



汇率贬值影响业绩, 公司转型极具看点

- **事件:** 公司发布年报, 2015年全年实现营业收入124.6亿元, 同比增长9.12%, 实现归属上市公司净利润3.94亿元, 同比增长1.99%。
- **传统主业忧喜参半, 2015年转型镇痛, 2016涅槃重生:** 全年传统车销售13.3万辆, 同比下降1.42%, 摩托车销售72.2万辆, 同比增长5.44%, 通用汽油机销售39.1万台, 同比下降0.81%, 新能源汽车销售6885辆, 同比增长45800%, 低速电动车销售4846辆, 同比增长513.42%。公司2015年成功转型, 高速电动车实现销售收入8.76亿元, 其中补贴占比36.64%。新业务增长有效对冲了传统燃油车收入的下滑。公司未来工作重心为新能源汽车和能源站运营, 传统主业在未来将稳中有增, 为公司提供稳定的现金流。
- **2015年汇率波动导致财务费用承压, 三费率今年有望改善。** 2015年公司三费率有小幅提升, 其中销售费用率4.8%, 下降1.58个百分点, 力帆新能源模式为内销运营, 销售费用较低。管理费用率6.32%, 提升0.18个百分点, 主要系工资及社保费和研发投入增加。2015年公司财务费用上升2.28亿元, 财务费用率为5.18%, 上升1.52个百分点, 主要系卢布同期贬值19.98%和雷亚尔贬值28.84%所致。通过加强货币管控, 未来三费率有望降低。
- **盼达用车稳步推广, 下半年爆发在即。** 盼达用车经过4个月的推广, 已经成功验证了力帆的换电分时租赁模式, 目前在重庆、成都、杭州等六个城市开始运营, 推广数量超过3000辆车, 注册用户超过1万人, 活跃用户超过7000人, 我们预计在今年上半年将消化完库存。今年公司650EV、820EV等新车型上市, 定位出租车和公务用车市场, 有望在下半年拉动公司新能源汽车的生产销售。
- **再次重申核心逻辑:** 公司具备新能源汽车电池、电机、整车、共享全产业链布局, “生产制造+租赁运营+移峰填谷”的全新业务模式具有稀缺性, 我们看好其发展前景。
- **业绩预测与估值:** 我们调整公司2016-2018年EPS预测分别为0.8元(0.80元)、0.98元(1.09元)和1.36元, 对应PE分别为13倍、11倍和8倍。考虑2016年增发摊薄, 摊薄后的EPS分别为0.6元、0.73元和1.01元, 对应PE分别为18倍、15倍和11倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源汽车推进不及预期、能源站建设不及预期的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12458.00	14557.05	16762.11	19425.81
增长率	9.12%	16.85%	15.15%	15.89%
归属母公司净利润(百万元)	393.77	998.86	1237.50	1710.73
增长率	1.99%	153.66%	23.89%	38.24%
每股收益EPS(元)	0.31	0.80	0.98	1.36
净资产收益率ROE	5.52%	11.46%	8.47%	11.03%
PE	34	13	11	8
PB	1.93	1.58	0.94	0.89

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: gaoyx@swsc.com.cn

联系人: 张荫先

电话: 0755-23617478

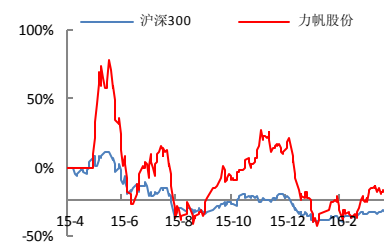
邮箱: zyx@swsc.com.cn

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)	135.56
总资产(亿元)	253.21
每股净资产(元)	5.47

相关研究

1. 力帆股份(601777): 共享汽车提供端口, 能源革命才是核心 (2016-04-05)
2. 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)
3. 力帆股份(601777): 受益于“一带一路”战略, 产销超预期可期 (2015-01-16)

表 1: 公司重要财务指标

指标	2015年	2014年	同比
营业收入(亿元)	124.58	114.17	上升 9.12%
综合毛利率	18.55%	17.90%	上升 0.65 个百分点
三费率	16.30%	16.17%	上升 0.13 个百分点
归属公司净利润 (亿元)	3.94	3.86	上升 1.99%
研发投入金额 (亿元)	6.80	6.05	上升 12.35%

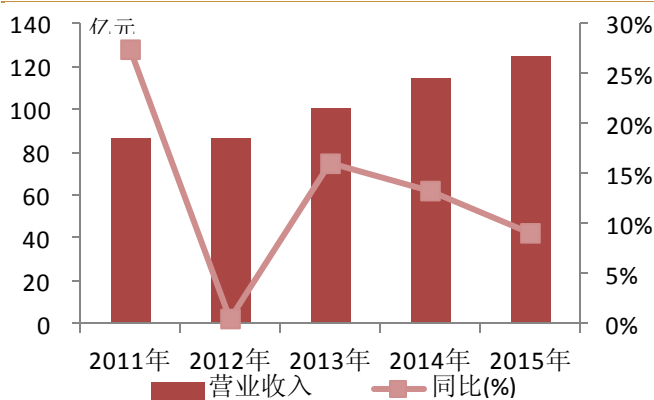
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 2: 公司三费率情况

指标	2015年	2014年	同比
销售费用率	4.80%	6.38%	下降 1.58 个百分点
管理费用率	6.32%	6.14%	上升 0.18 个百分点
财务费用率	5.18%	3.65%	上升 1.52 个百分点

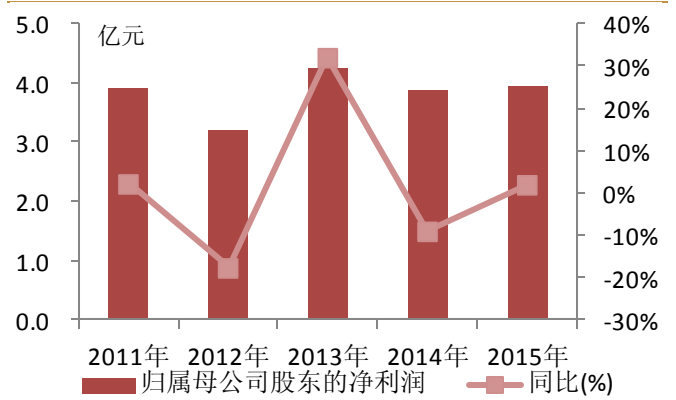
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 1: 2011-2015 年营业收入及增速



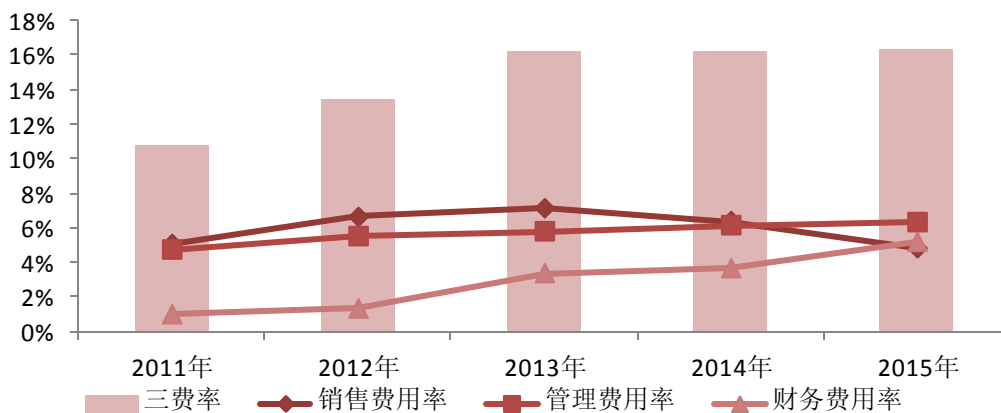
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 2: 2011-2015 年归母净利润及增速

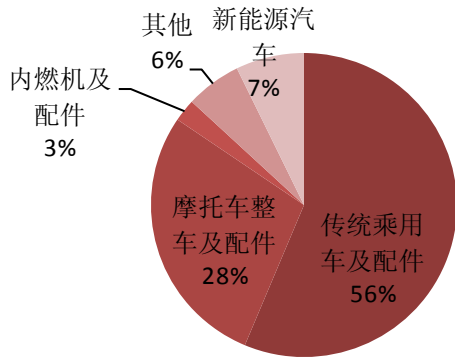


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

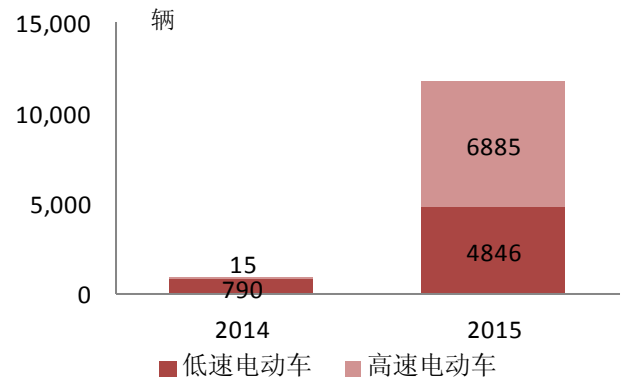
图 3: 2011-2015 年三费率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 2015 年各板块业务收入占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 2014-2015 年新能源汽车与低速电动车销量


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 3: 2015 年公司出口主要国家汇率变化

日期	美元兑卢布	美元兑雷亚尔
2015-01-12	62.6717	2.6569
2015-02-12	65.6330	2.8619
2015-03-12	60.8402	3.1165
2015-04-13	52.4630	3.1005
2015-05-12	50.7626	3.0382
2015-06-11	54.5776	3.1508
2015-07-13	56.6605	3.1588
2015-08-12	64.8376	3.4820
2015-09-14	67.8070	3.8647
2015-10-13	62.5246	3.8243
2015-11-12	65.6049	3.7990
2015-12-14	70.5056	3.9017
2016-01-12	76.3932	4.0293
2016-02-12	79.3258	3.9884
2016-03-14	70.3133	3.6232
2016-04-12	66.2793	3.5400

数据来源: wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	12458.00	14557.05	16762.11	19425.81	净利润	382.94	971.26	1204.43	1664.27
营业成本	10147.12	11505.56	13179.72	14991.37	折旧与摊销	308.82	736.06	833.07	1064.69
营业税金及附加	124.73	145.75	167.83	194.50	财务费用	645.25	444.45	460.60	480.41
销售费用	598.08	831.49	925.11	1061.36	资产减值损失	132.07	0.00	0.00	0.00
管理费用	787.44	920.12	1059.49	1227.86	经营营运资本变动	-2413.43	1073.47	-633.93	-599.81
财务费用	645.25	444.45	460.60	480.41	其他	-513.70	-298.07	-300.81	-296.92
资产减值损失	132.07	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-1458.05	2927.18	1563.36	2312.64
投资收益	375.04	300.00	300.00	300.00	资本支出	-793.14	-650.00	-1750.00	-3100.00
公允价值变动损益	-17.05	0.81	-0.56	-2.85	其他	-866.11	0.81	-0.56	-2.85
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1659.25	-649.19	-1750.56	-3102.85
营业利润	381.29	1010.50	1268.80	1767.46	短期借款	4486.62	-4813.02	-917.19	-500.00
其他非经营损益	33.27	72.61	60.81	60.15	长期借款	-371.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	414.56	1083.11	1329.62	1827.62	股权融资	1627.51	0.00	5200.46	0.00
所得税	31.62	111.86	125.19	163.35	支付股利	-251.52	-256.54	-650.75	-806.22
净利润	382.94	971.26	1204.43	1664.27	其他	-2814.75	-1107.88	-350.60	-480.41
少数股东损益	-10.83	-27.60	-33.08	-46.47	筹资活动现金流净额	2676.43	-6177.45	3281.92	-1786.64
归属母公司股东净利润	393.77	998.86	1237.50	1710.73	现金流量净额	-572.77	-3899.46	3094.71	-2576.85
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	5355.17	1455.71	4550.42	1973.57	成长能力				
应收和预付款项	5362.87	5251.89	6331.55	7384.54	销售收入增长率	9.12%	16.85%	15.15%	15.89%
存货	2155.53	2441.36	2798.36	3182.98	营业利润增长率	15.77%	165.02%	25.56%	39.30%
其他流动资产	477.95	552.95	631.74	726.91	净利润增长率	1.46%	153.63%	24.01%	38.18%
长期股权投资	2636.67	2936.67	3236.67	3536.67	EBITDA 增长率	33.25%	64.08%	16.95%	29.27%
投资性房地产	205.21	205.21	205.21	205.21	获利能力				
固定资产和在建工程	6296.60	6265.50	7237.40	9327.67	毛利率	18.55%	20.96%	21.37%	22.83%
无形资产和开发支出	1373.49	1318.53	1263.57	1208.60	三费率	16.30%	15.09%	14.59%	14.26%
其他非流动资产	1457.12	1457.12	1457.12	1457.12	净利率	3.07%	6.67%	7.19%	8.57%
资产总计	25320.61	21884.93	27712.03	29003.26	ROE	5.52%	11.46%	8.47%	11.03%
短期借款	10230.22	5417.19	4500.00	4000.00	ROA	1.51%	4.44%	4.35%	5.74%
应付和预收款项	4553.60	5797.82	6577.12	7401.18	ROIC	9.59%	11.82%	13.69%	14.85%
长期借款	604.33	604.33	604.33	604.33	EBITDA/销售收入	10.72%	15.05%	15.29%	17.05%
其他负债	2996.21	1592.08	1802.93	1912.07	营运能力				
负债合计	18384.35	13411.42	13484.38	13917.58	总资产周转率	0.54	0.62	0.68	0.69
股本	1256.35	1256.35	1686.81	1686.81	固定资产周转率	2.46	2.79	3.07	2.83
资本公积	4774.87	4774.87	9544.87	9544.87	应收账款周转率	4.17	4.13	4.40	4.28
留存收益	1719.37	2461.69	3048.44	3952.94	存货周转率	5.05	5.00	5.03	5.01
归属母公司股东权益	6870.12	8434.98	14222.19	15126.69	销售商品提供劳务收到现金营业收入	65.07%	—	—	—
少数股东权益	66.14	38.54	5.46	-41.01	资本结构				
股东权益合计	6936.26	8473.51	14227.65	15085.69	资产负债率	72.61%	61.28%	48.66%	47.99%
负债和股东权益合计	25320.61	21884.93	27712.03	29003.26	带息债务/总负债	62.73%	50.10%	43.84%	38.88%
					流动比率	0.79	0.81	1.21	1.08
					速动比率	0.66	0.61	0.97	0.82
					股利支付率	63.88%	25.68%	52.59%	47.13%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	1335.37	2191.02	2562.47	3312.57	每股收益	0.31	0.80	0.98	1.36
PE	33.92	13.37	10.79	7.81	每股净资产	5.52	6.74	11.32	12.01
PB	1.93	1.58	0.94	0.89	每股经营现金	-1.16	2.33	1.24	1.84
PS	1.07	0.92	0.80	0.69	每股股利	0.20	0.20	0.52	0.64
EV/EBITDA	14.16	7.54	6.71	5.82					
股息率	1.88%	1.92%	4.87%	6.04%					

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