

共享汽车提供端口, 能源革命才是核心

投资要点

- 推荐逻辑:** 力帆股份 2015 年确定了全面推进新能源的发展战略, 陈卫团队打造的“能源站+分时租赁”业务目前已经初具规模。汽车只是新能源的端口, 未来利润主要来源于力帆能源站, 公司有望在 2016 年实现业绩翻倍增长。
- 全新模式: 传统制造业向科技企业的蜕变。** 公司已完成新能源全产业链布局, 打造全新的“新能源汽车制造+分时租赁+能源站换电+车联网控制”的全新运营模式。力帆股份通过向租车平台销售新能源汽车实现收入, 融资租赁公司向租车平台提供金融服务, 移峰能源为租赁平台提供换电服务, 盼达用车作为互联网分时租赁平台向全国推广新能源汽车租赁服务的全新出行方式。
- 运行情况: 短期上量迅速, 推广进度有望超预期。** 2015 年后四个月时间, 盼达用车已在重庆布局 37 个运营点, 在运车辆超过 300 台。2016 年公司乘用车主打力帆 330EV 的分时租赁、力帆 820EV 公务用车、力帆 650EV 出租车业务, 预计推广数量为 1.36 万辆。公司纯电动物流车预计销售超过 1 万辆。
- 共享经济: 引领出行革命, 助力新能源推广。** 盼达用车兼备汽车共享和新能源属性, 低价环保。目前已实现手机 App 解锁、无人职守、多点还车、车联网调度实时监控等功能, 公司分时租赁业务定价 19 元/小时, 全天费用 99 元封顶。自主换电能源站和车联网技术保障了运营成本和服务价格行业最低。
- 能源革命: 移峰填谷提高效率, 储能引领新能源未来。** 充电模式脱离储能并不节能环保。力帆能源站一箭双雕, “移峰补谷”提供汽车能源服务的同时解决了电网无功补偿难题, 国资投资情绪高涨。公司与四川能投签署战略合作协议, 国开基金 1.88 亿元入股力帆子公司万光新能源利好公司继续推进新能源战略。
- 盈利预测与投资建议。** 我们看好公司在新能源的全产业化布局, 公司将受益于新能源行业的快速发展。盼达的分时租赁具有极强的可复制性, 移峰能源的换电模式具备极强的便利性与规模效益, 有望成为公司未来重要的利润来源。我们预计 2015~2017 年 EPS 分别为 0.43 元、0.80 元、1.09 元, 对应 PE 分别为 28 倍、15 倍和 11 倍。考虑到 2016 年增发影响, 我们预计 2016~2017 年摊薄后的 EPS 分别为 0.60 元和 0.82 元, 对应 PE 分别 20 倍和 15 倍。参考标的公司我们给予 2016 年 35 倍估值, 目标价 21 元, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 新能源汽车推进与能源站建设不及预期, 电池原材料涨价的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	11416.75	13229.02	16021.71	18968.08
增长率	13.34%	15.87%	21.11%	18.39%
归属母公司净利润(百万元)	386.07	538.63	1009.30	1373.85
增长率	-9.00%	39.51%	87.38%	36.12%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.43	0.80	1.09
净资产收益率 ROE	6.91%	8.10%	7.96%	10.23%
PE	40	28	15	11
PB	2.81	2.38	1.25	1.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

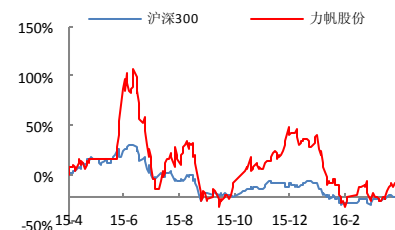
分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

分析师: 简洁
执业证号: S1250515090001
电话: 0755-23605294
邮箱: jjie@swsc.com.cn

联系人: 张荫先
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 石川
电话: 023-67898871
邮箱: sc@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)	12.56
流通 A 股(亿股)	12.37
52 周内股价区间(元)	8.05-27.47
总市值(亿元)	150.39
总资产(亿元)	254.64
每股净资产(元)	5.56

相关研究

- 力帆股份(601777): 关注公司依托互联网推动新能源汽车发展 (2015-04-29)

投资要件

关键假设

- 1、2016 新能源车国家补贴新政落地，新政策不会导致纯电动乘用车和纯电动物流车的国家补贴相对原政策出现明显降幅。
- 2、2016 年公司新能源乘用车与纯电动物流车增速超过 100%，未来 5 年单车平均运营时间保持增长。
- 3、公司电能成本价格以每年 5% 的速度下降，电池单价以每年 10% 的速度下降。

我们区别于市场的观点

首先，市场未充分认识到公司未来定位，2015 年后公司将由传统制造业蜕变成拥有电池、能源站、车联网关键技术的科技公司，估值有提升空间。其次，市场对新能源国家补贴和公司新能源业务的推广存在预期差。最后，市场没有充分认知力帆能源站的未来的丰厚利润，盼达用车平台仅仅是作为新能源革命的一个端口，真正的利润来源于换电服务费和“移峰补谷”电能差价以及储能收益。

股价上涨的催化因素

公司新能源乘用车租赁业务推进放量，纯电动物流车销售放量，电池上游成本下降，国有资本陆续参股移峰能源投资能源站。

估值和目标价格

2015 年公司通过力帆 330EV 车型的运营，已经确立了西南片区新能源汽车分时租赁的龙头地位，新颖的能源站+车联网模式实现了科技创造价值的目标，未来公司新能源产品有望渗透公务用车、出租车及专车领域。短期公司全产业链受益于国家和地方的新能源政策。中期，凭借电池成本优势和成熟的车联网技术，公司在成本和费用上的优势无可撼动，运营收益体现，能源站陆续推进。长期，随着电池上游材料价格下降，力帆能源站将释放巨额利润，成长空间巨大。我们预计 2015~2017 年 EPS 分别为 0.43 元、0.80 元、1.09 元，对应 PE 分别为 28 倍、15 倍和 11 倍。考虑到 2016 年增发影响，我们预计 2016~2017 年摊薄后的 EPS 分别为 0.60 元和 0.82 元，对应 PE 分别 20 倍和 15 倍。参考标的公司我们给予 2016 年 35 倍估值，目标价 21 元，给予“买入”评级。

投资风险

新能源乘用车推进不及预期，能源站建设不及预期，电池原材料涨价的风险。

目 录

1. 全新模式：传统制造业向科技企业的全面进化.....	1
1.1 传统主业保持稳定，预计未来略有增长.....	1
1.2 战略转型坚定不移，新能源业务快速发展.....	2
1.3 产业链全线布局，构建“能源站+租赁共享”生态圈.....	3
2. 共享经济：引领出行革命，助力新能源推广.....	4
2.1 汽车共享空间巨大，巨头竞争蓝海市场.....	4
2.2 换电方式解决痛点，分时租赁快速推广.....	6
3. 能源革命：移峰填谷提高效率，储能引领新能源未来.....	12
3.1 储能为新能源革命的核心.....	12
3.2 力帆能源站一箭双雕.....	13
3.3 能源站建设引入国资发展壮大，储能收益向居民用电延伸.....	15
4. 盈利预测与估值.....	15
4.1 主营业务盈利及预测.....	15
4.2 相对估值.....	17
5. 风险提示.....	17

