

力帆股份(601777)公告点评

金融板块再下一城, 强化产业金融协同

事件:

- 力帆实业(集团)股份有限公司(以下简称“力帆股份”或“公司”)和下属子公司力帆国际(控股)有限公司(以下简称“力帆国际”)拟以自有资金分别出资3,400万元人民币和13,600万元人民币在上海自由贸易试验区投资设立力帆融资租赁(上海)有限公司。

点评:

- 金融租赁公司设立对公司发展具有重要作用, 是公司转型升级和跨界发展的重要举措, 一方面有利于公司更好的利用海外资源, 开展国际业务; 另一方面有利于公司整合产业链, 推动新能源汽车发展。
- 利用海外资源, 推动公司国际业务开展。公司50%以上的营收来自海外, 在上海自贸区设立融资租赁公司, 有利于力帆充分利用自贸区区位优势和政策优势, 发展海外市场。通过开展俄罗斯等重要海外市场的设备融资租赁业务, 更好的利用海外资源, 推动力帆乘用车和摩托车出口。
- 整合产业链, 推动新能源汽车发展。公司拟投资22亿元在河南建设新能源汽车项目, 前期主推低速电动汽车, 逐步实现混合动力轿车、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), 融资租赁公司设立有利于加强产业链的整合, 通过上下游产业的融资租赁业务开展, 为客户提供包括设备、运营、车辆、资金等全方位的解决方案, 促进汽车销售。
- 壮大金融板块, 加强产业与金融协同。融资租赁公司成立是力帆发展金融服务领域的又一次战略扩展和延伸。通过银行、财务公司、租赁公司等金融平台的搭建, 不仅提高公司的投资收益, 更有利于提高公司及上下游企业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。
- 投资建议: 我们预计2014年、2015年、2016年EPS分别为0.535元、0.743元、0.949元, 对应的动态市盈率分别为12.4倍、8.9倍、7.0倍。我们认为力帆向乘用车和金融业拓展逐步完善, 近日公司在天猫、国美、苏宁三大平台同步开设旗舰店, 进一步完善销售渠道, 业绩有望稳定增长。综合考虑公司当前的估值, 我们维持“增持”评级。
- 风险提示: 新车销量不达预期; 宏观经济不景气; 金融与制造业未有效协同。

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

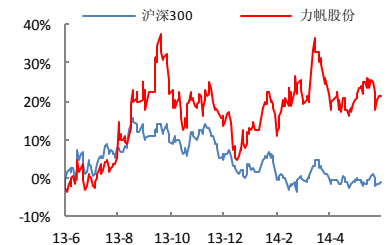
分析师: 徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xychao@swsc.com.cn

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

研究助理: 梁超
电话: 023-67791327
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)	4.91-7.34
总市值(亿元)	67.09
总资产(亿元)	167.87
每股净资产(元)	5.76

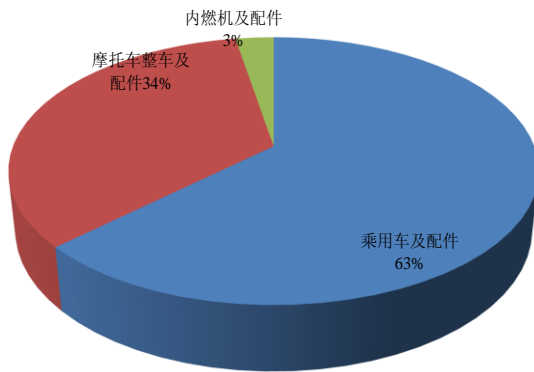
相关研究

- 力帆股份(601777): 乘用车销量大幅增长, 金融板块有序推进 (2014-06-12)
- 力帆股份(601777): 金融与产业互动发展, 助推产品结构调整 (2014-04-09)
- 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)

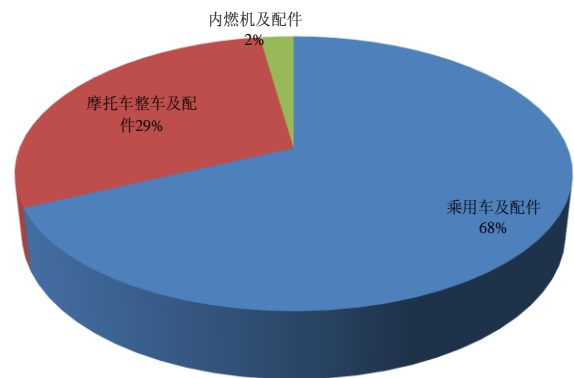
表 1: 力帆汽车新车投放时间

	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

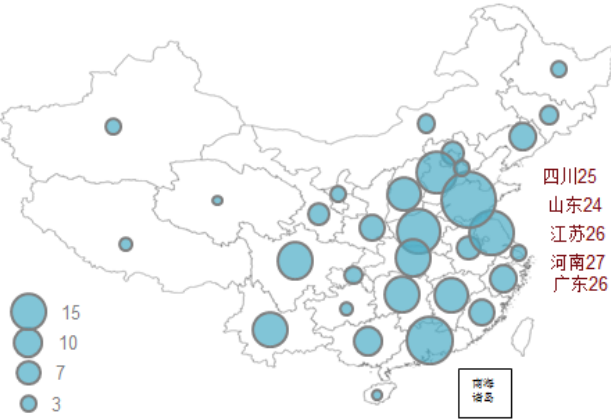
图 1: 公司 2013 年主营业务结构情况


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


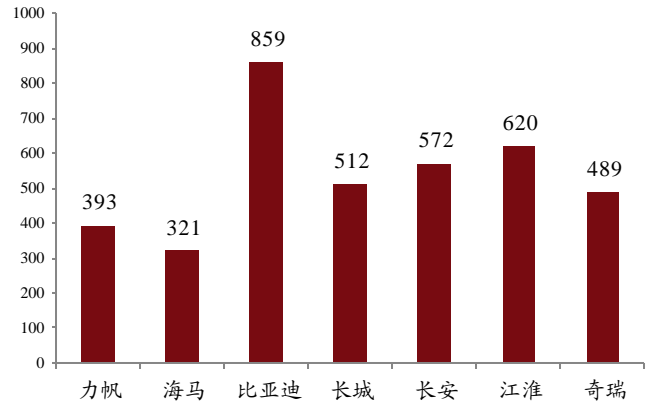
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 力帆汽车经销商数量区域布局



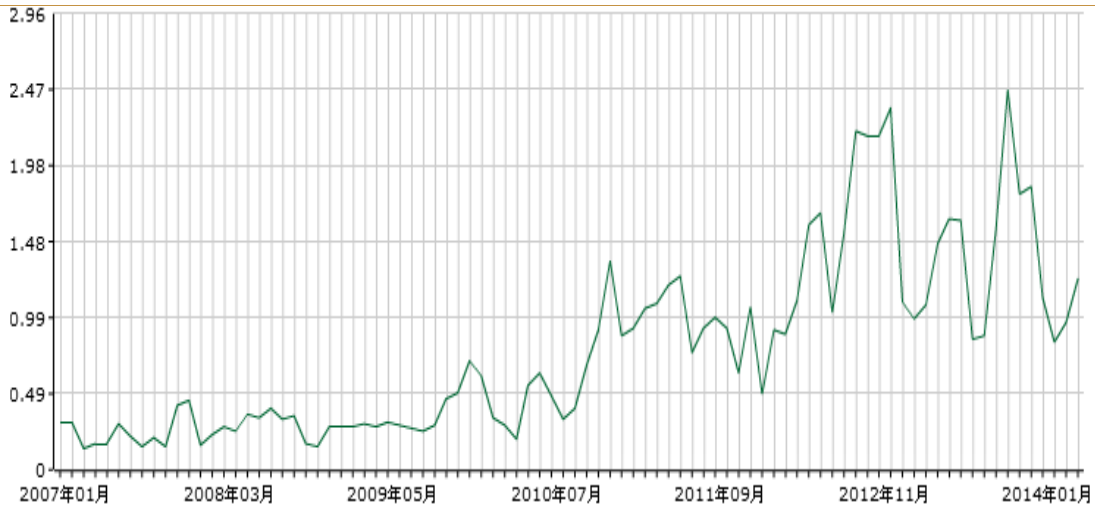
数据来源: 汽车点评网, 西南证券

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
营业收入	8678.74	10073.24	11684.95	13554.55	15723.28
减: 营业成本	7103.13	8160.36	9464.81	10979.18	12735.85
营业税金及附加	149.50	147.64	171.27	198.67	230.46
营业费用	573.83	716.68	817.95	921.71	1037.74
管理费用	477.70	582.97	677.73	759.05	849.06
财务费用	114.30	338.62	337.93	297.29	299.11
资产减值损失	7.40	23.95	26.00	28.00	30.00
加: 投资收益	20.16	173.13	191.90	220.68	253.78
营业利润	-3.94	-0.58	0.00	0.00	0.00
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	269.10	275.56	381.17	591.33	794.84
减: 所得税	77.33	174.83	201.26	231.68	266.66
净利润	346.43	450.39	582.43	823.01	1061.50
减: 少数股东损益	40.89	42.35	58.58	90.35	121.16
归属母公司股东净利润	305.54	408.04	523.85	732.66	940.34
资产负债表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	3539.48	3763.21	116.85	135.55	157.23
应收和预付款项	2765.91	2974.97	3621.69	4030.43	4846.03
存货	2014.83	2390.66	1347.46	2988.76	2041.25
其他流动资产	18.90	119.10	119.10	119.10	119.10
长期股权投资	308.71	1902.34	2094.24	2314.92	2568.70
投资性房地产	0.00	105.11	105.11	105.11	105.11
固定资产和在建工程	4200.08	5070.50	6647.46	7242.42	7735.39
无形资产和开发支出	936.33	950.52	1013.99	1070.41	1119.78
其他非流动资产	205.98	154.55	155.14	154.24	154.24
资产总计	13990.23	17430.95	15221.04	18160.95	18846.83
应付和预收款项	2231.44	3754.82	1699.09	5279.11	4648.91
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
资本公积	27.65	441.03	437.69	437.69	437.69
留存收益	8888.77	11570.89	9097.70	11666.49	11874.12
归属母公司股东权益	951.45	1010.39	1010.39	1010.39	1010.39
少数股东权益	3169.91	3298.35	3298.35	3298.35	3298.35
股东权益合计	788.44	1405.48	1685.77	2074.68	2571.74
负债和股东权益合计	4909.80	5714.22	5994.51	6383.42	6880.47
现金流量表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	-630.11	-359.45	2596.82	-1107.22	3197.06
投资性现金净流量	-1012.47	-1541.31	-1705.80	-876.60	-846.87
筹资性现金净流量	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

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收益率					
毛利率	18.15%	18.99%	19.00%	19.00%	19.00%
三费/销售收入	13.43%	16.26%	15.69%	14.59%	13.90%
EBIT/销售收入	5.20%	6.24%	6.88%	7.67%	8.25%
EBITDA/销售收入	7.88%	8.88%	8.64%	10.58%	11.44%
销售净利率	3.52%	4.05%	4.48%	5.41%	5.98%
资产获利率					
ROE	6.55%	7.42%	9.02%	11.76%	13.94%
ROA	3.23%	3.61%	5.28%	5.72%	6.89%
ROIC	8.51%	6.76%	6.01%	8.11%	7.74%
增长率					
销售收入增长率	0.56%	16.07%	16.00%	16.00%	16.00%
EBIT 增长率	-5.67%	39.21%	27.86%	29.30%	24.91%
EBITDA 增长率	2.69%	30.86%	12.90%	41.98%	25.45%
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%
经营营运资本增长率	253.18%	63.62%	-221.92%	192.55%	-194.86%
资本结构					
资产负债率	63.54%	66.38%	59.77%	64.24%	63.00%
投资资本/总资产	43.47%	51.63%	58.25%	65.07%	56.59%
带息债务/总负债	50.92%	59.09%	30.57%	45.95%	31.42%
流动比率	1.27	1.09	0.65	0.63	0.56
速动比率	0.96	0.80	0.47	0.36	0.39
股利支付率	59.20%	0.00%	48.18%	48.18%	48.18%
资产管理效率					
总资产周转率	0.62	0.58	0.77	0.75	0.62
固定资产周转率	3.37	3.25	2.41	2.17	3.37
应收账款周转率	3.98	4.15	4.14	4.15	3.98
存货周转率	3.53	3.41	7.02	3.67	3.53
业绩和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
EBIT	451.41	628.42	803.51	1038.96	1297.72
EBITDA	683.66	894.61	1010.01	1434.01	1798.92
NOPLAT	332.98	411.34	540.70	719.29	914.47
净利润	321.42	424.28	540.85	750.46	959.14
EPS	0.318	0.420	0.535	0.743	0.949
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

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