

受益于“一带一路”战略、产销超预期可期

- **产销数据:** 12月份销售乘用车 20197辆,同比增长 13.9%,销售摩托车、摩托车发动机、通用汽油机分别为 9.1万辆、17万台、2.5万台,同比分别增长为 15.2%、63.1%、0.6%。全年累计销售乘用车 13.5万辆,同比增长 12%。
- **各产品销量好于预期。**受益于国家“一带一路”战略,出口大幅增长(2014年上半年乘用车出口额同比+49%),其 SUV 新车上量,乘用车销量增速超行业;摩托车及发动机逆势增长,大排量、个性化战略效果显现。2015年 SUV 订单充足,产能逐步释放,乘用车销量有望维持高增长态势。
- **乘用车进入高增长期。**公司 2014 年共销售乘用车 13.5 万辆,同比增长 12%,远超同期汽车行业 6.9%的增速。其中主力车型 SUV X60 持续热销,2014 年超 5000 辆/月,2014 年 11 月底上市的新车 SUV X50 订单充足,12 月份销售 1829 辆;新车 MPV 乐途开始销售上量。受益于“一路一带”战略,力帆乘用车海外出口高速增长(2014 年上半年+49%),当前主要瓶颈仍是产能不足(当前为 13 万辆),15 万辆产能新工厂已处于调试试生产阶段,有望于 2015 年上半年逐步投产,将解决当前订单充足而产能不足的困境,2015 年有望维持高增长态势。
- **摩托车行业逆势增长。**2014 年力帆摩托车销量同比增长 2.8%,摩托车发动机销量同比增长 17.1%,而同期国内摩托车共完成产销 2126.8 万辆和 2129.4 万辆,同比下降 7.1%和 7.6%,摩托车发动机产量 2522.6 万辆,同比下降 3.6%,力帆调整产品结构,加大大排量摩托车开发力度,产销数据均远超行业同期。2014 年随着摩托车国宾护卫队的恢复、取消 250ml 以下排量摩托车的消费税、摩托车出口退税恢复到 17%等政策利好,摩托车板块盈利能力有望提高。
- **低速电动迎来发展机遇。**力帆新能源汽车济源工厂已经下线生产,具备单班 3 万、双班 5 万辆产能,低速电动车已进入政策出台临近期,规范管理势在必行。低速电动车近 1000 亿元市场需求空间有望打开,力帆具备“产品+技术+渠道+服务”优势,有望迎来重大发展机遇。
- **估值方面:** 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.53 元、0.75 元、1.07 元(暂不考虑定增摊薄),对应的动态市盈率分别是 17 倍、12 倍和 8 倍,看好公司在新能源汽车和依托汽车金融布局汽车后市场的发展战略,维持公司“买入”评级,给予 12 个月目标价 14.5 元。股价催化剂是低速电动车政策、新能源汽车订单。
- **风险提示:** 俄罗斯卢布贬值或导致公司汇兑损失加大。

指标年度	2013A	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	531.03	759.58	1077.49
增长率	32.00%	25.16%	43.04%	41.85%
每股收益 EPS(元)	0.42	0.53	0.75	1.07
净资产收益率 ROE	7.42%	8.84%	11.82%	15.36%
PE	21.34	17.05	11.92	8.40
PB	1.58	1.51	1.41	1.29

数据来源:公司公告,西南证券

西南证券研究发展中心

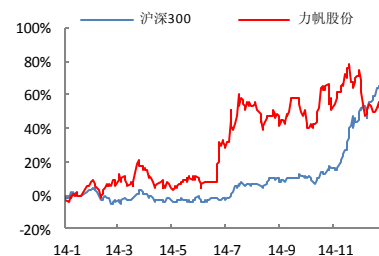
分析师:徐永超
执业证号: S1250512110002
电话: 010-57631186
邮箱: xycho@swsc.com.cn

联系人:梁超
电话: 023-67791327
邮箱: lchao@swsc.com.cn

联系人:高翔
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: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)	5.6-10.64
总市值(亿元)	88.74
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): 业绩稳定增长,“电动车+汽车金融”可期 (2014-11-03)
2. 力帆股份(601777): 俄罗斯市场潜力大,建厂延续领先优势 (2014-10-16)
3. 力帆股份(601777): 打造低速电动车领域“特斯拉” (2014-09-02)

一、出口市场与“一带一路”战略区域契合，乘用车出口促进销量超预期增长

力帆汽车出口收入已占总收入 47% (2014 年半年报)，在海外销售渠道、销售经验、产品知名度等方面具备明显优势，主要出口市场集中在中东、俄罗斯、北非、南美等新兴市场，与“一带一路”战略区域高度契合，且今年公司汽车出口增长明显，公司是真正的“一带一路”战略的受益者，在国家自主品牌汽车走出去的大背景下，力帆汽车海外发展前景广阔，且海外市场汽车出口毛利率整体较国内市场高，盈利能力相对较好，我们认为随着中东、北非、南美等市场逐步兴起，力帆汽车出口销量有望超过 20% 增速。