图 目 录

图 1: 公司乘用车及配件营业收入和毛利率	1
图 2: 公司摩托车及配件营业收入和毛利率	1
图 3: 公司股权结构图	1
图 4: 公司 2014-2015 年主营业务收入结构	2
图 5: 公司 2014-2015 年新能源汽车销量情况	2
图 6: 力帆 i.Blue 新能源战略规划	3
图 7: 力帆新能源产业布局图	4
图 8: 全球汽车共享行业重要公司上线时间	5
图 9: 主要新能源分时租赁运营商及车型	5
图 10: 力帆小型模块化动力锂电池	7
图 11: 力帆能源站结构图	7
图 12: 力帆能源站商业模式	7
图 13: 力帆新能源业务模式	8
图 14: 力帆能源站商业模式	8
图 15: 力帆新能源业务模式	9
图 16: 盼达用车用户类型	9
图 17: 力帆 330EV 车型	10
图 18: 力帆 650EV 车型	10
图 19: 力帆 820EV 车型	10
图 20: 力帆丰顺 EV 车型（物流车）	10
图 21: 2014 年中国储能应用分布	13
图 22: 工业用电与居民用电日负荷曲线	13
图 23: 力帆集中式能源站	14
图 24: 力帆分布式能源站	14

表 目 录

表 1: 陈卫博士个人简历	2
表 2: 力帆新能源发展轨迹	3
表 3: 新能源分时租赁运营商对比	5
表 4: 2015 年成都市充电桩投资分布	6
表 5: 充电站收益率敏感性分析	6
表 6: 充电模式换电模式对比	6
表 7: 新能源汽车推广模式对比	9
表 8: 新能源汽车租赁项目对比	9
表 9: 力帆新能源业务推广车型数据	11
表 10: 盼达用车分时租赁（2000 辆车）运营收益敏感性分析	11
表 11: 非公开发行募集资金投向	11
表 12: 我国新能源装机规模及规划	12
表 13: 我国储能相关主要政策	12
表 14: 能源站（1 个能源站服务 2000 辆车）运营收益敏感性分析	14
表 15: 力帆新能源乘用车电池需求量预测（亿瓦时）	14
表 16: 新能源汽车分车型销量预测	15
表 17: 2016-2020 年公司新能源乘用车国家补贴收入预测	15
表 18: 2016-2020 年公司新能源物流车国家补贴收入预测	16
表 19: 各主营业务营业收入及毛利率	16
表 20: 可比公司盈利预测相对估值	17
附表: 财务预测与估值	18

1. 全新模式：传统制造业向科技企业的全面进化

1.1 传统主业保持稳定，预计未来略有增长

传统主业:力帆股份的传统业务涉及乘用车、摩托车以及通机制造和销售，2015年前公司利润来源主要为传统制造业，传统乘用车和摩托车两项业务收入合计占比超过95%，其中，海外收入占比多年维持在40%-50%。过去五年公司传统主业稳中有增，传统乘用车覆盖轿车、SUV、MPV等车型，增速可观。摩托车业务收入和毛利率都相对稳定。

图 1: 公司乘用车及配件营业收入和毛利率

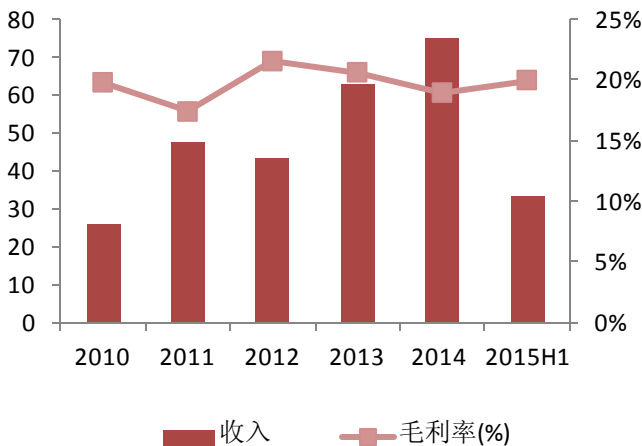
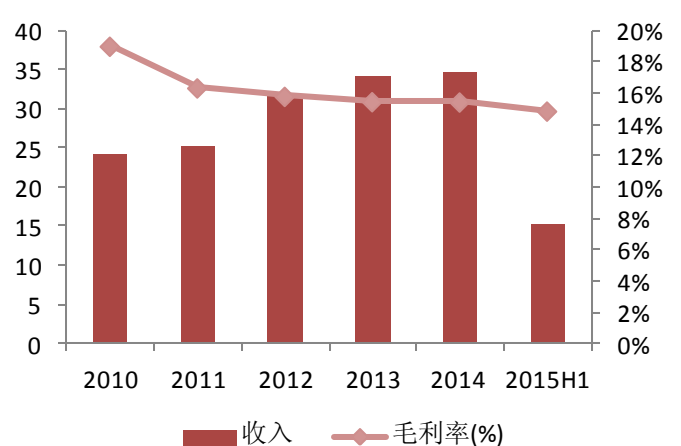


