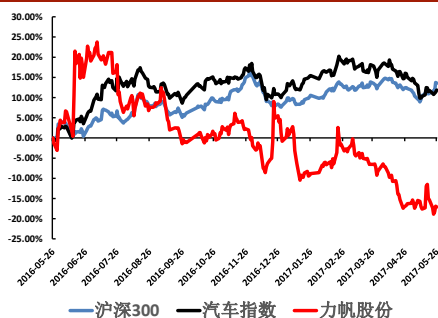


投资评级：买入（首次）
力帆股份（601777）
市场数据 2017年5月26日

收盘价(元)	7.99
一年内最低/最高(元)	7.69/10.22
市盈率	362.64
市净率	1.48

基础数据

净资产收益率(%)	1.23
资产负债率(%)	76.74
总股本(亿股)	12.56

最近12月股价走势

联系信息

证券分析师:	李永良
SAC证书编号:	S0160511030007
研究助理:	吴鹏
电话:	0571-87821868
Email:	wupeng@ctsec.com

相关报告
摩托车业务承压，乘用车新品集中投放
投资要点:
● 国内摩托车行业依旧承压，未来还看海外

公司深耕摩托车业务板块，有根深蒂固的优势。国内摩托车行业当下和未来依旧承压，主要原因有：(1) 城市地区的“禁摩令”，国内 200 多个市场实行禁摩；(2) 农村地区低端乘用车对摩托车的替代；(3) 2018 年摩托车将实施国四标准。国内摩托车市场继续承压，摩托车行业的出路还得靠海外。目前国内摩托车企业生存环境恶劣，能够存活下来的企业都得依靠出口。公司较早布局海外市场，产品出口主要面向非洲的尼日利亚、中东的伊朗、南美的墨西哥、东南亚的越南、菲律宾等国家，出口市场较为均衡，风险相对分散。产品方面，公司大力推进休闲、运动、大排量摩托车产品，KP 系列产品销量占比进一步提升。KP 系列目前单价在 1 万元左右，市场反应不错，未来公司还将和意大利相关企业合作开发，摩托车产品继续向运动休闲的产品定位发展。

● 公司乘用车的关键问题是产品力有待提升

公司此前专注摩托车，2006 年开始转型至汽车市场。2016 年和 2017 年是公司的产品大年，老款产品如 X60、620 基本清库存退出市场，新产品开始上量。今年公司推出两款新车型，七座 SUV X80 与七座 MPV 轩朗。X80 定价 10-15 万元，为公司现有产品中价格最高车型，轩朗定价 7-11 万。公司乘用车产品主要面向三、四、五、六线城市。除此之外，海外市场为公司坚定不移进军的市场。2016 年我国汽车整车共出口 80.98 万辆，出口占比不到 3%，未来提升空间巨大。公司海外市场经验丰富，摩托车业务一直以来积累的海外经验与资源是公司区别于其他整车企业的差异化优势。公司拥有成熟的海外团队，包括五六百人的进出口公司，以及摩托车海外业务沉淀的经验和网络，这些资源都可顺利匹配至乘用车业务的板块上。2016 年公司乘用车出口在中国出口车企中排名第四，市场份额占比 12.2%。公然坚定不移培育海外市场，未来出口有望超过内销，海外市场份额有望进一步提升。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.44 元、0.53 元、0.60 元，对应 2017~2019 年 PE 分别为 18.29 倍、15.03 倍、13.40 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 1：公司财务及预测数据摘要

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12411	11047	13834	17539	20332
增长率	8.7%	-11.0%	25.2%	26.8%	15.9%
归属母公司股东净利润(百万元)	354	83	549	668	749
增长率	-8.3%	-76.7%	564.3%	21.7%	12.2%
每股收益(元)	0.28	0.07	0.44	0.53	0.60
市盈率(倍)	28.36	121.53	18.29	15.03	13.40

