2014 年 10 月 15 日
证券研究报告 · 公司研究 · 汽车

买入（维持）
当前价：8.94 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

力帆股份（601777）事件点评

俄罗斯市场潜力大，建厂延续领先优势

投资要点

- **事件：**力帆汽车在莫斯科签署投资意向协议，拟投资 3 亿美元，在俄罗斯利佩茨克州投资建设汽车生产厂。
- **点评：**俄罗斯作为欧洲汽车销售龙头市场，市场空间和增长潜力大，全球汽车巨头和中国品牌均看好其汽车市场前景，加大投资。力帆作为该市场中国品牌三连冠企业，此次设厂，有利于提高产能，减轻竞争压力，继续保持俄罗斯市场领先优势，且有利于力帆布局俄罗斯周边独联体国家。
- **俄汽车销量增长空间大：**俄罗斯是欧洲汽车消费大国，2013 年俄罗斯汽车总销量为 2,777,447 台（同比下降 5.5%，但 2010-2012 年连续 3 年呈现两位数增速），总量位居欧洲第二，仅次于德国。俄罗斯汽车千人保有量约 275 辆，远低于欧洲 400 辆左右平均水平，仍存在较大增长空间。
- **俄汽车市场有望逐步好转：**随着西方国家对俄制裁，俄经济低迷，加上征收报废处置税（26800 卢布/车），汽车价格上涨，销量下滑。在此背景下，俄罗斯政府支出 100 亿卢布预算，从 2014 年 9 月 1 日到 2014 年 12 月 31 日，对报废车龄在 6 年以上的汽车的车主进行补贴，计划至少拉动 17 万辆左右的新车销售，我们认为政策刺激作用将在四季度逐步显现，俄罗斯车市有望好转。
- **力帆在俄优势进一步巩固：**力帆近三年保持俄罗斯市场中国品牌销量冠军，2013 年出口俄 2.7 万辆，同比增长 33.7%（占力帆汽车总销量 23%，在俄市占率 1%）。截止 2013 年，在俄罗斯 90 多个城市有 150 多个销售网点，170 余个售后服务网点，基本覆盖俄罗斯所有大中城市。此次利佩茨克州利佩茨克联邦经济特区全新工厂占地 60 万平方米，为公司目前最大的海外投资项目。将进一步巩固力帆在俄罗斯的实力。
- **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 14.9 倍、11.2 倍和 8.1 倍。综合考虑到力帆发展前景和当前股价，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**俄罗斯汽车市场持续低迷；全球宏观经济不景气。

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	21.15	14.85	11.23	8.08
PB	1.57	1.48	1.38	1.26

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

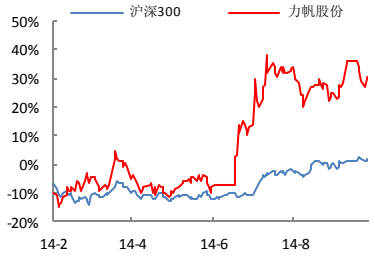
分析师：徐永超
执业证号：S1250512110002
电话：010-57631186
邮箱：xychao@swsc.com.cn

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)	10.08
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)	90.16
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）：打造低速电动车领域“特斯拉” (2014-09-02)
2. 力帆股份（601777）：业绩稳定增长，全面布局电动车 (2014-08-25)
3. 力帆股份（601777）：外汇集中运管获批，助推业务国际化 (2014-07-25)