图 2: 公司摩托车及配件营业收入和毛利率

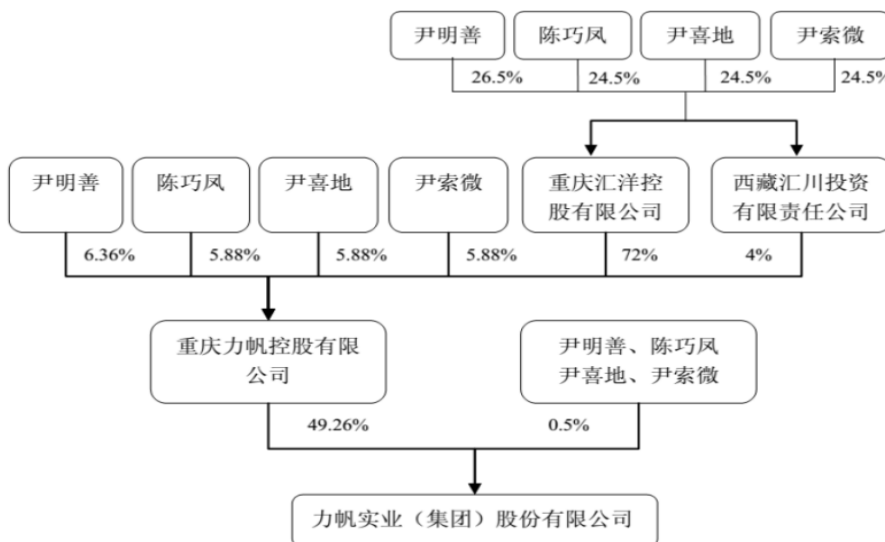


数据来源: wind, 西南证券整理

数据来源: wind, 西南证券整理

公司控股股东为重庆力帆控股有限公司，持股比例为 49.26%，实际控制人为尹氏家族，尹明善、陈巧凤、尹喜地、尹索微直接持股 0.5%。

图 3: 公司股权结构图

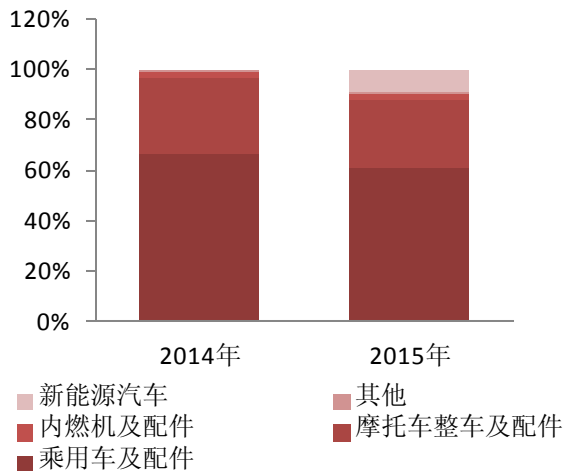


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.2 战略转型坚定不移，新能源业务快速发展

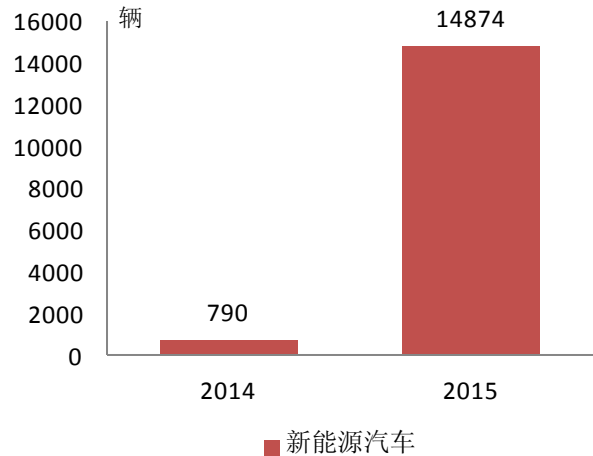
近年来海外市场需求下降，中国 GDP 增速放缓，公司提前变革破局，坚定发展新能源汽车业务。“十二五”期间公司从未停止过新能源汽车的研发投入，2014 年中科力帆成功开发出换电版本 620EV 纯电动轿车。公司 2015 年销售新能源汽车 14874 量，同比增长 1782.8%。预计 2015 年新能源汽车业务实现营业收入 8.55 亿元，业务占比超过 6%。

图 4: 公司 2014-2015 年主营业务收入结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 公司 2014-2015 年新能源汽车销量情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2015 年公司引入陈卫团队并收购了具有租车车联网、BMS、能源站等核心技术的无线绿洲通信技术有限公司。目前，力帆新能源车制造、分时租赁、能源补给站、车联网、汽车金融生态生态圈已经初具雏形。2015 年通过力帆 330EV 换电分时租赁产品的成功运营，已经确立了西南片区新能源分时租赁的龙头地位。2016 年力帆 650EV、力帆 820EV 等产品的陆续上线，将继续推进力帆 i.Blue 新能源战略规划。

表 1: 陈卫博士个人简历

时间	事件
1982 年	毕业于重庆大学计算机专业
1993 年	毕业于美国伍斯特理工大学电子工程专业获得博士学位
1994 年	在美国德州奥斯丁创办 Owill 通信技术公司，任董事长兼总经理
1995 年	之后 11 年连续担任信威通信总裁
1999 年	获年度信息产业部科技进步一等奖
2000 年	获国家科学技术进步一等奖
2001 年	获信息产业部重大科技发明奖、国家专利金奖
2005 年	获 CCTV 中国经济年度人物提名

数据来源: 互联网, 西南证券整理

陈卫博士曾任 Motorola 半导体公司数字信号处理部门主任工程师；在通信领域是 SCDDMA/McWiLL 无线通信技术的创始人之一，并推动 SCDDMA 成为商业用户过百万的国内第一个无线通信标准。现任重庆大学通信学院教授博导，工信部无线电频率规划专家组成员。

图 6：力帆 i.Blue 新能源战略规划



数据来源：西南证券整理

2015年6月，公司公布力帆 i.Blue 战略，标志着公司全面向新能源产业发起冲击，其核心为：以新能源汽车为切入点，通过科技改变未来出行方式，将产业目标延伸到能源革命上。

1.3 产业链全线布局，构建“能源站+租赁共享”生态圈

经过十余年的发展，力帆已经基本完成了新能源全产业链的布局，未来将进一步推进三元锂电池、电机电控、变速器以及车身轻量化等反面的关键技术。

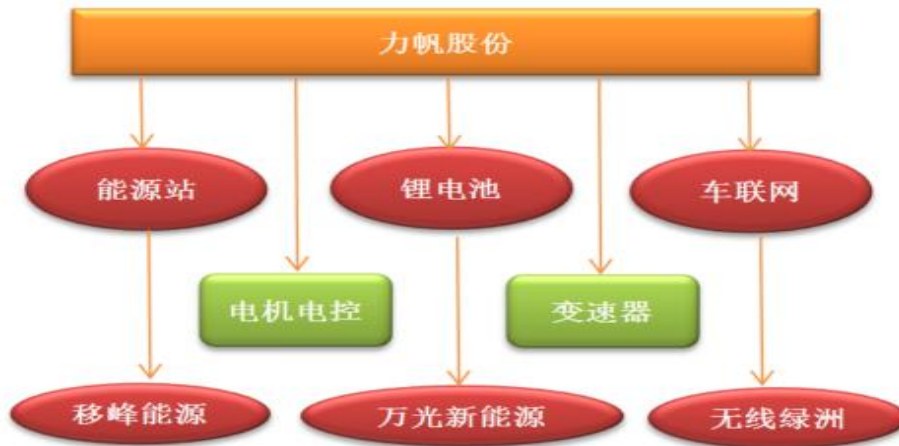
表 2：力帆新能源发展轨迹

日期	事件
2007年6月	力帆投身于新能源汽车研发，迈出新能源汽车领域的第一步
2009年12月	LF7002EV 经过内部测试达到设计指标并申报国家公告
2010年3月	力帆集团与中科院联合成立的上海中科力帆电动汽车有限公司
2010年4月	首批力帆 620 电动车正式下线并开往上海作为警务服务世博会唯一一款纯电动轿车
2012年	力帆第二代纯电动轿车 620EV，提升整车性能品质，充分利用底盘换电的全新功能
2014年12月	力帆投资 22 亿在河南济源建成新能源汽车工厂正式投产，首台济源造 320E 正式下线
2015年5月	力帆与无线绿洲签署股权投资协议，引入陈卫团队
2015年6月	力帆发布智蓝新能源计划 i.Blue1.0
2015年7月	力帆入股山东恒宇新能源有限公司
2015年12月	力帆与四川能投签订《战略合作协议》
2016年2月	力帆以自有资金 9 亿元增资全资子公司重庆万光新能源科技有限公司
2016年3月	国开发展基金以 1.88 亿元增资万光新能源 60 亿瓦时锂电芯项目

数据来源：公司主页，西南证券整理

借力公司在产业链上布局的先发优势，2015 年力帆成功推出了以盼达租车为平台的换电分时租赁业务，运营车型为力帆 330EV，目前有超过 300 辆实际运营车辆分布在重庆主城区的 37 个租车点，日平均实际运营时间超过 6 小时，已经实现通信远程解锁和互联网运营以及多点还车，在重庆市形成了良好的示范效应。

图 7：力帆新能源产业布局图



数据来源：公司主页，西南证券整理

新能源业务方面，2016 年公司乘用车主力力帆 330EV 的分时租赁、力帆 820EV 的公务用车、力帆 650EV 的出租车业务。2015 年力帆 330EV 分时租赁的成功模式已经受到了黄奇帆书记等市政府领导的肯定。2 月 24 日国务院常务会议提出新增公务用车占比提升至 50%，鼓励地方以充电量为基础的奖励补贴政策，该指导意见直接利好公司新能源车租赁业务。此外我们看好 2016 年纯电动物流车行业的整体增速，公司定制化的新能源物流车产品也将收益。

力帆模式通过了精心设计。

推广侧：侧力帆的换电模式解决了充电难、充电慢的客观难题，成熟的车辆网系统让换电物流和车辆调度的运营效率行业领跑。

用户侧：多点还车和极简的租车流程极大方便了用户的出行，车联网、能源站技术造就新能源分时租赁行业最低费用，科技创造价值而不是烧钱争取流量。

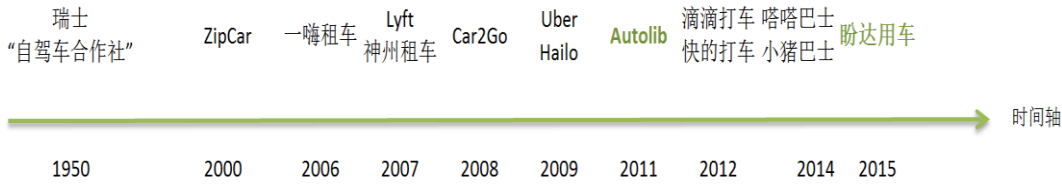
成本侧：公司依托自己制造业的先天优势和低廉的电池成本，新能源车制造、租赁运营、能源补给全产业链打通，保证公司能最在大程度上享受新能源汽车发展带来的层层红利。

2. 共享经济：引领出行革命，助力新能源推广

2.1 汽车共享空间巨大，巨头竞争蓝海市场

汽车共享是指许多人合用一辆车，即开车人对车辆只有使用权，而没有所有权的出行模式。汽车共享一般是通过某个公司来协调车辆，并负责车辆的保险和停放等问题。用户通过电话或者网络预定车辆，这种方式不仅可以省钱，而且有助于缓解交通堵塞，降低对能量的依赖性，发展前景极为广阔。

图 8: 全球汽车共享行业重要公司上线时间



数据来源: 公司主页, 西南证券整理

根据滴滴出行的统计数据, 中国居民日出行用车 8 亿次, 其中打车 0.4 亿次, 自驾 3 亿次, 公交 4 亿次。然而中国城市集中化程度明显, 车辆密度大, 汽车共享让汽车实现了高频化利用, 有效地做到节能减排。在发达城市限购限号的背景下, 汽车共享解决了用户出行困难的痛点, 未来渗透传统用车刚需和服务增量用车需求空间巨大。

图 9: 主要新能源分时租赁运营商及车型



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

就新能源分时租赁而言, 目前比较成熟的产品有法国巴黎的 Autolib, 上汽集团旗下 e 享天开和力帆股份的盼达用车。汽车共享附加新能源属性, 环保高效。

表 3: 新能源分时租赁运营商对比

运营商	成立时间	地点	运营数量	会员押金	分时费用
Autolib	2011 年 12 月	巴黎	3000 辆	120 欧元	6-9 欧元/小时
e 享天开	2015 年 2 月	上海	320 辆	500 元	36 元/小时
盼达用车	2015 年 11 月	重庆	300 辆	1000 元	19 元/小时

数据来源: 公开资料, 西南证券整理

2.2 换电方式解决痛点，分时租赁快速推广

2015 年国家的补贴红利和牌照红利带来了新能源汽车井喷式的增长，但是汽车新能源补给网络的建设的滞后导致的充电难，充电慢的问题给用户带来了极大的困扰，制约了新能源汽车的推广。传统推进缓慢主要原因来自于四点：

- 1) 充电网络建设能涉及源行业，前期成本的巨大投入，无政府专项补贴，投资回收期长，民间资本投资热情低。
- 2) 充电桩属性过于单一，能源企业和其他国有资本投资热情不足。
- 3) 高功率充电站建设涉及配网容量扩容和线路改造，电网层面和物业层面阻力较大。
- 4) 直流充电桩 30 分钟速充时间仍过长，和城市快节奏生活形成冲突，车位改造仍旧困难，充电痛点无法解决。

表 4: 2015 年成都市充电桩投资分布

成都市	充电桩总体占比	交流桩占比	直流桩占比
社会及个人建设占比	33.5%	36.0%	22.5%
政府建设占比	66.5%	64.0%	77.5%

数据来源：公开资料，西南证券整理

以成都市为例，2015 年充电桩建设仍以政府建设为主，个人投资建设占比较低，个人投资以交流慢充桩为主。

表 5: 充电站收益率敏感性分析

能源企业充电站运营收益率	非能源企业充电站运营收益率	服务费 (元/Kwh)	年充电量 (万 Kwh)
4.3%	2.9%	0.8	60
8.1%	6.8%	1.2	60
14.7%	12.9%	1.4	80
17.2%	15.5%	1.6	80

数据来源：公开资料，西南证券整理

非能源企业需按照工业电价购买电力能源，成本毫无优势。建设充电桩投资回报率过低，新能源汽车目前保有量较低，充电量难以规模化，实际运营亏损风险较大。

表 6: 充电模式换电模式对比

项目	充电	换电
充电时间	大于 45 分钟	小于 3 分钟
电池寿命	8 年 (昂贵的电池管理)	10 年 (廉价物联网)
快充	受限于电网容量	不限于电网容量
用户购买电池费用	整车成本的 40%	0
是否改变消费者习惯	是	否

数据来源：公开资料，西南证券整理

从实用角度出发，充电站目前无法解决充电效率问题，直流快充时间在 15-40 分钟。相比之下，换电模式可以在 3 分钟内完成电池的更换，十分接近加油站的效率，基本没有改变用户“速来速去”的消费习惯。

对新能源汽车而言，电池成本占据整车 40% 以上，整车销售与电池租赁的模式能大幅度降低用户使用成本。虽然目前多车厂已经承诺电池终身质保，但仍无法消除用户的“电池恐惧”。换电模式下用户无需担心电池寿命问题，而且通过换电站集中式的电池管理，更大程度上延长了电池寿命。

图 10: 力帆小型模块化动力锂电池



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 力帆能源站结构图

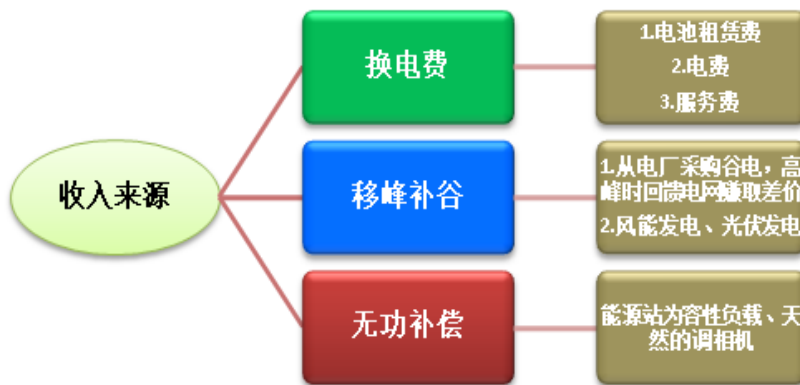


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

力帆换电车型的电池为小型模块化电池，人工拆卸方便，模式发展初期依托无线绿洲车联网技术，换电由人工电池物流代替，并不需要大批换电设备的投入，模式运转顺畅。后期换电能源站将具备机械自动换电、运营检测、电网响应管理的综合功能。

力帆换电能源站主要由旗下全资子公司移峰能源完成，集中式汽车电池管理省去了额外储能电池的成本，公司可以通过夜晚吸取低价电能白天提供汽车换电服务的“移峰补谷”模式获得利润，在目前电网格局下可能是最经济的策略。

