

投资评级：强烈推荐（维持）

**分析师**

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

**联系人（研究助理）：**

李金锦 010-88366060-8862

Email:lijinjin@cgws.com

从业证书编号:S0100115050019

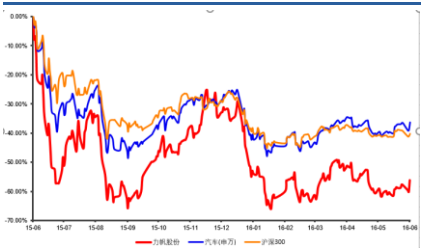
**市场数据**

目前股价	11.5
总市值（亿元）	144.48
流通市值（亿元）	142.21
总股本（万股）	125,635
流通股本（万股）	123,663
12个月最高/最低	19.31/7.98

**盈利预测**

	2016E	2017E	2018E
营业收入	15,811	18,528	21,855
(+/-%)	26.91%	17.19%	17.95%
净利润	860	1,101	1,323
(+/-%)	118.36%	28.10%	20.14%
摊薄 EPS	0.68	0.88	1.05
PE	16.80	13.12	10.92

**股价表现**



数据来源：贝格数据

**相关报告**

<<电池供应商进入行业规范目录，力帆新能源汽车将放量>> 2016-06-20

<<新能源汽车运营+换电模式驱动公司转型>> 2016-06-15

## 6月份新能源汽车开始放量，下半年销量可期

### ——力帆股份（601777）公司动态点评

**投资建议**

随着电池供应商进入企业目录，公司新能源汽车下半年将进入放量阶段，6月新能源汽车销售实现 2388 辆即是验证。公司新能源汽车产品主打运营领域（出租车、分时租赁、物流车等），且公司是新能源汽车运营全产业链布局，将明显受益运营领域的发展。公司是国内稀有的换电模式推行者，换电最契合新能源汽车运营，我们看好公司在运营和换电模式上的发展前景。我们预计，2016-2018 年对应 EPS 分别是 0.68 元、0.88 元和 1.05 元，对应 PE 为 17X，13X 和 11X，给予“强烈推荐”评级。

**投资要点**

- **事件：**公司近期公布 6 月份产销数据，其中新能源汽车销售 2388 台，同比增长 29.36%，环比增长 1280.3%，我们点评如下：
- **公司新能源汽车推广进入放量阶段：**因电池供应商迟迟没有进入产品目录，公司上半年新能源汽车销量欠佳，16 年 1-5 月累计销售新能源汽车 1593 辆，月均仅约 300 辆。随着公司两大电池供应商进入产品目录后，不确定性消除，公司产品进入放量阶段，仅 6 月份即实现销售 2388 辆。我们预计，16 年下半年公司新能源汽车将继续发力，预计仅高速电动车部分将完成 2-2.5 万辆，贡献主要业绩增量。
- **公司分时租赁推广力度加大：**分时租赁平台——盼达租车是公司新能源汽车主要推广渠道，近日推广力度加大，抢先布局分时租赁站点。依据公司盼达租车 APP 上显示的网点数量，分时租赁站点当前主要集中在重庆和杭州两个城市，重庆分时租赁站点最多，约 50 个。杭州市大约 11 个站点，另外，河南，重庆、杭州等地仍有近 40 个预设网点将建成。数量仍在持续增加。
- **近期央视等官媒持续跟踪报道，展现了对公司转型模式的认可：**CCTV-1《新闻联播》和《焦点访谈》相继播出力帆汽车独树一帜的新能源汽车解决方案。一周内四次出现在央视报道中，对力帆从传统汽车转型新能源汽车给予高度认可，报道中对力帆集团的分时租赁平台、新能源换电模式进行了较详细的介绍。我们认为，换电模式一直在国内存在争议（与充电模式相比，存在明显优劣势），此次官媒的认可有利于换电模式在国内的推进。
- **公司是目前 A 股里面较少对新能源汽车运营全产业链布局的企业，布局电池、能源站、整车制造和汽车运营全链条：**公司新能源汽车产品主要应用于公共运营领域，包括分时租赁、出租车、物流车等。公司新能源汽车以换电模式为主，更贴合汽车运营行业属性。依靠电力改革，公司能实现从电厂获得较低用电价格，且能源站利用低成本“谷电”对电池统一充电，统一维护，大幅提升电池的寿命，降低成本。而分时租赁平台则实现运营车辆的快速推

广，保障换电收入。我们认为，新能源汽车运营只有全产业链布局，才能获得整个产业链的超额收益，无疑公司将是新能源汽车运营的受益标的。

- **风险提示：**新能源汽车运营推广进度低于预期，能源站建设进展低于预期。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	11,417	12,458	15,811	18,528	21,855	<b>成长性</b>					
营业成本	9,373	10,147	12,736	14,930	17,610	营业收入增长	13.34%	9.12%	26.91%	17.19%	17.95%
销售费用	728	598	711	778	874	营业成本增长	14.86%	8.26%	25.51%	17.23%	17.95%
管理费用	701	787	1,028	1,204	1,421	营业利润增长	19.52%	15.77%	129.99%	29.26%	20.45%
财务费用	417	645	525	546	598	利润总额增长	-9.00%	1.15%	119.56%	28.19%	19.87%
投资净收益	353	375	300	343	339	净利润增长	-9.00%	1.99%	118.36%	28.10%	20.14%
营业利润	329	381	877	1,134	1,365	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	81	33	33	33	33	毛利率	17.90%	18.55%	19.45%	19.42%	19.42%
利润总额	410	415	910	1,167	1,399	销售净利率	3.38%	3.16%	5.44%	5.94%	6.06%
所得税	32	32	76	95	112	ROE	6.54%	5.08%	10.01%	11.40%	12.08%
少数股东损益	-9	-11	-25	-29	-37	ROIC	4.81%	6.06%	7.02%	7.84%	8.35%
净利润	386	394	860	1,101	1,323	<b>营运效率</b>					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	6.38%	4.80%	4.50%	4.20%	4.00%
流动资产	11062	13352	14184	16426	19373	管理费用/营业收入	6.14%	6.32%	6.50%	6.50%	6.50%
货币资金	4918	5355	5133	5821	6866	财务费用/营业收入	3.65%	5.18%	3.32%	2.95%	2.74%
应收账款	2363	3615	3321	3891	4590	投资收益/营业利润	107.28%	98.36%	34.27%	30.25%	24.87%
应收票据	1009	609	1293	1515	1787	所得税/利润总额	7.92%	7.63%	8.32%	8.10%	8.01%
存货	1866	2156	2991	3506	4135	应收账款周转率	3.82	3.59	4.38	4.37	4.53
非流动资产	9779	11969	12420	13266	14813	存货周转率	4.66	3.94	3.92	3.91	3.98
固定资产	5858	6297	6788	7673	9260	流动资产周转率	0.94	0.90	1.03	1.04	1.07
资产总计	20842	25321	26604	29692	34186	总资产周转率	0.49	0.48	0.56	0.58	0.62
流动负债	13647	16881	16369	18201	21224	<b>偿债能力</b>					
短期借款	5744	10230	8016	8016	8016	资产负债率	0.74	0.73	0.71	0.70	0.70
应付款项	4913	4009	5032	5899	6958	流动比率	0.81	0.79	0.87	0.90	0.91
非流动负债	1736	1503	2464	2648	2833	速动比率	0.67	0.66	0.68	0.71	0.72
长期借款	976	604	1565	1749	1934	<b>每股指标 (元)</b>					
负债合计	15383	18384	18833	20849	24057	EPS	0.38	0.31	0.68	0.88	1.05
股东权益	5904	7759	8593	9666	10952	每股净资产	5.82	6.18	6.84	7.69	8.72
股本	1015	1256	1256	1256	1256	每股经营现金流	-0.36	-1.16	1.44	1.06	1.25
留存收益	4839	6436	7296	8398	9721	每股经营现金/EPS	-0.95	-3.70	2.10	1.21	1.19
少数股东权益	51	66	41	12	(25)	<b>估值</b>					
负债和权益总计	21287	26143	27427	30515	35009	PE	30.23	36.69	16.80	13.12	10.92
现金流量表	(百万)					PEG	0.78	0.69	0.65	0.61	-
经营活动现金流	(368)	(1458)	1809	1337	1570	PB	1.85	1.74	1.57	1.40	1.23
其中营运资本减少	2417	(3073)	629	(116)	(144)	EV/EBITDA	23.42	22.08	15.40	13.31	11.87
投资活动现金流	(173)	(1659)	(777)	(1226)	(1975)	EV/SALES	1.61	2.02	1.52	1.32	1.19
其中资本支出	(286)	(726)	(797)	(1226)	(1975)	EV/IC	1.83	1.64	1.47	1.36	1.25
融资活动现金流	600	2676	(1254)	185	185	ROIC/WACC	0.71	0.90	1.04	1.16	1.24
净现金总变化	(115)	(573)	(222)	296	(220)	REP	2.56	1.82	1.41	1.17	1.01

**研究员介绍及承诺**

**曲小溪:** 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券。

**李金锦:** 汽车行业分析师, 2009-2015 年就职于国家信息中心, 2015 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

**北京联系人**

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>