

力帆股份(601777) 2014年三季报点评

业绩稳定增长, “电动车+汽车金融”可期

投资要点

- **业绩总结:** 前三季度营业收入为 72.21 亿元, 较上年同期增 5.93%; 归属于母公司所有者的净利润为 3.21 亿元, 较上年同期增 30.64%; 基本每股收益为 0.32 元。其中第三季度营业收入同比增长 8.2%; 归母净利润同比增长 20%。
- **点评: 收入稳定增长, 利润略低于预期。** 乘用车销量稳定增长, 第三季度营业收入增速好于上半年整体增速。俄罗斯卢布贬值带来财务费用(第三季度环比增加约 6000 万元)和资产损失加大吞噬部分利润, 归母净利润增速环比下滑, 但仍然保持稳定增长。我们认为下半年卢布大幅下滑空间有限, 且随着新车 X50、820 上市, 公司传统产品收入增速有望增大。公司基本面稳定增长相对确切, 主要看点仍是围绕“电动车和汽车金融”业务拓展带来的发展机遇。
- **低速电动车潜在龙头:** 低速电动汽车政策逐步明朗, 我们预计国内市场需求超千亿, 河南市场空间近 200 亿, 力帆凭借“产品+技术+渠道+服务”优势, 立足河南市场, 打造成为国内低速电动车龙头企业。
- **新能源汽车稳步推进:** 1、力帆新能源电动车换电和充电模式均有研发, 力帆 LF7002CEV 已进入上海地方补贴目录; 2、320、520 锂电版将于明年推出, 可用于电动车租赁和私人市场; 2016 年将推出高速锂电版电动车; 3、锂电纯电动交叉型乘用车已经研发至第二代, 主要用于物流支线市场, 有望逐步进入收获期。
- **汽车金融延伸后市场:** 力帆已收购出租车公司, 成立融资租赁公司, 并有望拓展第三方支付业务, 我们认为力帆发力新能源汽车的汽车金融布局基本成型, 并依托现有的汽车金融业务和销售、服务体系, 开拓租车和二手车交易业务, 进军汽车后市场, 增加新的利润来源。
- **投资建议:** 公司由于第三季度卢布贬值带来的汇兑损失加大, 财务费用和资产损失增加, 我们将公司 2014-2016 年 EPS 分别从 0.598 元、0.786 元、1.079 元相应下调至 0.531 元、0.752 元、1.070 (暂不考虑定增摊薄), 对应的动态市盈分别是 16.5 倍、11.6 倍和 8.2 倍。考虑到汇兑损失的影响不改变公司转型发展向好基本面, 我们维持公司“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	536.59	760.17	1081.32
增长率	32.00%	26.47%	41.67%	42.25%
每股收益 EPS(元)	0.420	0.531	0.752	1.070
净资产收益率 ROE	7.42%	8.93%	11.83%	15.40%
PE	20.84	16.48	11.63	8.18
PB	1.55	1.47	1.38	1.26

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

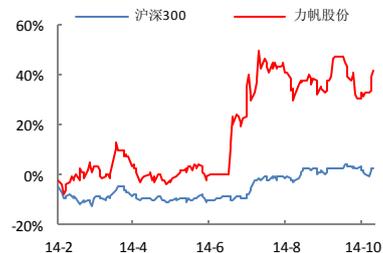
分析师: 徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理: 高翔
电话: 023-67898841
邮箱: gaax@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)	9.74
52 周内股价区间(元)	5.44-9.63
总市值(亿元)	90.86
总资产(亿元)	188.26
每股净资产(元)	5.78

相关研究

1. 力帆股份(601777): 俄罗斯市场潜力大, 建厂延续领先优势 (2014-10-16)
2. 力帆股份(601777): 打造低速电动车领域“特斯拉” (2014-09-02)
3. 力帆股份(601777): 业绩稳定增长, 全面布局电动车 (2014-08-25)
4. 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

