

力帆股份(601777)深度报告

打造低速电动车领域“特斯拉”

投资要点

- 投资逻辑:** 1、低速电动汽车市场空间近1000亿,有望于明年迎来全国性高速增长期; 2、河南市场低速电动汽车需求空间或超过50万台,力帆具有明显竞争优势; 3、力帆有望依托“产品+技术+销售+服务”等优势组合,立足河南市场,成为国内低速电动车领域“特斯拉”,带动业绩高速增长。
- 低速电动汽车市场空间超千亿,有望迎来爆发式增长。** 能源危机、道路交改善等因素带来电动车需求快速增长,我们预计在明年6月份前,国家层面低速电动汽车管理政策将出台,全国市场有望全面放开,低速电动车产销迎来爆发式增长,预计2018年-2020年将超过350万辆的销售规模,按照3万元的均价计算,市场空间超过1000亿元。
- 山东地方政策放开下迅猛发展,河南市场潜力最大。** 山东是我国最先发展低速电动汽车的省份,并出台了相关的地方管理条例、地方技术标准,组建了技术产业联盟。2011-2015年山东销量复合增长率约40%,远高于传统汽车行业的增速。山东、河南、河北,京津地区需求空间较大,其中河南在总人口、农村人口上均高于其他省市,且从自行车保有量角度参考计算,河南市场空间超过山东,我们预计将超过50万辆。
- “产品+技术+渠道+服务”优势,打造低速电动车领域“特斯拉”。** 力帆依托中科院技术(620E获得上海补贴目录),对电动汽车进行多产品布局,有望依托力帆乘用车技术和摩托车的销售渠道,通过深耕河南市场,迅速打造成为国内低速电动车领域的“特斯拉”。
- 投资建议:** 我们预计公司2014-2016年EPS分别为0.598元、0.786元、1.079元(暂不考虑定增摊薄),对应的动态市盈分别是14.6倍、11.1倍和8.0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,我们维持公司“买入”评级。
- 股价催化剂:** 低速电动车政策全国层面出台; 电商公司成立; 信息化拓展。
- 风险提示:** 宏观经济不景气; 低速电动汽车国家层面政策迟迟未出台; 新能源汽车生产基地建设进度不达预期; 新车销量不达预期; 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	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	11.06	7.96
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

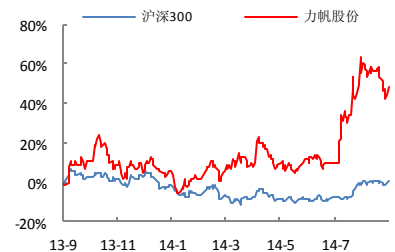
分析师: 徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理: 高翔
电话: 023-67898841
邮箱: gaoo@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)	5.44-9.63
总市值(亿元)	84.67
总资产(亿元)	183.91
每股净资产(元)	5.68

相关研究

- 力帆股份(601777): 业绩稳定增长, 全面布局电动车 (2014-08-25)
- 力帆股份(601777): 外汇集中运管获批, 助推业务国际化 (2014-07-25)
- 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)

目 录

一、市场空间超千亿，将迎来爆发期	1
二、山东最先发展，河南市场潜力最大	3
三、力帆立足河南，打造低速电动车龙头	6
四、核心优势：“产品+技术+渠道+服务”	6
产品：多系列布局电动汽车，多款新车年底上市	6
技术：多年积累，具备核心竞争力	8
渠道：契合紧密，有利于产品迅速铺开	9
服务：做品质、卖服务，力争行业服务标杆	11
五、投资建议与盈利预测	11
六、风险提示	13

插图目录

图 1: 山东低速电动车销量高速增长（万辆）	3
图 2: 力帆电动汽车中长期布局	6
图 3: 力帆电动汽车 ER01（铅酸与锂电）	7
图 4: 力帆电动汽车 320EV（铅酸与锂电）	7
图 5: 力帆电动汽车 520EV（铅酸与锂电）	7
图 6: 力帆锂电微型电动汽车 320EV（新款）	7
图 7: 力帆锂电微型电动汽车 520EV（新款）	7
图 8: 力帆高速电动汽车 720E	7
图 9: 力帆 620EV 纯电动轿车	9
图 10: 力帆 620CEV 纯电动轿车	9
图 11: 力帆销售和服务国内布局图	10