数据来源：Wind，财通证券研究所

1. 公司概况

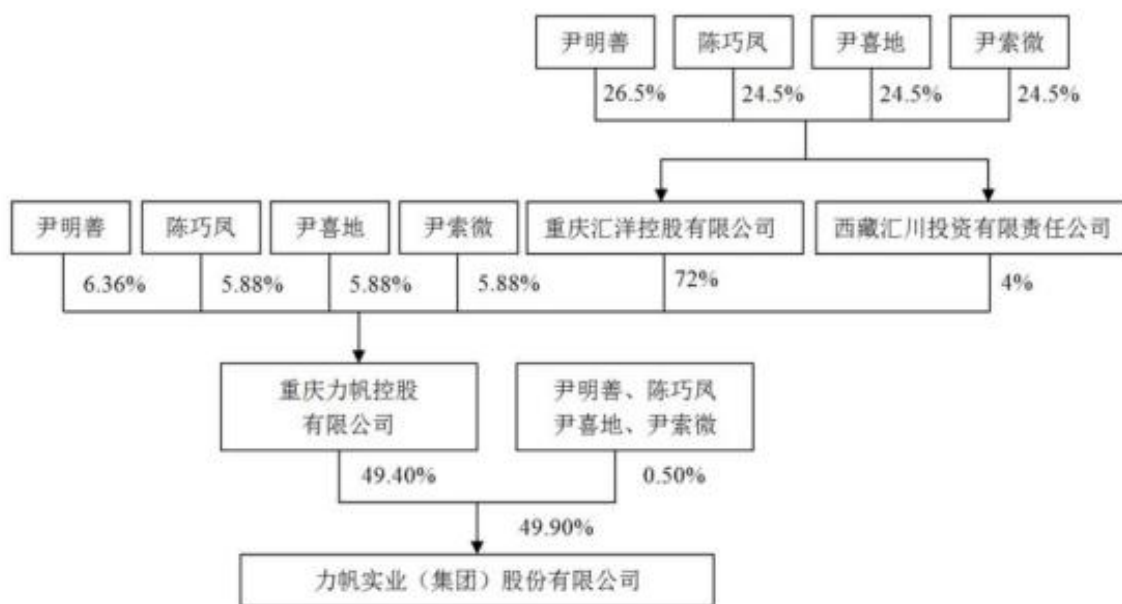
1.1 公司简介

公司成立于1992年，目前已发展成为以新能源产业为战略发展方向，融科研开发、汽车、摩托车和发动机的生产、销售（包括出口）为主，并投资金融于一体的大型民营企业。公司乘用车产品涵盖轿车、SUV及多功能乘用车（MPV）三大类别，产品远销60多个国家，2016年公司乘用车出口在中国出口车企中排名第四，市场份额占比12.2%。公司摩托车品包括休闲、运动、大排量款，远销160多个国家和地区，已连续6年为中国品牌销量第一，出口金额继续保持重庆市民营企业汽摩行业第一位。

1.2 公司股权结构

公司控股股东为重庆力帆控股有限公司，持股比例为49.40%，实际控制人为尹明善及其家族，伊明善家族通过100%持有的重庆力帆控股有限公司持有力帆股份49.40%股权，并直接持有力帆股份0.50%股权，对公司的合计持股比例达49.90%，公司股权较为集中。

图 1：公司股权结构



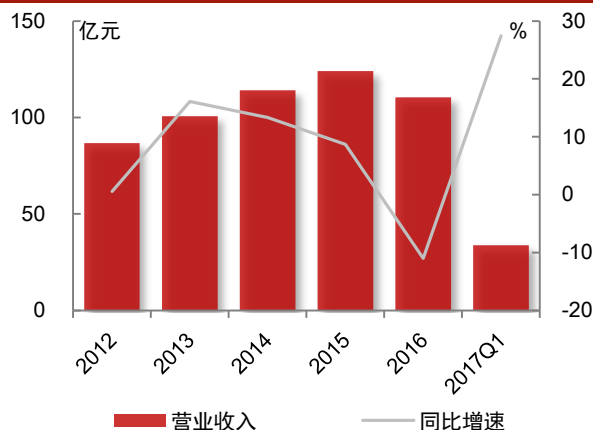
数据来源：公司公告、财通证券研究所

1.3 公司业绩情况

2016年公司实现营业收入110.47亿元，同比下滑10.99%，实现归母净利润0.83亿元，同比下滑76.66%。在16年国内汽车市场较为火爆的背景下，公司业绩仍出现严重下滑，主要原因系新能源汽车销量减少及燃油车外销下降所致。同时公司对新能源汽车的补贴进行了核对和清理，调减了未取得的中央财政补助资金6719万元，形成利润下降。2017年一季度公司实现营业收入33.81亿元，同比增长27.46%，实现归母净利润0.52亿元，同比下滑56.28%，业绩依然承受较大压力。

