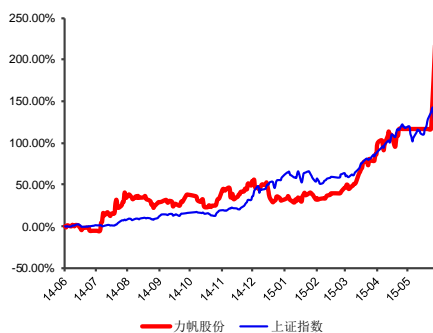


2015年6月2日

——力帆股份（601777）临时公告点评

评级：推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

力帆股份(601777)推荐报告：攻守兼备的新能源汽车标的-2014/11/25

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。

事件：6月1日力帆股份公告，力帆实业(集团)股份有限公司拟于2015年6月8日，与阿里巴巴(中国)有限公司及其关联公司签订《战略合作协议》，就利用各自优势资源，在汽车销售、汽车金融、营销推广、汽车后市场服务、国际业务等领域开展战略合作。

点评：

- **转型互联网+新能源汽车再下一城。**公司日前公告拟定向增发52亿元，打造电池-电机-电控-整车-充电设备一体化产业链布局。本次公告与阿里巴巴合作，将实现汽车业务触网。公司的汽车产品定位中低端，相比于线下销售，线上销售成本费用较低，借助于阿里巴巴强大的流量支持，公司有望实现汽车业务新的突破，做大国内市场，以平衡公司汽车业务较多依赖国际市场的局面。进一步看，公司先期在互联网的布局，将为公司未来新能源汽车网上销售打下坚实基础。
- **依托换电模式为主的能源站，布局新能源汽车全产业链。**公司定增计划推广以换电模式为主的能源站业务，并以此带动新能源汽车的发展。当前充电设施建设缓慢、充电时间长是制约新能源汽车发展的关键，公司的能源站业务正是为解决此问题。能源站自备公司生产的三元材料锂电池，在晚间用谷电价充电，在日间为公司的新能源汽车客户更换电池，电池采用租赁模式，大大降低了消费者的购买成本。利用公司申请的换电专利技术，3-5分钟即可为客户更换好电池，解决了客户的里程焦虑和对电池衰减的担忧。消费者通过每次支付电池租金和充电电费的方式租用电池，电池的租赁、保养和维修都由能源站负责，根据公司测算，消费者每次支付的“电池租赁费+充电费”换算为百公里的使用费用则比百公里平均油耗费用低30%以上，大幅降低了消费者的使用成本，相比与燃油车的成本节约有公司和消费者共同分享。
- **能源站可做储能之用，受益电改红利。**公司的能源站除为电动汽

车换电外，也可做储能之用。根据新的电改方案，国家鼓励分布式储能技术的利用。发改委根据新电改的精神，与5月8日下发了962号文《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》，其中提出跨省跨区送电由送电、受电市场主体双方可按照“风险共担、利益共享”原则协商或通过市场化交易方式确定送受电量、价格，并建立相应的价格调整机制。国家鼓励通过招标等竞争方式确定新建跨省跨区送电项目业主和电价；鼓励送受电双方建立长期、稳定的电量交易和价格调整机制，并以中长期合同形式予以明确。这为公司能源站用作电网“削峰填谷”，获得经济效益提供了基础。

- **低速电动车上工信部目录，有望率先放量。**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。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。力帆首款按照乘用车标准打造低速电动车320E日前在工信部《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》上出现，虽无补贴，但这意味着公司将可以全国范围内销售该款低速电动车，奇瑞QQ铅酸电池版的畅销表明了低速电动车即使在城市也有很大的市场空间。公司在河南济源投建的低速电动车生产线已经建成，一期产能5万辆，河南省许诺为公司的低速电动车在河南的上牌上路提供帮助，仅河南市场就已足够消纳公司的产能。我们预计公司低速电动车今年有望率先放量。
- **传统业务增长仍有空间。**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。公司目前正在实施俄罗斯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。
- **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。本次同阿里巴巴的合作也重点提到要由力帆融资租赁（上海）有限公司接入阿里金融在线平台，对力帆汽车消费者提供在线汽车金融服务。以国际汽车业巨头的发展来看，国际汽车企业集团均有实力雄厚的汽车金融公司来支撑公司汽车销售，并且汽车金融成为利润的主要来源之一。公司在金融领域的布局使得公司发展汽车金融业务优势显著，有望成为公司增长点。

- **维持“推荐”评级。**我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.42 元、0.50 元、0.58 元，对应目前股价，市盈率分别为 46 倍、39 倍、34 倍。公司民爆业务整合预期较强，发展锂业趋势不变，我们仍然维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、新能源汽车推广不及预期；2、业务模式的风险；3、海外业务推进不及预期。

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	11,416.7	11,936.5	13,008.7	14,123.8
YOY	13.34%	4.55%	8.98%	8.57%
归属母公司净利润	386.1	434.7	555.1	606.6
EPS(元)	0.31	0.35	0.44	0.48
P/E	69.9	62.1	48.6	44.5
P/B	5.0	4.8	4.6	4.5

数据来源：国联证券研究所

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	10,073.2	11,416.7	11,936.5	13,008.7	14,123.8
YOY(%)	16.1%	13.3%	4.6%	9.0%	8.6%
营业成本	8,160.4	9,372.8	9,797.3	10,660.9	11,560.0
营业税金及附加	147.6	166.6	179.0	195.1	211.9
销售费用	716.7	728.1	775.9	845.6	889.8
占营业收入比(%)	7.1%	6.4%	6.5%	6.5%	6.3%
管理费用	583.0	700.9	740.1	780.5	819.2
占营业收入比(%)	5.8%	6.1%	6.2%	6.0%	5.8%
EBIT	628.4	619.4	679.2	811.5	902.9
财务费用	338.6	417.0	391.6	334.4	363.8
占营业收入比(%)	3.4%	3.7%	3.3%	2.6%	2.6%
资产减值损失	23.9	83.7	40.0	20.0	20.0
投资净收益	173.1	353.3	300.0	290.0	285.0
营业利润	275.6	329.3	342.6	482.1	544.1
营业外净收入	174.8	80.5	95.0	95.0	95.0
利润总额	450.4	409.9	437.6	577.1	639.1
所得税	42.4	32.4	12.9	32.1	42.5
所得税率(%)	9.4%	7.9%	2.9%	5.6%	6.6%
净利润	408.0	377.4	424.7	545.1	596.6
占营业收入比(%)	4.1%	3.3%	3.6%	4.2%	4.2%
少数股东损益	-16.2	-8.7	-10.0	-10.0	-10.0
归属母公司净利润	424.3	386.1	434.7	555.1	606.6
YOY(%)	32.0%	-9.0%	12.6%	27.7%	9.3%
EPS (元)	0.34	0.31	0.35	0.44	0.48

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	16.1%	13.3%	4.6%	9.0%	8.6%
营业利润	-17.3%	19.5%	4.0%	40.7%	12.8%
净利润	32.0%	-9.0%	12.6%	27.7%	9.3%
获利能力					
毛利率(%)	19.0%	17.9%	17.9%	18.0%	18.2%
净利率(%)	4.1%	3.3%	3.6%	4.2%	4.2%
ROE(%)	7.4%	7.1%	7.8%	9.6%	10.0%
ROA(%)	3.6%	3.0%	3.9%	4.4%	4.5%
偿债能力					
流动比率	1.09	0.82	0.68	0.64	0.63
速动比率	0.80	0.67	0.46	0.42	0.43
资产负债率%	66.4%	73.5%	67.5%	68.4%	70.0%
营运能力					
总资产周转率	57.8%	55.4%	69.1%	70.5%	69.8%
应收账款周转天数	87.9	107.8	105.5	95.3	104.3
存货周转天数	106.9	72.7	76.5	75.7	76.2
每股指标 (元)					
每股收益	0.34	0.31	0.35	0.44	0.48
每股净资产	3.79	3.90	4.54	4.30	4.44
估值比率					
P/E	63.6	69.9	62.1	48.6	44.5
P/B	4.7	5.0	4.8	4.6	4.5

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	3,763.2	4,880.4	596.8	650.4	706.2
交易性金融资产	9.6	7.1	0.9	0.0	0.0
应收款项净额	2,975.0	4,113.3	3,989.1	3,956.3	4,647.2
存货	2,390.7	1,865.7	2,053.2	2,211.1	2,412.9
其他流动资产	109.4	128.5	133.9	134.8	134.8
流动资产总额	9,247.9	10,995.0	6,773.9	6,952.7	7,901.0
固定资产净值	3,100.1	4,831.3	5,358.7	5,865.0	6,435.3
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	3,100.1	4,831.3	5,358.7	5,865.0	6,435.3
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	1,970.4	1,026.7	1,056.0	1,200.0	1,134.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	5,070.5	5,858.0	6,414.7	7,065.0	7,569.3
无形资产	950.5	943.5	967.5	1,009.5	1,058.8
长期股权投资	1,902.3	2,025.6	2,325.6	2,615.6	2,900.6
其他长期资产	259.7	800.5	800.5	800.5	800.5
资产总额	17,430.9	20,622.6	17,282.2	18,443.3	20,230.2
循环贷款	3,754.8	5,743.6	2,758.7	3,253.8	3,993.4
应付款项	4,293.0	5,438.1	4,920.1	5,374.1	6,188.8
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	119.7	0.0	399.3	2,272.9	2,272.9
流动负债	8,167.5	11,181.7	8,078.1	10,900.7	12,455.1
长期借款	3,082.1	1,671.5	1,671.5	1,671.5	1,671.5
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	11,570.9	15,164.1	11,659.7	12,608.8	14,163.1
少数股东权益	191.7	145.8	50.5	40.5	30.5
股东权益	5,860.1	5,458.6	5,622.4	5,834.5	6,067.1
负债和股东权益	17,430.9	20,622.6	17,282.2	18,443.3	20,230.2

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	408.0	377.4	424.7	545.1	596.6
加: 少数股东损益	(16.2)	(8.7)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
公允价值变动	(0.6)	28.3	30.0	20.0	0.0
折旧和摊销	263.0	254.0	495.3	567.7	650.4
营运资金的变动	(1,030.5)	(792.1)	(713.2)	189.6	(162.6)
经营活动现金流	(359.5)	(160.6)	206.7	1,302.4	1,084.3
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(1,541.3)	(173.2)	(1,003.0)	(1,176.4)	(1,140.4)
投资活动现金流	(1,541.3)	(173.2)	(1,003.0)	(1,176.4)	(1,140.4)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	190.3	252.6	190.3	252.6	260.8
计入循环贷款前融资活动	(295.3)	(430.6)	(399.8)	(494.2)	(495.2)
循环贷款的增加(减少)	2,828.2	1,030.5	36.6	136.9	(119.8)
融资活动现金流	2,532.9	599.8	(3,487.3)	(72.4)	111.8
现金净变动额	598.5	92.7	(4,283.6)	53.6	55.8

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。