表格目录

表 1: 电动汽车经济性比较分析	1
表 2: 低速电动车主要潜在市场覆盖面广	2
表 3: 全国低速电动汽车需求空间超过 350 万辆	3
表 4: 山东省电动汽车主要生产企业及产能	4
表 5: 河南省部分地区低速电动汽车管理办法	4
表 6: 河南主要低速电动汽车企业介绍	5
表 7: 力帆 320E 与同级别车型对比分析	8
表 8: 中科力帆电动车参数表	9
表 9: 力帆电动车经销商招商项目	10
表 10: 力帆股份财务数据按项目拆分预测表	12
表 11: 财务预测表	14

一、市场空间超千亿，将迎来爆发期

能源危机、道路交通改善等因素带来电动车需求快速增长，我们认为在明年6月份前，低速电动汽车出台国家层面的政策，全国市场有望全面放开，低速电动车产销迎来爆发式增长，预计2018年-2020年将达到超过350万辆的规模，按照3万元的均价计算，市场空间有望超过1000亿元。

低速电动汽车从使用人群结构来看主要是我国45-70岁之间，主要是自行车、电动自行车、两轮摩托和三轮摩托的用户需求升级，市场主要集中在我国的山东、河南、河北等省市。需求旺盛的原因：

1、能源危机。国际能源机构统计数据表明，全球57%的石油消费用于交通领域，预计到2020年交通领域石油消耗占比将达到62%。而中国石油经济技术研究院发布的数据显示，2014年我国原油消费量为5.08亿吨左右，国内原油产量为2.1亿吨左右，原油进口量约为2.98亿吨，对外依存度为58.66%，逼近59%。低速电动车属于电动车，使用起来无污染，有利于保护环境，降低我们石油对外依存度。

2、城乡居民收入水平提高。2013年我国城镇居民人均可支配收入2.7万元，是2000年的429%，农村居民人均纯收入8895.9元，是2000年的395%。随着收入水平提高，生活水平改善带来汽车需求增大，低速电动车更适合于城乡低收入人群，其具有汽车的外形，汽车代步的功能，又有使用成本低的优势。是摩托车、三轮车、电动自行车最合适的升级换代产品。

3、道路交通改善。当前中国道路交通改善明显，随着城镇化的快速推进、农村公路“村村通”工程实施，城乡地区对交通便捷和汽车的需求日渐旺盛，对购买能力之内的电动车需求逐渐旺盛。

4、购置成本和使用成本较低。相对于传统的燃油乘用车和锂电纯电动汽车，在不需要国家补贴的情况下，铅酸版低速电动汽车仍具有比较明显的成本优势。具体如表1：

表1：电动汽车经济性比较分析

	微型电动车（锂电）	同级别汽车	低速电动汽车（铅酸）	同级别微车	
购车成本	10.8万元	10万元	3万元	3万元	
电池成本	6*1=6万元	—	0.8*5=4万元	—	
能耗成本	能源单价	0.48元/Kwh	7.29元/L	0.48元/Kwh	7.29元/L
	百公里能耗	10Kwh	8L	10Kwh	5L
	百公里能耗成本	4.8元/100Km	58.32元/100Km	4.8元	36.45元
	10万公里能耗成本	0.48万元	5.83万元	0.48万元	3.65万元
维修成本	0.9万元	4.5万元	0.9万元	3万元	
政府补贴	6万元	—	—	—	
总成本	12.2万元	20.3万元	8.4万元	9.7万元	

数据来源：公开资料，西南证券

分析可知，微型电动车在享受了国家和地方政府的补贴后，全生命周期具有约 6 万元的政府补助带来的成本优势，低速电动汽车不享受国家补贴相对微型电动车也具有约 2 万元的购车成本优势，若考虑到 10 万公里的使用里程，低速电动汽车在总成本上相对微型电动车和燃油车优势明显。

从市场需求的区域性来看，低速电动汽车在国内市场可以分为几个梯队，我国的山东、河南、河北，京津地区为第一梯队，江苏、云南、四川、山西为第二梯队，湖南、湖北、江西及其他地区为第三梯队。

表 2：低速电动车主要潜在市场覆盖面广

地区	总人口(万)	总人口排名	乡村人口数(万)	乡村人口比重(%)	乡村人口排名	平原面积(万平方公里)
广东	10594	1	3454	32.60	6	3.6
山东	9685	2	4607	47.57	2	8.6
河南	9406	3	5415	57.57	1	9.4
四川	8076	4	4561	56.47	3	2.4
江苏	7920	5	2930	37.00	8	7.1
河北	7288	6	3877	53.20	4	7.7
湖南	6639	7	3542	53.35	5	2.8
安徽	5988	8	3204	53.50	7	3.5
湖北	5779	9	2687	46.50	10	3.7
浙江	5477	10	2016	36.80	14	2.4
全国	135404	—	64222	47.43	—	115