2014 年力帆共销售 13.5 万辆，同比增长 12%，超同期汽车行业 6.9% 增速，当前公司乘用车车型有轿车：720、630、620、530、520、330、320 等。从下图乘联会产销数据看出，当前公司主力车型是 X60、X50、620、720 和微面，其中主力车型 SUV X60 持续热销，2014 年月均销售超 5000 辆；X50 为 2014 年 11 月末广州车展上市，12 月份销量达到 1829 辆，且订单充足，2015 年有望逐步上量贡献业绩。

SUV、MPV 维持高增长，2014 年全国 SUV 销量为 408 万辆，同比增长 36.4%；MPV 销量为 191 万辆，同比增长 46.8%，远高于其他车型，力帆紧跟市场需求，推出新车 SUV X50 和 MPV 乐途。我们预计 2015-2016 年，随着新车逐步上量 (2014 年 2 款，2015 年预计 2 款以上)，公司乘用车销量有望超过 20% 以上增速。其中 X50 月均销量有望达超 4000 辆/月，2015 年销量有望达到 4 万辆，按照 6 万元/辆的出厂均价，增厚收入 24 亿元；乐途月均销量有望超 3000 辆，爬坡后 2015 年销量达到 3.6 万辆，按照 4 万元/辆的出厂预估均价，增收 14.4 亿元。两款新车有望增收 38.4 亿元，按照 8% 的销售净利率，增厚净利润 3.07 亿元。

表 1: 2014 年力帆汽车销量分拆数据

产品系列		2014 年总销量 (辆)	月均销售 (辆)
轿车	720	21598	1800
	630	12593	1049
	620	24607	2051
	530	11404	950
	520	434	36
	520i	268	22
	330	9208	767
	320	2326	194
SUV	X60	60235	5020
	X50	2331	1829 (11 月底上市)
MPV	乐途	4000 (预估)	4000 (2014 年底上市)
微面	丰顺	52200 (1-11 月, 搜狐汽车数据)	4745

数据来源: 乘联会, 搜狐汽车, 西南证券

表 2: 力帆汽车新车预计投放时间

	2006	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
轿车	520	620	320			720	3款改款	820	820	
SUV					X60			X50	X40	X80
MPV								乐途		
微车				丰顺	兴顺	福顺				
低速电动车 (铅酸)								2款	2款	
电动车 (锂电)						2款			2款	2款

数据来源: 公司公告, 西南证券

二、摩托车及发动机逆势增长, 多重政策利好

摩托车行业迎来利好, 2014 年摩托车产销量继续下降, 全年产销摩托车 2126.78 万辆和 2129.44 万辆, 比上年下降 7.1% 和 7.6%, 产销量已连续三年下降, 为 2007 年以来新低。但是, 2014 年随着摩托车国宾护卫队的恢复、取消 250ml 以下排量摩托车的消费税; 摩托车出口退税从 15% 恢复到 17%, 三大利好有望在 2015 年开始显现, 摩托车板块盈利能力向好。

力帆摩托车发力个性化、大排量细分市场, 2014 年力帆摩托车销量同比增长 2.8%, 摩托车发动机销量同比增长 17.1%, 而同期国内摩托车共完成产销 2126.8 万辆和 2129.4 万辆, 同比下降 7.1% 和 7.6%, 摩托车发动机产量 2522.6 万辆, 同比下降 3.6%, 力帆调整产品结构, 加大大排量摩托车开发力度, 产销数据均远超行业同期。2015 年随着摩托车国宾护卫队的恢复、取消 250ml 以下排量摩托车的消费税、摩托车出口退税恢复到 17%, 摩托车的市场关注度有望逐步提高, 板块出口盈利能力有望改善。

三、低速电动车政策临近, 有望带来重大发展机遇

2014 年低速电动车受到市场和管理层关注显著提高, 电动车百人大会年会上均对低速电动车发展的必要性进行了充分肯定, 对当前规范管理提出了充分建议, 我们认为低速电动车已进入政策出台临近期, 规范管理势在必行。低速电动车近 1000 亿元市场需求空间有望打开。

力帆新能源车济源工厂已经下线生产, 具备单班 3 万、双班 5 万辆产能, 力帆具备“产品+技术+渠道+服务”优势, 且力帆针对市主流需求市场, 推出 320E、300E、100E 等车型, 价位区间在 2-5 万元之间, 我们预计 2015 年力帆低速电动车销量有望超过 1.5 万辆, 2016 年销量有望超 3 万辆, 具备较大的增长空间, 有望迎来重大发展机遇。

图 1: 力帆电动车 300E



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 力帆电动车 320E



数据来源: 公司公告, 西南证券

表 3: 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

附表：财务预测表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	10073.24	11424.94	14373.50	18100.46	净利润	408.04	510.70	730.51	1036.24
营业成本	8160.36	9229.59	11527.49	14378.05	折旧与摊销	266.19	421.33	823.99	991.09
营业税金及附加	147.64	167.45	210.67	265.30	财务费用	338.62	572.54	731.95	906.84
销售费用	716.68	765.47	963.02	1212.73	资产减值损失	23.95	50.00	60.00	130.00
管理费用	582.97	674.07	819.29	1013.63	经营营运资本变动	-344.49	136.29	-908.32	-31.02
财务费用	338.62	572.54	731.95	906.84	其他	-1051.76	-759.87	-965.32	-1268.56
资产减值损失	23.95	50.00	60.00	130.00	经营活动现金流净额	-359.45	930.99	472.80	1764.59
投资收益	173.13	386.02	485.22	624.26	资本支出	-593.22	-4560.00	-3290.00	-3520.00
公允价值变动损益	-0.58	-0.50	-0.50	-0.50	其他	-948.09	126.93	153.37	197.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1541.31	-4433.07	-3136.63	-3322.85
营业利润	275.56	351.33	545.80	817.68	短期借款	1523.38	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	174.83	187.50	228.08	291.35	长期借款	782.92	0.00	0.00	0.00
利润总额	450.39	538.83	773.88	1109.03	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	42.35	28.12	43.37	72.79	支付股利	-190.29	-238.96	-341.81	-484.87
净利润	408.04	510.70	730.51	1036.24	其他	416.90	-344.04	-415.73	-472.43
少数股东损益	-16.24	-20.33	-29.08	-41.24	筹资活动现金流净额	2532.92	-583.01	-757.54	-957.30
归属母公司股东净利润	424.28	531.03	759.58	1077.49	现金流量净额	632.16	-4085.09	-3421.37	-2515.56
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	3763.21	-321.88	-3743.25	-6258.80	成长能力				
应收和预付款项	2974.97	3422.71	4449.51	5282.98	销售收入增长率	16.07%	13.42%	25.81%	25.93%
存货	2390.66	3038.50	3947.85	5038.43	营业利润增长率	2.40%	27.50%	55.35%	49.81%
其他流动资产	119.10	119.10	119.10	119.10	净利润增长率	33.55%	25.16%	43.04%	41.85%
长期股权投资	1902.34	2588.36	3473.58	4497.84	EBITDA 增长率	30.86%	45.78%	54.39%	27.76%
投资性房地产	105.11	105.11	1905.11	1975.11	获利能力				
固定资产和在建工程	5070.50	8725.32	8870.14	10729.96	毛利率	18.99%	19.22%	19.80%	20.57%
无形资产和开发支出	950.52	995.27	1047.36	1106.45	三费率	16.26%	17.61%	17.49%	17.31%
其他非流动资产	154.55	272.24	321.34	381.34	净利率	4.05%	4.47%	5.08%	5.72%
资产总计	17430.95	18944.74	20390.74	22872.41	ROE	7.42%	8.84%	11.82%	15.36%
短期借款	3754.82	3754.82	3754.82	3754.82	ROA	3.61%	4.66%	5.83%	6.91%
应付和预收款项	4292.98	5637.72	6695.03	8625.32	ROIC	6.76%	7.16%	6.90%	8.99%
长期借款	3082.05	3082.05	3082.05	3082.05	EBITDA/销售收入	8.88%	11.42%	14.01%	14.21%
其他负债	441.03	338.34	338.34	338.34	营运能力				
负债合计	11570.89	12812.94	13870.25	15800.54	总资产周转率	0.58	0.60	0.70	0.79
股本	1010.39	1010.39	1010.39	1010.39	固定资产周转率	3.25	2.42	2.29	2.28
资本公积	3298.35	3298.35	3298.35	3298.35	应收账款周转率	4.15	4.23	3.83	4.14
留存收益	1405.48	1697.55	2115.32	2707.94	存货周转率	3.41	3.04	2.92	2.85
归属母公司股东权益	5714.22	6006.29	6424.06	7016.68	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.87	—	—	—
少数股东权益	145.83	125.51	96.43	55.19	资本结构				
股东权益合计	5860.06	6131.79	6520.49	7071.86	资产负债率	66.38%	67.63%	68.02%	69.08%
负债和股东权益合计	17430.95	18944.74	20390.74	22872.41	带息债务/总负债	59.09%	53.36%	49.29%	43.27%
					流动比率	1.09	0.65	0.44	0.33
					速动比率	0.80	0.32	0.07	-0.08
					股利支付率	44.85%	45.00%	45.00%	45.00%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.53	0.75	1.07
					每股净资产	5.67	5.96	6.37	6.96
					每股经营现金	-0.36	0.92	0.47	1.75
					每股股利	0.19	0.24	0.34	0.48
业绩和估值指标									
	2013A	2014E	2015E	2016E					
EBITDA	894.61	1304.20	2013.61	2572.55					
PE	21.34	17.05	11.92	8.40					
PB	1.58	1.51	1.41	1.29					
PS	0.90	0.79	0.63	0.50					
EV/EBITDA	13.81	12.24	7.90	6.14					
股息率	2.10%	2.64%	3.77%	5.35%					

数据来源：西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

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

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn