

2016年05月02日

证券研究报告·一季报点评

力帆股份(601777)汽车

买入(维持)

当前价: 11.15元

目标价: ——元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

一季度主业承压, 新业务下半年爆发

- **事件:** 2016年Q1实现营业收入26.5亿元, 同比增长4%, 实现归属上市公司净利润1.1亿元, 同比下降5.6%。Q1扣非后归母净利润9649万元, 同比下降15.71%。
- **传统主业不及预期, 新能源业务稳步推进:** 第一季度公司传统乘用车实现销售3万辆, 同比增长5.5%, 摩托车实现销售11万辆, 同比下滑17.2%。受到国内传统车行业整体增速放缓和全球经济不景气影响, 公司传统主业有所下滑。公司新能源业务模式主心骨已经打造完成, 下半年换电运营模式有望加速复制, 拉动公司新能源乘用车的产销。新能源补贴新政5月份有望落地, 公司物流车也将带来更多利润点。
- **换电模式逻辑成立, “换电联盟”不断壮大。** 一季度新能源汽车持续火爆, 3月份新能源乘用车销量同比增速达59.6%。但是新能源乘用车主要竞争力仍集中在“牌照红利”上。电池寿命短、充电慢、充电难的痛点短期内无法解决。换电模式下用户租赁动力电池, 无需忍受电池寿命下降的苦果; 换电耗时短, 完美解决效率问题; 换电模式电池集中管理, 杜绝过充过放, 能源成本优势明显。力帆换电模式并不踽踽独行, 4月26日, 北汽新能源宣布将推进全国互联互通的换电战略, 力争2016年建设100座换电站。车和家首款产品SEV也将涉及换电模式。
- **盼达用车, 价格行业最低, 免租金解决最后痛点。** 换电模式对公司运营能力要求极高, 公司受益于“生产制造+车联网平台+能源站”全产业链技术优势, 盼达用车目前推出的330EV分时租赁产品价格行业最低, 仅19元/小时, 全天99元封顶。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。近日, 公司与Alibaba就汽车金融业务进行洽谈, 我们预计盼达用车免押金租车服务将在下半年上线, 租车用户最后的痛点也将烟消云散。
- **业绩预测与估值:** 我们预计公司2016-2018年EPS预测分别为0.8元、0.98元和1.36元, 对应PE分别为14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19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	36	14	11	8
PB	2.02	1.65	0.98	0.93

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

联系人: 张荫先

电话: 0755-23617478

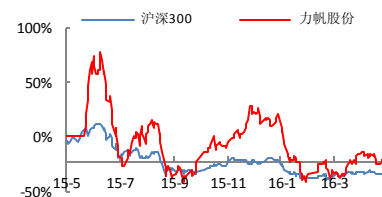
邮箱: zyx@swsc.com.cn

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)	140.08
总资产(亿元)	265.34
每股净资产(元)	5.45

相关研究

1. 力帆股份(601777): 汇率贬值影响业绩, 公司转型极具看点 (2016-04-25)
2. 力帆股份(601777): 共享汽车提供端口, 能源革命才是核心 (2016-04-05)
3. 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)
4. 力帆股份(601777): 受益于“一带一路”战略, 产销超预期可期 (2015-01-16)

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%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.80	0.98	1.36
					每股净资产	5.52	6.74	11.32	12.01
					每股经营现金	-1.16	2.33	1.24	1.84
					每股股利	0.20	0.20	0.52	0.64
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1335.37	2191.02	2562.47	3312.57					
PE	35.57	14.02	11.32	8.19					
PB	2.02	1.65	0.98	0.93					
PS	1.12	0.96	0.84	0.72					
EV/EBITDA	14.65	7.83	7.05	6.08					
股息率	1.80%	1.83%	4.65%	5.76%					

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