

2013年10月31日  
 证券研究报告·公司研究·交运设备

中性(首次)  
 当前价: 6.56元



力帆股份(601777) 2013年三季报点评

## 渠道变更拖累业绩，四季度有望好转

### 投资要点

- **事件:** 力帆股份(601777)三季报数据: 2013年前三季度实现营业收入 68.17 亿元, 同比增长 12.31%, 实现归属于上市公司净利润 2.45 亿元, 同比下降 14.43%, 基本每股收益 0.26 元, 同比下降 13.33%。
- **四季度业绩有望好转。** 公司前三季度业绩下滑主要是销售费用和财务费用大幅增加, 公司在俄罗斯经营模式改变(代销变为直销模式), 加大的广告力度和店面建设。同时, 公司乘用车销量同比下滑(-1.46%), 摩托车销量上升(+3.19%), 但 SUV X60 等盈利较好产品带动公司毛利稳步提升。四季度, 随着公司多款新车的推出(新车毛利提高), 俄罗斯市场模式改善完成, 以及近期股权激励政策落地, 在去年同期低基数下, 公司业绩有望好转。
- **乘用车进入新产品密集投放期。** 1-9 月乘用车销量为 81,262 辆, 同比下降 1.46%, 主要原因是: 现有车型的老化, 汽车出口市场竞争力压力加大。公司现有车型有覆盖轿车(10月18日同时上市 330、530、630)、SUV(X60)、微面, 明年将有三款新车上市, 其中包括一款 SUV 车型。新车投放加快, 市场对于新车的反应, 值得期待。
- **摩托车增长面临压力。** 2013年1-9月公司累计销售摩托 481,907 辆, 较去年同期的 466,999 辆同比上升 3.19%。2013年前 9 个月总销量、出口数量和出口金额均位于国内第三。1-9 月, 我国摩托车总销量为 1709 万辆, 同比下降 3.35%, 摩托车市场已日趋严峻, 力帆通过产品创新, 短期销量有望维持稳定。
- **金融资产提高公司想象空间。** 据 2013 年半年报显示, 公司投资 1.51 亿元, 控制重庆银行 6.41% 持股比例; 1.0 亿元参股安诚财产保险有限公司 3.33% 的股份, 重庆银行正处于 H 股上市路演当中, 预计 11 月挂牌。力帆正在积极申请筹备民营银行, 有望进入民营金融体系。
- **投资建议:** 公司后续乘用车新车陆续投放, 销量和产品结构的改善, 但公司俄罗斯市场销售模式改变带来的费用加大短期将持续。预计 13 年、14 年、15 年 EPS 为 0.32、0.36 元、0.44, 期待公司乘用车市场的表现, 但考虑到公司费用加大以及前期股价上涨, 给予公司“中性”评级。
- **风险提示:** 新车销量不达预期; 宏观经济不景气; 汽原材料价格大幅波动。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	8678.74	9747.09	11014.21	12556.20
增长率	0.56%	12.31%	13.00%	14.00%
归属母公司净利润(百万元)	321.42	302.12	340.85	426.72
增长率	-17.64%	-6.00%	12.82%	25.19%
每股收益 EPS(元)	0.34	0.32	0.36	0.45
净资产收益率 ROE	5.99%	5.43%	5.72%	6.68%
PE	15.58	21.60	19.15	15.30
PB	1.28	1.25	1.18	1.09

数据来源: 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 徐永超  
 执业证号: S1250512110002  
 电话: 023-67791263  
 邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理: 高翔  
 电话: 023-67898841  
 邮箱: gaox@swsc.com.cn

研究助理: 梁超  
 电话: 023-67898871  
 邮箱: lchao@swsc.com.cn

研究助理: 简洁  
 电话: 023-67610282  
 邮箱: jjie@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	10.1
流通 A 股(亿股)	3.27
52 周内股价区间(元)	5.11-7.64
总市值(亿元)	66.28
总资产(亿元)	151.54
每股净资产(元)	5.44

### 相关研究

表 1: 力帆汽车产能布局及规划

生产基地		2010	2011	2012	2013	2014	2015
轿车及 SUV	鸳鸯 1 工厂	5	5	5	5	5	5
	鸳鸯 2 工厂			5	5	5	5
	鱼嘴工厂					10	10
	海外						
	总计	5	5	10	10	20	20
微车	微车 1 期	3	3	3	3	3	3
	微车 2 期						15
	微车总计	3	3	3	3	3	18
整车	整车产能	8	8	13	13	23	38

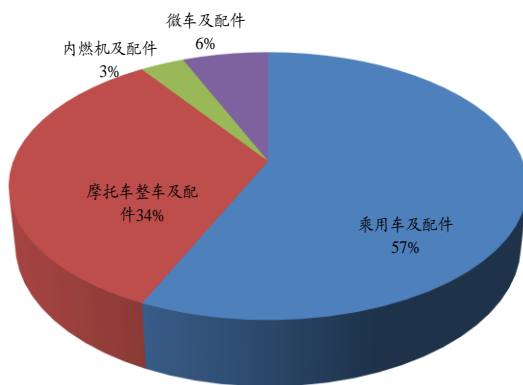
数据来源: 公司公告, 西南证券

表 2: 力帆汽车新车投放时间

	2006	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
轿车	520	620	320			720	3 款改款	820	
SUV					X60		X50	X80	X40
MPV								1 款新车	
微车				丰顺	兴顺	福顺			

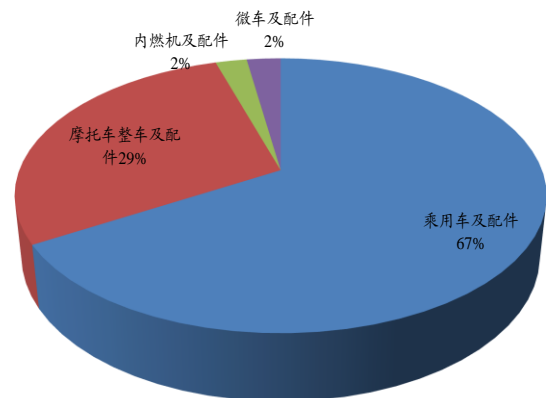
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 1: 公司 2012 年主营业务结构情况



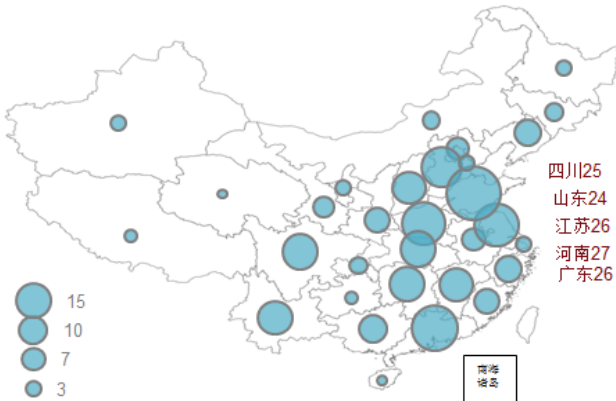
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 公司 2012 年主营业务毛利情况



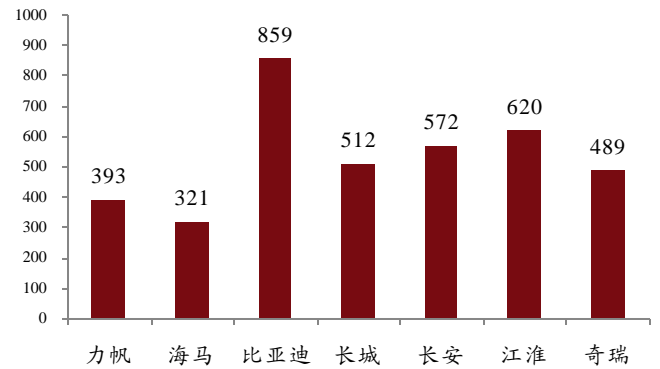
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 力帆汽车经销商数量区域布局



