

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

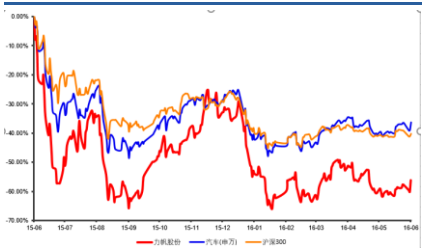
市场数据

目前股价	10.74
总市值（亿元）	134.93
流通市值（亿元）	132.81
总股本（万股）	125,635
流通股本（万股）	123,663
12个月最高/最低	23.80/8.05

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	15.69	12.25	10.20

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

新能源汽车运营+换电模式驱动公司转型

——力帆股份（601777）公司动态点评

投资建议

出租车、分时租赁和新能源物流车等运营是新能源汽车主要推广渠道，公司主要新能源汽车产品亦是针对上述领域开发，将受益运营领域的发展。公司是国内稀有的换电模式推行者，换电模式最契合新能源汽车运营。公司布局换电模式全产业链，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 15X，12X 和 10X，给予“强烈推荐”评级。

投资要点

- **事件：** 2016 年 6 月 15 日大涨点评。
- **新能源汽车运营仍是新能源汽车主要推广领域：** 新能源汽车运营主要包括出租车、分时租赁和物流用车三大方向。2016 年 1-5 月份，纯电动 A 级车累计占比 33%，明显高于去年的 10.2%（乘联会数据），主要得益于纯电动汽车在出租车领域的推广。我们认为，运营车辆管理集中，路线相对固定，易于新能源汽车推广。力帆目前的新能源产品主打运营市场，如力帆 330EV 主打分时租赁，力帆 650EV 主打出租车市场，还有系列纯电动物流车主攻物流用车。依靠分时租赁平台，公司产品将会充分受益运营市场的需求释放。
- **换电模式最契合新能源汽车运营：** 汽车运营追求的是效率提升，目前主流新能源汽车以充电为主，即使快充仍需要至少 30 分钟，慢充则长达至少 6-8 个小时，极大的影响运营效率的提升。而换电模式具备效率高（3-5 分钟），电池统一管理维护，寿命长等特点，更符合运营领域需求。公司新能源汽车采用换电模式，将很好的解决新能源汽车运营效率低的痛点。
- **从电池、能源站、整车制造到运营的全产业链布局：** 公司是目前 A 股里面较少能实现新能源汽车运营全产业链布局的企业。依赖电力改革，公司能实现从电厂获得较低用电价格，其次能源站通过对电池统一维护大幅提升电池的寿命，降低其折旧成本。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，目前公司分时租赁已经在重庆，杭州，成都等城市建设分时租赁网点。因此，能源站虽然前期投入规模大，但盈利模式清晰。随着今年下半年第一座能源站投入运营，我们预计，后期能源站布局将加快。
- **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
营业收入	11,417	12,458	15,811	18,528	21,855
营业成本	9,373	10,147	12,736	14,930	17,610
销售费用	728	598	711	778	874
管理费用	701	787	1,028	1,204	1,421
财务费用	417	645	525	546	598
投资净收益	353	375	300	343	339
营业利润	329	381	877	1,134	1,365
营业外收支	81	33	33	33	33
利润总额	410	415	910	1,167	1,399
所得税	32	32	76	95	112
少数股东损益	-9	-11	-25	-29	-37
净利润	386	394	860	1,101	1,323
资产负债表 (百万)					
流动资产	11062	13352	14184	16426	19373
货币资金	4918	5355	5133	5821	6866
应收账款	2363	3615	3321	3891	4590
应收票据	1009	609	1293	1515	1787
存货	1866	2156	2991	3506	4135
非流动资产	9779	11969	12420	13266	14813
固定资产	5858	6297	6788	7673	9260
资产总计	20842	25321	26604	29692	34186
流动负债	13647	16881	16369	18201	21224
短期借款	5744	10230	8016	8016	8016
应付款项	4913	4009	5032	5899	6958
非流动负债	1736	1503	2464	2648	2833
长期借款	976	604	1565	1749	1934
负债合计	15383	18384	18833	20849	24057
股东权益	5904	7759	8593	9666	10952
股本	1015	1256	1256	1256	1256
留存收益	4839	6436	7296	8398	9721
少数股东权益	51	66	41	12	(25)
负债和权益总计	21287	26143	27427	30515	35009
现金流量表 (百万)					
经营活动现金流	(368)	(1458)	1809	1337	1570
其中营运资本减少	2417	(3073)	629	(116)	(144)
投资活动现金流	(173)	(1659)	(777)	(1226)	(1975)
其中资本支出	(286)	(726)	(797)	(1226)	(1975)
融资活动现金流	600	2676	(1254)	185	185
净现金总变化	(115)	(573)	(222)	296	(220)

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长	13.34%	9.12%	26.91%	17.19%	17.95%
营业成本增长	14.86%	8.26%	25.51%	17.23%	17.95%
营业利润增长	19.52%	15.77%	129.99%	29.26%	20.45%
利润总额增长	-9.00%	1.15%	119.56%	28.19%	19.87%
净利润增长	-9.00%	1.99%	118.36%	28.10%	20.14%
盈利能力					
毛利率	17.90%	18.55%	19.45%	19.42%	19.42%
销售净利率	3.38%	3.16%	5.44%	5.94%	6.06%
ROE	6.54%	5.08%	10.01%	11.40%	12.08%
ROIC	4.81%	6.06%	7.02%	7.84%	8.35%
营运效率					
销售费用/营业收入	6.38%	4.80%	4.50%	4.20%	4.00%
管理费用/营业收入	6.14%	6.32%	6.50%	6.50%	6.50%
财务费用/营业收入	3.65%	5.18%	3.32%	2.95%	2.74%
投资收益/营业利润	107.28%	98.36%	34.27%	30.25%	24.87%
所得税/利润总额	7.92%	7.63%	8.32%	8.10%	8.01%
应收账款周转率	3.82	3.59	4.38	4.37	4.53
存货周转率	4.66	3.94	3.92	3.91	3.98
流动资产周转率	0.94	0.90	1.03	1.04	1.07
总资产周转率	0.49	0.48	0.56	0.58	0.62
偿债能力					
资产负债率	0.74	0.73	0.71	0.70	0.70
流动比率	0.81	0.79	0.87	0.90	0.91
速动比率	0.67	0.66	0.68	0.71	0.72
每股指标 (元)					
EPS	0.38	0.31	0.68	0.88	1.05
每股净资产	5.82	6.18	6.84	7.69	8.72
每股经营现金流	-0.36	-1.16	1.44	1.06	1.25
每股经营现金/EPS	-0.95	-3.70	2.10	1.21	1.19
估值					
PE	28.23	34.27	15.69	12.25	10.20
PEG	0.78	0.69	0.65	0.61	-
PB	1.85	1.74	1.57	1.40	1.23
EV/EBITDA	23.42	22.08	15.40	13.31	11.87
EV/SALES	1.61	2.02	1.52	1.32	1.19
EV/IC	1.83	1.64	1.47	1.36	1.25
ROIC/WACC	0.71	0.90	1.04	1.16	1.24
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**

刘 璇：0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音：0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓：075583515203, 13418560821, wulinman@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
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, xieww@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王 一：021-61683504, 13761867866, wangv@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>