数据来源：2012 年《中国统计年鉴》，公开资料，西南证券

为了更加严谨的估算低速电动汽车市场空间，我们从山东市场对比视角对低速电动汽车市场需求予以衡量。

参照推算：以山东自行车为参照，全国电动车需求 355 万辆，河南市场超过 50 万辆

考虑到低速电动汽车是电动自行车、摩托车用户的消费升级，且使用区域适用性相同，因此，我们采用山东相对全国发展指标最好(为保守估计)的农村居民自行车数据作为参照，估算出全国低速电动汽车市场需求空间为 355 万辆。核心假设：山东低速电动汽车市场空间需求在 50 万辆。

参照物选择：山东市场低速电动车快速发展，但从山东百户居民保有量来看：村镇居民摩托排在第 6 名、农村居民摩托排在 18 名、城镇居民自行车排在第 5 名、农村居民自行车排在第 4 名。尽管山东省低速电动车发展处于我国前列，但是低速电动汽车潜在的客户（自行车和摩托车用户）数量也仅仅处于中上水平，河南、河北等其他省份对低速电动汽车存在较大需求。考虑到低速电动汽车是电动自行车、摩托车用户的消费升级，我们采用山东相对全国发展指标最好(为保守估计)的农村居民自行车数据作为参照。

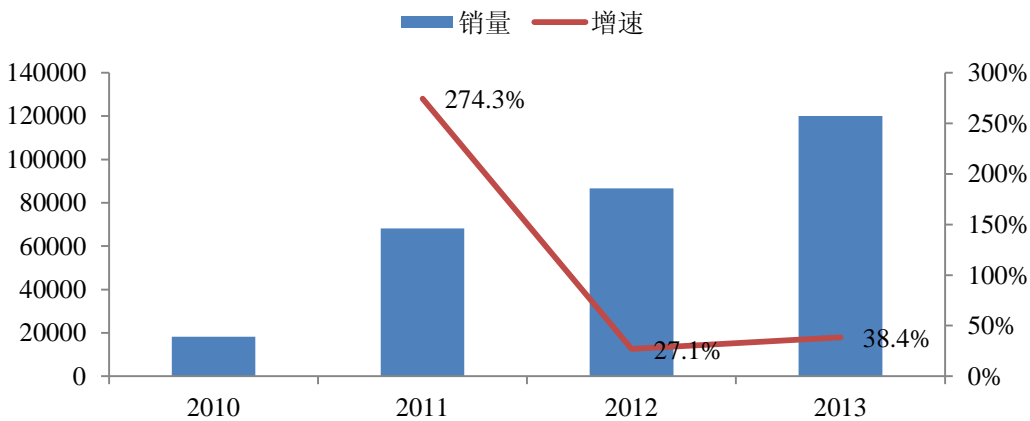
估算方法：通过山东和全国两层级的市场农村人口数加权，按照相同比例计算全国低速电动汽车需求空间。计算假设：1、山东低速电动汽车市场空间需求为 50 万辆；2、山东平均每户人口数与全国户均人口相同（均为 3.5 人/户）。

表 3: 全国低速电动汽车需求空间超过 350 万辆

	农村居民家庭平均每百户拥有自行车量 (辆/百户)	农村人口 (万)	山东农村户数 (万户)	自行车总数 (万辆)	低速电动车 (万辆)
山东	155.21	4607.14	1316.33	2043.07	50
全国	78.97	64222	18349.14	14490.32	354.62

数据来源: 国家统计局, 西南证券

核心假设支撑: 山东省我国低速电动车发展速度最快的省份, 2013 年山东省对约 22 家低速电动汽车进行统计后销量已经达到 12 万辆的水平 (数据来源于山东省汽车工业协会), 山东低速电动汽车市场企业超过 100 家。根据草根调研了解, 山东市场 2013 年销量或超过 30 万辆。尽管今年受到“3.15”影响明显, 但是仍旧保持高速增长, 我们预计山东市场需求在近三年内有望超过 50 万辆规模。而河南、河北、江苏等省市在潜在购买人口基数、驾驶环境等各方面条件下均与山东类似, 市场需求同样广阔。

图 1: 山东低速电动车销量高速增长 (万辆)


数据来源: Wind, 西南证券

二、山东最先发展，河南市场潜力最大

山东是我国最先发展低速电动汽车的省份, 并出台了相关的地方管理条例、地方技术标准, 组建了技术产业联盟。2011-2015 年低速电动车销量复合增长率约 40% 左右, 远高于传统汽车行业的增速。

山东市场具有先发优势, 市场相对成熟, 竞争相对较为充分。山东生产低速电动车的企业有时风集团、济南宝雅、山东比德文电动车业、滨州市红星车业、德州富路车业、山东英克莱集团、山东海滨车业、青岛澳柯玛、泰安航天特车业有限公司等 20 多家企业。

表 4: 山东省电动汽车主要生产企业及产能

企业名称	产地	生产车型	年产能	年销量	2011年产量
时风集团	山东	电动汽车、电动观光车	20万	5万	5万
宝雅	山东	电动二轮车、电动四轮、电动沙滩车、电动高尔夫球车	5万	0.5万	0.4万
比德文	山东	电动自行车、电动轿车	200余万	200余万	200余万
红星车业	山东	农用三轮、四轮、轻卡、电动轿车、收割机	10万	5万	5万

数据来源：公开资料，西南证券

山东是低速电动车发展最好的省份，河南、江苏、河北等地次之。河南有雅狮电动车有限公司、河南银泰新能源汽车有限公司等。江苏省苏州、无锡、常州、南京、扬州、盐城、宿迁等多个市有电动四轮车生产企业，如知名度较高的新日、雅迪电动四轮车，但总体以生产观光车、特殊场地用车为主，低速电动四轮乘用车以出口为主。

重点看好河南市场，理由：

1、农村人口多。河南省人口众多，地区分布也以农村、乡镇居多，低速电动车发展的空间更大，2012年全省乡村人口共计 5415.03 万人，是全国各省市乡村人口唯一达到 5000 万的省，农村地区是低速电动车的主力消费人群。

2、电动车产业基础好。电动自行车、摩托车产量都居全国各省市前列，且铅酸电池产业也已形成规模，电池的回收体系相对健全，对电动车的生产和服务配套相对完善，力帆投资建厂的河南济源是我国最大的铝业基地和蓄电池极板生产基地。

3、地方政府支持。河南对低速电动车产业持支持态度。驻马店市近期出台了电动汽车管理试行办法，允许低速电动车上牌上路，并对有条件的车型给予补贴。且 2013 年 8 月，河南省汽车行业技术创新专题研讨会聚焦低速电动车，为更好地促进完成 2012 年已列入河南省地方标准计划（汽车协会牵头组织）的河南省地方标准《低速电动车通用技术条件》起草任务，促进河南省低速电动车管理办法尽快出台。

表 5: 河南省部分地区低速电动汽车管理办法

地区	规章
洛阳	<p>洛阳市：《洛阳市低速四轮电动车生产及管理暂行办法》已经市政府常务会议研究通过，于 2014 年 3 月 1 日起实施。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、购买低速四轮电动车的消费者需携带车辆出厂合格证、购买凭证、身份证明和保险记录表及车架号、电机号拓印件前往销售点，填写车辆上牌注册登记表并将登记备案资料提交给生产企业，生产企业按《办法》要求办理登记手续，并报相关部门备案，备案后将车辆牌照和行驶证发给购买者。 2、低速四轮电动车驾驶人员应取得由交通管理部门确定的 C3 及以上驾驶证，按照《道路交通安全法》及相关规定对其进行管理。 3、低速四轮电动车参照国家车辆管理有关规定每年进行年检。年检项目和标准由市公安局、市质监局针对车辆外观、底盘、制动、转向、灯光等方面确定，由生产企业负责实施。市工信局相关负责人表示，每年 1 月至 3 月，消费者可前往各生产企业设洛阳市辖区的检测点年检。 4、一旦低速四轮电动车发生交通事故，有关部门将参照机动车，按照相关法律和规定依法进行处理。 5、低速四轮电动车允许在我市中心城区以外的城市区域内及各县(市)二级以下(含二级)公路及城市道路行驶，行驶时走机动车道并靠右侧行驶。 6、购买低速四轮电动车时，消费者应参照机动车，向国家认可的保险机构购买保险。年检时应审核保险购置情况，未按规定续保的，生产企业不得对车辆进行年检，未按时年检或年检不合格的低速四轮电动车不得上路行驶。 7、外地品牌低速四轮电动车也能办理牌照，前提是相关企业应到市工信局和市公安局对产品进行备案。 8、低速四轮电动车的报废期限为 8 年或行驶 20 万公里，报废程序参照国家车辆管理有关规定执行。

地区	规章
驻马店	驻马店市：驻马店市出台了电动汽车管理试行办法，允许低速电动车上牌上路，并有条件的对车型进行补贴：前 100 台纯电动乘用车的购买者可获一次性财政补贴 1 万元，之后第 101 至 480 台每台给予 5000 元补贴。补贴车型限于驻马店市内的电动汽车生产企业生产，并在电动汽车推广活动期间销售的纯电动乘用车。这就把范围锁定在河南银泰新能源汽车有限公司生产的电动汽车上。
济源	济源市：引入力帆股份投资小型电动汽车项目，据悉该项目已获河南省政府承诺，所产低速电动车可在河南省境内上牌。力帆投资此项目，除了看好低速电动车的市场前景，亦在消化其电池产能。早在 2012 年 6 月，力帆便投资 6.702 亿元生产蓄电池和锂电池项目，据规划该项目将实现年产 200 万只摩托车蓄电池、165 万只汽车蓄电池、200 万只电动助力车蓄电池和 1 万组锂电池的生产能力，项目建设期为 36 个月。按照该时间规划，该项目建成投产已经不远。

数据来源：公开资料，西南证券

4、区域优势。河南雄踞中原，地形适合电动车的运行，且邻近河北、山东、山西、陕西等省份，辐射面积广，周围省份均为我国人口大省，农村人口和城乡人口较多，对低速电动车需求较大，形成对周边的辐射作用。

5、市场处于起步阶段。目前河南低速电动车产销还远远不及山东，尚未形成如山东时风等大型生产企业，具备规模化生产企业不到十家，大多企业不具备汽车生产经验，产品生产和销售均处于规划或者起步阶段，我们认为河南是将成为继山东之后又一低速电动车消费大省，依照我们上文全国空间测算方法，我们预计河南市场低速电动车需求规模有望超过山东市场，需求空间超过 50 万辆，而该市场力帆作为乘用车和摩托车大型生产企业，具备明显的生产、技术和销售服务等诸多方面优势。

表 6：河南主要低速电动汽车企业介绍

企业名称	地址	电动汽车产能	企业简介
河南宏瑞世英车辆有限公司	长葛	10 万	目前投入 3 亿元，建成年产 10 万辆电动汽车和年产 30 万套核心零部件的生产基地。
河南龙瑞新能源汽车有限公司	新郑	3 万	近 200 人，总投资为 20000 万元，建成涵盖冲压、焊接、涂装、总装四大工艺的整车生产线和零部件配套项目，建筑面积达到 30,000 平方米，一期设计年产能 3 万台纯电动汽车
河南银泰新能源汽车有限公司	驻马店	5 万	一期生产基地位于河南省驻马店市产业集聚区绿色动力科技园内，占地 375 亩，总投资 5 亿元，完全按照电动汽车理念设计建造的现代化工厂建成涵盖冲压、焊接、涂装、总装四大工艺的整车生产线和电机、电控、电池成组及充电设备等关键零部件配套项目，建筑面积达到 130,000 平方米，一期设计年生产能力 5 万台纯电动汽车。
林州顺丰电动车业有限公司	林州	2 万	顺丰电动车工业园占地面积 6 万余平米，总投资 3 亿元，具备年产量 30 万辆电动自行车，10 万辆电动三轮车及 2 万辆电动汽车的生产能力。
新乡市新能电动汽车有限公司	新乡	—	已有 100 辆电动汽车投入实际运营，项目建设总投资 50 亿元人民币，按照 50 万辆产能目标一次规划，分三期实施：一期新建 20 万辆整车厂房、动力设施，新建 5 万辆生产线，占地 1000 亩；二期在一期工程基础上扩建，到达 20 万辆整车生产能力和零部件配套；三期新建 30 万辆整车工厂和零部件配套项目，占地 2000 亩。
鸿舟车业有限公司	长葛	10 万	公司占地面积 300 亩，建筑面积 20 万平方米，注册资金 1.203 亿元，总投资 10 亿元，现有员工 1800 人，设计生产能力为年产 25 万辆燃油摩托车、50 万辆电动摩托车、10 万辆电动四轮车。

数据来源：第一电动网，西南证券

三、力帆立足河南，打造低速电动车龙头

电动汽车多点布局，从低速电动车突破。力帆拟于河南济源投资 22 亿元建设新能源汽车生产基地，一期产能单班 3 万辆，二期产能将达到 10 万辆/年，总产值预计 50 亿元。主要用于铅酸版电动车和锂电微型电动车生产，包括 LF520、LF520i、LF320、LF330 等新能源汽车，带动力帆整个电动车上下游产业链的发展。

拥有乘用车生产资质，投资前提是河南市场准入。我们认为，当前低速电动汽车外围最大的障碍是生产资质和市场准入两方面，而力帆在这两方面均已克服。生产资质方面，力帆具备摩托车和乘用车生产资质，不存在电动汽车准入门槛限制。市场准入方面，根据力帆与河南政府双方签订的协议内容也可以看出，“取得力帆新能源电动车在河南省内销售和上路行驶等资质的批文及支持性文件”是投资项目的先决条件，力帆可进入河南市场和其他省份对低速电动车放开的地区，而全国市场放开需要等待全国层面政策出台。

立足河南市场，享受低速电动汽车盛宴。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，我们预计河南低速电动车需求空间超过山东市场，达到 50 万辆的规模。且河南济源邻近山西、山东、河北、陕西等省份，属于人口密集和低速电动车市场空间最大的市。河南市场低速电动汽车处于起步阶段，市场竞争相对较低。力帆是当前进入河南低速电动汽车市场最具实力企业之一。山东、河南、河北等省份是当前我国低速电动汽车运营较成熟的地区，山东省已经出台行业自律规范文件，预计河南省今年相关文件也有望出台，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。同时，依托力帆在国内外渠道优势和品牌影响力，迅速将产品在国内市场销售和海外出口。

四、核心优势：“产品+技术+渠道+服务”

产品：多系列布局电动汽车，多款新车年底上市

力帆电动轿车产品规划比较完善，依托现有乘用车产品 320、520、620、720，及 SUV X 系列研发，并向下针对低端市场，积极布局 1 系列和 2 系列。一期产能单班预计 3 万辆，双班或超过 5 万辆，产品价位预计从 2 万到 20 万不等均有布局。

图 2：力帆电动汽车中长期布局



数据来源：公开资料，西南证券

2015 产品：320EV，520EV，ER01。其中 320、520 是铅酸和锂电都有，ER01 是直流永磁无刷电机型号。2016 年的三款电动车都是锂电：320EV（新款）、520EV（新款），高速电动车 720EV（1）。今年年底 320EV，520EV，ER01 三款车下线（其中 320、520 是铅酸和锂电都有），当前河南生产基地厂房建设基本完成，正处于设备安装和生产员工培训阶段，招商工作等准备工作正在有序开展。

图 3: 力帆电动汽车 ER01（铅酸与锂电）



数据来源：公司公告，西南证券

图 5: 力帆电动汽车 520EV（铅酸与锂电）



数据来源：公司公告，西南证券

图 7: 力帆锂电微型电动汽车 520EV（新款）



数据来源：公司公告，西南证券

图 4: 力帆电动汽车 320EV（铅酸与锂电）



数据来源：公司公告，西南证券

图 6: 力帆锂电微型电动汽车 320EV（新款）



数据来源：公司公告，西南证券

图 8: 力帆高速电动汽车 720E



数据来源：公司公告，西南证券

力帆旗下首款电动车即将于今年9月4日开幕的济南国际会议中心发布上市，新车定名为320E。该车基于目前力帆320车型进行重新打造。在车身尺寸方面，新车长宽高分别为3745mm、1620mm、1430mm，轴距达到2340mm，与现款力帆320外形相同，空间方面也能够满足消费者的日常用车需求。在动力方面取消传统内燃机换装了电机控制系统，搭载了铅酸电池，并配备永磁无刷电机、控制器以及无级变速系统，最高时速能达到60km/h，充满电的情况下可实现120km的续航里程。

表 7：力帆 320E 与同级别车型对比分析

	力帆 320	雷丁 D50	宝雅雅贝	时风 D101
预估价	3.5-4.5 万	3.5-4.3 万	4-4.5 万	3.6-4.3 万
尺寸	3745×1620×1435	3200×1540×1480	3520×1570×1490	3500×1530×1500
质量 Kg	1020	760-940	1080-1148	1110
最高车速 Km/h	60	50	40-60	60
最大爬坡度	25	20-30	20	20
百公里耗电量 Kwh	<10	10	12-15	12
输出功率 Kw	7.5	2	5	5
充电时间 h	8-10	11-13	8-10	8-10
续航里程 Km	120-160	100-180	120-160	120-200
外观图片				

数据来源：公开资料，西南证券

技术：多年积累，具备核心竞争力

我们认为“3.15”从一定程度上反应了市场对产品质量的重视，而小作坊式的加工生产很快将被市场淘汰，具备完善生产工艺和技术优势的企业，将迅速脱颖而出。力帆具体技术优势：

技术合作开发，研发能力大幅提升。力帆进入摩托车领域 20 余年、乘用车领域 8 年时间，并与中科院联合开发电动车。2013 年 10 月，国家发改委对外公布了国家认定企业技术中心 2013 年评价结果，公司技术中心位列第 109 位，较 2011 年评价结果的 201 位上升 92 位，居汽车行业第八位、摩托车行业第一位。公司与英国里卡多、MIT(美国麻省理工学院)、中国科学院等多个研究机构建立了长期技术合作，大幅提升产品研发能力，截止 2013 年底，公司在全球累计授权专利达 6900 多项，居行业领先地位，其中发明专利拥有量位居摩托车行业第一位、汽车行业第二位。

力帆与中科院联合开发电动汽车，620(620EV/620CEV)纯电动车进入上海补贴目录，该产品行驶 180-200 公里，采用一体化电池包及 3G 远程监控系统，安全性和舒适性大幅提升。力帆进入新能源汽车比较早，在电机、电控、电池方面中科院有很强的研发能力，至今也有近 5 年的时间，620、630 等电动车在电机、电控和电池管理能力还是处于领先地位，世博会上为警方用车，也有很好的口碑，在研的 720E 高速电动车，具有 250 公里的续航里程。

图 9: 力帆 620EV 纯电动轿车


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 10: 力帆 620CEV 纯电动轿车


数据来源: 公司公告, 西南证券

表 8: 中科力帆电动车参数表

项目	620EV (LF7002EV)		620EV (LF7002CEV)	
长宽高 (mm)	4550X1705X1495			
轴距 (mm)	2605			
整备质量	1470/1460			
参考价格	26.7 万		24.98 万	
电机峰值功率 (Kw)	40		60	
电机峰值扭矩 (Nm)	150		213	
最高车速	100		120	
0-50Km/s	9		5	
百公里耗电量 (KWh)	16		12	
充电时间	8		7	
补能方式	充电		—	换电
续驶里程 (Km, 城市工况法)	170		155	120
电池容量 (KWh)	30		24	20

数据来源: 中科力帆, 西南证券

传统汽车工艺, 打造高品质低速电动车。现在针对锂电政策热, 市场冷的特点, 力帆的产品进行了下探, 进入低速电动汽车领域。多款低速电动汽车是由乘用车平台升级而来, 车型完全采用汽车生产工艺打造, 而非市场低端车型简单的组装、拼接, 力帆通过传统轿车四大工艺: 冲压、焊接、涂装、总装制造而成, 产品可以通过轿车星级碰撞标准, 在产品质量上具备足够的保证, 当前处于工程化状态。

渠道: 契合紧密, 有利于产品迅速铺开

力帆具备完善的乘用车、摩托车销售体系, 尽管力帆低速电动车的销售渠道与摩托车、乘用车的销售渠道会分开, 但是经销商资源优势突出, 有利于产品销售渠道迅速、广泛展开。我们通过谷歌地图搜索可以看出, 除去沿海地区以出口为主的经销商, 力帆内陆地区经销网点比较多集中的地区分布在东北地区、中原地区、云南、东南地区, 该区域网点也是我国摩托车和自行车保有量较多的省份, 经销商布局与电动汽车潜在客户高度契合。

图 11: 力帆销售和服务国内布局图



注：图中包含力帆集团所有销售和服务网点。数据来源：Google 地图，西南证券

乘用车销售网点：力帆已在全国 31 个省市自治区建立了 279 个一级经销网点、438 家售后服务中心，公司约三分之二的销售网点有针对性地布局在对需求潜力更大的三级及以下城市。网点的布局与低速电动车中高端客户市场切合，有利于利用乘用车经销商资源，拓展三四线城市的客户。

摩托车销售网点：摩托车经销商 3438 个经销商，4913 个经销网点，销售和服务范围覆盖全国绝大多数区县。低速电动车主要客户是从电动自行车和摩托消费升级而来，市场分布与力帆的客户群里高度切合，有利于产品销售和售后的服务。

