

关注公司依托互联网推动新能源汽车发展

- **业绩:** 力帆股份(601777): 2014年公司实现营业收入114亿元,比上年同期增长了13%,归属于母公司股东的净利润3.86亿元,同比下降9%,每股收益0.4元。其中第四季度公司营业收入同比增长29%,归母净利润同比下降63%。
- **点评:** 公司经营稳健,营业收入符合预期,但利润受到政府补贴降低、汇兑损失及费用增加等因素影响,低于预期,其中第四季度利润大幅下滑。主要原因: 1、政府补贴同比减少1.21亿,其中节能惠民补贴减少0.93亿元,出口补贴降低0.39亿元; 2、俄罗斯卢布贬值,汇兑损失同比增加0.4亿元; 3、人工成本和股权激励费用增加。展望2015年,俄罗斯卢布已经好转,节能惠民补贴于2014年开始重新启动,公司多款新车下线,公司业绩有望维持稳定增长。其他看点:
- **提前布局电动车分时租赁,创新电动车推广模式。** 我们认为新能源汽车的分时租赁模式有望超越杭州“微公交”模式,成为当前电动车推广的最佳模式之一。力帆电动车锂电换电系统国内技术领先,获得央视特约报导。公司在2015年重庆云博会展出公司互联网汽车技术,并提出运用互联网带动新能源汽车的发展。我们预计公司有望结合分时租赁模式和电动车换电技术推出换电技术分时租赁业务。2014年年报显示公司正探索能源站管理模式及盈利模式,争取换电功能电动车在各大城市出租车运营指标。我们十分看好公司基于换电技术在新能源汽车分时租赁、出租车运营等方面的拓展。
- **低速电动车多款新车即将下线,行业龙头地位逐步显现。** 低速电动车市场空间超过1000亿元,尽管当前国家政策仍处于空窗期,但是并不妨碍行业迅猛发展,2014年产销增速维持50%左右。力帆针对广大农村市场需求,结合自身乘用车生产技术、经销商渠道资源优势,针对不同细分市场,推出具备市场竞争力的产品和全新车型,低速电动车龙头地位逐步显现。
- **深度挖掘汽车产业链金融。** 汽车金融是汽车产业链利润的重要部分,国外汽车发达国家汽车金融在汽车产业链利润中占比约24%。公司已成立或参股重庆银行、财务公司、融资租赁公司等,有望依托金融平台,深耕汽车制造产业链、汽车后市场业务,深度挖掘汽车产业链利润,并较好的支撑公司开展包括小微项目和汽车租赁资产的转让在内的汽车后市场业务。
- **股价催化剂:** 分时租赁模式推出; 低速电动车国家政策出台。
- **风险提示:** 新车销量或不达预期; 宏观经济或不景气; 金融与制造业或未有效协同。

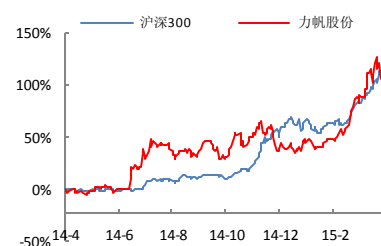
西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 梁超
电话: 023-67791327
邮箱: lchao@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)	12.58
流通A股(亿股)	9.74
52周内股价区间(元)	6.09-15.03
总市值(亿元)	177.45
总资产(亿元)	208.42
每股净资产(元)	5.36

相关研究

1. 力帆股份(601777): 受益于“一带一路”战略、产销超预期可期 (2015-01-16)
2. 力帆股份(601777): 业绩稳定增长,“电动车+汽车金融”可期 (2014-11-03)
3. 力帆股份(601777): 俄罗斯市场潜力大,建厂延续领先优势 (2014-10-16)
4. 力帆股份(601777): 打造低速电动车领域“特斯拉” (2014-09-02)

一、收入稳定增长，业绩低点已现

业绩：2014 年公司实现营业收入 114 亿元，比上年同期增长了 13%，归属于母公司股东的净利润 3.86 亿元，同比下降 9%，每股收益 0.4 元。其中第四季度公司营业收入同比增长 29%，归母净利润同比下降 63%。

点评：公司经营稳健，营业收入符合预期，但利润受到政府补贴降低、汇兑损失及费用增加等因素影响，低于预期，其中第四季度利润大幅下滑。主要原因：1、政府补贴同比减少 1.21 亿，其中节能惠民补贴减少 0.93 亿元，出口补贴降低 0.39 亿元；2、俄罗斯卢布贬值，汇兑损失同比增加 0.4 亿元；3、人工成本和股权激励费用增加。

乘用车产销稳定增长，出口大增。2014 年公司实现乘用车生产 130,626 辆，同比增长 4.04%；销售 135,468 辆，同比增长 18.72%。2014 年公司推出“力帆 720”、“力帆 X50”、“乐途”（MPV）等新产品，汽车产品线继续得以丰富，其中“力帆 X50”上市三个月即实现月销量 5 千辆，公司实现乘用车出口 69,628 台，同比增长 38.45%，出口业务继续高速增长。

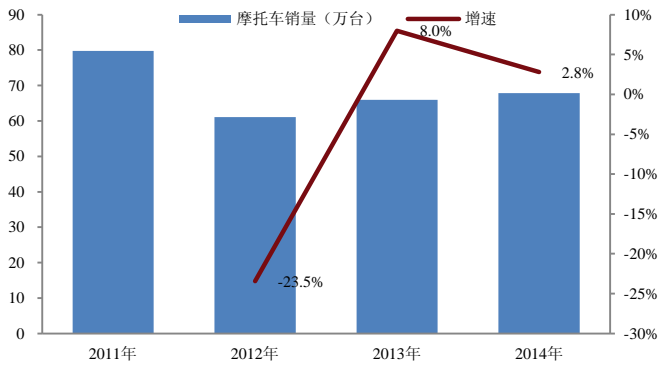
表 1：2014 年力帆汽车销量分拆数据

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

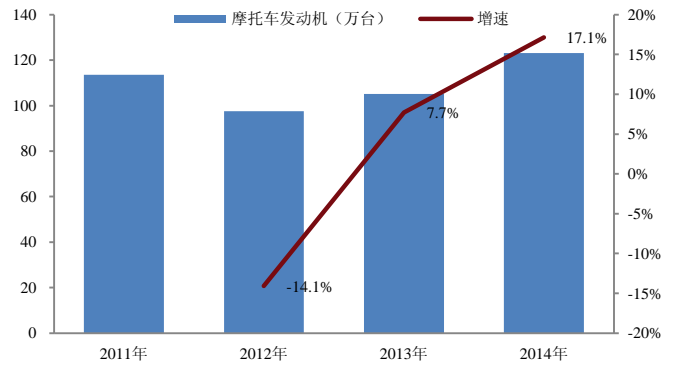
数据来源：乘联会，搜狐汽车，西南证券

摩托车销售额保持稳定，行业迎来利好。2014 年，公司摩托车业务实现营业收入 34.60 亿元，实现出口收入 17.14 亿元。摩托车向大排量、个性化发展成为趋势，公司 2014 年主要开发了 18 款摩托车（含电动摩托车）新产品及 38 款摩托车发动机新产品，启动了 KP150 旅行版、KP150 经济版、新炫影、高速电动车、混合动力、CG 运动款等车型的立项工作。

摩托车行业逐步迎来利好，摩托车国宾护卫队逐步恢复，并取消 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%。我们认为摩托车行业尽管受到利好刺激，但是行业高增长已成为历史，产销小幅下滑趋势或将持续，力帆通过转变发展思路，继续推出细分、差异化产品，实现摩托车总收入稳定。

图 1: 力帆摩托车销量维持稳定


数据来源: 公司公告, 西南证券

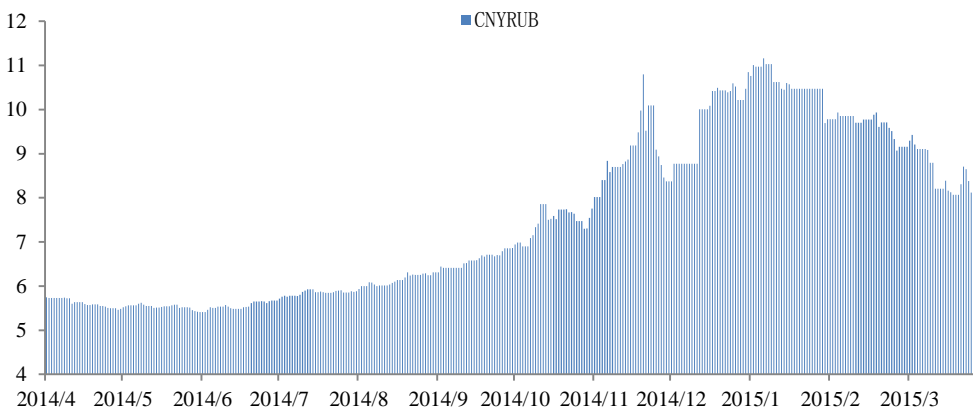
图 2: 力帆摩托车发动机销量有所回升


数据来源: 公司公告, 西南证券

二、2015 年主要看点

1、主营稳定增长，利空因素或已过

2015 年公司收入将维持稳定增长，卢布贬值及政府补贴下降的影响也将逐渐减少，利润将有所好转。我们认为：1、俄罗斯卢布贬值现状已经好转，公司通过进口商品等方式进行对冲，减少汇率波动的影响；2、中国汽车行业节能惠民补贴于 2014 年开始重新启动，公司多款车进入补贴目录，2015 年有望重新获得补贴；3、公司产销有望维持稳定增长态势，公司 MPV 乐途、SUV X50 两款新车逐步上量，轿车 820 预计 2015 年推出，随着新工厂产能逐步投产，公司产销稳定增长有望持续。

图 3: 俄罗斯卢布兑人民币走势


数据来源: wind, 西南证券

2、积极布局分时租赁系统

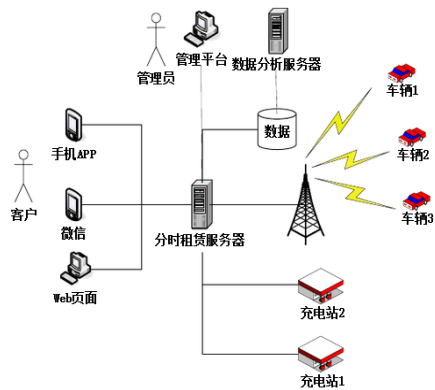
我们认为分时租赁有望成为继杭州微公交模式之后最受成功的新能源汽车运用模式，已在海外有运营经验和基础，国内上海即将全面展开，有望迅速将模式复制到全国。

新能源汽车推广急需运营模式的创新。我们认为电动汽车当前推广的主要瓶颈主要是电池能量密度、充电桩等配套设施不完善、电动车商业模式欠缺等。2014 年杭州微公交模式受到社会的关注，主要是该模式在享受到国家补贴的情况下，通过公共运营，进行大规模的推广。当前分时租赁业务是新能源汽车推广最有效的模式之一。具有诸多优势：1、解决城市内部“短途、短距离”交通出行的解决方式，90%的单车出行需求都在 50 公里以内；2、电动汽车低速加速性能好、怠速不耗电、零排放，更适合当前城市拥堵情况下使用；3、充、换电技术能够重点布局，贴近客户，提供更加便捷、更实惠和高效的出行方式。

上海的新能源汽车分时租赁业务取得初步成功。上海新能源汽车分时租赁业务自 2013 年 3 月推出以来，目前已启用租赁点 54 个，运营电动汽车 134 辆，会员数超过 5000 名，主要集中在嘉定区。2015 年起，将主推中心城区布点，到年底将新增 250 个租赁点，租赁车辆也将扩容到 3000 辆，其中嘉定区 1000 辆、市区 2000 辆。市区租赁点主要分布于机场火车站等交通枢纽站、办公楼宇创意园区等商务区、大型居住区和医院卖场等生活服务区以及旅游服务网点。

力帆有望成为新能源汽车分时租赁业务的重要参与者。2015 年重庆云博会上，力帆展示和绿洲用车合作开发的基于互联网的新能源汽车分时租赁车型，公开资料显示：力帆租赁系统，使用者只需安装一个 APP，就能定位周边的力帆纯电动汽车，上车之后开始计时，按小时出租，加装了互联网技术，这款新能源汽车还可以实现远程开锁、远程控制空调等。我们认为，力帆结合自身在锂电新能源汽车换电模式的优势，有望开创新能源汽车分时租赁的力帆模式。

图 4：充电分时租赁运营模式



数据来源：公司公告，西南证券

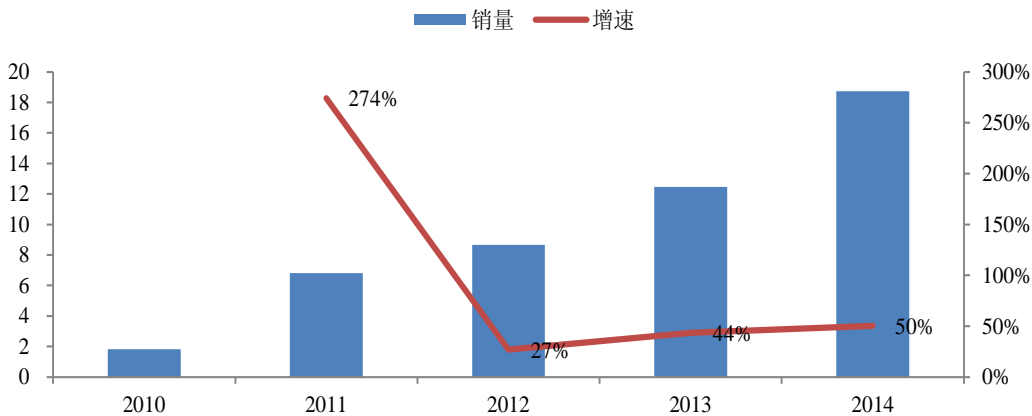
图 5：力帆与绿洲用车合作车型



数据来源：公司公告，西南证券

3、低速电动车龙头逐步显现

低速电动车政策出台仍将是今年电动车看点之一。我们认为当前尽管处于国家层面政策空窗期，但是并不妨碍行业的迅猛发展，很多地方纷纷出台地方政策加以规范，行业仍旧保持 50% 以上增长态势，有效的解决了广大城乡结合及农村的用车需求。我们预计公司低速电动车销量 2015-2017 年分别为 2 万辆、4 万辆、6 万辆，按照 4 万辆/台的均价，营业收入依次为 8 亿元、16 亿元、24 亿元。逐步成为低速电动汽车龙头企业。

图 6: 山东统计的 22 家低速电动车销量持续保持高增长态势


数据来源: 山东汽车工业协会, 西南证券

2014 年我国低速电动车最发达省份山东销量增速近 50%，连续三年保持 40% 以上高速增长态势。低速电动车规范管理预期较大，当前仍处于政策空窗期，山东、河南、福建等省份地区出台相关管理条例对行业进行规范，逐步实现有序发展，未来有望通过出该国家层面管理法规对行业进行疏导。

力帆当前处于低速电动汽车生产启动阶段，逐步开始上量，我们预计前 3 个月累计销量 2000 辆左右。当前具备单班 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，并针对差异化市场需求开发全新车型力帆微微 C2，有望对现存两轮/三轮电动车形成覆盖，我们预计公司低速电动车销量 2015-2017 年分别为 2 万辆、4 万辆、6 万辆，按照 4 万辆/台的均价，营业收入依次为 8 亿元、16 亿元、24 亿元。逐步成为低速电动汽车龙头企业。

4、汽车金融逐步完善

我们认为公司的有望逐步完善汽车产业链金融，分享汽车金融丰厚利润。公司已经成立了财务公司、融资租赁公司、P2P 公司并参股重庆银行。其中财务公司作为产业链银行，对整合企业供应链，提高效率。

融资租赁公司已成功与近 300 家经销商建立合作关系，开展汽车融资租赁业务，并设立全资子公司四川力帆善蓉信息服务有限公司，主营互联网金融业务。目前力帆善蓉信息公司已开发完成“汽车融资租赁业务系统”。该系统将覆盖力帆所有的经销商和 4s 店，并具有认证、识别、第三方支付扣收、全流程风险控制等功能。同时，力帆善蓉信息公司引入车联网概念，打造移动互联网租车平台。随着汽车租赁业务系统上线，将会大大提升汽车融资租赁的效率。

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

地址：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

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

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

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

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@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