

力帆股份(601777) 2014年中报点评

业绩稳定增长, 全面布局电动车

事件:

- **上半年业绩:** 公司实现营业收入 48.996 亿元, 同比增长 4.92%, 归属于母公司股东的净利润 2.38 亿元, 同比增长 34.82%, 基本每股收益 0.256 元。

点评:

- **业绩基本符合预期:** 1、乘用车稳定增长, 营收同比增长 10%, 摩托车营收小幅下滑(-4.7%); 2、重庆银行核算方法的改变, 上半年长期股权投资收益 1.55 亿元, 同比大幅增长, 剔除核算方法改变和股权激励费用影响, 主营小幅增长; 3、管理费用增加(人力成本和股权激励费用)、政府补助同比减少、坏账计提同比增加约 2000 万(出口增加, 回款周期加大)等因素吞蚀部分业绩。
- **业绩未充分释放, 下半年增速有望提升。** 1、由于统计口径原因, 半年报乘用车销量按照 5.9% 增速, 低于产销快报同比 10.9% 增速, 超 2000 余辆或在下半年实现销售; 2、去年同期获得 5480 万节能惠民补贴, 由于今年政策细则暂未出台, 补贴未落实, 预计今年 3 季度出台补贴目录; 3、出口大幅增长, 伊朗市场乘用车订单大增。
- **新能源汽车投入加大, 今后三年密集上市。** 电动汽车是力帆的重点投资领域, 2015 年 3 款低速电动汽车上市, 其中同期推出两款锂电版, 2016 年三款锂电电动汽车上市, 含一款高速电动车 720EV。新能源汽车将引来密集投放期。
- **依托河南市场, 扩张低速电动汽车。** 2015 年 3 款低速电动汽车上市销售, 售价我们预计分别在 2 万、4 万、5 万元左右, 还有多款在研车型。力帆工厂设置在河南济源, 河南农村人口数量、消费升级潜在客户(摩托车和自行车保有量)均超过山东市场, 我们预计河南需求空间超过 50 万辆。力帆投资的先决条件是在河南省内销售和上路。作为乘用车企业, 力帆在生产资质和销售市场准入均具有较好的保障, 力帆有望迅速占领河南市场。
- **投资建议:** 考虑到公司低速电动汽车布局加速和出口市场大幅增长, 我们小幅上调 2014 年-2016 年 EPS 分别至 0.598 元、0.786 元、1.079 元(暂不考虑定增摊薄), 调前分别是(0.535 元、0.743 元、0.949 元), 对应的动态市盈分别是 14.9 倍、11.3 倍和 8.3 倍。考虑到低速电动汽车行业即将全面突破, 公司传统产品稳定增长, 并结合当前估值, 我们上调公司为“买入”评级。
- **风险提示:** 全球经济不景气; 电动车进展不及预期; 新车销量不及预期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	10073.24	11424.94	14373.50	18100.46
增长率	16.07%	13.42%	25.81%	25.93%
归属母公司净利润(百万元)	424.28	604.38	794.13	1090.06
增长率	32.00%	42.45%	31.40%	37.26%
每股收益 EPS(元)	0.420	0.598	0.786	1.079
净资产收益率 ROE	7.42%	10.00%	12.25%	15.39%
PE	20.84	14.63	11.13	8.11
PB	1.55	1.46	1.36	1.25

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

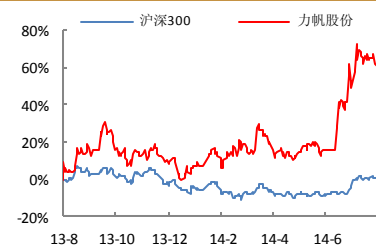
分析师: 徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理: 高翔
电话: 023-67898841
邮箱: 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)	5.38-9.63
总市值(亿元)	88.91
总资产(亿元)	183.91
每股净资产(元)	5.68

相关研究

1. 力帆股份(601777): 外汇集中运营获批, 助推业务国际化 (2014-07-25)
2. 力帆股份(601777): 渠道优势加技术积累, 乘用车销量大幅增长 (2014-07-10)
3. 力帆股份(601777): 金融板块再下一城, 强化产业金融协同 (2014-06-25)