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%

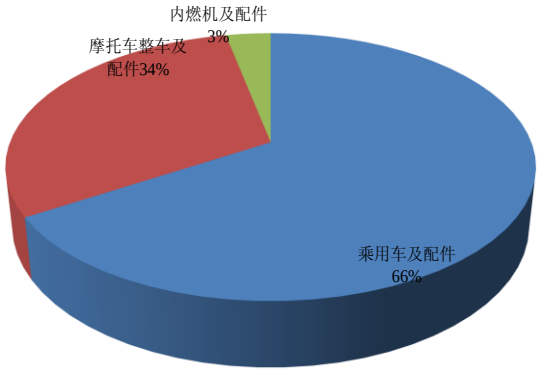
数据来源：wind，西南证券

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

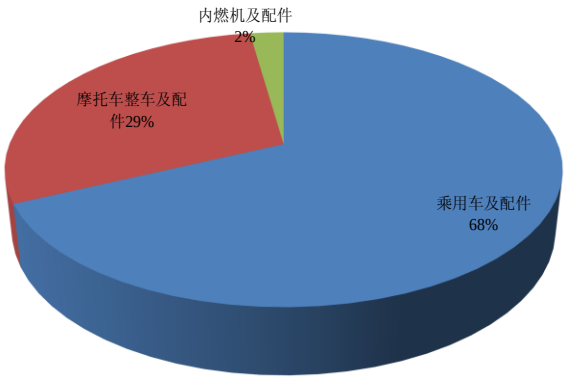
数据来源：公司公告，西南证券

图 1: 公司 2014 年上半年主营业务结构情况



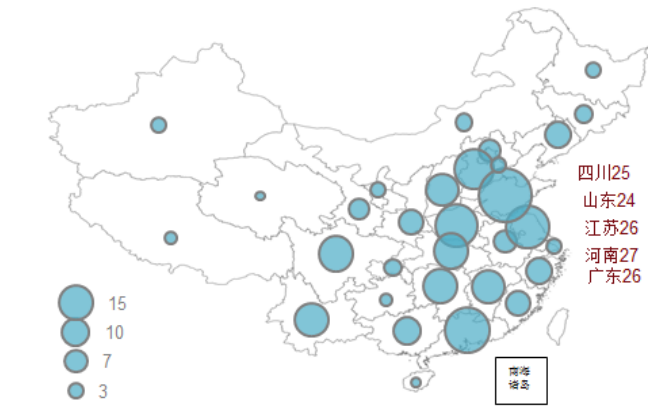
数据来源：公司公告，西南证券

图 2: 公司 2014 年上半年主营业务毛利情况



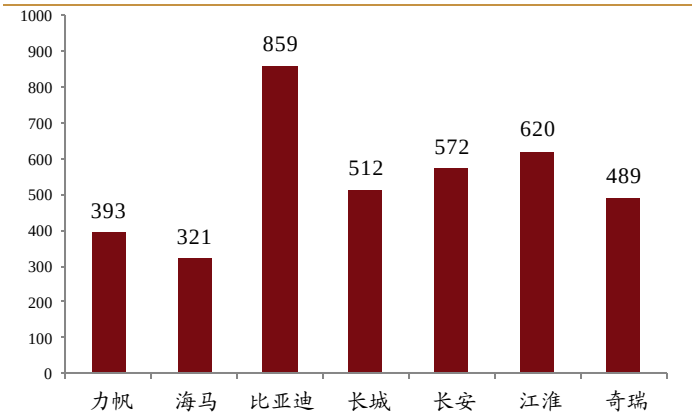
数据来源：公司公告，西南证券

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
营业收入	8678.74	10073.24	11367.78	13956.42	17710.62
减：营业成本	7103.13	8160.36	9060.22	10954.94	13544.07
营业税金及附加	149.50	147.64	166.62	204.56	259.58
营业费用	573.83	716.68	773.01	935.08	1168.90
管理费用	477.70	582.97	670.70	823.43	1044.93
财务费用	114.30	338.62	505.91	674.01	905.38
资产减值损失	7.40	23.95	25.00	26.00	27.00
加：投资收益	20.16	173.13	277.72	333.33	400.08
营业利润	269.10	275.56	443.55	671.23	1160.34
加:其他非经营损益	77.33	174.83	187.50	228.08	291.35
利润总额	346.43	450.39	631.05	899.31	1451.70
减：所得税	40.89	42.35	53.07	84.97	157.82
净利润	305.54	408.04	577.98	814.34	1293.88
减:少数股东损益	-15.88	-16.24	-23.00	-32.41	-51.50
归属母公司股东净利润	321.42	424.28	600.98	846.75	1345.38
资产负债表（百万元）	**2012A**	**2013A**	**2014E**	**2015E**	**2016E**
货币资金	3539.48	3763.21	113.68	139.56	177.11
应收和预付款项	2765.91	2974.97	3432.95	4423.12	5522.76
存货	2014.83	2390.66	2938.87	3907.96	5121.42
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	2480.06	3213.39	4013.48
投资性房地产	0.00	105.11	105.11	1905.11	1975.11
固定资产和在建工程	4200.08	5070.50	8455.14	8238.79	9691.43
无形资产和开发支出	936.33	950.52	924.78	901.05	878.32
其他非流动资产	205.98	154.55	183.14	222.34	1622.44
资产总计	13990.23	17430.95	18752.85	23070.42	29121.15
应付和预收款项	4335.28	4292.98	5478.83	6291.42	8234.27
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
资本公积	3169.91	3298.35	3298.35	3298.35	3298.35
留存收益	788.44	1405.48	1736.02	2201.73	2941.69
归属母公司股东权益	4909.80	5714.22	6044.76	6510.47	7250.43
少数股东权益	191.66	145.83	122.83	90.42	38.92
股东权益合计	5101.46	5860.06	6167.59	6600.89	7289.35
负债和股东权益合计	13990.23	17430.95	18752.85	23070.42	29121.15
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	1269.26	725.38	2301.62
投资性现金净流量	-1012.47	-1541.31	-4254.87	-2938.63	-4455.05
筹资性现金净流量	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

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收益率					
毛利率	18.15%	18.99%	20.30%	21.51%	23.53%
三费/销售收入	13.43%	16.26%	17.15%	17.43%	17.61%
EBIT/销售收入	5.20%	6.24%	8.41%	9.68%	11.71%
EBITDA/销售收入	7.88%	8.88%	14.55%	17.61%	19.48%
销售净利率	3.52%	4.05%	5.08%	5.83%	7.31%
资产获利率					
ROE	6.55%	7.42%	9.94%	13.01%	18.56%
ROA	3.23%	3.61%	5.10%	5.86%	7.12%
ROIC	8.51%	6.76%	7.72%	7.81%	9.65%
增长率					
销售收入增长率	0.56%	16.07%	12.85%	22.77%	26.90%
EBIT 增长率	-5.67%	39.21%	52.08%	41.34%	53.59%
EBITDA 增长率	2.69%	30.86%	84.84%	48.63%	40.37%
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%
资本结构					
资产负债率	63.54%	66.38%	67.11%	71.39%	74.97%
投资资本/总资产	43.47%	51.63%	68.62%	70.80%	65.39%
带息债务/总负债	50.92%	59.09%	53.78%	59.75%	60.73%
流动比率	1.27	1.09	0.70	0.64	0.58
速动比率	0.96	0.80	0.38	0.34	0.31
股利支付率	59.20%	44.85%	45.00%	45.00%	45.00%
资产管理效率					
总资产周转率	0.62	0.58	0.61	0.60	0.61
固定资产周转率	3.37	3.25	2.55	2.48	2.57
应收账款周转率	3.98	4.15	4.25	3.89	4.06
存货周转率	3.53	3.41	3.08	2.80	2.64
业绩和估值指标	**2012A**	**2013A**	**2014E**	**2015E**	**2016E**
EBIT	451.41	628.42	942.80	1281.93	1794.11
EBITDA	683.66	894.61	1640.70	2388.83	3169.30
NOPLAT	332.98	411.34	700.34	968.98	1371.40
净利润	321.42	424.28	604.38	799.28	1110.52
EPS	0.318	0.420	0.598	0.791	1.099
BPS	4.859	5.655	5.984	6.420	7.024
PE	27.92	21.15	14.85	11.23	8.08
PEG	0.79	0.56	N/A	N/A	N/A
PB	1.83	1.57	1.48	1.38	1.26
PS	1.03	0.89	0.79	0.62	0.50

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
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
邮箱：research@swsc.com.cn