图 12: 力帆能源站商业模式

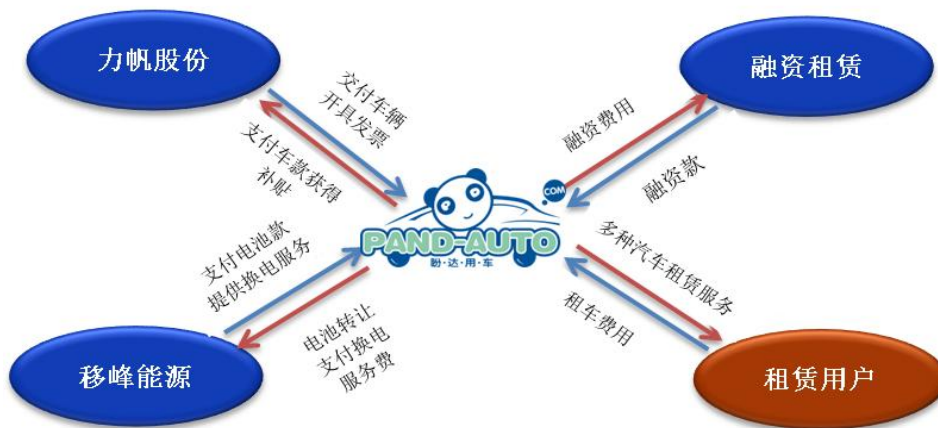


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

力帆能源站天生具有储能属性，白天工作时段能源站在电网中呈现容性负载，能够反补电网无功功率，无功补偿的属性让电力能源企业有极大的投资积极性。未来通过智能负荷预测系统的规划，过剩的电池储能能够反哺区域内居民用电需求，极大地提高了电能利用率和区域电网稳定性的，同时也为能源站创造了新的利润增长点。

力帆新能源依托于集团公司旗下“盼达用车”平台实现。力帆模式中“移峰能源”和“力帆融资租赁公司”为上市公司子公司，力帆股份制造新能源汽车并销售给盼达用车平台实现收入并享受新能源补贴，融资租赁公司通过售后回租的方式给盼达用车平台提供购车款，移峰能源从盼达用车平台购买电池并负责提供电能补给服务。终端用户通过支付租车费用和电能费用享受力帆分时租赁的服务。

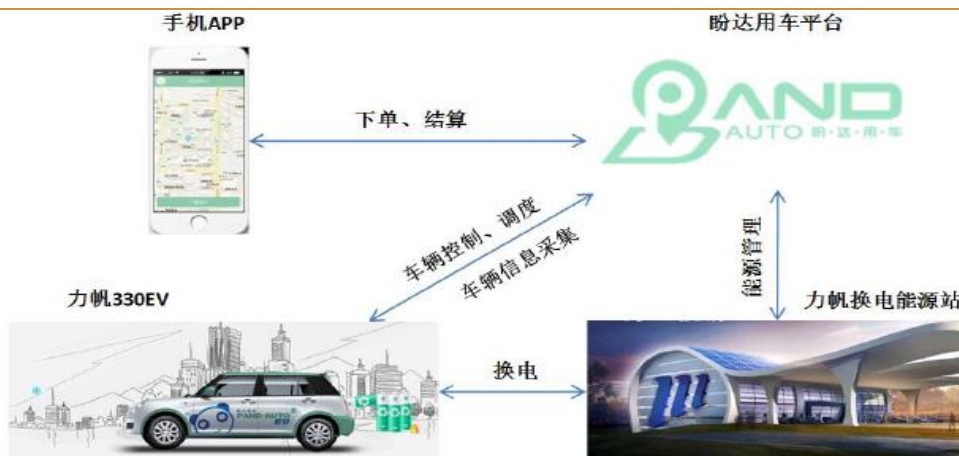
图 13: 力帆新能源业务模式



数据来源: 公司主页, 西南证券整理

力帆模式的核心环节盼达用车平台支持 App 预约用车, 用户在注册时上传身份证和驾驶证, 通过验证之后即成为合格用户, 租车时只需通过手机设定好租车地点和时间就能实现远程解锁用车, 整个流程极其简化。

图 14: 力帆能源站商业模式



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

目前盼达用车在重庆市布局的 37 个租车点通过 300 辆车的运营良好解决了用户出行的增量需求，多点还车优化了用户短途代步的选项，公司在机场及火车站的运营车辆供不应求，在大学城和工业园区等偏远地区解决了用户出行不便的痛点。

图 15: 力帆新能源业务模式


数据来源: 公司主页, 西南证券整理

图 16: 盼达用车用户类型


数据来源: 公司主页, 西南证券整理

目前力帆新能源换电分时租赁业务已经在重庆、成都、绵阳、济源、郑州、杭州、天津进行推广，根据公司 i.blue 新能源战略规划，未来 5 年将在全国建设 500 座能源站，届时覆盖京津冀、长三角、珠三角、西南、华中等主要城市。

表 7: 新能源汽车推广模式对比

模式评价	力帆分时租赁	充电分时租赁	新能源汽车销售
用户可操作性	廉价租赁费用 换电快 车辆换手快	充电浪费时间 使用效率低	用户找桩 充电难
推广可行性	只需普通车位 车联网电池物流	车位充电桩改造难度高	需自购车位
能源成本	能源站“移峰补谷” 成本低	白天工业电价高	电池折旧更新换代贬值

数据来源: 远大中国招股说明书, 西南证券整理

从推广车型来看，力帆 330EV 的成功破局验证了换电分时租赁运营推广的可能性。由于公司在汽车制造、电池及能源、网店布局、运营成本上具有综合优势，租车服务价格低于同行对手。与上汽集团旗下电动车分时共享品牌 e 想天开和神州租车对比，力帆分时租赁价格优势无可撼动。

表 8: 新能源汽车租赁项目对比

运营商	盼达用车	e 想天开		神州租车
车型	330EV	荣威 E50	荣威 550Plugin	起亚 K2
分时租赁	19 元/小时	36 元/小时 (0.6 元 /分钟)	54 元/小时 (0.9 元/分钟)	-
全日租	99 元/天	180 元/天	280 元/天	144 元/天
夜租	99 元/天	88 元/夜	88 元/夜	144 元/天

数据来源: 西南证券整理

公司行业最低的成本是因为科技创造价值而不是烧钱争夺流量。

制造方面，公司作为老牌主机厂，继承了汽车制造的优势。公司早已布局电池制造，目前控股山东恒宇 20% 的股份，拥有自主的电池技术，电池成本优势明显，电芯单位价格在

0.98 元/wh-1.13 元/wh 之间。成本优势构建了力帆新能源汽车运营和能源站运营的核心竞争力。

网点布局上，力帆换电模式只需租赁普通车位，无车位改造费用，推广更迅速。

运营成本上，无线绿洲车联网技术已经在力帆分时租赁业务中发挥了实时监控、车辆调配、电池物流规划等作用。目前公司的人车比例约为 1: 10，运营管理优势明显。

图 17: 力帆 330EV 车型



数据来源: 公司主页, 西南证券整理

图 18: 力帆 650EV 车型



数据来源: 公司主页, 西南证券整理

图 19: 力帆 820EV 车型



数据来源: 公司主页, 西南证券整理

图 20: 力帆丰顺 EV 车型 (物流车)



数据来源: 公司主页, 西南证券整理

公司新能源汽车分时租赁定位城市内日常短途代步，目前在运车辆平均运营时间超过 6 小时。2016 年公司新能源业务还将渗透至公务用车和出租车及专车领域，都将以换电形式出现。公务用车行业订单相对稳定，服务费相对分时租赁有提升空间，出租车行业渗透空间巨大。

表 9：力帆新能源业务推广车型数据

车型	业务类型	电池容量 (Kwh)	续航里程 (Km)	推广比例	2016年 国补(万)	2017-2018年 国补(万)	2019-2020年 国补(万)
力帆 330EV	分时租赁	22	160-200	50%	4.5	3.6	2.7
力帆 820EV	公务用车	41	202-280	25%	4.5	3.6	2.7
力帆 650EV	出租车、专车	36	250-325	25%	5.5	4.4	3.3

数据来源：公司主页，西南证券整理

盼达用车为上市公司体外资产，定位为互联网平台公司。由于各个城市车位租用费用存在差异，盼达用车平台在某些城市运营可能出现亏损。但力帆模式以扎根重庆，立足西南，辐射全国的形式推广，以西南地区的车位费用和目前运营数据测算，平台运营可以实现盈亏平衡，并不需要上市公司“输血”。上市公司短期内直接受益于新能源补贴政策。

表 10：盼达用车分时租赁（2000 辆车）运营收益敏感性分析

(万元)		单车每天运营时长(小时)								
		3	3.5	4	4.5	5	5.5	6	6.5	7
场地租金 (元/月/ 车位)	300	-2427.2	-1876.2	-1325.2	-774.2	-223.2	327.8	878.8	1429.8	1980.8
	400	-2667.2	-2116.2	-1565.2	-1014.2	-463.2	87.8	638.8	1189.8	1740.8
	500	-2907.2	-2356.2	-1805.2	-1254.2	-703.2	-152.2	398.8	949.8	1500.8
	600	-3147.2	-2596.2	-2045.2	-1494.2	-943.2	-392.2	158.8	709.8	1260.8
	700	-3387.2	-2836.2	-2285.2	-1734.2	-1183.2	-632.2	-81.2	469.8	1020.8
	800	-3627.2	-3076.2	-2525.2	-1974.2	-1423.2	-872.2	-321.2	229.8	780.8
	900	-3867.2	-3316.2	-2765.2	-2214.2	-1663.2	-1112.2	-561.2	-10.2	540.8
	1000	-4107.2	-3556.2	-3005.2	-2454.2	-1903.2	-1352.2	-801.2	-250.2	300.8

数据来源：西南证券

力帆模式发展中后期的核心竞争力和利润点在于能源站运营。

短期来看，成熟的车联网技术的合理规划调度确保力帆换电模式通过人力电池物流可以解决换电问题，模式顺畅运营，初期并不需要巨大的设备投入。

长期来看，能源站以集中式站和分布式站进行配合，分布式的换电站占地面积小，以集装箱形式存在，不存在土建投入，短期内以电池人力物流代替。集中式能源站定位为集中的能源管理中心，一个集中式站可以服务 2000 辆新能源车，通过“移峰补谷”的形式减少了高峰时段的用电需求，利用了夜间被“浪费”的装机容量，从根本上满足了节能环保诉求。

此外，公司此次定增拟募集资金 52 亿元继续深入布局新能源产业，更加坚定了公司以新能源汽车为端口参与出行革命和能源革命的步伐。

表 11：非公开发行募集资金投向

投资项目	募集资金投资额度(亿元)	项目投资总额
智能新能源汽车能源站项目	10.00	10.60
智能新能源汽车 60 亿瓦时锂电芯项目	9.00	15.48
30 万台智能新能源汽车电机和电控项目	5.00	6.84
30 万台智能新能源汽车变速器项目	4.00	4.50

投资项目	募集资金投资额度 (亿元)	项目投资总额
智能新能源车平台开发项目	4.00	4.55
偿还部分债券及银行借款	20.00	20.00
合计	52.00	61.97

数据来源: 公司非公开发行预案, 西南证券整理

作为电力改革专家委员会的成员之一和“滴滴打车”最早一批投资人, 陈卫博士在新能源行业规则制定和租车运营背景来说都具有相当的话语权。基于陈卫团队的通信技术, 低速智能驾驶将有望植入现有的运营车辆, 在取车还车的过程中车辆可以实现低速自动驾驶, 通过科技手段进一步优化用户体验, 我们预计公司智能驾驶产品将在 2017 年中旬上线。

3. 能源革命: 移峰填谷提高效率, 储能引领新能源未来

3.1 储能为新能源革命的核心

新能源革命刚刚开始, 能源结构调整势在必行。目前我国化石燃料发电装机容量为 69.6%, 水力发电装机 21%, 均高于国际水平。新能源发电弃电率较高, 风电和太阳能发电贡献发电量分别仅占 1.6% 和 0.7%, 风力年平均发电小时不足 2000 小时, 光伏发电利用率更低。主要原因是配电网建设落后, 新能源装机地区负载需求有限, 负载侧需求决定了发电计划以至高扰动的新能源装机无法实际并网运行。

表 12: 我国新能源装机规模及规划

全国新能源装机	2015	2020 规划	未来 5 年复合增速
风电	1.1664 亿 kw	2.4 亿 kw	15%
光伏	0.4318 亿 kw	1.5 亿 kw	28%

数据来源: 《国家电网公司促进新能源发展白皮书 (2016)》, 西南证券整理

表 13: 我国储能相关主要政策

时间	相关政策	储能相关主要内容
2010.9	《国家电网公司“十二五”电网智能化规划》	智能电网建设
2010.12	《南方电网公司支持新能源发展若干意见》	新能源与储能技术应用
2011.12	《国家能源科技“十二五”规划》	各类储能电池研究内容与时间布局
2012.1	《关于做好 2012 年金太阳示范工作的通知》	考虑储能装路适当增加补助
2014.11	《能源发展战略行动计划 (2014-2020 年)》	作为创新领域和重点创新方向
2016.3	《国家电网公司促进新能源发展白皮书 (2016)》	加快特高压建设和大容量储能示范工程

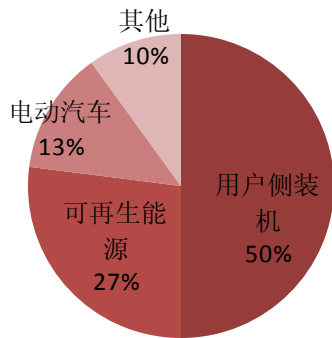
数据来源: 公开资料, 西南证券整理

新能源革命是国家发展大计的逻辑成立。想要解决新能源并网问题关键在于两点:

- 1) 推进特高压配网建设, 将集中式新能源发电电能向用电量高的发达地区导流;
- 2) 大力发展储能, 实分布式发电并网, 各地新能源发电电量当地消化。

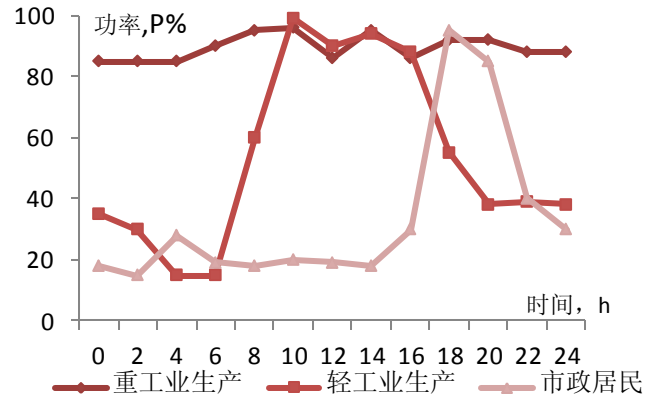
目前我国每年发电量 5.5 万亿度，近 1/3 的电能被遗弃，意味着接近 9000 亿元的能源资源被扔掉。未来 5 年，我国储能发展空间巨大，需求旺盛。

图 21：2014 年中国储能应用分布



数据来源：CNESA、西南证券整理

图 22：工业用电与居民用电日负荷曲线



数据来源：公开资料、西南证券整理

从用电日负荷曲线可知，白天为用电高峰时段，电能的“价值洼地”集中在夜间 20:00-6:00，该时段为用电低谷期，发电机组利用率低下，用电的“峰谷特性”决定储能站能够利用夜间被“浪费”的电能，潜在的收益性决定了储能发展的必然。