业绩预测调整说明：

基于力帆低速电动汽车投放进度加速和乘用车产销增长明显好转，我们小幅上调公司业绩预测，并上调公司为“买入”评级。具体：1、低速电动汽车政策逐渐明朗，力帆是当前 A 股提前大规模布局该市场的唯一整车企业，立足国内需求空间最大河南市场，准入门槛和河南市场上路牌的风险较低，市场空间大，公司 3 款低速电动汽车有望年底下线上市销售，我们认为低速电动汽车板块有望迎来快速增长，有望提升公司想象空间；2、公司乘用车板块销量明显好于去年同期，上半年乘用车会计统计销售收入同比增长 5.9%，增速好于去年全年增速，但仍明显低于同期产销快报 10.9% 增速，约 2000 余辆销量有望在下半年实现；3、海外销售订单加大，公司上半年海外市场销量明显增加，尽管今年俄罗斯市场有所下滑，伊朗市场出口和订单出现大幅增长（伊朗市场乘用车 2013 年销售约 1.1 万辆，今年上半年销量约 1 万辆，全年或有望超过 3 万辆），下半年增速有望持续提高。基于以上主要原因，我们对力帆股份的盈利预测进行重新调整，基本假设如下：

（1）燃油乘用车：我们预计营业收入 2014-2016 年增速分别为 20%、25%、25%，毛利率分别为 23%、24%、25%。假设支撑：1、力帆 2014 年上半年乘用车销量增速 5.9%，远低于产销快报的 10.9% 增速，部分销售车型有望在下半年实现；2、今年下半年有 2 款以上车型上市，包括新款 SUV X50，力帆第一款 SUV X60 上市以来，逐步上量，当前月均销量 5000 辆以上；3、海外市场销售渠道已初步建成，海外市场出口有望进入快速增长期；4、公司海外市场售价和毛利率较高，乘用车毛利率有望持续调高。

（2）力帆摩托车整车及配件：我们预计营业收入 2014-2016 年增速均为 2%，毛利率均为 15.5%。假设支撑：摩托车市场销量处于下滑态势，力帆通过产品创新，围绕摩托车休闲化、运动化、个性化推出大排量、高附加值产品，在行业销量下滑的情况下，近 4 年年均增速超过 4%；2、针对物流市场积极布局混合动力摩托车，近年有望投放市场。

（3）内燃机及配件：我们预计营业收入 2014-2016 年增速均为 8%，毛利率均为 15%。公司内燃机产品主要是配套两轮和三轮摩托车，两轮摩托车行业国内产销下滑，但是其海外市场出口及三轮摩托车市场有所回暖，上半年营收同比增长 3.56%，毛利率为 13.57%，参照此我们进行如上假设。

（4）主营其他收入：我们参照 2014 年半年报及今年业绩，预计 2015-2016 年分别为 3000 万元、3600 万元、4200 万元，毛利率分别为 50%。

（5）电动汽车：我们预计 2015-2016 年销量分别为 1.8 万辆（1.5 万辆铅酸版+0.3 万辆锂电版）、5 万辆（4.5 万辆铅酸版+0.5 万辆锂电版），按照铅酸版 3 万元/辆和锂电版 15 万元/辆的均价，营业收入分别为 9 亿元、21 亿元、分别为 20%、22%。假设支撑：1、力帆低速电动汽车预计年底下线，2015 年开始上市销量，一班产能 3 万辆，我们认为河南市场需求旺盛，力帆依托自身产品优势和渠道优势，实现快速增长；2、低速电动汽车结构相对乘用车简单，毛利率与传统乘用车差不多，并通过规模化生产后，有望提高。

（6）金融板块：对重庆银行投资收益我们预计 2014 年全年为上半年收益的 2 倍，并以此为基数 2015 年、2016 年平均 20% 增速，预计 2014-2016 年分别贡献投资收益 3.71 亿、4.45 亿、5.34 亿元；财务公司预计 2014-2016 年分别贡献投资收益 0.15 亿、0.25 亿、0.4 亿元；融资租赁公司分别贡献净利润 0 亿、0.1 亿、0.3 亿元。