力帆电动车加盟政策：两轮电动车准入门槛，区县级代理，首次提车不低于 40 台；地级市/省会代理，首次提车不低于 300 台。电动汽车招商工作也在有序进行，第一款电动车 320E，将于 9 月 4 日山东车展上市，电动汽车加盟政策如下：

表 9: 力帆电动车经销商招商项目

建店级别	初始投入（万元）	首批提车数量（台）	展厅面积（平方米）
区县级	30	10	60
地市级	60	15	100
省会/直辖市	120	30	200

数据来源：公开资料，西南证券

服务：做品质、卖服务，力争行业服务标杆

完善的售后服务体系，是一个企业成熟和责任的重要体现，据我们草根调研了解，售后服务是当前低速电动汽车用户面临的重要难题，众多小企业，不具备产品修理、保养等能力，或者售后服务网点少，把产品销售出去后，缺乏售后服务，以至于客户在使用维修过程当中，面临严重的困难。

力帆经销商渠道资源丰富，有利于建立完善的销售网络和售后服务体系。公司也立志于“做品质、卖服务，建立行业标准”，特别是售后服务市场的标准，利用乘用车市场完善的售后市场服务体系移植过来，使力帆低速电动车的用户形成有效保障，逐步形成低速电动汽车行业的规范性的管理，通过可靠的售后服务保障，赢消费者的口碑。

五、投资建议与盈利预测

我们看好公司下半年的业绩表现，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的河南市场，准入门槛和河南市场上路上牌的风险较低，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，我们对公司业绩预估基本假设如下：

（1）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，毛利率分别为 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，通过规模化生产后仍有提升空间。

（2）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收入；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。

（3）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：①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。

（4）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。

(5) 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%。

(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，并以此为基础 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 10: 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

我们预计公司 2014 年-2016 年 EPS 分别至 0.598 元、0.786 元、1.079 元（暂不考虑增摊薄），对应的动态市盈分别是 14 倍、11 倍和 8 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，我们维持“买入”评级。

六、风险提示

1、宏观经济不景气风险

汽摩行业属于周期性行业，行业的发展与宏观经济相关，宏观经济的恶化以及人民币的大幅升值，对汽车行业出口销售产生较大负面影响，同时外围环境的低迷，遏制了汽车和摩托车出口增长，公司作为内销、出口同时发展的企业，销量同样受到国内外宏观经济影响。

2、低速电动车政策迟迟未出台

力帆股份重点布局电动汽车，前期以低速电动汽车为主，并已经进行厂房建设、员工培训、经销商招商等工作，如果国家层面的政策迟迟未出台，将延缓力帆低速电动汽车在全国的上市销售，对公司盈利预期构成一定风险。

3、电动车新车销量不及预期风险

力帆股份已经对多款电动汽车进行布局，产品系列规划完善，但是由于公司一直是依托乘用车品质严格把控低速电动汽车，新车成本相对较高。车型定位于低速电动汽车中的中高端产品，产品对于迎合自行车与摩托车客户消费升级需求是否契合，均存在一定的风险。同时，由于电动车的销售渠道需要重新构建，其进度是否能够跟得上销售目标，均存在一定的风险。

4、原材料大幅上涨风险

汽摩生产的主要原材料包括钢材、橡胶、塑料、玻璃等，原材料成本占成本比重较高，在上半年经历原材料持续走低后，今年下半年存在一定上涨可能，原材料价格的波动，对汽摩生产利润造成较大影响。同样，影响公司的盈利能力。

表 11：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	942.80	1281.93	1794.11
留存收益	788.44	1405.48	1736.02	2201.73	2941.69	EBITDA	683.66	894.61	1640.70	2388.83	3169.30
归属母公司股东权益	4909.80	5714.22	6044.76	6510.47	7250.43	NOPLAT	332.98	411.34	700.34	968.98	1371.40
少数股东权益	191.66	145.83	122.83	90.42	38.92	净利润	321.42	424.28	604.38	799.28	1110.52
股东权益合计	5101.46	5860.06	6167.59	6600.89	7289.35	EPS	0.318	0.420	0.598	0.791	1.099
负债和股东权益合计	13990.23	17430.95	18752.85	23070.42	29121.15	BPS	4.859	5.655	5.984	6.420	7.024
						PE	27.51	20.84	14.63	11.06	7.96
						PEG	0.78	0.55	N/A	N/A	N/A
						PB	1.80	1.55	1.46	1.36	1.25
						PS	1.02	0.88	0.77	0.62	0.49
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