

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

汽车

**力帆股份 (601777)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2015年12月09日

# 牵手“四川能投”，大格局步伐加快，维持“买入”

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515080001

## 事项：

力帆股份公告：公司与四川能投签订《战略合作协议》：在四川地区合作或合资共建能源站，以及为建立能源站所共同开展的相关事宜（如地块的选择、实现能源站的运营及为电动汽车提供充换电服务）；双方同意合作或合资共同在四川推动新能源锂电池新项目；在具备条件的前提下，四川能投可为力帆股份提供直供电服务。同时加强双方在金融服务业、物资贸易业务方面的合作。

## 评论：

### ■ 改革释放巨大红利，合作共赢打开空间

持续深化改革是经济增长的核心动力之一，当前社会正处于改革的浪潮中：电力改革、公车改革、出租车运营改革、新能源汽车推广等等，改革的背后带来了巨大的投资机会，也需要企业去调整原有生产方式，适应和抓住改革红利。新能源汽车是国家战略和改革的重点领域，取得较好成绩。2015年新能源汽车产销高速增长（中汽协：2015年1-10月新能源汽车销售17.1万辆，同比增长2.9倍）。除了公共用车领域外，北、上、深等地区的传统车限牌政策促进了新能源汽车在私人市场的推广，但是2015年相关需求的存量客户正逐步消化，新增客户增速或将放缓，我们认为新能源汽车的运营或将成为企业推广的重点，也将是2016年市场关注的重点。敏感的企业能够在第一时间布局，分享改革红利。力帆新能源汽车战略此次跨区域、跨领域的合作，正是在多领域改革下，强强联合，发挥优势，加快市场布局。

### ■ 力帆牵手“四川能投”，迈出合作共赢步伐

力帆从传统汽车、摩托车等制造转型“能源站+智能新能源汽车”，构建“储能（能源站）+生产（新能源汽车）+运营（盼达用车）+金融（融资租赁等）”新能源汽车生态系统，为城市提供系统解决方案，且切合国家新能源汽车战略、电力改革、公车改革、电动车分时租赁、出租车改革等方案。而此次与四川能投的合作迈出了力帆与运营城市地方企业合作的步伐，加快公司战略转型。四川能投作为四川省政府组建的国有省级专业投资公司，具备电力生产、电网建设等能力（目前旗下共有地方电力公司29家，建立了川南、川东北、青川平武三个地方配电网），为力帆能源站建设提供稳定、价廉的电力来源（受益于电改，电力用户向发电企业直接购电试点），也起到“削峰填谷”作用，充分利用夜间浪费的电力资源。我们认为公告的意义更多的在于象征着力帆理清了运营推广的共赢模式，有利于力帆解决建设能源站、取得运营资质、获取新能源汽车地方补贴等一系列难题，并加快在全国铺开运营。

### ■ 大格局、大转型，分享改革红利，维持“买入”评级

我们认为力帆正处于转型之中（传统汽车转型新能源汽车、生产转型运营），具备以下看点：1、力帆转型布局“能源站+智能纯电动汽车”，布局格局大、转型力度大，与市场存在较大信息差；2、公司“储能+生产+运营”系统业绩弹性较大，具备较大发展空间；3、公司引进陈卫团队（通信、电力、物联网等方面专家），具备较好的技术储备。我们预计15/16/17年每股盈利分别为0.31/0.41/0.51元，目前股价（17.59元）对应动态市盈率分别是57/43/35x，我们认为公司合理价值在22.14元~25.49元，维持公司“买入”评级。

附件：四川省能源投资集团有限责任公司介绍（资料来源：公司官网）

四川省能源投资集团有限责任公司（简称“四川能投”）成立于2011年2月21日，注册资本93.16亿元。公司是四川省人民政府批准组建的国有资本投资公司，是四川推进能源基础设施建设、加快重大能源项目建设的重要主体。

四川能投成立以来，以“开发能源、服务四川、改善民生、推动发展”为企业使命，充分发挥省级产业性投资公司的优势，进行股权投资和资产经营管理，与省内外各市州县政府、国际国内大中型企业、科研机构等建立了战略合作伙伴关系，在传统能源、新能源、绿色能源领域得到快速发展，实现了存量资产的保值增值和新增业务的快速发展。截止2015年6月，四川能投旗下共有下属公司151家，业务涵盖能源、金融、能源服务、新城镇建设四大领域，总资产规模达到574亿元，净资产达到186亿元，销售收入过100亿元。成功进入中国服务业500强企业行列。

四川能投在能源产业上坚持“做强电网、做大电源、做实燃气、开发新能源”的发展战略，已形成一大批优质项目。在巩固加快能源产业发展的基础上，形成了产业与金融“两翼齐飞”，能源、金融、能源服务、新城镇建设“四轮驱动”协同发展格局。

电网和无电地区电力建设方面，目前旗下共有地方电力公司29家，建立了川南、川东北、青川平武三个地方配电网，供电人口占四川全省总人口的21%，达1760万人。水电方面，拥有大中小型各类水电站165座，总装机（含权益装机）近900万千瓦，控股开发总装机56万千瓦的金沙水电站，参股向家坝、溪洛渡电站，白鹤滩、乌东德四座巨型水电站。风电和太阳能方面，建成了四川省第一个高山风电场——凉山会东拉马、鲁南风电场。建成了四川第一个风光互补项目盐边大面山风电场。生物质能方面，建成了自贡市垃圾发电项目和广安垃圾发电项目。天然气方面，组建了四川省天然气投资有限责任公司，该公司投资建设的1200公里天然气主干输气管网连接省内主要经济带，将形成每年100亿方输气能力。页岩气方面，参股“四川长宁天然气开发有限责任公司”，开发宜宾长宁区块页岩气。煤层气方面，开展了我省川南地区煤层气勘探开发，目前正在推进泸州石宝煤层气项目钻探试验，并将逐步加快开发我省其它地区页岩气、地热等新兴能源。分布式能源方面，在四川省获取了57个分布式能源项目，总装机达153万千瓦。建成了省内首个真正的冷热电三联供的分布式能源项目——新都分布式能发电项目。金融服务板块，组建了金鼎产融控股公司，总资产达102亿元，业务覆盖投资、小额贷款、融资担保、保险代理、融资租赁、基金管理、（P2P）互联网金融等领域，正着力打造全牌照金融服务平台。新型城镇化板块，组建了四川能投新城投资有限公司，致力于旅游业、康养产业领域的发展。目前正在开展阿坝藏族自治州的九寨沟景区、云顶南坪古镇景区、茂县的红星岩景区、雅安牛背山景区、泸州佛宝古镇、凉山州全域旅游开发的前期工作。能源服务业板块，围绕能源服务组建的能投机电物资有限公司，在机电物资贸易、咨询管理服务、能源产业链投资等领域开展业务。

能投集团坚持走市场化道路，谋求多元化发展，积极创新思维，拓展新的业务，进军新材料、新技术领域，在碳纤维产业，以交流LED为代表的现代照明产业等领域都取得了突破。

到2020年，四川能投力争进入中国企业前200强，培育电网、风电光伏、**分布式能源**、小微惠民金融、气体能源等多个领域的上市公司，成为国内具有影响力的大型综合能源企业。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	4918	5000	5000	5000
应收款项	3961	4268	5077	5462
存货净额	1866	2068	2683	3173
其他流动资产	316	346	449	532
<b>流动资产合计</b>	<b>11062</b>	<b>11683</b>	<b>13210</b>	<b>14169</b>
固定资产	5858	7038	7833	8575
无形资产及其他	806	787	769	750
投资性房地产	1090	1090	1090	1090
长期股权投资	2026	2126	2226	2326
<b>资产总计</b>	<b>20842</b>	<b>22724</b>	<b>25128</b>	<b>26909</b>
短期借款及交易性金融负债	7889	9214	8937	8869
应付款项	4913	5444	7065	8356
其他流动负债	845	956	1245	1479
<b>流动负债合计</b>	<b>13647</b>	<b>15615</b>	<b>17247</b>	<b>18704</b>
长期借款及应付债券	1672	1722	2522	2822
其他长期负债	65	80	95	110
<b>长期负债合计</b>	<b>1736</b>	<b>1801</b>	<b>2616</b>	<b>2931</b>
<b>负债合计</b>	<b>15383</b>	<b>17416</b>	<b>19863</b>	<b>21635</b>
少数股东权益	51	56	64	74
股东权益	5408	5252	5200	5200
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20842</b>	<b>22724</b>	<b>25128</b>	<b>26909</b>

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.38	0.31	0.41	0.51
每股红利	0.63	0.44	0.45	0.51
每股净资产	5.33	4.18	4.14	4.14
ROIC	4%	3%	4%	4%
ROE	7%	7%	10%	12%
毛利率	18%	18%	18%	18%
EBIT Margin	4%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	6%	8%	8%	7%
收入增长	13%	14%	30%	18%
净利润增长率	-9%	1%	31%	25%
资产负债率	74%	77%	79%	81%
息率	4%	3%	3%	4%
P/E	46.2	56.5	43.1	34.5
P/B	3.3	4.2	4.2	4.2
EV/EBITDA	47.3	38.5	32.8	30.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>11417</b>	<b>12982</b>	<b>16845</b>	<b>19938</b>
营业成本	9373	10702	13849	16367
营业税金及附加	167	190	246	291
销售费用	728	844	1145	1436
管理费用	701	797	1029	1215
财务费用	417	350	388	399
投资收益	353	382	412	445
资产减值及公允价值变动	(55)	(125)	(115)	(55)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	329	355	484	620
营业外净收支	81	60	60	60
<b>利润总额</b>	<b>410</b>	<b>415</b>	<b>544</b>	<b>680</b>
所得税费用	32	33	43	54
少数股东损益	(9)	(9)	(11)	(14)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>386</b>	<b>391</b>	<b>513</b>	<b>641</b>

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>386</b>	<b>391</b>	<b>513</b>	<b>641</b>
资产减值准备	60	(65)	3	2
折旧摊销	254	578	705	819
公允价值变动损失	55	125	115	55
财务费用	417	350	388	399
营运资本变动	147	53	400	583
其它	(54)	71	5	7
<b>经营活动现金流</b>	<b>848</b>	<b>1154</b>	<b>1741</b>	<b>2108</b>
资本开支	(1008)	(1800)	(1600)	(1600)
其它投资现金流	6	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1125)</b>	<b>(1900)</b>	<b>(1700)</b>	<b>(1700)</b>
权益性融资	63	0	0	0
负债净变化	(219)	0	0	0
支付股利、利息	(642)	(547)	(564)	(641)
其它融资现金流	3063	1325	(278)	(68)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1405</b>	<b>828</b>	<b>(41)</b>	<b>(408)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1128</b>	<b>82</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	3790	4918	5000	5000
货币资金的期末余额	4918	5000	5000	5000
企业自由现金流	(194)	(755)	35	382
权益自由现金流	2650	248	(599)	(53)

## 相关研究报告:

《国信证券-力帆股份-601777-深度报告：乘改革东风，成“能源站+智能新能源汽车”龙头》 —— 2015-11-27  
 《力帆股份-601777-乘用车业务是公司发展关键》 —— 2010-11-24

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

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，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。