表 1: 力帆股份财务数据按项目拆分预测表

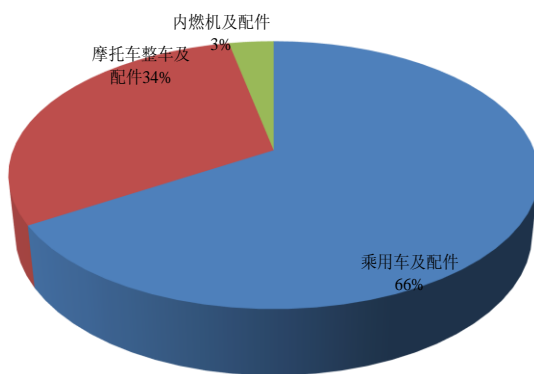
	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
燃油乘用车及配件				
收入 (万元)	629,668.71	755,602.45	944,503.07	1,180,628.83
增速	47.1%	19.4%	24.2%	24.2%
毛利 (万元)	129,642.14	158,676.51	203,068.16	259,738.34
毛利率 (%)	20.6%	21.0%	21.5%	22.0%
摩托车整车及配件				
收入 (万元)	341,353.19	348,180.25	355,143.86	362,246.74
增速	7.5%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利 (万元)	52,762.73	53,967.94	55,047.30	56,148.24
毛利率 (%)	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
内燃机及配件				
收入 (万元)	27,773.39	28,884.33	30,039.70	31,241.29
增速	-9.2%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利 (万元)	4,087.52	4,332.65	4,505.95	4,686.19
毛利率 (%)	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
其他				
收入 (万元)	900.02	3,000.00	3,600.00	4,200.00
增速	-1.9%	233.3%	20.0%	16.7%
毛利 (万元)	489.08	1,500.00	1,800.00	2,100.00
毛利率 (%)	54.3%	50.0%	50.0%	50.0%
电动车				
收入 (万元)	0	0	90,000.00	210,000.00
增速	0	0	∞	133%
毛利 (万元)	0	0	18000	46200
毛利率	0	0	20%	22%
产品总营收				
营收 (万元)	999,695.31	1,135,667.03	1,423,286.62	1,788,316.85
增速	16.3%	13.6%	25.3%	25.6%
毛利 (万元)	186,981.5	218,477.1	282,421.4	368,872.8
毛利率	18.7%	19.2%	19.8%	20.6%

数据来源: wind, 西南证券

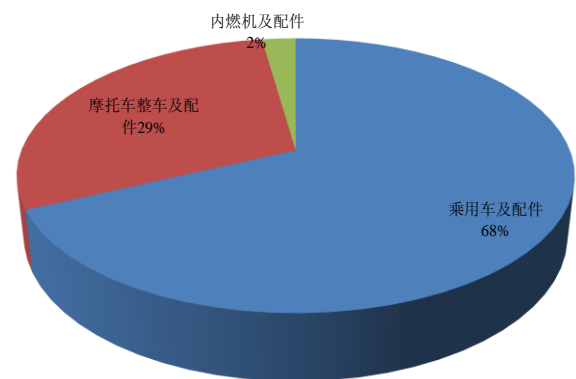
表 2: 力帆汽车新车投放时间

	2006	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
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				
低速电动车（铅酸）									3款	
电动车（锂电）									2款	3款

数据来源: 公司公告, 西南证券

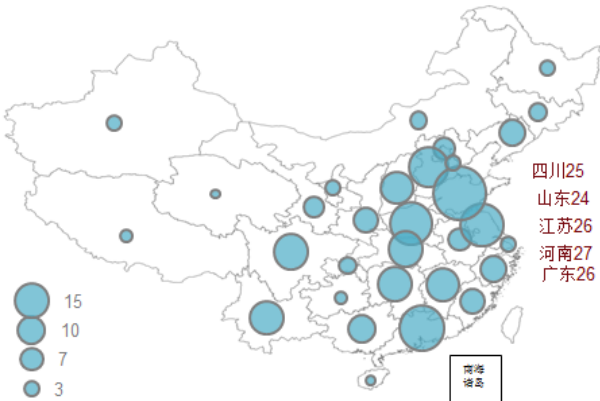
图 1: 公司 2014 年上半年主营业务结构情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 公司 2014 年上半年主营业务毛利情况


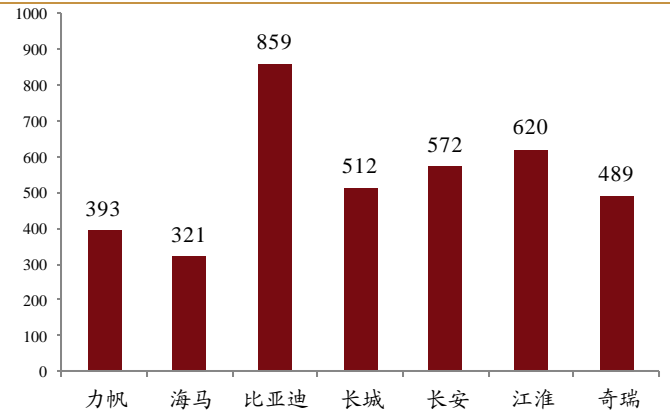
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 力帆汽车经销商数量区域布局



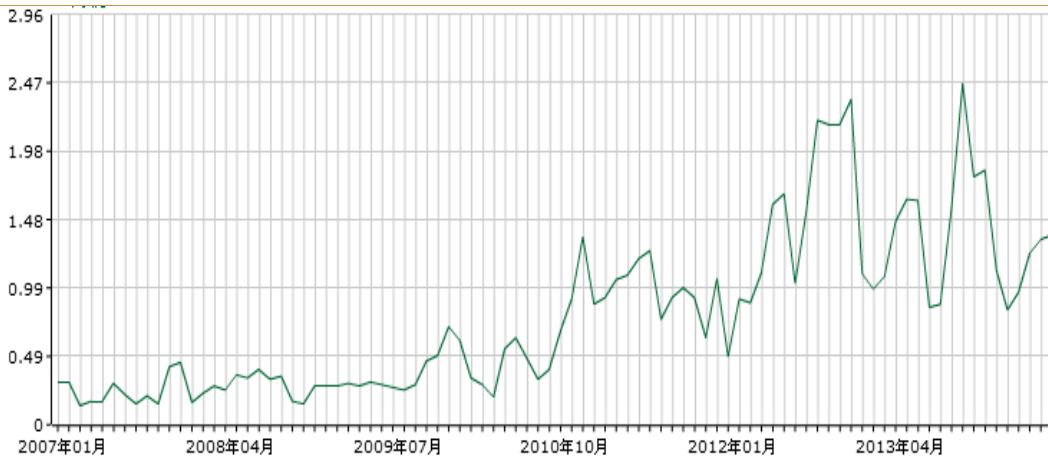
数据来源: 汽车点评网, 西南证券

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 3: 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	11367.78	13956.42	17710.62	收益率					
减: 营业成本	7103.13	8160.36	9060.22	10954.94	13544.07	毛利率	18.15%	18.99%	20.30%	21.51%	23.53%
营业税金及附加	149.50	147.64	166.62	204.56	259.58	三费/销售收入	13.43%	16.26%	17.15%	17.43%	17.61%
营业费用	573.83	716.68	773.01	935.08	1168.90	EBIT/销售收入	5.20%	6.24%	8.41%	9.68%	11.71%
管理费用	477.70	582.97	670.70	823.43	1044.93	EBITDA/销售收入	7.88%	8.88%	14.55%	17.61%	19.48%
财务费用	114.30	338.62	505.91	674.01	905.38	销售净利率	3.52%	4.05%	5.08%	5.83%	7.31%
资产减值损失	7.40	23.95	25.00	26.00	27.00	资产获利率					
加: 投资收益	20.16	173.13	277.72	333.33	400.08	ROE	6.55%	7.42%	9.94%	13.01%	18.56%
营业利润	269.10	275.56	443.55	671.23	1160.34	ROA	3.23%	3.61%	5.10%	5.86%	7.12%
加: 其他非经营损益	77.33	174.83	187.50	228.08	291.35	ROIC	8.51%	6.76%	7.72%	7.81%	9.65%
利润总额	346.43	450.39	631.05	899.31	1451.70	增长率					
减: 所得税	40.89	42.35	53.07	84.97	157.82	销售收入增长率	0.56%	16.07%	12.85%	22.77%	26.90%
净利润	305.54	408.04	577.98	814.34	1293.88	EBIT 增长率	-5.67%	39.21%	52.08%	41.34%	53.59%
减: 少数股东损益	-15.88	-16.24	-23.00	-32.41	-51.50	EBITDA 增长率	2.69%	30.86%	84.84%	48.63%	40.37%
归属母公司股东净利润	321.42	424.28	600.98	846.75	1345.38	净利润增长率	-18.60%	33.55%	41.65%	40.89%	58.89%
						总资产增长率	29.85%	24.59%	7.58%	23.02%	26.23%
						股东权益增长率	3.00%	16.38%	5.78%	7.70%	11.37%
						经营营运资本增长率	253.18%	63.62%	-7.60%	143.23%	20.48%
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	113.68	139.56	177.11	资产负债率	63.54%	66.38%	67.11%	71.39%	74.97%
应收和预付款项	2765.91	2974.97	3432.95	4423.12	5522.76	投资资本总资产	43.47%	51.63%	68.62%	70.80%	65.39%
存货	2014.83	2390.66	2938.87	3907.96	5121.42	带息债务总负债	50.92%	59.09%	53.78%	59.75%	60.73%
其他流动资产	18.90	119.10	119.10	119.10	119.10	流动比率	1.27	1.09	0.70	0.64	0.58
长期股权投资	308.71	1902.34	2480.06	3213.39	4013.48	速动比率	0.96	0.80	0.38	0.34	0.31
投资性房地产	0.00	105.11	105.11	1905.11	1975.11	股利支付率	59.20%	44.85%	45.00%	45.00%	45.00%
固定资产和在建工程	4200.08	5070.50	8455.14	8238.79	9691.43	资产管理效率					
无形资产和开发支出	936.33	950.52	924.78	901.05	878.32	总资产周转率	0.62	0.58	0.61	0.60	0.61
其他非流动资产	205.98	154.55	183.14	222.34	1622.44	固定资产周转率	3.37	3.25	2.55	2.48	2.57
资产总计	13990.23	17430.95	18752.85	23070.42	29121.15	应收账款周转率	3.98	4.15	4.25	3.89	4.06
应付和预收款项	4335.28	4292.98	5478.83	6291.42	8234.27	存货周转率	3.53	3.41	3.08	2.80	2.64
其他负债	27.65	441.03	338.34	338.34	338.34						
负债合计	8888.77	11570.89	12585.26	16469.53	21831.80	业绩和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
资本公积	3169.91	3298.35	3298.35	3298.35	3298.35	EBIT	451.41	628.42	955.73	1350.82	2074.73
留存收益	788.44	1405.48	1736.02	2201.73	2941.69	EBITDA	683.66	894.61	1653.63	2457.72	3449.92
归属母公司股东权益	4909.80	5714.22	6044.76	6510.47	7250.43	NOPLAT	332.98	411.34	695.08	1004.75	1576.30
少数股东权益	191.66	145.83	122.83	90.42	38.92	净利润	321.42	424.28	600.98	846.75	1345.38
股东权益合计	5101.46	5860.06	6167.59	6600.89	7289.35	EPS	0.318	0.420	0.595	0.838	1.332
负债和股东权益合计	13990.23	17430.95	18752.85	23070.42	29121.15	BPS	4.859	5.655	5.983	6.444	7.176
						PE	27.51	20.84	14.71	10.44	6.57
						PEG	0.72	0.44	N/A	N/A	N/A
						PB	1.80	1.55	1.46	1.36	1.22
						PS	1.02	0.88	0.78	0.63	0.50
现金流量表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E						
经营净现金流量	-630.11	-359.45	1269.26	725.38	2301.62						
投资净现金流量	-1012.47	-1541.31	-4254.87	-2938.63	-4455.05						
筹资净现金流量	2306.46	2532.92	-663.92	2239.13	2190.97						
现金流量净额	658.27	598.49	-3649.53	25.89	37.54						

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