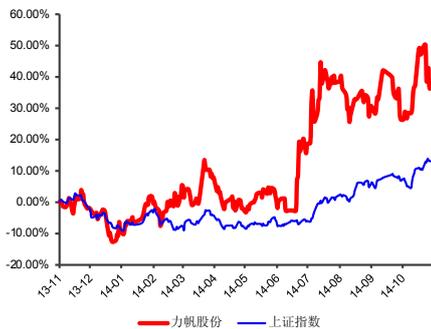


国联荐股
攻守兼备的新能源汽车标的
新能源汽车

2014年11月24日

力帆股份 (601777.SH)

评级: 推荐

最近52周走势:

主要数据

当前股价/元	9.30
总股本/百万股	1008
流通股/百万股	974
PE/倍	20.0

报告作者:

分析师: 皮斌
 执业证书编号: S0590514040001

联系人:

马松
 电话: 0510-82832380
 Email: mas@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。
 国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

- **转型乘用车之路初见成功, 未来看点颇多, 低速电动车是一大亮点。** 公司是国内最大的摩托车制造企业之一。伴随着十几年前的摩托车普及浪潮, 力帆品牌扬名大江南北。普及高峰过后, 摩托车逐渐式微, 随着经济的持续发展, 轿车开始在中国大范围普及, 公司也顺势于2006年进军乘用车生产, 经过8年发展, 公司在乘用车市场上开辟了一条独特的发展之路, 2014年半年度公司乘用车收入占比达到65.9%, 成为公司业绩增长的主要驱动力, 公司转型乘用车之路初见成功。此外, 公司在低速电动车、纯电动车、汽车金融等领域均有布局, 特别是在低速电动车领域, 公司布局较早, 产品成熟, 有望成为未来一大亮点
- **乘用车调结构推新品扩产能逆势而上。** 公司在乘用车领域坚持自主发展, 引进吸收国外技术, 取得一系列积极成果, 已经自主掌握了发动机等核心技术。公司自2006年以力帆520进入乘用车市场后, 已经推出了5款车型(包括该款车型)。力帆SUV X60一直是公司的主力车型, 2014年新推小型SUV X50有望成为新的增长点。公司现有轿车及SUV产能10万辆, 由于汽车生产是一个规模化优势非常显著的行业, 所以公司的产能规模化量级还远远不够。未来公司计划继续扩产至40万辆。国内汽车销量增速在持续下滑, 未来市场的主要增长点会趋向三线及以下城市, 而力帆在三、四线城市上具备一定的渠道优势, 因而我们认为公司乘用车在国内市场上仍有不小的成长空间。
- **海外市场是公司乘用车重要发力点。** 得益于公司早先在摩托车出口上建立的完善海外销售渠道和服务网络, 公司在进军汽车业务后就开始了国际化战略。经过多年的发展后, 公司在汽车出口市场上建立起了稳固的优势, 轿车出口位列自主品牌轿车出口第三名, 连续三年为俄罗斯中国车企销量冠军。公司出口市场主要集中在俄罗斯、中东和南非国家。在这些国家, 力帆的产品以其优

异的性价比优势获得了很高的认可度。未来公司将进一步加大国际化力度，重点地区实施本土化，积极推出创新性产品抢占市场份额。公司目前正在进行俄罗斯 5 万辆整车基地建设，巴西乌拉圭基地也在扩产能，因此未来海外市场的持续放量是公司业绩增长的一大动力。

➤ **率先布局低速电动车，政策放行后最受益。** 低速电动车是适应民众需求的产品，产业空间巨大。据估计，低速电动车潜在市场空间在 1.5 亿辆左右，市场容量有望达到 5 万亿，发展前景十分广阔。目前山东、河南等地，低速电动车发展如火如荼。在政策上，低速电动车还是灰色地带，方向不明导致产业发展混乱，但政府已经开始重视这个问题，上半年工信部赴河南、山东专题调研低速电动车，我们预计明年关于低速电动车的管理政策有望正式发布，届时低速电动车的发展将走上良性轨道。公司是上市公司中唯一具有乘用车生产资质，又率先布局低速电动车产业的公司。通过在摩托车和乘用车行业多年的制造经验和渠道积累，我们相信公司在低速电动车领域发展具备得天独厚的优势。公司于 14 年 4 月 5 日公告，拟在河南省济源市高新区投资 22 亿元建设年产 10 万辆新能源电动车项目。9 月在济南国际新能源车展上，力帆首款按照乘用车标准打造的低速电动车 320E 正式发布。公司在产品和产能上都在积极布局，一旦政策放行，公司必定最先受益。

➤ **高速电动车与中科院联合研发，具备一定实力。** 公司在新能源乘用车上投入较早，与中科院在上海成立了中科力帆进行开发，利用了力帆的 620 的平台，主要研究电控，电机和电池采用配套的方式，在电控技术上是处于国内领先的水平。力帆电动车在世博会的时候作为警务用车，反响不错，目前已经进入了上海市政府地方补贴目录，最初的销售重点会开拓重庆和上海的公务车市场。公司目前也在研发新的高速电动车 720E，续航里程可达 250 公里。

➤ **重点发展汽车金融，实现产融结合。** 公司持有重庆银行 9.93% 股权，持有安诚财产保险公司 2.45% 股权，并同力帆控股合资成立财务公司支持力帆汽车产业链的发展。14 年 6 月公司在上海自贸区成立了力帆融资租赁有限公司，计划利用境外低成本资金大力拓展汽车金融，实现汽车产业和汽车金融的协调互动，以此促进汽车的销售。

➤ **维持“推荐”评级。** 预计公司 2014~2016 年每股收益为 0.49 元、0.63 元和 0.71 元，市盈率分别为 19 倍、15 倍和 13 倍，业绩稳定增长，估值具备优势，低速电动车放开预期较强，一旦落实公司估值有望得到较大提升，维持“推荐”评级。

➤ **风险因素：**（1）宏观经济继续下滑；（2）汽车行业竞争加剧；（3）低速电动车的政策风险。

单位: 百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	9996.9	10502.0	11444.1	12583.1
YOY	16.3%	5.1%	9.0%	10.0%
营业利润	275.4	506.2	674.1	759.9
归属母公司净利润	424.0	488.6	634.6	718.9
EPS(元)	0.42	0.48	0.63	0.71
ROA(%)	2.6%	3.2%	3.5%	4.0%
ROE(%)	7.4%	8.5%	10.4%	12.2%
P/E	22.2	19.3	14.9	13.1
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源: Wind 国联证券研究所