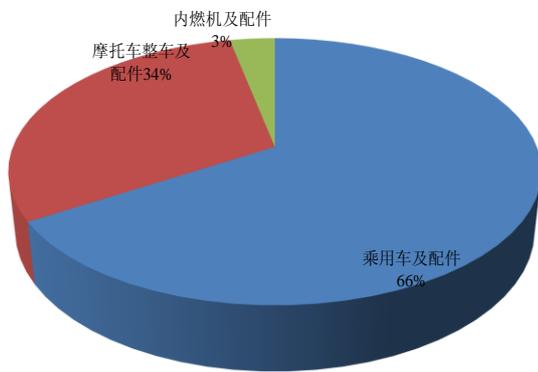
	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
燃油乘用车及配件				
收入 (百万元)	6296.69	7556.02	9445.03	11806.29
增速	47.10%	19.40%	24.20%	24.20%
毛利 (百万元)	1296.42	1586.77	2030.68	2597.38
毛利率 (%)				
摩托车整车及配件				
收入 (百万元)	3413.53	3481.80	3551.44	3622.47
增速	7.50%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利 (百万元)	527.63	539.68	550.47	561.48
毛利率 (%)	15.50%	15.50%	15.50%	15.50%
内燃机及配件				
收入 (百万元)	277.73	288.84	300.40	312.41
增速	-9.20%	4.00%	4.00%	4.00%
毛利 (百万元)	40.88	43.33	45.06	46.86
毛利率 (%)	14.70%	15.00%	15.00%	15.00%
其他				
收入 (百万元)	9.00	30.00	36.00	42.00
增速	-1.90%	233.30%	20.00%	16.70%
毛利 (百万元)	4.89	15.00	18.00	21.00
毛利率 (%)	54.30%	50.00%	50.00%	50.00%
电动车				
收入 (百万元)	0.00	0.00	900.00	2100.00
增速	0.00%	0.00%	∞	133.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	180.00	462.00
毛利率	0.00%	0.00%	20.00%	22.00%
产品总营收				
营收 (百万元)	9996.95	11356.67	14232.87	17883.17
增速	16.30%	13.60%	25.30%	25.60%
毛利 (百万元)	1869.82	2184.77	2824.21	3688.73
毛利率	18.70%	19.20%	19.80%	20.60%

数据来源: wind, 西南证券

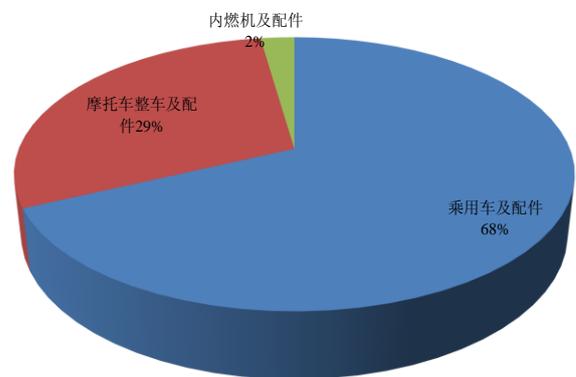
表 2: 力帆汽车新车投放时间

	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								乐途		
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

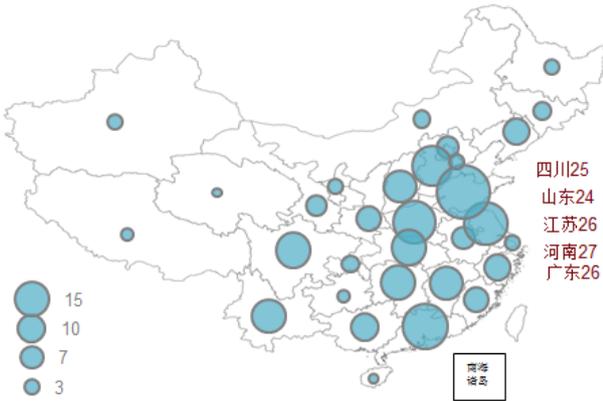
图 1: 公司 2014 年上半年主营业务结构情况


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


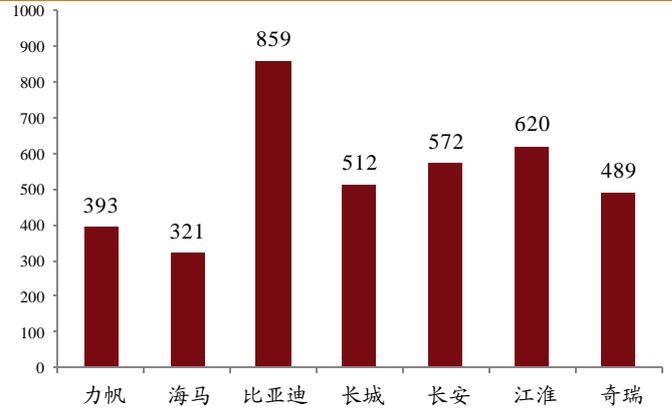
数据来源: 公司公告, 西南证券

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	11424.94	14373.50	18100.46	收益率					
减: 营业成本	7103.13	8160.36	9229.59	11527.49	14378.05	毛利率	18.15%	18.99%	19.22%	19.80%	20.57%
营业税金及附加	149.50	147.64	167.45	210.67	265.30	三费/销售收入	13.43%	16.26%	17.56%	17.63%	17.78%
营业费用	573.83	716.68	776.90	963.02	1194.63	EBIT/销售收入	5.20%	6.24%	7.63%	8.62%	9.73%
管理费用	477.70	582.97	674.07	848.04	1067.93	EBITDA/销售收入	7.88%	8.88%	13.74%	16.32%	17.33%
财务费用	114.30	338.62	555.77	722.54	956.30	销售净利率	3.52%	4.05%	4.52%	5.09%	5.75%
资产减值损失	7.40	23.95	50.00	40.00	40.00	资产获利率					
加: 投资收益	20.16	173.13	386.02	485.22	624.26	ROE	6.55%	7.42%	8.93%	11.83%	15.40%
营业利润	269.10	275.56	356.68	546.46	822.02	ROA	3.23%	3.61%	4.59%	5.21%	5.89%
加: 其他非经营损益	77.33	174.83	187.50	228.08	291.35	ROIC	8.51%	6.76%	7.06%	7.21%	8.09%
利润总额	346.43	450.39	544.17	774.54	1113.37	增长率					
减: 所得税	40.89	42.35	28.12	43.47	73.44	销售收入增长率	0.56%	16.07%	13.42%	25.81%	25.93%
净利润	305.54	408.04	516.05	731.07	1039.93	EBIT 增长率	-5.67%	39.21%	38.67%	42.10%	42.28%
减: 少数股东损益	-15.88	-16.24	-20.54	-29.10	-41.39	EBITDA 增长率	2.69%	30.86%	75.42%	49.44%	33.77%
归属母公司股东净利润	346.43	450.39	544.17	774.54	1113.37	净利润增长率	-18.60%	33.55%	26.47%	41.67%	42.25%
						总资产增长率	29.85%	24.59%	8.87%	25.23%	25.81%
						股东权益增长率	3.00%	16.38%	5.16%	6.96%	9.25%
						经营营运资本增长率	253.18%	63.62%	-9.67%	157.47%	14.20%
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	114.25	143.74	181.00	资产负债率	63.54%	66.38%	67.67%	72.55%	76.33%
应收和预付款项	2765.91	2974.97	3473.29	4633.63	5566.29	投资资本总资产	43.47%	51.63%	68.15%	69.95%	64.98%
存货	2014.83	2390.66	3038.50	4166.18	5419.19	带息债务总负债	50.92%	59.09%	53.46%	59.21%	60.72%
其他流动资产	18.90	119.10	119.10	119.10	119.10	流动比率	1.27	1.09	0.69	0.64	0.57
长期股权投资	308.71	1902.34	2588.36	3473.58	4497.84	速动比率	0.96	0.80	0.37	0.34	0.29
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	8430.14	8199.79	9639.43	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	0.60	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	2.58	2.57	2.65
资产总计	13990.23	17430.95	18976.67	23764.50	29898.71	应收账款周转率	3.98	4.15	4.23	3.83	4.14
应付和预收款项	4335.28	4292.98	5637.72	6695.03	8625.32	存货周转率	3.53	3.41	3.04	2.77	2.65
其他负债	27.65	441.03	338.34	338.34	338.34						
负债合计	8888.77	11570.89	12842.04	17240.87	22821.74						
资本公积	3169.91	3298.35	3298.35	3298.35	3298.35	业绩和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
留存收益	788.44	1405.48	1700.61	2118.70	2713.43	EBIT	451.41	628.42	871.45	1238.36	1761.96
归属母公司股东权益	4909.80	5714.22	6009.34	6427.44	7022.16	EBITDA	683.66	894.61	1569.34	2345.25	3137.15
少数股东权益	191.66	145.83	125.29	96.20	54.81	NOPLAT	332.98	411.34	635.36	931.94	1344.08
股东权益合计	5101.46	5860.06	6134.64	6523.63	7076.97	净利润	321.42	424.28	536.59	760.17	1081.32
负债和股东权益合计	13990.23	17430.95	18976.67	23764.50	29898.71	EPS	0.318	0.420	0.531	0.752	1.070
						BPS	4.859	5.655	5.948	6.361	6.950
						PE	27.51	20.84	16.48	11.63	8.18
						PEG	0.83	0.57	N/A	N/A	N/A
						PB	1.80	1.55	1.47	1.38	1.26
						PS	1.02	0.88	0.77	0.62	0.49
现金流量表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E						
经营性现金净流量	-630.11	-359.45	1145.56	432.48	1976.92						
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	-539.64	2535.63	2515.40						
现金流量净额	658.27	598.49	-3648.96	29.49	37.27						

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