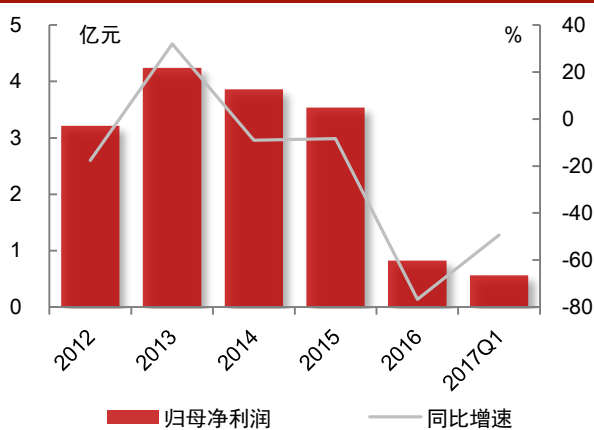
公司销售毛利率在2016年大幅下滑至11.15%，销售费用率大幅提升构成其主要原因。2017年一季度公司销售毛利率略有回升至12.17%，销售费用率与管理费用率均有所下滑。但总体来看，公司整体毛利率与净利率水平明显低于业内其他整车企业，显示公司盈利能力较弱。

图 2：公司营业收入及增速



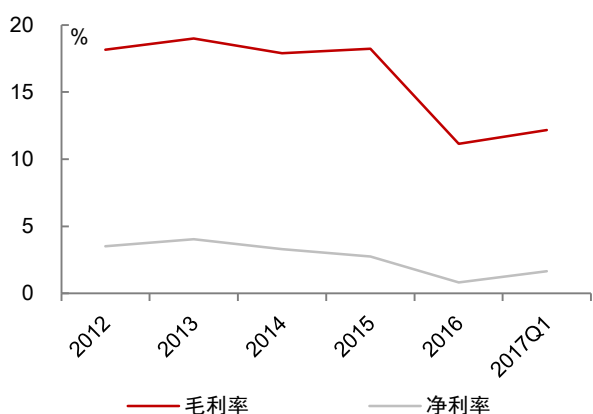
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速



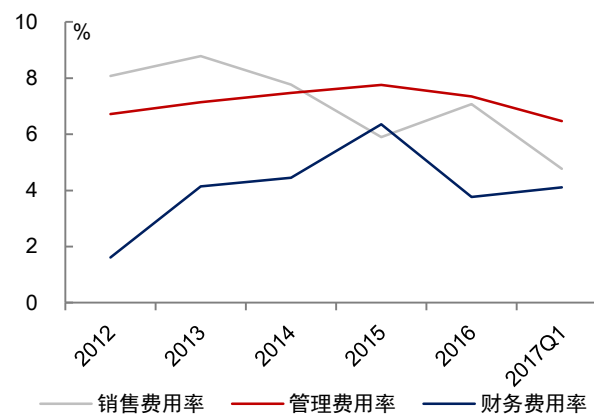
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 4：公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 5：公司期间费用率



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

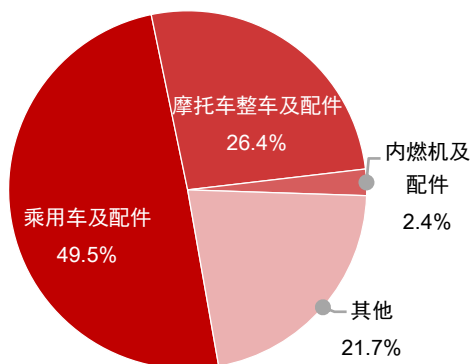
2. 公司主要产品

2.1 公司收入结构

公司主要产品包括乘用车及配件、摩托车整车及配件、内燃机及配件、微车及配件等，其中乘用车产品涵盖轿车、SUV和MPV三大类。公司产品的销售通过国内销售和海外销售两个渠道进行，海外销售占比较大，2016年公司乘用车出口在中国出口车企中排名第四。

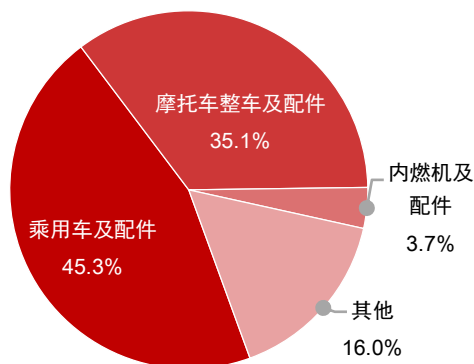
各业务板块中，乘用车与摩托车为公司主要收入来源。2016年乘用车及配件营收占比为49.5%，摩托车整车及配件营收占比为26.4%。乘用车及配件毛利率较低，为公司各业务板块中毛利率水平最低板块，2016年10.20%的毛利率也明显低于行业平均水平。2016年摩托车整车及配件毛利率为14.81%，内燃机及配件毛利率为17.28%。

图 6：2016 年公司主营业务收入结构



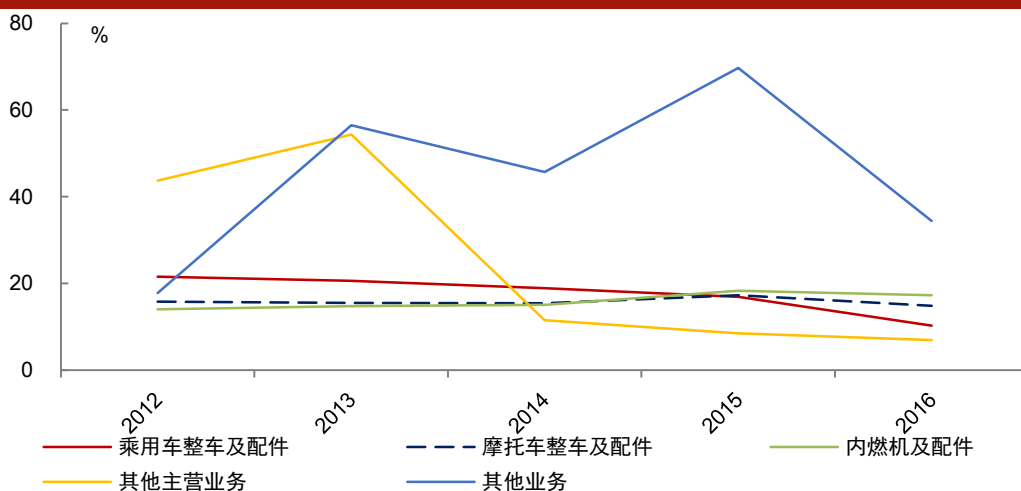
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 7：2016 年公司主营业务毛利结构



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 8：公司产品历年毛利率

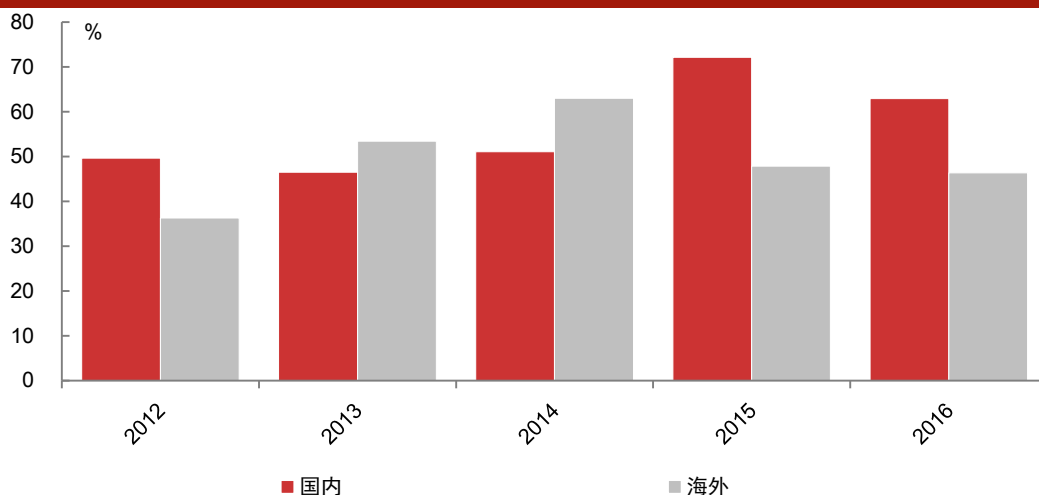


数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

公司收入来源中，很大一块来自海外销售渠道，2016年公司国内收入62.94亿元，

海外收入46.41亿元。尽管海外收入占比近几年呈现逐年下降趋势，但总体占比仍然较大，2016年海外收入占比达42.44%。目前海外市场在维护现有市场的情况下，正努力开拓新兴市场。

图 9：公司国内外收入情况

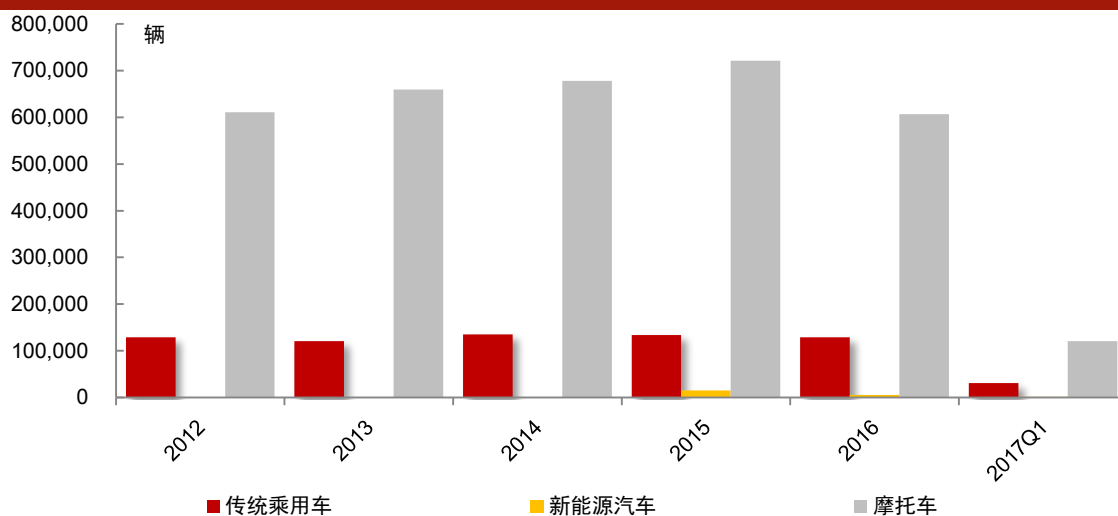


数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

2.2 公司整车销售低于行业增速

2016年公司各类整车销量均大幅承压，传统乘用车16年销售12.87万辆，同比下滑3.48%，远低于行业增速。新能源汽车受行业骗补整改补贴退坡影响较大，去年销售5550辆，同比下滑62.69%。摩托车整车全年销售60.68万辆，同比下滑15.92%。

图 10：公司整车销量



数据来源：公司公告、财通证券研究所

力帆乘用车销量表现黯淡的主要原因还在于产品力较弱。2016 年公司推出了全新七座 SUV 车型“力帆迈威”及 2016 款 X60、620 II 等改款车型，并完成了 X80、轩朗等全新车型研发工作。“力帆迈威”月销量达到过峰值8176辆，表现可圈可点，其余车型力帆X50、力帆X60销量并不尽如人意，主要原因是公司力推新产品，老产品需要基本退出市场。

图 11：力帆 X80



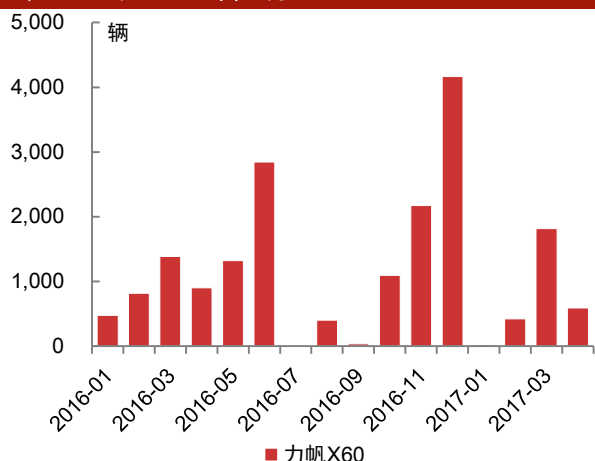
资料来源：汽车之家，财通证券研究所

图 12：力帆迈威



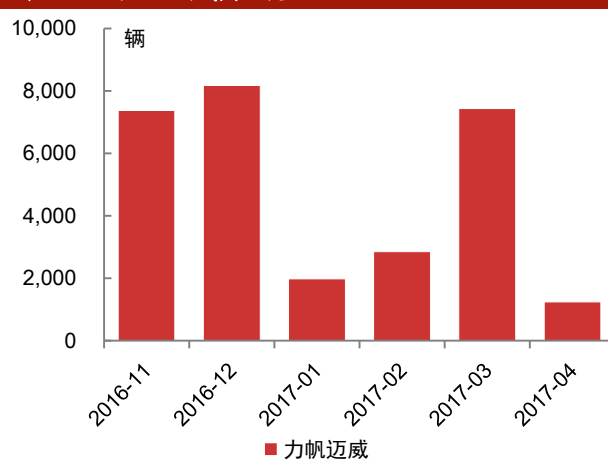
资料来源：汽车之家，财通证券研究所

图 13：力帆 X80 月销量



资料来源：中汽协，财通证券研究所

图 14：力帆迈威月销量



资料来源：中汽协，财通证券研究所

3. 公司竞争优势分析

3.1 国内摩托车行业依旧承压，未来还看海外

公司深耕摩托车业务板块，有根深蒂固的优势，后转型做乘用车。国内摩托车行业当下和未来依然承受较大压力，主要原因有：(1) 城市地区的“禁摩令”，国内200多个市场实行禁摩；(2) 农村地区低端乘用车对摩托车的替代，随着农村人均收入提升和乘用车渠道下沉，农村消费低端乘用车大幅提升，对摩托车形成一定替代；(3) 2018年摩托车将实施国四标准，此举将使得摩托车全部采用发动

机电喷系统，预计会使摩托车国内产量达到谷底。

国内摩托车市场继续承压，摩托车行业的出路还得靠海外市场。目前国内摩托车企业生存环境恶劣，能够存活下来的企业都得依靠出口。公司较早布局海外市场，产品出口主要面向非洲的尼日利亚、中东的伊朗、南美的墨西哥、东南亚的越南、菲律宾等国家，出口市场较为均衡，风险相对分散。产品方面，在国内出行方式摩托车比重大幅下滑的情况下公司大力推进休闲、运动、大排量摩托车产品，KP系列产品销量占比进一步提升。KP系列目前单价在1万元左右，市场反应十分不错，未来公司还将和意大利相对企业合作开发，摩托车产品继续向运动休闲的产品定位发展。

3.2 公司乘用车的关键问题是产品力有待提升

公司此前专注摩托车，2006年开始转型至汽车市场。经过10余载在汽车市场的摸爬滚打，公司走了不少弯路，但已经逐渐找到自己的方向与定位。2016年和2017年是公司的产品大年，这一阶段，老款产品如X60、620基本清库存退出市场，新产品开始上量。今年公司推出两款新车型，七座SUV X80与七座MPV 轩朗。X80定价10-15万元，为公司现有产品中价格最高车型，轩朗定价7-11万。公司乘用车产品主要面向三、四、五、六线城市，公司销售网络下沉的主要原因在于：一二线城市大多面临的是消费升级，合资品牌、豪华品牌在这一市场占据较大优势，而公司乘用车产品力仍然较弱，与产品力伴生而来品牌力更是不足，在一、二线城市基本无可观需求。

除国内三、四、五、六线城市外，海外市场为公司坚定不移进军的市场。2016年我国汽车整车共出口80.98万辆，出口占比不到3%，出口未来提升的空间巨大，因此蕴含较大机会的海外市场为公司必争之地。公司海外市场经验丰富，摩托车业务一直以来积累的海外经验与资源是公司区别于其他整车企业的差异化优势。公司拥有成熟的海外团队，包括五六百人的进出口公司，以及摩托车海外业务沉淀的经验和网络，这些资源都可顺利匹配至乘用车业务的板块上。2016年公司乘用车出口在中国出口车企中排名第四，市场份额占比12.2%。公司依然坚定不移培育海外市场，未来出口有望超过内销，海外市场的份额有望进一步提升。

总体看来，公司渠道下沉至三、四、五、六线城市，积极布局海外市场，还是出于产品力不强的另辟蹊径之举。目前公司的迫切希望就是提升乘用车产品力，新产品轩朗被寄予厚望，因此2017年公司业绩的反转仍需持续关注轩朗的后续销量表现。

4 盈利预测与投资建议

公司2017年业绩反转关键看新品轩朗销量情况。预计公司2017~2019年EPS分别为0.44元、0.53元、0.60元，对应2017~2019年PE分别为18.29倍、15.03倍、13.40倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5 风险提示

汽车行业景气度下降；摩托车行业景气度下降；公司新产品轩朗销量不及预期。

表 2: 公司利润表预测

单位: 百万元

科目	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	11047	13834	17539	20332
减: 营业成本	9815	11323	14356	16641
营业税金及附加	153	191	242	281
销售费用	694	869	1101	1277
管理费用	721	887	1114	1284
财务费用	370	606	723	840
投资收益	442	365	405	484
资产减值及公允价值变动	276	276	289	300
其他收入	0	0	0	0
二、营业利润	12	600	697	793
加: 营业外收支净额	94	103	159	167
三、利润总额	106	703	856	960
减: 所得税	14	92	112	126
减: 少数股东损益	9	62	76	85
五、归属母公司股东净利润	83	549	668	749
每股收益(元)	0.07	0.44	0.53	0.60

数据来源: Wind, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。