

力帆股份 (601777)

乘用车成支柱业务，各业务毛利率均下滑

中性 (下调)

现价: 7.78 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
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	尹明善家族/65.7%
总股本(百万股)	951
流通 A 股(百万股)	327
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	74.02
流通 A 股市值(亿元)	25.41
每股净资产(元)	5.01
资产负债率(%)	54

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司披露年报，2011 年收入同比增长 27.5%为 86.3 亿，归属于上市公司股东的净利润同比增长 2.2%为 3.9 亿，每股收益 0.41 元，每股净资产 5.01 元。分红预案为每 10 股派发现金红利 2 元 (含税)。

■ 各项业务毛利率均下滑

2011 年公司收入同比增长 27.5%，其中内销收入同比增长 26.4%为 45.7 亿，外销收入同比增长 28.7%为 40.6 亿；分业务类别看，公司乘用车业务收入同比增长 64.8%，摩托车整车收入同比增长 3.8%，摩托车发动机收入同比下降 5%，通机收入同比下降 13%。

2011 年公司毛利率同比下降 2.1 个百分点，各类业务毛利率均有下降，摩托车整车、乘用车、摩托车发动机、通机毛利率同比下降百分点分别为 2.6、1.9、2.3、3.9。

2011 年公司营业外净收入 1 亿，相当于每股 0.11 元，主要是公司收到节能惠民补贴和软件投资企业的企业所得税返还所致。

■ 乘用车业务收入、利润贡献过半，成为支柱业务

2011 年力帆乘用车共计销售 11.7 万辆，乘用车实现收入同比增长 66%，收入占比达 55%，由于自 2010 年开始销售微车，公司乘用车均价有所下降，2011 年公司乘用车毛利率 17.3%，同比下降 2 个百分点，毛利润占比达 59%。乘用车至此成为公司利润占比最大的业务。

■ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2012 年乘用车业务继续增长，各项业务毛利率同比或有所改善。预计公司 2012 年、2013 年每股收益分别为 0.38 元、0.50 元，根据目前股价，估值偏高，下调评级为“中性”。

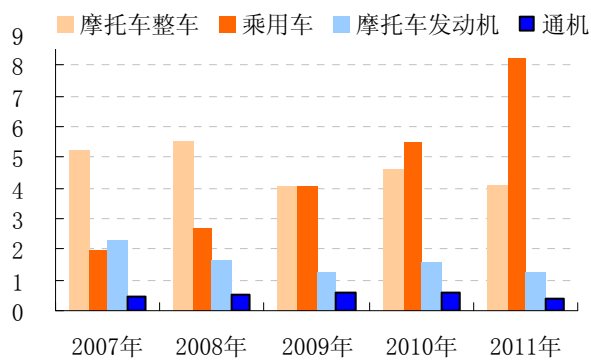
■ 风险提示

- 1) 乘用车业务竞争压力加大
- 2) 各项业务毛利率依然承压，改善幅度尚待观察。

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,329	6,771	8630	9273	10439
YoY(%)	-13.3	27.0	27.5	7.4	12.6
净利润(百万元)	305	382	390	361	476
YoY(%)	53.0	25.3	2.2	-7.5	32.0
毛利率(%)	19.0	18.4	16.3	16.4	17.1
净利率(%)	5.7	5.6	4.5	3.9	4.6
EPS(摊薄/元)	0.32	0.40	0.41	0.38	0.50
P/E(倍)	24.6	19.6	19.2	20.7	15.7
P/B(倍)	4.2	1.6	1.6	1.5	1.4

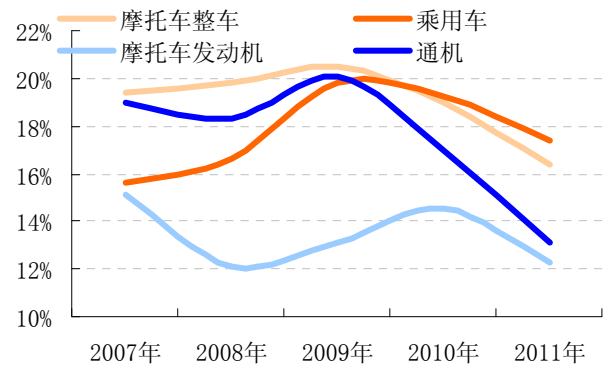
图表 1 力帆股份毛利构成

单位：亿元



资料来源：公司公告

图表 2 力帆股份各业务毛利率



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	3Q11	4Q11	同比	环比
营业总收入	177505	236127	223701	225702	30.9%	0.9%
资产减值损失	1918	485	1542	-3945		
营业外净收入	1054	876	2410	6241	604.5%	159.0%
投资净收益	691	85	62	692	1066.7%	1016.8%
净利润	9777	10815	10031	8403	9.4%	-16.2%
EPS(元)	0.10	0.11	0.11	0.09	9.4%	-16.2%
关键比率					同比增加百分点	环比增加百分点
毛利率	16.7%	17.1%	16.2%	15.3%	-3.3	-0.9
销售费用率	4.2%	5.3%	4.8%	5.7%	0.2	1.0
管理费用率	4.4%	4.3%	4.6%	5.6%	0.3	1.0
财务费用率	0.4%	1.0%	1.5%	1.0%	-0.3	-0.4
三项费用率	9.0%	10.5%	10.9%	12.4%	0.2	1.6
所得税率	13.5%	14.1%	13.3%	19.3%	4.8	6.0
净利率	5.5%	4.6%	4.5%	3.7%	-0.7	-0.8

资料来源：公司公告

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	7322	6478	7299	7581	营业收入	6771	8630	9273	10439
现金	4458	2918	3431	3260	营业成本	5522	7221	7752	8656
应收账款	979	1353	1416	1608	营业税金及附加	109	150	161	182
其他应收款	148	161	183	202	营业费用	343	436	471	529
预付账款	207	241	269	297	管理费用	271	408	417	459
存货	863	1186	1253	1406	财务费用	96	85	92	104
其他流动资产	666	620	747	809	资产减值损失	8	23	8	10
非流动资产	2828	4311	5814	7109	公允价值变动收益	0	14	0	0
长期投资	278	290	286	100	投资净收益	10	15	25	25
固定资产	1523	1985	3595	4894	营业利润	432	335	396	525
无形资产	418	798	1041	1321	营业外收入	18	115	20	25
其他非流动资产	609	1238	892	794	营业外支出	7	9	2	10
资产总计	10149	10789	13113	14690	利润总额	443	441	414	540
流动负债	4113	5394	7365	8594	所得税	63	66	62	81
短期借款	435	1403	2885	3703	净利润	380	375	352	459
应付账款	1703	1564	1916	2051	少数股东损益	-2	-15	-14	-18
其他流动负债	1976	2427	2564	2840	归属母公司净利润	382	390	365	477
非流动负债	1264	432	430	431	EBITDA	647	608	857	1188
长期借款	1244	406	406	406	EPS (元)	0.40	0.41	0.38	0.50
其他非流动负债	20	26	24	25					
负债合计	5377	5826	7795	9024	主要财务比率				
少数股东权益	55	197	183	164	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
股本	951	951	951	951	成长能力				
资本公积	3162	3163	3163	3163	营业收入	27.0%	27.5%	7.4%	12.6%
留存收益	620	678	1043	1410	营业利润	24.5%	-22.4%	18.0%	32.6%
归属母公司股东权益	4718	4767	5135	5502	归属于母公司净利润	25.3%	2.2%	-6.4%	30.5%
负债和股东权益	10149	10789	13113	14690	获利能力				
					毛利率(%)	18.4%	16.3%	16.4%	17.1%
					净利率(%)	5.6%	4.5%	3.9%	4.6%
					ROE(%)	8.1%	8.2%	7.1%	8.7%
					ROIC(%)	7.1%	5.4%	4.9%	5.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.0%	54.0%	59.4%	61.4%
					净负债比率(%)	38.3%	33.1%	44.9%	47.5%
					流动比率	1.78	1.20	0.99	0.88
					速动比率	1.57	0.98	0.82	0.72
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.82	0.78	0.75
					应收账款周转率	7	7	6	7
					应付账款周转率	3.78	4.42	4.46	4.36
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.40	0.41	0.38	0.50
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.15	0.90	1.15
					每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.01	5.40	5.78
					估值比率				
					P/E	19.38	18.97	20.25	15.52
					P/B	1.57	1.55	1.44	1.35
					EV/EBITDA	10	10	7	5

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）

公司声明及风险提示：

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。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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 2012 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257