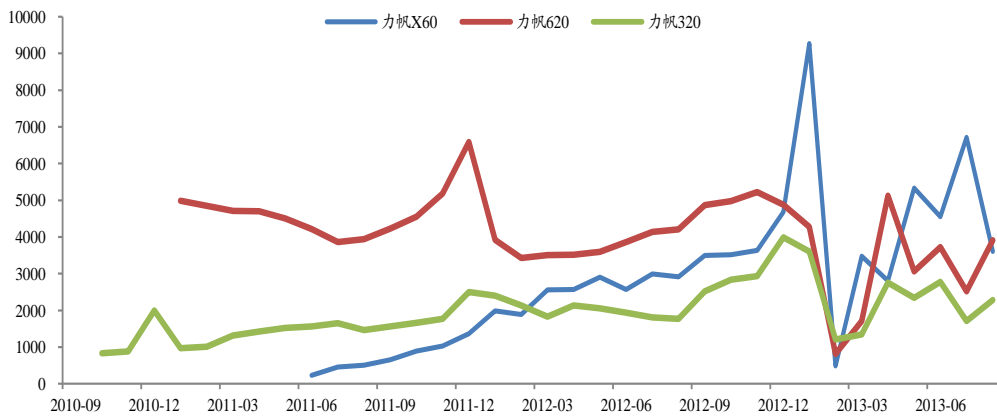
数据来源: 汽车点评网, 西南证券

图 4: 力帆汽车与其他企业经销商网点数据



数据来源: 汽车点评网, 西南证券

图 5: 力帆汽车部分畅销车型销量情况



数据来源: Wind, 西南证券

## 附录：财务预测表

利润表(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11214.30	8461.30	11180.00	16610.00	19570.00
减:营业成本	9753.77	7128.88	9156.42	13321.22	15479.87
营业税金及附加	476.00	348.57	460.57	684.26	806.20
营业费用	139.70	105.84	139.84	207.76	244.79
管理费用	532.03	544.07	718.89	1068.05	1258.38
财务费用	-13.87	-10.17	-105.85	-150.99	-204.25
资产减值损失	14.63	19.82	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	16.68	-18.35	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>320.29</b>	<b>314.36</b>	<b>810.13</b>	<b>1479.70</b>	<b>1985.01</b>
加:其他非经营损益	273.00	80.85	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>593.29</b>	<b>395.20</b>	<b>810.13</b>	<b>1479.70</b>	<b>1985.01</b>
减:所得税	42.79	-15.01	202.53	369.92	496.25
<b>净利润</b>	<b>550.50</b>	<b>410.21</b>	<b>607.60</b>	<b>1109.77</b>	<b>1488.76</b>
减:少数股东损益	215.19	245.73	250.91	433.57	632.28
归属母公司股东净利润	335.31	164.48	356.69	676.20	856.47
资产负债表(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	4330.61	3194.38	6637.38	7206.21	11371.64
应收和预付款项	2314.06	2415.51	1620.01	4370.92	2684.13
存货	767.58	801.19	868.66	1560.73	1262.34
其他流动资产	59.38	6.00	6.00	6.00	6.00
长期股权投资	102.66	138.53	138.53	138.53	138.53
投资性房地产	116.89	113.19	97.23	81.27	65.31
固定资产和在建工程	3403.46	3727.21	3171.10	2538.22	1828.56
无形资产和开发支出	1156.30	1443.78	1283.54	1086.42	852.41
其他非流动资产	781.97	936.71	936.71	936.71	936.71
<b>资产总计</b>	<b>13032.92</b>	<b>12776.50</b>	<b>14759.16</b>	<b>17925.00</b>	<b>19145.62</b>
应付和预收款项	4153.36	3420.71	4795.77	6851.84	6583.70
其他负债	436.63	483.14	483.14	483.14	483.14
<b>负债合计</b>	<b>4589.99</b>	<b>3903.85</b>	<b>5278.91</b>	<b>7334.98</b>	<b>7066.84</b>
资本公积	3765.46	3780.91	3780.91	3780.91	3780.91
留存收益	1090.43	1254.90	1611.59	2287.79	3144.27
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>6500.52</b>	<b>6680.45</b>	<b>7037.14</b>	<b>7713.34</b>	<b>8569.82</b>
少数股东权益	1942.42	2192.20	2443.11	2876.68	3508.96
<b>股东权益合计</b>	<b>8442.94</b>	<b>8872.65</b>	<b>9480.25</b>	<b>10590.02</b>	<b>12078.78</b>
负债和股东权益合计	13032.92	12776.50	14759.16	17925.00	19145.62
现金流量表(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	-863.09	-114.00	3332.39	413.09	3956.43
投资性现金净流量	-1218.71	-1176.40	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	354.39	0.00	110.61	155.74	209.00
<b>现金流量净额</b>	<b>-1728.21</b>	<b>-1292.44</b>	<b>3442.99</b>	<b>568.83</b>	<b>4165.43</b>

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>收益率</b>					
毛利率	13.02%	15.75%	18.10%	19.80%	20.90%
三费/销售收入	5.87%	7.56%	6.73%	6.77%	6.64%
EBIT/销售收入	5.13%	4.48%	6.26%	7.97%	9.08%
EBITDA/销售收入	8.08%	8.99%	12.81%	13.06%	13.98%
销售净利率	4.91%	4.85%	5.43%	6.68%	7.61%
<b>资产获利率</b>					
ROE	5.16%	2.46%	5.07%	8.77%	9.99%
ROA	4.42%	2.97%	4.74%	7.39%	9.28%
ROIC	15.57%	9.67%	10.84%	48.89%	50.72%
<b>增长率</b>					
销售收入增长率	10.11%	-24.55%	32.13%	48.57%	17.82%
EBIT 增长率	5.71%	-34.10%	84.41%	89.26%	34.14%
EBITDA 增长率	18.87%	-16.08%	88.22%	51.55%	26.07%
净利润增长率	8.05%	-25.48%	48.12%	82.65%	34.15%
总资产增长率	3.66%	-1.97%	15.52%	21.45%	6.81%
股东权益增长率	4.85%	2.77%	5.34%	9.61%	11.10%
经营资本增长率	31.51%	63.81%	-434.31%	56.43%	-151.66%
<b>资本结构</b>					
资产负债率	35.22%	30.55%	35.77%	40.92%	36.91%
投资资本/总资产	26.13%	37.88%	13.76%	14.65%	-0.11%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.65	1.70	1.77	1.82	2.21
速动比率	1.48	1.48	1.60	1.60	2.02
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>资产管理效率</b>					
总资产周转率	0.86	0.66	0.76	0.93	1.02
固定资产周转率	4.39	2.86	3.53	6.54	10.70
应收账款周转率	4.94	3.62	7.47	3.96	7.80
存货周转率	12.71	8.90	10.54	8.54	12.26
业绩和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
EBIT	575.61	379.33	699.53	1323.96	1776.01
EBITDA	906.45	760.71	1431.83	2169.92	2735.63
NOPLAT	338.00	329.25	524.64	992.97	1332.01
净利润	335.31	164.48	356.69	676.20	856.47
EPS	0.204	0.100	0.217	0.411	0.521
BPS	3.953	4.062	4.279	4.690	5.211
PE	21.09	43.00	19.83	10.46	8.26
PEG	0.80	0.59	N/A	N/A	N/A
PB	1.09	1.06	1.00	0.92	0.83
PS	0.63	0.84	0.63	0.43	0.36

数据来源: 西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn