

# 力帆股份 (601777)

## 乘用车业务增幅高、成本压力致毛利率下降

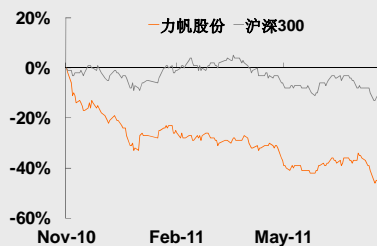
### 推荐 (维持)

现价: 9.76 元

#### 主要数据

行业	汽车
公司网址	www.lifan.com
大股东/持股	重庆力帆控股有限公司/65.02%
实际控制人/持股	尹明善/17.23%
总股本(百万股)	951
流通 A 股(百万股)	200
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	92.86
流通 A 股市值(亿元)	19.52
每股净资产(元)	4.82
资产负债率(%)	48.31

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

王德安 S1060511010006  
021-33830392  
wangdean002@pingan.com.cn

余兵 S1060511010004  
021-33830530  
Yubing006@pingan.com.cn

### 投资要点

#### 事项:

公司披露 2011 中报: 上半年实现收入 41.36 亿, 同比增长 25.1%; 实现归属于母公司股东的净利润 2.06 亿, 同比增长 1.8%; 每股收益 0.22 元, 每股净资产 4.82 元。

#### 平安观点:

- **乘用车业务大幅增长, 其它业务收入同比下降:** 上半年公司乘用车销量同比增长 1.3 倍达近 6 万辆, 该业务收入同比增长 76.3%, 快速增长主要由于得益于力帆汽车质量及品牌影响力的提高、国际国内销售服务网络的壮大成熟。但公司其它业务收入均同比下降。分地区看, 公司出口收入增长 48.7%, 内销业务同比增长 8.6%, 出口收入占比同比提高至 48.8%。
- **乘用车产能不足, 在建项目预计于下半年完成投产:** 上半年公司推出力帆 X60 (SUV) 等新品, 并在汽车发动机用技术等方面有所突破, 扩展了排量覆盖范围, 为乘用车业务的稳健增势奠定了基础。但由于产能不足, 公司部分乘用车订单未能完成。公司二期 5 万辆乘用车项目尚在建, 预计于 2011 年下半年完成。同时公司正在启动力帆汽车零部件出口基地项目建设, 届时乘用车产能将大幅提升, 预计能满足 2012 年底前的产能要求。
- **摩托车与通机业务:** 公司摩托车生产基地建设项目已基本完成, 并完成摩托车产品 5 年战略规划, 推出了 5 个系列的 8 款新产品, 以提升摩托车业务附加值。通用汽油机方面, 公司动力基地项目已建设完成并顺利进行生产。
- **多途径对抗成本上升:** 由于人工、原材料成本上升及汇率提升的影响, 公司各业务毛利率均同比下滑。上半年, 公司毛利率同比下降 1.4 个百分点, 净利率同比下降 1.1 个百分点。为应对成本及汇率的上升, 公司一方面积极开发新品提高附加值, 另一方面购买远期汇率锁定产品以降低汇兑风险, 此外还通过新基地建设提升自动化水平, 降低人工比例。
- **盈利预测与投资建议:** 公司业务受成本影响较大, 但乘用车业务增速高, 且随着 2012 年产能提升, 后续增长空间大。我们预计 2011 年、2012 年公司每股收益分别为 0.47 元、0.6 元, 维持“推荐”评级。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6149	5329	6771	8546	10865
YoY(%)	5.9	-13.3	27.0	26.2	27.1
净利润(百万元)	199	305	382	446	574
YoY(%)	-43.5	53.0	25.3	16.8	28.6
毛利率(%)	17.2	19.0	18.4	17.3	17.7
净利率(%)	3.2	5.7	5.6	5.2	5.3
ROE(%)	11.9	17.5	8.1	9.2	10.7
EPS(摊薄/元)	0.21	0.32	0.40	0.47	0.60
P/E(倍)	46.6	30.5	24.3	20.8	16.2
P/B(倍)	5.6	5.3	2.0	1.9	1.7

- 风险提示：1) 原材料价格上涨影响公司毛利水平；2) 海外汽车市场景气波动。

图表 1 力帆股份主营业务经营简况 单位：万元

业务类别	营业收入		营业利润		毛利率	
	金额	同比	金额	同比	值	同比增加百分点
摩托车整车	119172	-5.9%	21971	-13.0%	18.4%	-1.5
乘用车	193959	62.5%	35965	56.9%	18.5%	-0.7
摩托车发动机	55828	-4.7%	6525	-13.8%	11.7%	-1.2
通机	15451	-14.2%	1996	-37.6%	12.9%	-4.9
微车	24855	417.5%	2623	360.9%	10.6%	-1.3

资料来源：公司公告

图表 2 力帆股份营业收入分地区 单位：万元

业务类别	2007A	2008A	2009A	2010A	1H11
内销收入	340949	277124	345484	361712	211631
YOY		-18.7%	24.7%	4.7%	8.6%
出口收入	239610	337792	187446	315365	202001
YOY		41.0%	-44.5%	68.2%	48.7%
出口收入占比	41.3%	54.9%	35.2%	46.6%	48.8%

资料来源：公司公告

图表 3 力帆股份季度经营情况 单位：万元

项目	1Q11	2Q11	季度同比	季度环比	2011H1	同比
营业总收入	177505	236127	20.4%	33.0%	413632	25.1%
资产减值损失	1918	485	-156.5%	-74.7%	2403	1191.9%
投资净收益	691	85	-89.3%	-87.7%	776	-13.8%
净利润	9777	10815	-12.9%	10.6%	20592	1.8%
EPS(元)	0.1	0.11	-12.9%	10.6%	0.22	1.8%
比率	1Q11	2Q11	同比增加百分点	环比增加百分点	2011H1	同比增加百分点
毛利率	16.7%	17.1%	-0.6	0.4	17.0%	-1.4
销售费用率	4.2%	5.3%	0.2	1	4.8%	-0.1
管理费用率	4.4%	4.3%	1.2	-0.1	4.3%	0.8
财务费用率	0.4%	1.0%	-0.8	0.6	0.7%	-0.8
三项费用率	9.0%	10.5%	0.6	1.6	9.8%	-0.1
所得税率	13.5%	14.1%	1.5	0.6	13.8%	0.9
净利率	5.5%	4.6%	-1.8	-0.9	5.0%	-1.1

资料来源：公司公告

资产负债表					利润表				
百万元					百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009 A	2010 A	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	3728	7322	7059	8361	<b>营业收入</b>	5329	6771	8546	10865
现金	1674	4458	3530	3839	营业成本	4315	5522	7070	8942
应收账款	784	979	1243	1578	营业税金及附加	108	109	141	179
其他应收款	120	148	189	240	营业费用	278	343	413	524
预付账款	147	207	257	329	管理费用	235	271	372	470
存货	723	863	1132	1420	财务费用	52	96	43	98
其他流动资产	280	666	708	955	资产减值损失	4	8	26	12
<b>非流动资产</b>	2128	2828	4129	4853	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	278	278	278	100	投资净收益	10	10	14	15
固定资产	1045	1523	2608	3532	<b>营业利润</b>	347	432	496	654
无形资产	386	418	421	429	营业外收入	7	18	30	20
其他非流动资产	418	609	822	792	营业外支出	7	7	10	7
<b>资产总计</b>	5855	10149	11188	13213	<b>利润总额</b>	347	443	516	667
<b>流动负债</b>	3306	4113	4941	6195	所得税	46	63	75	100
短期借款	409	435	457	653	<b>净利润</b>	301	380	441	567
应付账款	1220	1703	2120	2706	少数股东损益	-3	-2	-5	-7
其他流动负债	1677	1976	2365	2836	<b>归属母公司净利</b>	305	382	446	574
<b>非流动负债</b>	798	1264	1363	1613	EBITDA	502	647	708	1004
长期借款	780	1244	1344	1594	EPS (元)	0.41	0.40	0.47	0.60
其他非流动负债	18	20	19	19					
<b>负债合计</b>	4104	5377	6304	7808	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	5	55	50	43	<b>会计年度</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	751	951	951	951	<b>成长能力</b>				
资本公积	567	3162	3162	3162	营业收入	-13.3%	27.0%	26.2%	27.1%
留存收益	434	620	733	1262	营业利润	58.3%	24.5%	14.7%	31.9%
归属母公司股东权	1746	4718	4834	5362	归属于母公司净	53.0%	25.3%	16.8%	28.6%
<b>负债和股东权益</b>	5855	10149	11188	13213	<b>获利能力</b>				
现金流量表					毛利率(%)	19.0%	18.4%	17.3%	17.7%
<b>会计年度</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	ROE(%)	17.5%	8.1%	9.2%	10.7%
<b>经营活动现金流</b>	501	173	762	952	ROIC(%)	27.1%	22.9%	14.6%	15.9%
净利润	301	380	441	567	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	103	120	170	252	资产负债率(%)	70.1%	53.0%	56.3%	59.1%
财务费用	52	96	43	98	净负债比率(%)	36.28%	38.29%	34.17%	33.41%
投资损失	-10	-10	-14	-15	流动比率	1.13	1.78	1.43	1.35
营运资金变动	71	-385	132	25	速动比率	0.91	1.57	1.20	1.12
其他经营现金流	-16	-28	-10	26	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-573	-496	-1410	-955	总资产周转率	0.97	0.85	0.80	0.89
资本支出	347	530	1400	1122	应收账款周转率	6.88	7.44	7.35	7.39
长期投资	-313	0	-0	-178	应付账款周转率	3.87	3.78	3.70	3.71
其他投资现金流	-538	34	-10	-11	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	296	3222	-280	312	每股收益(最新摊	0.32	0.40	0.47	0.60
短期借款	-276	26	22	196	每股经营现金流	0.53	0.18	0.80	1.00
长期借款	455	464	100	250	每股净资产(最新	1.84	4.96	5.08	5.64
普通股增加	0	200	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-84	2595	0	0	P/E	30.46	24.32	20.82	16.19
其他筹资现金流	201	-62	-402	-134	P/B	5.32	1.97	1.92	1.73
<b>现金净增加额</b>	221	2883	-928	309	EV/EBITDA	13	10	9	7

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257