目前储能以锂电为主，但由于锂电池价格较贵，储能建设主要集中在解决海岛、偏远地区、工业园区的用户侧装机，电动汽车储能占比仅占 13%。公司用目前拥有自主电池技术，自建电芯厂也在推进中，公司的低成本锂电池决定了其未来在储能上的优势。

3.2 力帆能源站一箭双雕

对普通公司来而言，汽车充电网络布局可以理解为能源投资，对资金要求较高且收益率低，这会严重拖累业绩。引入国有资本参与能源侧的投资建设才能真正解决资金问题。

然而就广义排放而言，脱离储能或新能源发电的充电模式并不环保。充电桩属性过于单一，而且白天运行反而给电网增加更多负载，即需增加用电高峰期火电机组的出力和更多的无功补偿容量，电力企业投资充电桩热情不高。

力帆能源站以集中式电池管理为主，具有储能属性，利用负荷曲线的“峰谷”特性实现了能源侧的利润收入，每个集中式能源站能够服务 2000 台新能源车的日常换电任务，车与电池比例为 1: 1.5，预计每辆车年运营电费收入超过 2 万元。成本方面在我们预计单个集中式能源站建设成本为 1 亿-1.6 亿，其中电池成本较高，占比超过 80%。

图 23: 力帆集中式能源站


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

图 24: 力帆分布式能源站


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

移峰能源作为能源站的运营方属于上市公司, 未来“移峰补谷”利润丰厚。

表 14: 能源站（1 个能源站服务 2000 辆车）运营收益敏感性分析

(万元)		换电价格 (元/kwh)								
		0.8	1.2	1.4	1.6	1.8	2	2.2	2.4	2.5
电池成本 (元/度)	1500	-1297.5	-601.5	-253.5	94.5	442.5	790.5	1138.5	1486.5	1660.5
	1200	-960	-264	84	432	780	1128	1476	1824	1998
	1000	-735	-39	309	657	1005	1353	1701	2049	2223
	800	-510	186	534	882	1230	1578	1926	2274	2448
	600	-285	411	759	1107	1455	1803	2151	2499	2673

数据来源: 公开信息, 西南证券预测

短期来看, 锂电池价格较高, 公司在新能源车和能源站储能对锂电池需求较大, 深入布局锂电池制造有利于降低长期成本。

表 15: 力帆新能源乘用车电池需求量预测 (亿瓦时)

评价	2016	2017	2018	2019	2020
乐观	16.9	21.9	26.3	29.0	30.4
中性	15.2	16.7	18.4	19.3	20.3
保守	13.5	14.2	14.9	14.1	13.4

数据来源: 公开信息, 西南证券预测

公司于 2015 年 7 月 28 日向山东恒宇增资 1 亿元并获得 20% 股权, 公司技术团队目前已获得动力电池相关专利, 电芯制造成本低于市场平均水平。目前公司电池由湖南妙盛动力代工, 电池产能达 12 亿瓦时, 正在长沙新建的三元电芯生产线新增容量达 60 亿瓦时。

2016 年 2 月 24 日, 重庆力帆乘用车有限公司以自有资金 9 亿元对重庆万光新能源进行增资并筹备新建智能新能源汽车 60 亿瓦时锂电芯项目, 预计到 2016 年底将形成 144 亿瓦时的三元锂电电芯产能。公司电池的成本优势变向增厚了力帆能源站的利润。

2016 年 3 月 22 日国开发基金以 1.88 亿元增资万光新能源, 持股比例为 16.97%, 此《投资合同》标志了国有资本对力帆模式的认可, 对缓解公司资金压力有积极作用。

3.3 能源站建设引入国资发展壮大，储能收益向居民用电延伸

公司“换电+储能”模式受到国有资本青睐。力帆能源站具有储能属性，移峰补谷不仅能有效利用被浪费的能源，用电高峰时段能源站为容性负载，还能可以为电网补充无功功率，提高电网整体稳定性，节省了国家电网设备的投入。通过和公司深度交流，我们预计未来引入国有资本进入移峰能源为大概率事件，力帆能源站目前已经和四川能投签署《战略合作协议》，预计后续将会和各地能投公司和电力公司有更加深入的合作。

随着电改的推进，力帆能源站在有望延伸至居民用电侧延伸，从而实现能源利润的规模化，未来储能盈利方式并不局限于赚取电能差价，在容量管理、供电可靠性、提高电能质量方面都可以产生收益点。

4. 盈利预测与估值

4.1 主营业务盈利及预测

我们预计今年新能源乘用车和纯电动专用车将会保持高增速，其中物流车销量有望突破18万辆，公司物流车也将乘风行业高增速，将会实现较快增长。

表 16: 新能源汽车分车型销量预测

销量（万辆）	纯电动乘用车	插电式乘用车	纯电动客车	插电式客车	纯电动专用车
2015	14.3	6.4	10	2.7	4.8
2016E	21.4	17.6	13.5	4.5	18
预计增速	50%	178%	36%	69%	279%

数据来源: wind, 西南证券预测

新能源乘用车方面，我们保守预计公司推广量在1.3万辆-2万辆之间，国家补贴收入有望超过6亿元。新能源物流车方面，我们预计2016年销量超过1万辆，让利用户之后，补贴有望超过3亿元。

表 17: 2016-2020 年公司新能源乘用车国家补贴收入预测

评价	年份	2016	2017	2018	2019	2020
乐观	补贴（亿元）	9.7	14.0	19.6	18.4	21.1
	推广量（万辆）	2.0	3.6	5.0	6.3	7.2
中性	补贴（亿元）	7.8	11.8	15.3	12.7	13.9
	推广量（万辆）	1.6	3.0	4.0	4.3	4.8
保守	补贴（亿元）	6.5	10.4	13.0	10.2	10.5
	推广量（万辆）	1.3	2.7	3.4	3.5	3.6

数据来源: 公开信息, 西南证券预测

表 18: 2016-2020 年公司新能源物流车国家补贴收入预测

评价	年份	2016	2017	2018	2019	2020
乐观	补贴 (亿元)	5.4	5.6	6.2	4.9	5.1
	推广量 (万辆)	2.0	2.6	2.9	3.0	3.2
中性	补贴 (亿元)	3.8	3.9	4.9	3.9	4.1
	推广量 (万辆)	1.4	1.8	2.3	2.4	2.5
保守	补贴 (亿元)	3.1	3.6	4.1	3.2	3.4
	推广量 (万辆)	1.1	1.7	1.9	2.0	2.1

数据来源: 公开信息, 西南证券预测

表 19: 各主营业务营业收入及毛利率

销量 (辆)	2015E	2016E	2017E
电动汽车	10055	23811	41458
低速电动车	4819	14457	36143
营业收入 (亿元)			
纯电动汽车	8.5	23.9	38.0
能源站	0.0	0.4	1.7
低速电动车	1.4	4.2	10.1
传统汽车及配件	79.1	82.3	84.8
摩托车整车及配件	35.6	36.3	36.7
内燃机及配件	3.1	3.2	3.3
国家补贴	4.0	9.5	14.6
其他	0.4	0.4	0.5
合计	132.3	160.2	189.7
毛利率			
电动车	25.00%	23.00%	20.00%
能源站	0.0%	-167.5%	-82.3%
低速电动车	18.0%	19.0%	20.0%
传统汽车及配件	18.0%	18.0%	18.0%
摩托车整车及配件	15.0%	15.0%	15.0%
内燃机及配件	5.0%	3.0%	2.0%
综合毛利率	20.2%	22.5%	23.3%

数据来源: wind, 西南证券预测

业绩方面, 我们预计 2016 年公司传统主业稳中有增, 新能源汽车业务将实现 1.3 万辆新能源乘用车和 1 万辆纯电动物流车的销售, 海外市场方面铅酸电池低速电动车也将实现万辆的突破, 预计销售 2 万辆。按照《2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》的国家补贴标准以及统计的各地补贴政策保守估算, 我们预计 2015~2017 年 EPS 分别为 0.43 元、0.80 元、1.09 元, 对应 PE 分别为 28 倍、15 倍和 11 倍。考虑到 2016 年增发发的影响, 我们预计 2016~2017 年摊薄后的 EPS 分别为 0.60 元和 0.82 元, 对应 PE 分别 20 倍和 15 倍。参考标的公司我们给予 2016 年 35 倍估值, 目标价 21 元, 给予“买入”评级。

4.2 相对估值

表 20: 可比公司盈利预测相对估值

代码	简称	股价(元) 2016/4/1	每股收益(摊薄)(元)				市盈率			
			14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E
603766.SH	隆鑫通用	18.10	0.76	0.95	1.03	1.19	23.82	19.05	17.57	15.21
600418.SH	江淮汽车	11.16	0.41	0.67	0.94	1.22	27.22	16.66	11.87	9.15
002594.SZ	比亚迪	58.30	0.18	1.14	1.60	2.34	323.89	51.14	36.44	24.91
300153.SZ	科泰电源	18.94	0.20	0.12	0.28	0.36	94.70	157.83	67.64	52.61
300198.SZ	纳川股份	14.03	0.12	0.06	0.35	0.59	116.92	233.83	40.09	23.78
可比公司 PE 均值							117.31	95.70	34.72	25.13
可比公司 PE 中值							94.70	51.14	36.44	23.78

数据来源: wind, 西南证券整理

5. 风险提示

新能源乘用车推进不及预期。公司新能源乘用车业务主要以自营为主,换电模式为创新课题,在产品推广上可能游离于主流之外,目前公司新能源车型较少,产品单一性在短期内可能对公司造成不利影响。

能源站建设不及预期。集中式能源站涉及城市土地规划问题,若推广城市土地批文下发缓慢,则会影响能源站的建设和该城市新能源车的推广速度。

电池原材料涨价。公司模式以换电为主,换电模式要求车辆须有备用电池,虽然公司已具有锂电芯等关键技术,若隔膜,电解液等上游材料涨价则会增加公司的制造成本和折旧费用,对净利润造成影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	11416.75	13229.02	16021.71	18968.08	净利润	377.42	521.22	978.98	1333.27
营业成本	9372.80	10562.51	12415.40	14539.32	折旧与摊销	255.83	652.27	762.59	1034.42
营业税金及附加	166.60	193.04	233.80	276.79	财务费用	416.95	644.32	678.01	700.79
销售费用	728.07	881.34	1064.26	1252.82	资产减值损失	83.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	700.89	782.63	956.32	1134.23	经营营运资本变动	688.82	69.85	-235.00	-188.66
财务费用	416.95	644.32	678.01	700.79	其他	-2190.79	-307.52	-316.13	-318.03
资产减值损失	83.71	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-368.05	1580.13	1868.46	2561.79
投资收益	353.32	300.00	300.00	300.00	资本支出	-821.35	-60.00	-3000.00	-3200.00
公允价值变动损益	28.29	13.29	15.98	17.14	其他	648.15	13.29	15.98	17.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-173.20	-46.71	-2984.02	-3182.86
营业利润	329.35	478.47	989.90	1381.27	短期借款	1988.77	-743.59	-500.00	-500.00
其他非经营损益	80.52	111.42	111.69	106.40	长期借款	-218.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	409.86	589.89	1101.59	1487.67	股权融资	94.98	241.59	5200.46	0.00
所得税	32.44	68.67	122.61	154.40	支付股利	-252.60	-229.85	-320.68	-600.90
净利润	377.42	521.22	978.98	1333.27	其他	-1012.46	-2344.40	-568.01	-700.79
少数股东损益	-8.65	-17.40	-30.32	-40.58	筹资活动现金流净额	599.83	-3076.25	3811.77	-1801.69
归属母公司股东净利润	386.07	538.63	1009.30	1373.85	现金流量净额	-114.69	-1542.83	2696.21	-2422.76
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	4918.34	3375.52	6071.73	3648.96	成长能力				
应收和预付款项	4113.32	4236.27	5201.49	6240.01	销售收入增长率	13.34%	15.87%	21.11%	18.39%
存货	1865.71	2096.75	2465.72	2889.39	营业利润增长率	19.52%	45.28%	106.89%	39.54%
其他流动资产	164.71	190.71	230.79	273.07	净利润增长率	-7.50%	38.10%	87.82%	36.19%
长期股权投资	2025.61	2325.61	2625.61	2925.61	EBITDA 增长率	13.83%	77.13%	36.92%	28.22%
投资性房地产	262.87	262.87	262.87	262.87	获利能力				
固定资产和在建工程	5857.99	5315.42	7602.53	9817.80	毛利率	17.90%	20.16%	22.51%	23.35%
无形资产和开发支出	943.47	893.78	844.08	794.39	三费率	16.17%	17.45%	16.84%	16.28%
其他非流动资产	689.53	689.53	689.53	689.53	净利率	3.31%	3.94%	6.11%	7.03%
资产总计	20841.54	19386.45	25994.34	27541.63	ROE	6.91%	8.10%	7.96%	10.23%
短期借款	5743.59	5000.00	4500.00	4000.00	ROA	1.81%	2.69%	3.77%	4.84%
应付和预收款项	5405.37	5816.28	6885.77	8120.86	ROIC	8.43%	12.37%	16.19%	15.74%
长期借款	975.75	975.75	975.75	975.75	EBITDA/销售收入	8.78%	13.42%	15.17%	16.43%
其他负债	3258.25	1157.37	1337.00	1416.83	营运能力				
负债合计	15382.97	12949.40	13698.53	14513.44	总资产周转率	0.59	0.66	0.71	0.71
股本	1014.77	1256.35	1686.81	1686.81	固定资产周转率	2.88	2.82	3.12	2.71
资本公积	3388.95	3388.95	8158.95	8158.95	应收账款周转率	6.17	5.68	6.22	6.03
留存收益	1577.12	1885.89	2574.52	3347.47	存货周转率	4.39	5.32	5.43	5.42
归属母公司股东权益	5408.07	6403.95	12293.03	13065.98	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	94.30%	—	—	—
少数股东权益	50.51	33.11	2.79	-37.79	资本结构				
股东权益合计	5458.58	6437.05	12295.82	13028.19	资产负债率	73.81%	66.80%	52.70%	52.70%
负债和股东权益合计	20841.54	19386.45	25994.34	27541.63	带息债务/总负债	48.20%	51.52%	45.86%	39.84%
					流动比率	0.81	0.88	1.18	1.03
					速动比率	0.67	0.70	0.97	0.80
					股利支付率	65.43%	42.67%	31.77%	43.74%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	1002.14	1775.06	2430.50	3116.47	每股收益	0.31	0.43	0.80	1.09
PE	36.32	26.03	13.89	10.21	每股净资产	4.34	5.12	9.79	10.37
PB	2.57	2.18	1.14	1.08	每股经营现金	-0.29	1.26	1.49	2.04
PS	1.23	1.06	0.88	0.74	每股股利	0.20	0.18	0.26	0.48
EV/EBITDA	14.46	8.92	7.22	6.25					
股息率	1.80%	1.64%	2.29%	4.29%					

数据来源: Wind, 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 15 楼

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 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn