	6.49%	7.79%
						经营资本增长率	253.18%	63.62%	-221.92%	192.55%	-194.86%
资产负债表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资本结构					
货币资金	3539.48	3763.21	116.85	135.55	157.23	资产负债率	63.54%	66.38%	59.77%	64.24%	63.00%
应收和预付款项	2765.91	2974.97	3621.69	4030.43	4846.03	投资资本/总资产	43.47%	51.63%	58.25%	65.07%	56.59%
存货	2014.83	2390.66	1347.46	2988.76	2041.25	带息债务/总负债	50.92%	59.09%	30.57%	45.95%	31.42%
其他流动资产	18.90	119.10	119.10	119.10	119.10	流动比率	1.27	1.09	0.65	0.63	0.56
长期股权投资	308.71	1902.34	2094.24	2314.92	2568.70	速动比率	0.96	0.80	0.47	0.36	0.39
投资性房地产	0.00	105.11	105.11	105.11	105.11	股利支付率	59.20%	0.00%	48.18%	48.18%	48.18%
固定资产和在建工程	4200.08	5070.50	6647.46	7242.42	7735.39	资产管理效率					
无形资产和开发支出	936.33	950.52	1013.99	1070.41	1119.78	总资产周转率	0.62	0.58	0.77	0.75	0.62
其他非流动资产	205.98	154.55	155.14	154.24	154.24	固定资产周转率	3.37	3.25	2.41	2.17	3.37
资产总计	13990.23	17430.95	15221.04	18160.95	18846.83	应收账款周转率	3.98	4.15	4.14	4.15	3.98
应付和预收款项	2231.44	3754.82	1699.09	5279.11	4648.91	存货周转率	3.53	3.41	7.02	3.67	3.53
其他负债	4335.28	4292.98	5878.87	5867.64	7705.47						
负债合计	2294.41	3082.05	1082.05	82.05	-917.95	业绩和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
资本公积	27.65	441.03	437.69	437.69	437.69	EBIT	451.41	628.42	803.51	1038.96	1297.72
留存收益	8888.77	11570.89	9097.70	11666.49	11874.12	EBITDA	683.66	894.61	1010.01	1434.01	1798.92
归属母公司股东权益	951.45	1010.39	1010.39	1010.39	1010.39	NOPLAT	332.98	411.34	540.70	719.29	914.47
少数股东权益	3169.91	3298.35	3298.35	3298.35	3298.35	净利润	321.42	424.28	540.85	750.46	959.14
股东权益合计	788.44	1405.48	1685.77	2074.68	2571.74	EPS	0.318	0.420	0.535	0.743	0.949
负债和股东权益合计	4909.80	5714.22	5994.51	6383.42	6880.47	BPS	4.859	5.655	5.933	6.318	6.810
						PE	22.92	17.36	13.62	9.81	7.68
						PEG	0.70	0.56	N/A	N/A	N/A
						PB	1.50	1.29	1.23	1.15	1.07
						PS	0.85	0.73	0.63	0.54	0.47
现金流量表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E						
经营现金流净流量	-630.11	-359.45	2596.82	-1107.22	3197.06						
投资性现金流净流量	-1012.47	-1541.31	-1705.80	-876.60	-846.87						
筹资性现金流净流量	2306.46	2532.92	-4537.38	2002.51	-2328.51						
现金流量净额	658.27	598.49	-3646.36	18.70	21.69						

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
电话：(023) 63725713
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
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn