

锂电铅酸高低端全面布局 新能源车带来赶超契机

——力帆股份（601777）调研简报

2014年08月10日

推荐/首次

力帆股份

调研快报

关注 1: 汽车业务将是未来发展重点。

公司从摩托车起家，2006 年开始涉足汽车，目前主要涉及汽车、摩托车、通机三大块，汽车在收入中占比超过三分之二。摩托车和通机市场相对较小，行业增长乏力，汽车业务将是公司未来发展重点。

关注 2: 传统汽车业务重心逐渐转向 SUV，产品谱系逐渐清晰。

公司汽车业务目前覆盖轿车、SUV、微客在内的七八款车型。未来公司传统乘用车的重心将向 SUV 倾斜，公司在售 SUV 仅 X60 一款车型，后续公司将推出 X70、X80、X50、X40 等多款 SUV。再加上轿车 820 和一款 MPV，公司乘用车的产品谱系将基本完备。

关注 3: 新能源车带来赶超契机。

公司目前旗下纯电动车主要是控股的上海中科力帆。中科力帆为力帆与上海中科深江电动车辆等的合资公司。技术来源为中国科学院电动汽车研发中心。力帆两款纯电动车 LF7002EV 和 LF7002CEV 已进入上海市新能源补贴目录，其续航里程分别可达 170 公里和 150 公里。我们认为在传统汽油车方面，公司属于乘用车后进者，品牌技术积淀相对其他自主品牌有后发劣势。而在电动车方面，公司持续推进，与主流自主处于同一起跑线。此外，公司具有传统汽油车资产较轻的优势，若纯电动市场真正大规模启动，公司弹性很大。

关注 4: 铅酸锂电两条腿走路，做低速电动车的特斯拉。

公司在河南济源投资了低速电动车项目。主要针对蓬勃发展的低速电动车市场。济源项目初期将有三款车型，其中两款为原有 320 和 520 车型油改电。另外一款车型则更为低端的新车型，售价预计仅为 2 万左右。力帆是目前唯一真正涉足低速电动车的正规乘用车企业，相对目前低速电动车企业品质和技术优势明显。公司低速电动车产品除了将发动机系统改成电力驱动系统以外，其他与传统电动车无异。济源项目初期主要为铅酸电池电动车，价格可 PK 传统汽油车，后续使用成本则比锂电更低。而若低速锂电低速电动车在补贴后具备竞争力，公司也有充分锂电低速电动车储备。国内低速电动车在之前没有政府鼓励的情况下就取得了快速发展，目前政策方面已经逐渐对低速电动车转为正向态度。在高端纯电动性价比不明显的情况下，低速电动车市场有望率先启动。河南政府已承诺力帆低速电动车在河南上牌，济源项目年底即可投产，明年将成为公司主要增长点。

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

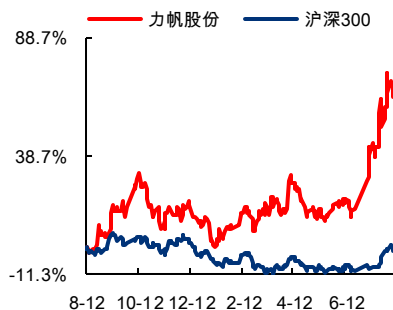
执业证书编号:

S1480512090002

交易数据

52 周股价区间 (元)	8.95-5.57
总市值 (亿元)	90.43
流通市值 (亿元)	85.15
总股本/流通 A 股 (万股)	101039/95145
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.96

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

结论:

公司在高端锂电和低速电动车方面均布局较早，且公司在乘用车中相对规模较小，目前市值不足百亿，若市场真正启动，将极具弹性。我们预计2014年、2015年、2016年EPS分别为0.49元、0.63元、0.76元，对应PE分别为18倍、14倍和12倍，给予“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	8343	9282	10094	11287	12054	营业收入	8679	10073	11273	13853	16356
货币资金	3533	3790	3890	3654	3008	营业成本	7103	8160	9127	11196	13219
应收账款	1344	1339	1622	1994	2354	营业税金及附加	150	148	180	221	261
其他应收款	298	331	371	456	538	营业费用	574	717	774	936	1073
预付款项	287	217	308	420	552	管理费用	478	583	636	776	908
存货	2015	2391	2631	3228	3811	财务费用	114	339	266	290	334
其他流动资产	9	112	112	112	112	资产减值损失	7.40	23.95	26.00	23.00	23.00
非流动资产合计	5707	8297	8735	9239	9662	公允价值变动收益	-3.94	-0.58	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	309	1902	2000	2000	2000	投资净收益	20.16	173.13	181.00	190.00	208.00
固定资产	2572.66	3100.13	#####	4718.07	5270.11	营业利润	269	276	446	601	746
无形资产	839	828	745	663	580	营业外收入	84.30	181.68	100.00	103.00	107.00
其他非流动资产	119	121	122	122	122	营业外支出	6.97	6.85	7.00	7.00	7.00
资产总计	14050	17578	18829	20525	21716	利润总额	346	450	539	697	846
流动负债合计	6619	8583	8975	10742	12015	所得税	41	42	57	74	90
短期借款	2231	3755	3592	4528	4938	净利润	306	408	482	623	757
应付账款	1956	2556	2626	3067	3549	少数股东损益	-16	-16	-15	-15	-15
预收款项	589	386	386	386	386	归属母公司净利润	321	424	497	638	772
一年内到期的非	0	399	399	399	399	EBITDA	1417	1666	1341	1687	1958
非流动负债合计	2330	3136	3137	3137	3137	BPS (元)	0.34	0.44	0.49	0.63	0.76
长期借款	412	1195	1195	1195	1195	主要财务比率					
应付债券	1883	1887	1888	1888	1888		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	8948	11718	12112	13879	15152	成长能力					
少数股东权益	192	146	131	116	101	营业收入增长	-13.8%	16.1%	11.91%	22.88%	18.07%
实收资本(或股	951	1010	1010	1010	1010	营业利润增长	-23.1%	385.7%	61.81%	34.88%	24.10%
资本公积	3170	3298	4176	4176	4176	归属于母公司净利润	17.1%	244.7%	17.08%	28.53%	20.85%
未分配利润	678	1243	1150	1030	885	获利能力					
归属母公司股东	4910	5714	6587	6530	6463	毛利率(%)	18%	19%	19%	19%	19%
负债和所有者权	14050	17578	18829	20525	21716	净利率(%)	4%	4%	4%	5%	5%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2%	2%	3%	3%	4%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	7%	7%	8%	10%	12%
经营活动现金流	-639	-520	1106	946	1232	偿债能力					
净利润	306	408	482	623	757	资产负债率(%)	64%	67%	64%	68%	70%
折旧摊销	1033.50	1052.31	0.00	796.29	877.07	流动比率	1.26	1.08	1.12	1.05	1.00
财务费用	114	339	266	290	334	速动比率	0.96	0.80	0.83	0.75	0.69
应付帐款的变化	0	0	69	442	482	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.70	0.64	0.62	0.70	0.77
投资活动现金流	-1012	-1541	-906	-1133	-1115	应收账款周转率	6	8	8	8	8
公允价值变动收	-4	-1	0	0	0	应付账款周转率	4.93	4.47	4.35	4.87	4.94
长期投资	309	1902	2000	2000	2000	每股指标(元)					
投资收益	20	173	181	190	208	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.44	0.49	0.63	0.76
筹资活动现金流	2306	2533	-101	-49	-764	每股净现金流(最新	0.69	0.47	0.10	-0.23	-0.64
短期借款	2231	3755	3592	4528	4938	每股净资产(最新摊	5.16	5.66	6.52	6.46	6.40
长期借款	412	1195	1195	1195	1195	估值比率					
普通股增加	0	59	0	0	0	P/E	26.49	20.38	18.20	14.16	11.72
资本公积增加	7	128	878	0	0	P/B	1.73	1.58	1.37	1.38	1.40
现金净增加额	655	472	100	-236	-647	EV/EBITDA	6.71	7.49	9.12	7.94	7.38

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。