

2013年12月03日

证券研究报告·公司研究·交运设备

力帆股份(601777)深度报告

增持(上调)

当前价: 6.33元



乘用车新车投放加速, 金融资产大幅增值

投资要点

- 力帆股份(601777)作为中国汽车市场后起之秀, 在汽车出口方面有着不俗的表现。汽车销量在经历了高速增长后迎来新的变革期。公司发展重心从摩托车转向汽车和金融, 加大研发支出和成立财务公司; 公司汽车新产品进入密集投放期, 依托丰富的海外销售经验, 有望迅速进军海外市场; 摩托车业务在市场低迷的情况下, 销量依旧坚挺; 公司通过了广面积、大力度的股权激励方案; 金融资产大幅增值, 金融业拓展, 提升公司想象空间。
- 乘用车新车投放加快, 销售渠道变更。公司现有车型有覆盖轿车、SUV、微面, 新上市三款改款新车(10月18日同时上市330、530、630), 明年将有四款新车上市, 其中包括两款SUV车型(现有SUV X60今年1-10月月均销售4781辆, 且处于爬坡上量阶段)。公司加快渠道建设, 积极拓展俄罗斯市场, 将经销商代理模式变更为品牌直营店, 销售费用增加。新车投放加快, 国内外销售渠道改善, 市场对于新车的反应, 值得期待。
- 摩托车销量短期维持稳定。在国内外摩托车市场持续低迷背景下, 力帆股份2013年1-10月公司累计销售摩托528,098辆, 较去年同期的514,426辆上升2.66%。2013年前三季度力帆摩托总销量、出口数量和出口金额均位于国内第三。1-10月, 我国摩托车总销量为1897万辆, 同比下降3.10%, 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。公司持有重庆银行约2.69亿股, 约占总股本的9.98%, 为重庆银行第三大股东, 重庆银行的上市使力帆原有持股市值增值约4.5亿元; 公司1.0亿元参股安诚财产保险有限公司3.33%的股份; 成立财务公司, 全面支持汽摩产业发展; 力帆正在积极申请筹备民营银行, 有望进入民营金融体系。金融资产的升值和投资, 增厚公司业绩。
- 投资建议: 公司摩托车销量短期有望维持稳定, 随着后续乘用车新车的陆续投放, 公司产能利用率提高和产品结构的改善, 未来3年内公司业绩有望逐步改善。预计13年、14年、15年EPS为0.32、0.36元、0.44, 考虑到公司乘用车稳步推进并积极拓展金融领域等发展带来的业绩增长与股价的匹配, 上调为“增持”评级。
- 风险提示: 宏观经济不景气; 新车销量不达预期; 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: 010-57631186

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

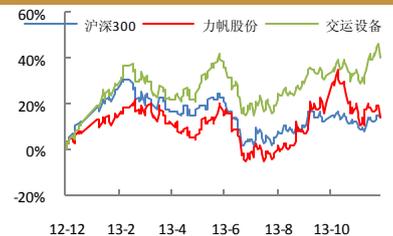
邮箱: lchao@swsc.com.cn

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)	9.47
52周内股价区间(元)	5.11-7.64
总市值(亿元)	63.96
总资产(亿元)	151.54
每股净资产(元)	5.44

相关研究

1. 力帆股份(601777): 渠道变更拖累业绩, 四季度有望好转 (2013-10-31)

目 录

一、公司概况：民营框架下的汽车新秀	1
（一）民营框架+股权激励	1
（二）主营业务：乘用车	2
二、乘用车：进入新产品密集投放期	3
（一）产能概况：国外产能扩张成发展重点.....	3
（二）销售网点：进一步向三四线城市下沉.....	4
（三）车型概况：主打经济型乘用车	4
（四）交叉型乘用车：市场需求下降抑制销量增长.....	7
（五）海外市场：短期增长仍可持续，长期面临压力.....	8
三、摩托车：力帆摩托车销量逆市增长	11
（一）摩托车整车：销量逆市小幅增长.....	11
（二）摩托车发动机：发动机研发为销量保驾护航.....	12
四、金融板块：金融资产增值提升公司想象空间	13
五、投资建议与盈利预测	13
六、风险提示	15

插图目录

图 1: 力帆股份股权结构.....	1
图 2: 公司 2012 年主营业务结构情况.....	2
图 3: 公司 2012 年主营业务毛利情况.....	2
图 4: 公司 2008 年以来营业收入及增速.....	3
图 5: 公司 2008 年以来净利润及增速.....	3
图 6: 力帆汽车经销商数量区域布局.....	4
图 7: 力帆汽车与其他企业经销商网点数据.....	4
图 8: 力帆汽车整体销量情况.....	5
图 9: 力帆汽车部分畅销车型销量情况.....	6
图 10: 长安 CS35 和奇瑞瑞虎销量趋势（单位：辆）.....	7
图 11: 2005-2013 年中国汽车出口情况.....	8
图 12: 2007-2012 年中国汽车出口情况.....	8
图 13: 俄罗斯汽车销量及增速.....	10
图 14: 力帆汽车在俄罗斯销量及同比增速.....	10
图 15: 俄罗斯汽车销量及增速.....	10
图 16: 巴西汽车销量及增速.....	10
图 17: 2009-2013 年中国摩托车销量及出口情况.....	11
图 18: 力帆两轮摩托发动机猎鹰 250 LF173FMM.....	12
图 19: 力帆三轮摩托超锋 110 LF1P50FMH-D.....	12

表格目录

表 1: 公司主要产品销量情况.....	2
表 2: 力帆汽车产能布局及规划.....	3
表 3: 力帆汽车新车投放时间.....	4
表 4: 力帆汽车各主要车型参数.....	5
表 5: 力帆升级新车与老款车型对比.....	6
表 6: 2013 年前三季度摩托车产销及出口情况.....	12
表 7: 力帆股份及力帆控股（公司控股股东）的“金融版图”.....	13
表 8: 公司主要财务指标预测（百万元）.....	14
附录: 财务预测表.....	16

一、公司概况：民营框架下的汽车新秀

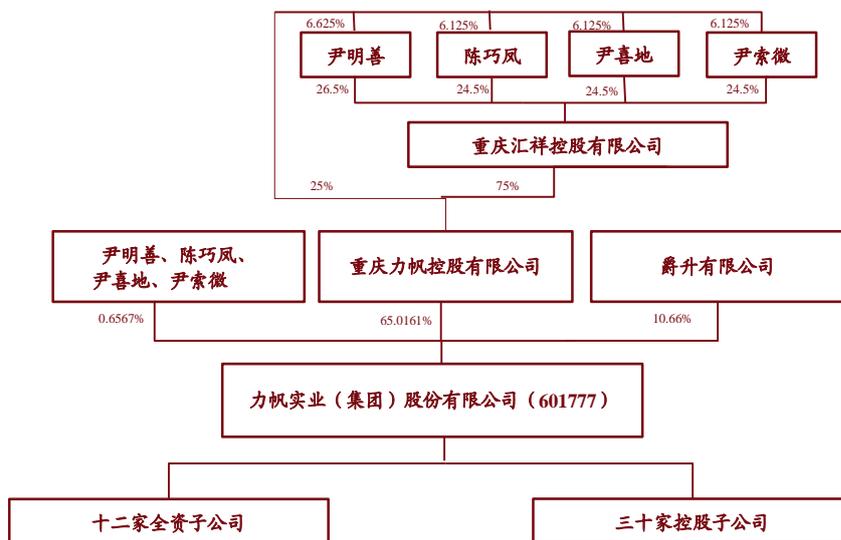
公司是中国最大的民营企业之一，乘用车后起之秀，摩托车制造业领先者。2006 年开始进军乘用车市场，公司拥有国家级技术中心，并具备年生产 250 万台发动机、150 万辆摩托车和 10 万辆汽车的生产能力，研发能力位列 2013 年发改委公布的国家认定技术中心参评的 887 家企业中的第 109 位（居汽车行业第 8 位、摩托车行业第 1 位），发明专利拥有量 319 项（居汽车行业第 2 位，摩托车行业第 1 位）。2013 年上半年营业收入 46.7 亿元，同比增长 15.97%；实现归属于上市公司股东净利润 1.77 亿元。出口 24.41 亿元，同比增长 26.41%，占比 52.27%。

（一）民营框架+股权激励

力帆股份为民营家族企业，实际控制人是尹明善及家族。2013 年三季报显示：尹明善家族通过持有 100% 股权的重庆力帆控股有限公司控股力帆股份 65.0161% 股份，并直接持有 0.6567% 的力帆股份的股份，共持有 6.25 亿股，占总股本 65.6728%。

2013 年力帆通过了股权激励方案，占股本总额的 7.0541%（激励力度大，激励比例高于同行业隆鑫通用的 2.5%，海马汽车的 4.31%，也高于同地区华邦颖泰的 2.29%，智飞生物的 1%，梅安森的 3.04%。），激励对象为 284 人（激励面广，包括 15 名董事、高管人员和 259 名关键岗位员工），解锁条件为以 2012 年为基期，2013-2015 年营收增速依次不低于 15%、30%、50%，30%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润增长率依次不低于 27%、35%、52%。限制性股票在授予日（T 日）起满一年后，激励对象可在解锁期内按每年 40%:30%:30% 的比例分批逐年解锁。

图 1：力帆股份股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

(二) 主营业务: 乘用车

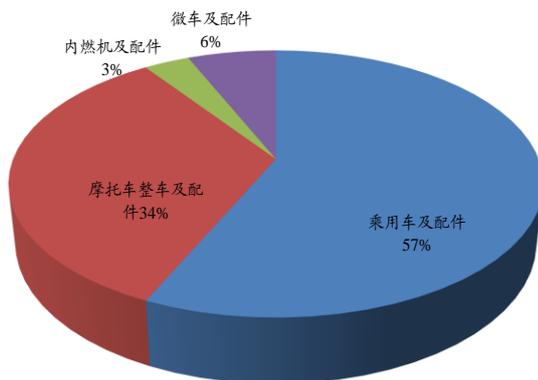
公司主营业务结构: 2013 年上半年公司收入主要来自: 乘用车 (指交叉型乘用车外的乘用车, 下同) 及零部件, 占比 57%; 摩托车整车及零部件占比 34%; 微车及配件占比 6%, 内燃机及配件占比 3%。毛利率方面: 乘用车及零部件占比 67%, 摩托车整车及零部件占比 29%。

表 1: 公司主要产品销量情况

		乘用车	摩托车	摩托车发动机	通机
2011 年	销量	116,586	797,910	1,135,943	403,619
2012 年	销量	128,882	610,799	975,898	400,315
	同比增速	10.55%	-23.45%	-14.09%	-0.82%
2012 年 1-9 月	销量	81,262	466,999	733,751	287,239
2013 年 1-9 月	销量	80,078	481,907	772,111	293,856
	同比增速	-1.46%	3.19%	5.23%	2.30%

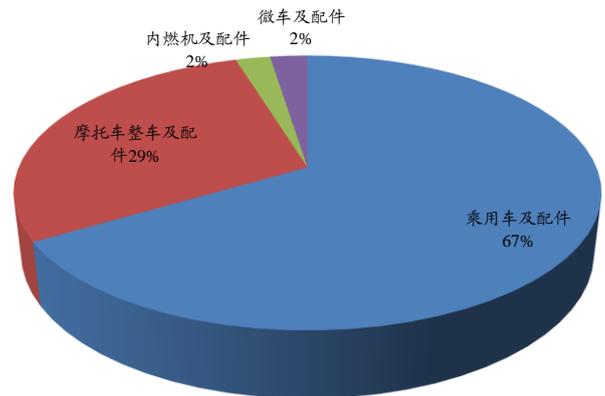
数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 公司 2012 年主营业务结构情况



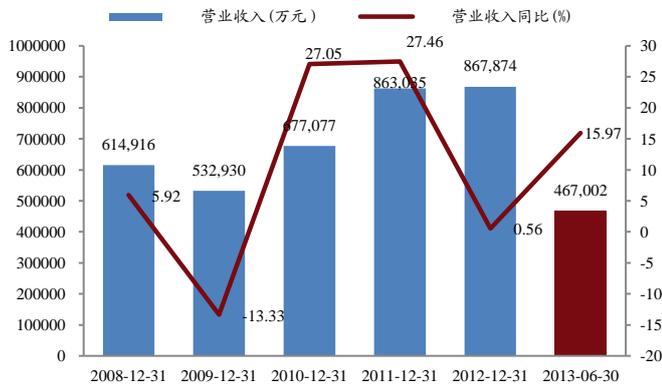
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 公司 2012 年主营业务毛利情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

公司业绩状况: 公司营业收入和净利润处于波动状态, 从 2009-2012 年, 公司营业收入稳步提高, 但增速有所放缓。主要是在国内外摩托车市场低迷的情况下, 公司摩托车业务增速面临压力, 同时随着乘用车基数的逐步增大, 其销量增长也有所放缓, 但增速乘用车在营收中的比重逐步提高。而随着乘用车销售渠道的扩张以及投资加大, 对公司净利润产生较大影响, 使公司净利润在 2008-2010 年逐步上升之后出现下滑。

图 4: 公司 2008 年以来营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券

图 5: 公司 2008 年以来净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券

二、乘用车：进入新产品密集投放期

(一) 产能概况：国外产能扩张成发展重点

力帆国内现有汽车整车产能 13 万辆，其中轿车和 SUV 产能 10 万辆（鸳鸯工厂 1 期 5 万辆、鸳鸯工厂 2 期 5 万辆），微车产能 3 万辆。规划扩建产能鱼嘴工厂 10 万辆、微车 2 期 15 万辆。

国外市场产能规划上，力帆在全球工厂 5 座（2 座汽车、3 座摩托车），在俄罗斯、乌拉圭等国拥有海外合作工厂，其中俄罗斯市场正在筹备建立自己的工厂，近期规划 5 万辆，远期规划年产 10 万辆，乌拉圭远期规划 4 万辆产能。

在重要零部件上：发动机以自产为主，而变速箱来自外购。2012 年力帆乘用车与里卡多签署 95 万英镑合同，共同进行 EG01 涡轮增压汽油直喷发动机的燃烧系统开发，技术主要是由里卡多公司提供，力帆乘用车将根据项目进度分期支付费用，每一节点里卡多公司应将转移相应的技术成果、技术材料和资料，以完成该阶段的交。目前，该项目接近尾声，各项基础研究目标达到。2013 年，全线产品换装 CVVT 发动机，2015 年，力帆自主知识产权的 1.0L、1.4L、1.8L、2.0L 缸内直喷涡轮增压发动机将陆续走向市场。当前，通过引进欧洲先进变速器技术，力帆汽车已经完成 CVT 技术研发及市场化，未来会推出 6AT 等主流变速器产品。

表 2: 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
	海外						5
	总计	5	5	10	10	10	25
微车	微车 1 期	3	3	3	3	3	3
	微车 2 期						15

生产基地		2010	2011	2012	2013	2014	2015
	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 3: 力帆汽车新车投放时间

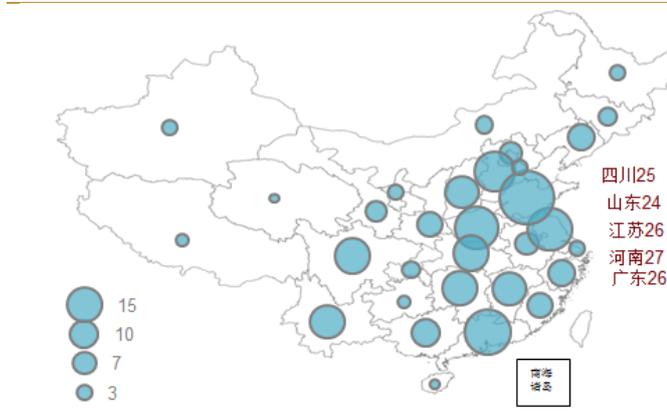
	2006	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
轿车	520	620	320			720	3款改款	820	
SUV					X60			X50、X80	X40
MPV								1款新车	
微车				丰顺	兴顺	福顺			

数据来源: 公司公告, 西南证券

(二) 销售网点: 进一步向三四线城市下沉

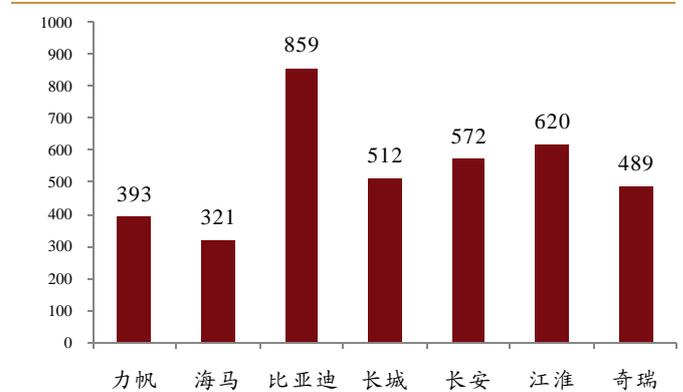
力帆汽车销售渠道的相对优势主要集中于海外市场。国内市场上, 力帆汽车当前销售网点为 393 家, 略高于海马汽车的 321 家 (数据来源于汽车点评网, 经手工整理, 下同), 较比亚迪 (859 家)、江淮 (620 家)、长安 (572 家)、奇瑞 (489 家) 等汽车厂商存在较大差距。其公司网点主要分布在三四线城市, 以经济较好 (山东、广东、江苏等)、人口较多 (河南、四川等) 的省份居多, 并逐步向低一级城市下沉。三四线城市汽车需求是当前汽车销量增长的重要动力, 随着三四线城市的汽车需求的增长, 将利好力帆汽车的销售。

图 6: 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 7: 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

(三) 车型概况: 主打经济型乘用车

公司 2006 年推出 520 后进入乘用车市场, 当前乘用车产品有轿车 (320、520、620、720)、SUV (X60) 以及轿车的更新换代产品 330、530、630。力帆轿车主打 A 级或 A0 级经济型乘用车, 主要车型为 SUV X60 和乘用车 620、320。其中, SUV X60 指导价为 7-8.5 万元, 是一款紧凑级别的车型, 新车外观设计大气时尚, 该车长宽高分别为 4325×1790×1690mm, 轴距为 2600mm, 搭载 1.8VVT 发动机。

表 4: 力帆汽车各主要车型参数

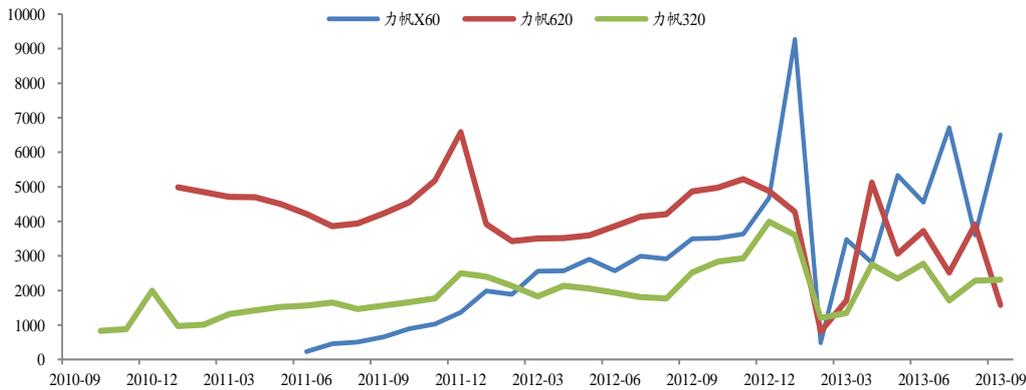
车型	320	520	620	720	X60
图片					
指导价	3.65-5.49 万元	4.09-5.19 万元	4.59-6.98 万元	6.68-7.98 万元	7.00-9.00 万元
长/宽/高尺寸 (mm)	3745*1620*1430	4040*1700*1473	4550*1705*1495	4700*1765*1490	4325*1790*1690
轴距(mm)	2340	2540	2605	2700	2600
最大功率 (kW/rpm)	65/6000	65/6000	69/6000	98/6000	98/6000
最大扭矩 (Nm/rpm)	110/3000-5000	110/3500-5000	128/3500-5000	168/4200-4400	168/4200-4400
发动机 厂家型号	LF479Q3	LF479Q3	LF479Q2	LFB479Q	LFB479Q

数据来源: 腾讯汽车网, 西南证券

2013 年 1-10 月, 力帆乘用车累计销售 90,404 辆, 其中: X60 累计销售 47,807 辆, 月均销量 4781 辆; 620 累计销售 30,256 量, 月均销售 3026 辆; 320 累计销售 23,237 辆, 月均销售 2324 辆; 520 累计销售 7,842, 月均销售 784 辆; 720 累计销售 5,214, 月均销售 521 辆。其中 10 月 18 日同时上市的 330、530、630 三款新车 10 月份分别销售 309 辆、770 辆、602 辆。

图 8: 力帆汽车整体销量情况


数据来源: 搜狐汽车数据库, 西南证券

图 9: 力帆汽车部分畅销车型销量情况


数据来源: Wind, 西南证券

2013 年上市的新车为 520 改款 530、320 改款 330、620 改款 630 (力帆 330、530、630 于 10 月 18 日同时上市) 以及全新 SUV X50 (今年 12 月上市); 2014 年 8 月规划上市一款 MPV 新车和中大型 SUV X80, 11 月上市全新轿车 820; 2015 年至少上市一款新车 SUV X40 (1 月份)。

10 月 18 日, 力帆 330、530、630 于拉萨同时上市, 力帆三款新车在设计和配置方面有所改观, 依旧采用主打性价比的路线。

表 5: 力帆升级新车与老款车型对比

	330 (前图) 与 320 (后图) 对比	530 (前图) 与 520 (后图) 对比	630 (前图) 与 620 (后图) 对比
外观	 <p>力帆 330 相比力帆 320 来说更为时尚动感。其前大灯采用了全新的设计样式, 由原来 320 的“花生形”变成了圆形, 前格栅也给人更加立体的感觉。新车的尾部造型较 320 而言变化不大, 只是对尾灯和后保险杠 (放心保) 杠的样式进行了调整。据了解, 力帆 330 的高配车型还装配了日间行车灯和电子助力转向。</p>	 <p>力帆 530 前脸采用了大尺寸的盾形三幅镀铬格栅设计, 发动机盖微微隆起, 前大灯经过了熏黑效果处理, 雾灯则采用竖式布局, 车身整体感觉较为简洁, 造型比较饱满。</p>	 <p>力帆 630 变化相比力帆 620 变化非常明显, 尤其是在前脸部位。大灯线条更加凌厉错落, 灯角上扬, 层次感明显。配合“X”型前格栅, 完全脱离了此前中庸温和的“表情”, 运动气质十足。红宝石扇面组合尾灯、整车流线型造型处理等, 都是贴合当前市场潮流的设计元素力帆。</p>
动力	<p>力帆 330 将会搭载一台 1.3L CVVT 发动机, 其最大功率为 66kW, 最大扭矩为 115Nm。传动系统方面, 高配车将匹配一款 CVT 变速器, 而低配车型则会装载一款 5 挡手动变速器。</p>	<p>力帆 530 搭载了 1.3L 与 1.5L 发动机, 1.3L 发动机最大功率 69kW(94Ps), 最大扭矩 119Nm; 1.5L 发动机最大功率 76kW(103Ps), 最大扭矩 133Nm。传动方面匹配的是 5 速手动和 CVT 变速箱。</p>	<p>力帆 630 搭载了 1.5L 发动机, 提供两种功率选择, 最大功率分别为 69kW (94Ps) 和 76kW (103Ps), 最大扭矩 128Nm 和 133Nm, 传动匹配 5 速手动变速箱。</p>

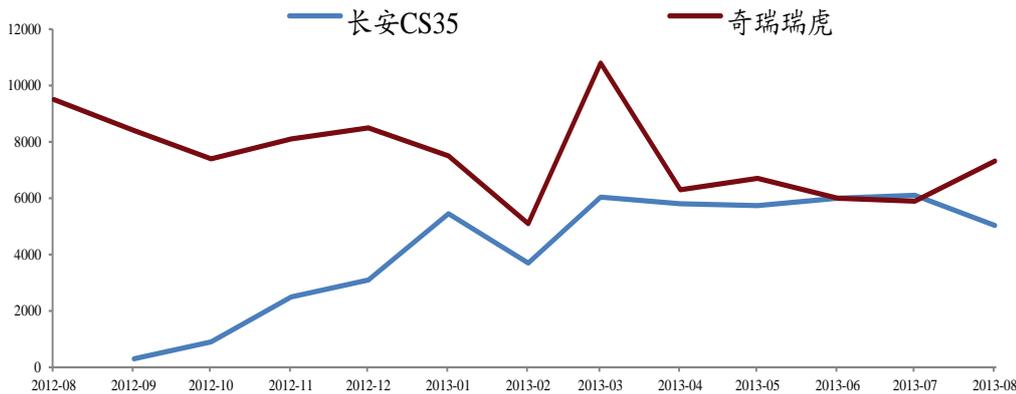
数据来源: 公司公告, 西南证券

新车 X50 市场竞争分析

我们预计 X50 上量后稳定销量预计为 4000 千辆/月左右, 2014、2015 年分别销售 3.1 万辆、4.5 万辆。

力帆 X50 预计将于明年上半年上市,当前 SUV 市场继续保持高速增长态势,且小型 SUV 市场竞争车型相对较少,竞争自主品牌主要有长安 CS35、奇瑞瑞虎、东风风行-景逸 X5 和即将上市的哈弗 H2。其中长安 CS35 在 2013 年 1-8 月中月均销售 5476 辆,而奇瑞瑞虎月均销售 7171 辆。预计 SUV 市场继续保持高速增长,且新进车型景逸 X5、H2 等对细分市场的抢占,预计力帆 X50 在明年上半年上市,经过 2014 年上半年爬坡后,达到月均 4000 辆的正常销售水平,预计明年全年销售 $0.1*2+0.2*1+0.3*1+0.4*6=3.1$ 万辆,2015 年销售 $0.4*12=4.8$ 万辆。

图 10: 长安 CS35 和奇瑞瑞虎销量趋势 (单位: 辆)



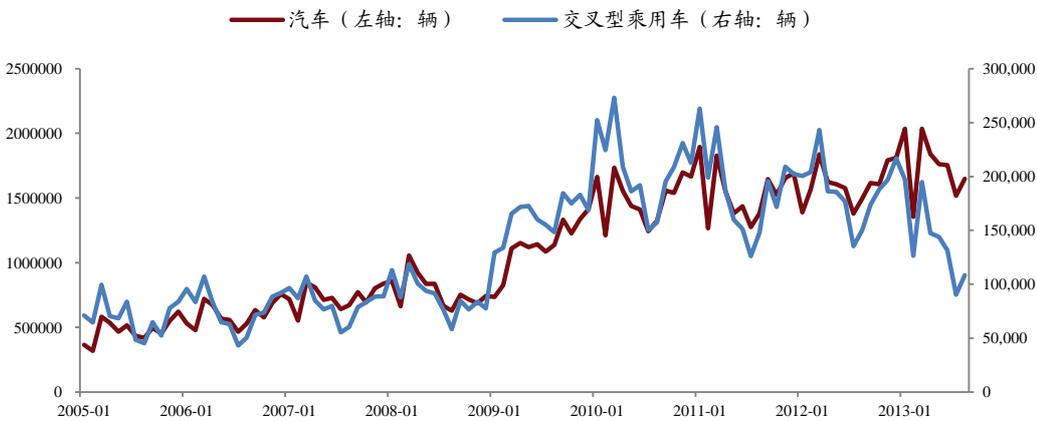
数据来源: Wind, 西南证券

(四) 交叉型乘用车: 市场需求下降抑制销量增长

2005 年-2009 年期间,中国汽车市场交叉型乘用车(下称:微面)销量随着汽车总销量的上升而上升,增幅与汽车总销量同步。而 2009 年后,受到“汽车下乡”等政策的刺激,销量出现大幅上扬,增幅高于汽车总销量增速,此时,很多整车企业开始筹集资金扩建微面产能。而从 2012 年开始,特别是 2013 年,微面销量的增速开始显著下滑,而随着 2009 年高增速带来的产能扩展进入调整期,微面需求的下降,使得部分企业或降低微面生产投资速度或改造用于其它车型的生产。

2013 年 1-10 月,力帆微面累计销量 38244 辆,排在上汽通用五菱、长安汽车、东风汽车、北汽股份之后,位列国内第五名(数据来源:汽车市场网)。力帆微车现有产能 3 万辆,后续规划产能 18 万辆。现有车型主要为丰顺、兴顺和富顺。近期微面市场业绩持续下滑,其生产基地的建设放缓,新基地可能将用于轿车及 SUV 等新车型的生产。

图 11: 2005-2013 年中国汽车出口情况

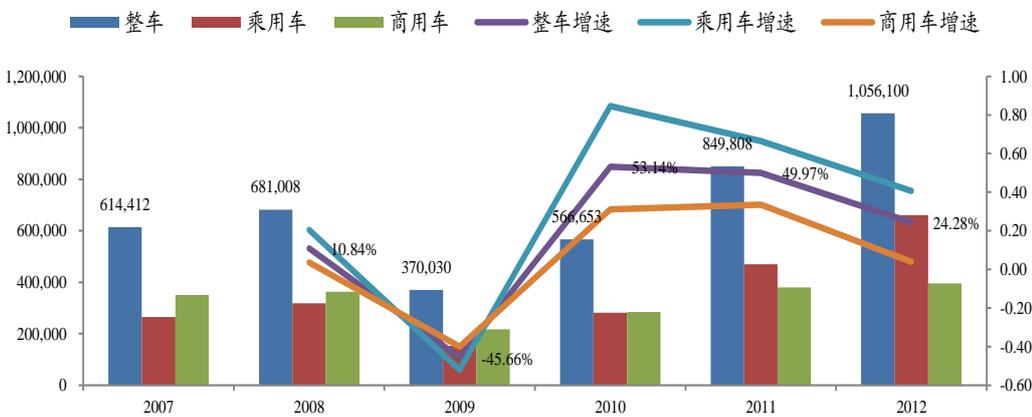


数据来源: Wind, 西南证券

(五) 海外市场: 短期增长仍可持续, 长期面临压力

2009 年 11 月, 国家六部委联合发布《促进我国汽车产品出口持续健康发展的意见》, 加大对汽车出口行业的扶持力度, 并力争到 2015 年达到 850 亿美元的汽车出口总额, 年均增幅 20% 左右, 实现到 2020 年, 汽车出口额占世界汽车产品贸易总额的 10%。近年国内出口业务出现大幅增长, 2012 年全年出口整车 105.61 万辆, 同比增长 24.28%。

图 12: 2007-2012 年中国汽车出口情况



数据来源: Wind, 西南证券

力帆汽车依托多年海外营销经验, 出口业务进展顺利。制定了五项战略计划, 分别是: 1. 以提升品牌为核心目标; 2. 做好全球规划, 建立海外基地, 实现研发、生产、营销、服务、金融、零部件中转等工作顺畅运行; 3. 以营销为重点, 贴身市场拼服务、拼速度, 及销售网络; 4. 严格把控产品质量 5. 以每年推出四款产品的速度完成产品线全面布局。

2013 年上半年出口乘用车 2.87 万辆, 占总销量份额 49%, 同比增长 14.58%。2012 年度, 公司乘用车出口 3.66 万辆, 实现出口收入 18.76 亿元, 位居自主品牌轿车出口第三位。公司主要出口国家遍及亚洲、独联体国家、拉美、非洲的 42 个国家和地区, 基本覆盖全球

的较大汽车消费市场。

随着公司产品结构的升级，出口金额增幅大幅增长，并超过了出口汽车数量的增速。2013年上半年，随着高售价、高附加值的 SUV 车型 X60 的出口，使在出口数量同比增长 14.58% 情况下，金额同比增长 52.73%。后续将增加推广 720、630 等盈利能力强的车型，以确保出口持续增长。

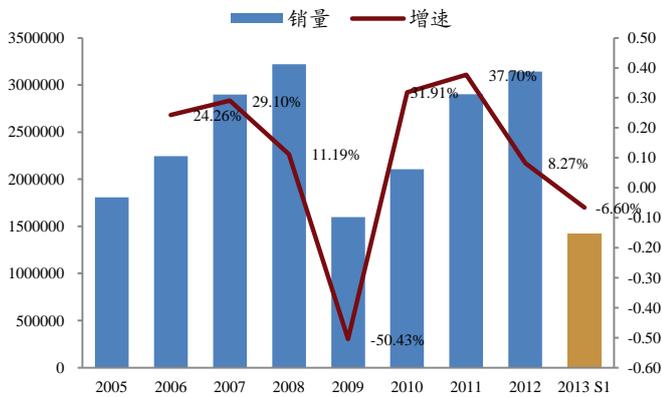
俄罗斯市场：俄罗斯联邦是力帆最重要的海外市场，也是在俄出口销量最大的中国自主品牌之一。力帆在俄罗斯近期规划产能为 5 万辆（选址过程当中），远期规划产能 10 万辆。当前正处于俄罗斯销售模式变更期，由代理模式变更为直销，销售网点以及品牌建设均处于投入期，销售渠道模式变更，能够使力帆更好的掌握俄罗斯汽车销售市场信息，降低经销商变更带来的市场销量的不确定性。

目前全俄经销商网点数量为 168 个，覆盖城市增加至 95 个。2013 年 1-10 月在俄累计销量 21954 辆，同比增长 30%，占力帆乘用车总销量 90404 辆的 24.28%，销量位列俄罗斯市场所有品牌的第 25 位，自主品牌第 2 位（吉利汽车同期在俄销量为 22074 辆，同比增长 60%），预计今年全年力帆汽车在俄罗斯销量有望超过 2.5 万辆。

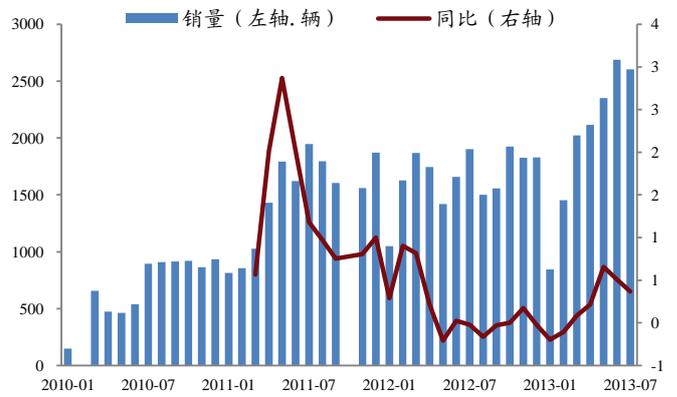
俄罗斯联邦是世界上最大的汽车销售市场之一，2013 年 8 月超越德国成为欧洲最大车市，2013 年 1-9 月份，俄罗斯车市总计销售 204.7 万辆轻型车（涵盖乘用车及轻型商用车），同比下滑 6.6%。2012 年，俄罗斯汽车总销量 314.16 万辆，其中乘用车 275.54 万辆。按照俄罗斯 2020 年前汽车工业发展规划，到 2020 年，俄小轿车市场容量将达到每年 350 万辆至 360 万辆，其中进口份额占 20%，出口份额占 8%。

力帆于 2007 年进入俄罗斯市场。2010 年 2 月，力帆在俄罗斯成立了代表处，开始进行广告推广。同年 6 月，力帆全新 C 级轿车 SOLANO 在俄上市，是首家在俄实现 CKD 组装的中国汽车企业。2011 年 3 月，力帆两厢车型 SMILY 在俄上市，在同级车中销量排名第三。根据欧洲企业协会俄罗斯汽车销售排名，2011 年力帆成为俄罗斯市场最流行的中国品牌，力帆在中国品牌中增长最快，销量排名第一。2011 年 8 月，力帆在俄罗斯注册成立力帆汽车俄罗斯有限责任公司，从事汽车及摩托车进出口及售后服务业务。经过 6 年的成长历程，俄罗斯市场已成为力帆汽车最大的海外市场。

尽管中国汽车在俄罗斯市场上存在诸多的不足，比如缺乏本土的质量认证、缺乏售后服务和零部件供应，产品保质期短等，但正在逐步改善。力帆汽车凭借其渠道优势，有望继续保持中国汽车在俄罗斯出口的领先地位，但其竞争压力将逐渐增大。

图 13: 俄罗斯汽车销量及增速


数据来源: Wind, 西南证券

图 14: 力帆汽车在俄罗斯销量及同比增速


数据来源: Wind, 西南证券

巴西-乌拉圭市场: 公司在南美成立了巴西-乌拉圭直销公司, 销售第一款车型为 X60。

巴西是拉美地区汽车消费大国, 2012 年汽车总销量为 380.21 万辆, 其中乘用车 285.15 万辆。近几年, 巴西将举办多个国际重大赛事, 包括 2014 年第 20 届世界杯和 2016 年第 31 届夏季奥运会等。国际重大赛事的举办, 国家和政府需要对基础设施进行改建和扩建。道路交通的改善会在一定程度上促进汽车总体需求的增长, 另一方面, 基础设施建设对商用车的刚性需求较大。力帆在巴西设立汽车研究院, 专门开发适合南美当地动力、排放及燃油系统的新车型。近期巴西对汽车工业采取的保护主义加剧, 对中国出口巴西汽车产生一定影响, 但随着巴西市场汽车需求的稳定增长, 给力帆开拓巴西市场提供了较好的机会。

乌拉圭是力帆布局海外市场的重要基地, 乌拉圭力帆汽车 CKD 工厂位于蒙得维的亚都市区的圣何塞市, 2010 年 4 月正式投产。这也是力帆汽车继越南、俄罗斯等国之后的第六个 CKD 海外工厂。乌拉圭基地的规划产能是 4 万辆/年, 主要用于乌拉圭本土以及其邻国巴西的出口。

图 15: 俄罗斯汽车销量及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 16: 巴西汽车销量及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

三、摩托车：力帆摩托车销量逆市增长

(一) 摩托车整车：销量逆市小幅增长

随着国内大城市的对摩托车的限制，国内摩托车市场发展迎来瓶颈，逐步转向国际市场。2012 年随着国际经济的低迷，摩托车出口出现较大幅度的下降 (-16.83%)，摩托车总销量下降 12.17%。2013 年 1-10 月，摩托车总销量为 1897.10 万辆，同比下降 3.10%，摩托车整车出口 761.66 万辆，同比增长 2.92%。我们认为在国内市场低迷的情况下，摩托车销量的增长主要依靠出口，预计 2013-2015 年摩托车总销量维持在 2100-2300 万辆左右。

图 17：2009-2013 年中国摩托车销量及出口情况



数据来源: Wind, 西南证券

公司是国内摩托车生产制造的领先者，自 1992 年成立以来一直从事摩托车的生产制造，公司的摩托车产销以及出口等市场地位位居行业前列，产品销往拉美、非洲、亚洲、欧洲等 160 多个国家和地区，主要出口国家有尼日利亚、阿根廷、菲律宾等。每年有 3-5 款全新的新车上市，并通过参加各项赛事来进行推广活动。2013 年 1-10 月力帆股份累计销售摩托 528,098 辆，较去年同期的 514,426 辆同比上升 2.66%。

我们预计受制于国际市场需求放缓和国内摩托车市场的逐渐饱和，力帆摩托车总销量增长遇到瓶颈，摩托车业务收入将维持 3% 左右的低速增长，摩托车业务占公司主营业务收入的比重将持续降低，但整体上对公司业绩增长影响有限。

表 6: 2013 年前三季度摩托车产销及出口情况

序号	销量排名		出口金额排名			出口数量排名		
	品牌	销量 (万辆)	企业名称	金额 (亿美元)	同比 (%)	企业名称	数量 (万辆)	同比 (%)
1	大长江	159.55	重庆隆鑫机车有限公司	3.78	11.51	重庆隆鑫机车有限公司	70.56	11.74
2	隆鑫	117.72	新大洲本田摩托有限公司	3.65	-3.75	重庆银翔摩托车（集团）有限公司	40.04	5.55
3	力帆	106.53	力帆实业（集团）股份有限公司	2.75	-9.33	力帆实业（集团）有限公司	37.32	-12.97
4	北方企业	96.62	广州大运摩托车有限公司	2.64	1.73	广州大运摩托车股份有限公司	35.36	2.50
5	广州大运	81.27	江门市大长江集团有限公司	2.54	14.63	广州豪进摩托车股份有限公司	33.79	26.68
6	宗申	79.71	重庆银翔摩托车（集团）有限公司	2.04	32.29	江门市大长江集团有限公司	33.7	6.07
7	建设股份	78.33	钱江集团有限公司	1.83	-3.06	新大洲本田摩托有限公司	30.67	-15.53
8	银翔	72.88	广州豪进摩托车股份有限公司	1.83	28.60	钱江集团有限公司	25.33	-10.20
9	五羊-本田	71.16	宗申产业集团有限公司	1.40	-14.58	宗申产业集团有限公司	23.20	-7.02

数据来源：公司公告，西南证券

（二）摩托车发动机：发动机研发为销量保驾护航

公司旗下的分支机构力帆摩托车产销有限公司专业从事摩托车发动机的开发、生产及销售，其前身是 1992 年尹明善等 9 人创建的轰达配件研究所，历经 18 年的发展，力帆发动机拥有国内最先进、国际最流行的发动机生产线六条，年生产发动机 450 万台，排量从 50~600CC 均有设计，采用先进的交流电力测功机作为在线磨合加载调试台的检测主机。

研制出特色新产品，如 100cc 电启动、双缸 125cc 型、400cc、600cc 发动机。力帆的许多摩托车新技术如水冷、多气门、电喷、双燃料、二次燃烧、大排量等，在摩托车行业具有一定的领先优势。2013 年上半年公司内燃机及配件实现营收 1.53 亿元，受市场竞争加剧影响，同比小幅下降 1.28%。

图 18: 力帆两轮摩托发动机猎鹰 250 LF173FMM


数据来源：公司公告，西南证券

图 19: 力帆三轮摩托超锋 110 LF1P50FMH-D


数据来源：公司公告，西南证券

四、金融板块：金融资产增值提升公司想象空间

重庆力帆控股财务有限公司于2013年7月22日正式获得中国银监会下发的筹建批复，拟筹建力帆财务公司注册资本金8亿元人民币，拟由重庆力帆控股有限公司（公司控股股东）出资4.08亿元（占比51%），公司出资3.92亿元（占比49%）。财务公司号称内部银行，可以在成员单位内开展吸收存款、发放贷款、票据业务以及为成员单位产品提供买房信贷、消费金融、融资租赁等业务。财务公司的构建对力帆整个汽摩产业的发展将起到重要的助推作用。

据2013年三季报显示，公司投资1.51亿元，持有重庆银行（1963.HK）6.41%持股比例，占发行后总股本4.81%，约为1.17元/股，按11月18日收盘价5.89港币及当日平均汇率折算，市值增加2.97倍。11月9日力帆股份通过控股子公司以5.989港币均价在二级市场购进重庆银行1.39亿股，使其持有的总股本比例上升至9.98%，为重庆银行第三大股东。1.0亿元参股安诚财产保险有限公司3.33%的股份。重庆银行于11月6日在H股上市，11月8日力帆境外控股子公司在二级市场购买重庆银行H股1.39亿股，持股比例提高至9.98%，上升为第三大股东。

正在积极准备和申请成立民营银行。截止10月1日，已有苏宁银行、华瑞银行、中联银行、锡商银行和国民银行5家民营银行获得工商总局的名称预先核准，力帆在继前期金融行业布局后，或正积极准备和申请在重庆成立民营银行。

表7：力帆股份及力帆控股（公司控股股东）的“金融版图”

时间	事件
2008年	美国AIG集团参致力帆实业
2009年	力帆入股安诚保险，参股重庆银行、光大银行。
2010年	力帆控股（公司控股股东）与机构联手成立重庆蓝洋融资担保股份有限公司，组建“蓝洋小贷”。
2011年	拟与其他股东共同成立三峡人寿保险股份有限公司（筹），向筹备项目组支付了1,000万元预付款项。
2013年	力帆拟组建我市第一家民营企业集团财务公司，注册资本金5亿元（力帆控股51%、力帆股份49%）。

数据来源：公司公告，西南证券

五、投资建议与盈利预测

我们看好公司主要逻辑有以下几点：1.公司为乘用车企业新秀，公司乘用车海外拓展迅速，在俄罗斯、拉美等重要的市场，凭借摩托车的海外销售经验，取得先发优势；2.新车投放加速，进入新产品密集投放时期；3.公司产品结构提升，SUV和轿车比重提高，盈利能力改善；4.金融资产增值提升公司盈利能力。

新车投放加速，乘用车销量有望恢复增长

公司作为民营股权框架下的乘用车整车企业后起之秀，尤其是部分海外市场出口上，处于领先地位，出口比例接近50%。明年将有四款新车上市，其中包括两款SUV车型（现有SUV X60今年1-10月月均销售4781辆，且处于爬坡上量阶段）。由于轿车车型老化，今年1-10月乘用车累计销量90404辆，同比下降1.48%。随着10月中旬三款新车及明年新车的密集投放，预计力帆汽车销量增速值得期待，且SUV比重的提高，有望提高公司毛利水平，增强盈利能力。

金融板块助推，提高公司业绩想象空间

金融资产提高公司想象空间。公司持有重庆银行约 2.69 亿股，约占总股本的 9.98%，为重庆银行第三大股东；公司 1.0 亿元参股安诚财产保险有限公司 3.33% 的股份；成立财务公司，可以在成员单位内开展吸收存款、发放贷款、票据业务以及为成员单位产品提供买房信贷、消费金融、融资租赁等业务，全面支持汽摩产业发展；力帆正在积极申请筹备民营银行，有望进入民营金融体系。金融资产的升值和投资，有望支撑汽摩产业发展或直接受益，增厚公司业绩。

表 8: 公司主要财务指标预测 (百万元)

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	8630.35	8678.74	9747.09	11209.16	12890.53
增速	27.45%	0.56%	12.31%	13.00%	14.00%
归属母公司净利润	390.26	321.42	302.12	346.47	436.58
增速	2.19%	-17.64%	-6.00%	12.82%	25.19%
毛利率	16.33%	18.15%	17.64%	17.37%	17.72%
净利率	4.35%	3.52%	3.00%	2.97%	3.25%
ROE	8.19%	5.99%	5.43%	5.81%	6.82%
EPS (元)	0.41	0.34	0.32	0.36	0.46

数据来源: 西南证券

公司作为摩托车企业的龙头企业和汽车整车生产的后起之秀，摩托车销量短期有望维持稳定，随着后续乘用车新车的陆续投放，公司产能利用率提高和产品结构的改善，且金融资产增值及分红贡献业绩。预计 13 年、14 年、15 年 EPS 为 0.32、0.36 元、0.44，考虑到公司乘用车稳步推进并积极拓展金融领域等发展带来的业绩增长与股价的匹配，上调为“增持”评级。

六、风险提示

1、宏观经济不景气风险

汽摩行业属于周期性行业，行业的发展与宏观经济相关，宏观经济的恶化以及人民币的大幅升值，对汽车行业出口销售产生较大负面影响，同时外围环境的低迷，遏制了汽车和摩托车出口增长，公司作为内销、出口同时发展的企业，销量同样受到国内外宏观经济影响。

2、汽车行业价格战风险

力帆股份为自主品牌生产商，产品主要集中在中低端市场，随着近年中国汽车市场产能扩展迅猛，后续汽车市场竞争加剧，存在汽车销售价格战的风险，届时将大幅降低汽车销售的毛利，对公司盈利能力构成一定风险。

3、新车销量不及预期风险

力帆股份发展看点之一来自于新车型的密集投放，但是由于公司的品牌知名度、销售渠道等体系仍处于完善阶段，后续新车的销量不仅依靠技术创新、销售渠道完善和品牌塑造一系列配套的支撑，尽管我们对用户的草根调研中客户反映较好，但是新车投放处于爬坡阶段，后续车型的市场认可度对新车销售的支撑存在一定风险。

4、原材料大幅上涨风险

汽摩生产的主要原材料包括钢材、橡胶、塑料、玻璃等，原材料成本占成本比重较高，在上半年经历原材料持续走低后，今年下半年存在一定上涨可能，原材料价格的波动，对汽摩生产利润造成较大影响。同样，影响公司的盈利能力。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	8343.02	8888.85	9438.37	10070.84	营业收入	8678.74	9747.09	11209.16	12890.53
现金	3533.46	4634.58	3750.64	4840.57	营业成本	7103.13	8027.40	9261.63	10605.79
应收账款	9.91	1.22	11.58	3.14	营业税金及附加	149.50	164.56	192.44	220.33
其它应收款	0.00	2.53	0.38	2.96	营业费用	573.83	670.60	767.83	876.56
预付账款	297.60	217.05	374.79	305.82	管理费用	477.70	462.71	559.74	655.06
存货	2014.83	1602.13	2570.95	2207.78	财务费用	114.30	159.00	133.15	127.80
其他	2487.22	2431.34	2730.03	2710.57	资产减值损失	7.40	6.92	13.71	16.98
非流动资产	5706.50	6158.98	6351.48	6365.53	公允价值变动收益	-3.94	3.21	4.28	1.19
长期投资	308.71	329.75	350.55	371.31	投资净收益	20.16	15.15	16.87	17.40
固定资产	0.00	764.16	1151.91	1214.41	营业利润	269.10	274.26	301.80	406.59
无形资产	838.98	916.89	990.51	1083.32	营业外收入	84.30	72.18	90.38	82.29
其他	4558.81	4148.18	3858.51	3696.48	营业外支出	6.97	7.55	7.79	7.44
资产总计	14049.52	15047.82	15789.85	16436.37	利润总额	346.43	338.89	384.38	481.43
流动负债	6618.55	7695.32	8536.38	9259.23	所得税	40.89	46.19	51.66	62.38
短期借款	2231.44	2231.44	2231.44	2231.44	净利润	305.54	292.70	332.72	419.05
应付账款	1955.70	2021.93	2567.27	2687.97	少数股东损益	-15.88	-9.42	-13.74	-17.53
其他	2431.41	3441.95	3737.67	4339.82	归属母公司净利润	321.42	302.12	346.47	436.58
非流动负债	2329.51	1958.35	1526.60	1031.21	EBITDA	527.08	619.95	957.70	1326.75
长期借款	2294.41	1923.25	1491.49	996.11	EPS (摊薄)	0.34	0.32	0.36	0.46
其他	35.10	35.10	35.10	35.10	主要财务比率				
负债合计	8948.06	9653.67	10062.98	10290.44		2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	191.66	182.24	168.49	150.96	成长能力				
归属母公司股东权益	4909.80	5211.92	5558.38	5994.96	营业收入增长率	0.56%	12.31%	15.00%	15.00%
负债和股东权益	14049.52	15047.82	15789.85	16436.37	营业利润增长率	-19.72%	1.92%	10.04%	34.72%
					归属于母公司净利润增长率	-17.64%	-6.00%	14.68%	26.01%
					获利能力				
					毛利率	18.15%	17.64%	17.37%	17.72%
					净利率	3.52%	3.00%	2.97%	3.25%
					ROE	5.99%	5.43%	5.81%	6.82%
					ROIC	4.93%	3.69%	3.99%	4.74%
					偿债能力				
					资产负债率	63.69%	64.15%	63.73%	62.61%
					净负债比率	88.72%	85.94%	73.62%	60.54%
					流动比率	1.26	1.16	1.11	1.09
					速动比率	0.96	0.95	0.80	0.85
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.67	0.73	0.80
					应收账款周转率	1751.93	1751.93	1751.93	1751.93
					应付账款周转率	4.04	4.04	4.04	4.04
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.32	0.36	0.46
					每股经营现金流	-0.40	1.87	0.37	2.63
					每股净资产(最新估值)	5.36	5.67	6.02	6.46
					估值比率				
					P/E	15.58	0.00	0.00	0.00
					P/B	1.28	0.00	0.00	0.00

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