

力帆股份 (601777.SH)

轿车行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

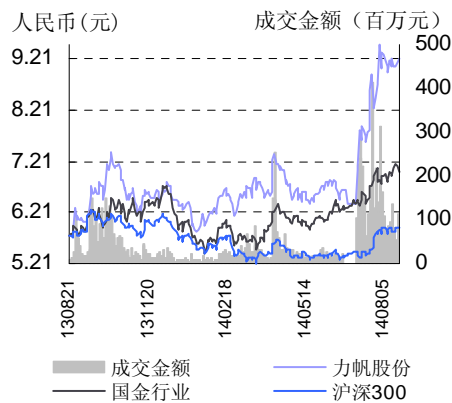
市价(人民币): 8.96元

## 传统业务较为平淡, 低速电动车是未来看点

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	951.45
总市值(百万元)	9,305.67
年内股价最高最低(元)	9.50/5.77
沪深300指数	2354.24
上证指数	2230.46



## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.338	0.420	0.511	0.671	0.853
每股净资产(元)	5.16	5.66	5.95	6.38	6.98
每股经营性现金流(元)	-0.67	-0.51	0.80	1.03	1.27
市盈率(倍)	26.51	21.33	17.53	13.35	10.50
行业优化市盈率(倍)	6.21	10.14	10.82	10.82	10.82
净利润增长率(%)	-17.64%	32.00%	21.69%	31.41%	26.98%
净资产收益率(%)	6.55%	7.42%	8.58%	10.53%	12.22%
总股本(百万股)	951.45	1,010.39	1,010.39	1,010.39	1,010.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司是国内摩托车领先者, 乘用车后起之秀。公司最早从摩托车开始起家, 并迅速成为国内摩托车领先者。98年, 公司获得出口资质并大力拓展海外市场。06年, 公司进军汽车市场; 11年, 公司进入SUV领域。目前, 乘用车贡献了公司业绩的约70%, 摩托车约30%, 出口贡献了公司总收入的60%以上。13年, 公司收入约100亿元, 净利润约4.2亿元。
- 低速电动车行业空间巨大, 未来有望继续快速放量。低速电动车目前处于野蛮生长阶段, 13年总销量约18万辆, 主要需求来自三四线城市和农村, 行业空间巨大。随着政策环境可能趋于缓和, 低速电动车有望继续快速放量。目前, 国内主要参与者是从电动自行车、三轮车、摩托车、农机和轻卡等领域转型进入的企业, 包括御捷、宝雅、隆鑫通用、康迪、时风、唐骏欧铃等, 是目前低速电动车销售的主力。
- 公司将大力拓展低速电动车, 有望贡献业绩增量。14年, 公司在河南省投资建设了电动车项目, 重点发展低速电动车。同时, 公司在纯电动车和混合动力车两大方向也已积极布局。我们认为, 公司在低速电动车领域具备整车生产资质、完善的销售渠道以及在低速电动车大省河南已经布局等突出的竞争优势, 未来有望受益行业发展。我们保守预计, 公司15-17年电动车销量分别约1万辆、2万辆和4万辆, 可分别增厚EPS约0.03、0.06、0.12元。
- SUV和出口是传统业务主要增长点。公司近年着力提升产品结构, 摩托车业务可保持较好效益。乘用车领域, 公司将加大投入SUV, 未来新车型将加快投放, 有望带动公司乘用车业绩维持较快增长。此外, 公司还将积极布局俄罗斯、南美等新兴市场, 有望进一步打开出口市场。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测, 公司14-16年实现EPS分别为0.51、0.67、0.85元。我们认为, 公司在低速电动车领域具备整车生产资质、完善的销售渠道以及在低速电动车大省河南已经布局等突出的竞争优势, 有望受益行业发展, 低速电动车也有望成公司未来新亮点。公司当前对应15年约17.5倍PE, 首次给予“增持”评级。

## 风险提示

- 低速电动车行业遇到较大政策风险; 公司出口表现低于预期; SUV新车型销量不达预期。

吴文剑 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)60230232  
wuwz@gjzq.com.cn

闵东旭 联系人  
(8621)61038313  
mindongxu@gjzq.com.cn

## 内容目录

力帆股份：国内摩托车领先者，乘用车后起之秀.....	4
电动车：重点拓展低速电动车，有望贡献业绩增量 .....	6
低速电动车目前处于野蛮生长阶段，行业空间巨大.....	6
公司在低速电动车领域具备较强竞争力，有望受益行业发展 .....	8
传统业务：SUV 和出口是主要增长点，将提供一定安全边际.....	9
摩托车产品结构持续提升，业绩有望稳健增长.....	9
加大投入 SUV，乘用车有望维持较快增长.....	10
积极布局新兴市场，有望进一步打开出口市场.....	12
产品结构提升、低速电动车放量，盈利能力有望继续改善 .....	14
盈利预测与投资建议 .....	15
风险提示 .....	15
附录：三张报表预测摘要 .....	17

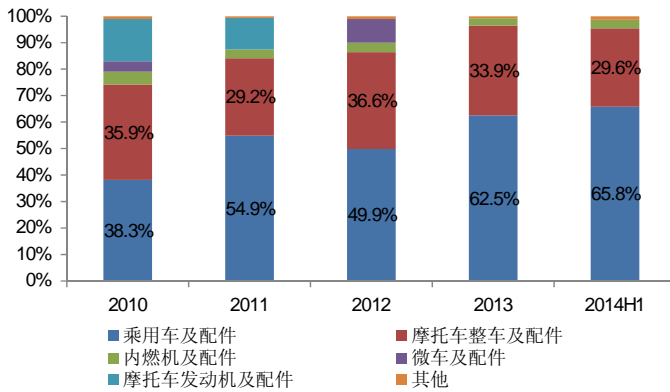
## 图表目录

图表 1: 公司分业务收入构成 .....	4
图表 2: 公司分业务毛利构成 .....	4
图表 3: 公司目前收入中出口收入占比已超过 60% .....	5
图表 4: 公司近年营收及增速 (百万元) .....	5
图表 5: 公司近年净利润及增速 (百万元) .....	5
图表 6: 低速电动车销量和增速预测 (万辆) .....	6
图表 7: 中国电动自行车保有量及增速预测 (万辆) .....	6
图表 8: 中国电动三轮车保有量及增速预测 (万辆) .....	6
图表 9: 目前各地方政府出台的低速电动车政策 .....	7
图表 10: 目前国内主要低速电动车厂商情况 .....	8
图表 11: 基于力帆 320 的低速电动车 .....	9
图表 12: 中科力帆 620EV 外观图 .....	9
图表 13: 公司近年摩托车销量及增速 (辆) .....	10
图表 14: 公司近年摩托车收入及增速 (百万元) .....	10
图表 15: 公司近年摩托车业务毛利及增速 (百万元) .....	10
图表 16: 公司 2011 年以来摩托车均价情况 (万元) .....	10
图表 17: 公司乘用车车型 (含未来将上市车型) 概况 .....	11
图表 18: 公司近年乘用车销量及增速 (辆) .....	11
图表 19: 公司近年乘用车收入及增速 (百万元) .....	11
图表 20: 公司近年乘用车业务毛利及增速 (百万元) .....	11
图表 21: 公司 2011 年以来乘用车均价情况 (万元) .....	11
图表 22: 公司 SUV 上市以来销量及增速 (辆) .....	12
图表 23: 公司 SUV 在乘用车销量中的占比持续提升 .....	12
图表 24: 公司近年汽车出口量及增速 (辆) .....	13
图表 25: 公司近年盈利能力变化 .....	14
图表 26: 可比公司估值情况 .....	15
图表 27: 公司分业务收入及毛利预测 .....	16

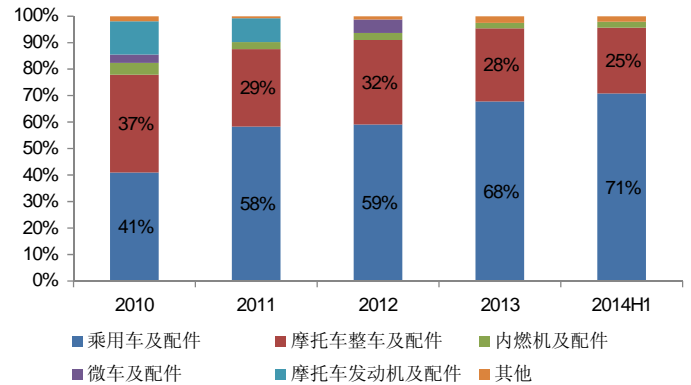
### 力帆股份：国内摩托车领先者，乘用车后起之秀

- 公司最早从摩托车开始起家，并迅速成为国内摩托车领域的领先者。1998年，公司获得出口资质并大力拓展海外市场。2006年，公司首次进军汽车市场。2011年，公司推出首款SUV产品X60，由此进入如火如荼的SUV市场。目前，公司已具备年生产250万台发动机、150万辆摩托车和10万辆汽车整车的产能。公司于2010年与中科院成立了上海中科力帆电动汽车公司，由此正式进入了电动汽车领域。2014年，公司又在河南省投资建设了电动车项目，重点发展低速电动车。
- 乘用车和摩托车贡献业绩分别约70%和30%。近年，随着公司不断加大对乘用车业务的投入，乘用车在公司总收入和总毛利中的占比持续提升。2014年上半年，公司乘用车收入占比约为66%，毛利占比更是达约71%；摩托车收入占比约30%，毛利占比约25%。

图表1：公司分业务收入构成



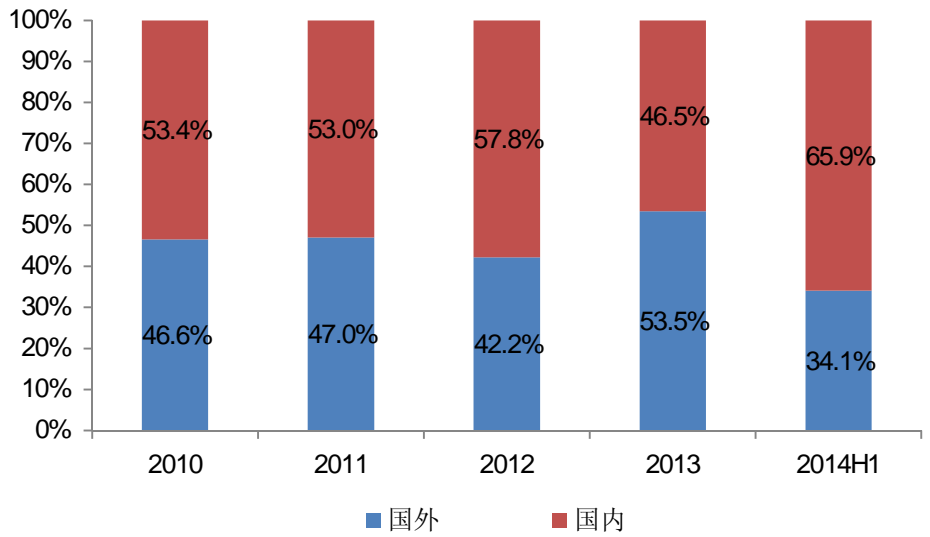
图表2：公司分业务毛利构成



来源：Wind、国金证券研究所

- 出口收入占比快速提升，目前已占公司总收入的60%以上。公司从1998年获得出口资质后，持续开拓海外市场，出口也一直是公司重要的销售来源。2010-2012年，公司出口收入占比维持在40%-50%左右。2013年开始，受益于公司海外工厂的加快布局和新兴市场的快速增长，公司出口收入占比迅速提升，今年上半年已达约66%。

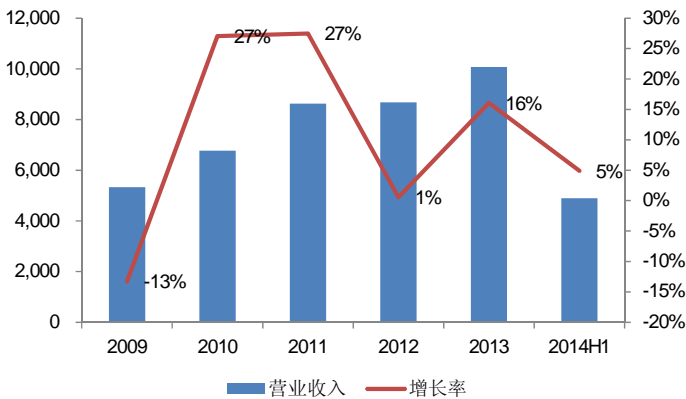
图表3: 公司目前收入中出口收入占比已超过60%



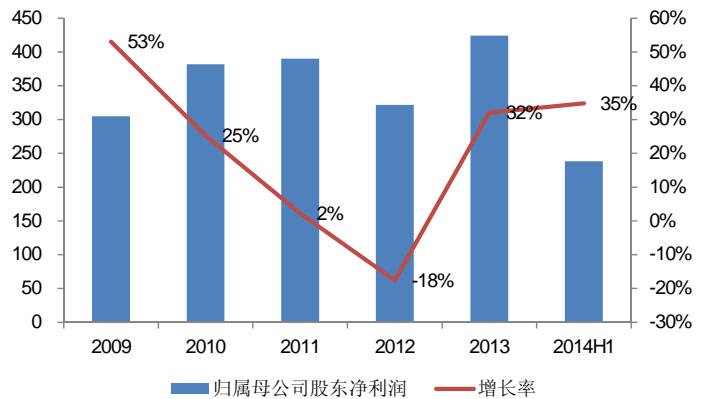
来源: Wind、国金证券研究所

- **公司近两年利润增长较为快速。**2010-2011年,公司营收增长较为快速,但净利润增速低于收入增速,主要是公司摩托车销量下滑,且公司为了扩张乘用车销售渠道加大了投资支出,由此拖累了公司整体业绩。2013年,公司收入和净利润均恢复较快增长,主要是在SUV的带动下,乘用车销量实现了较快增长,同时,销量结构的改善也提升了公司整体盈利能力。2013年,公司年收入规模约为100亿元,净利润约为4.2亿元。今年上半年,公司收入增长5%,净利润则大幅增长35%,净利润增长较快主要是投资收益增加较多。

图表4: 公司近年营收及增速 (百万元)



图表5: 公司近年净利润及增速 (百万元)



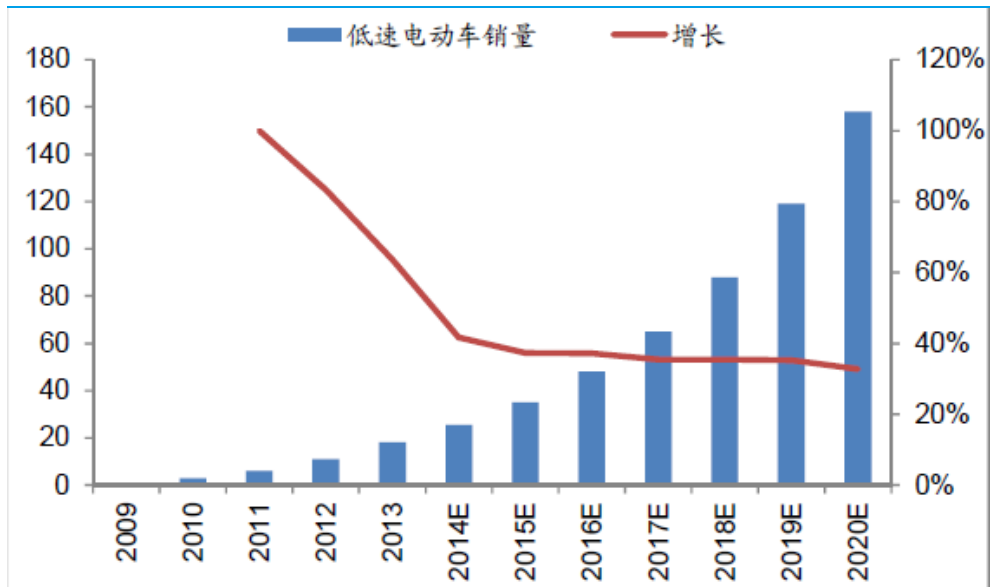
来源: Wind、国金证券研究所

## 电动车：重点拓展低速电动车，有望贡献业绩增量

低速电动车目前处于野蛮生长阶段，行业空间巨大

- 低速电动车经历了野蛮生长期，13年总销量达约18万辆。低速电动车一般是指以铅酸电池为动力、时速在70km以下、售价在2-5万元之间的纯电动车。由于低速电动车具备极高的性价比优势，其在过去几年获得了飞快增长，销量每年增速在80%左右，2013年全国销量预计约18万辆，主要销售区域在山东、河南和河北等省份。

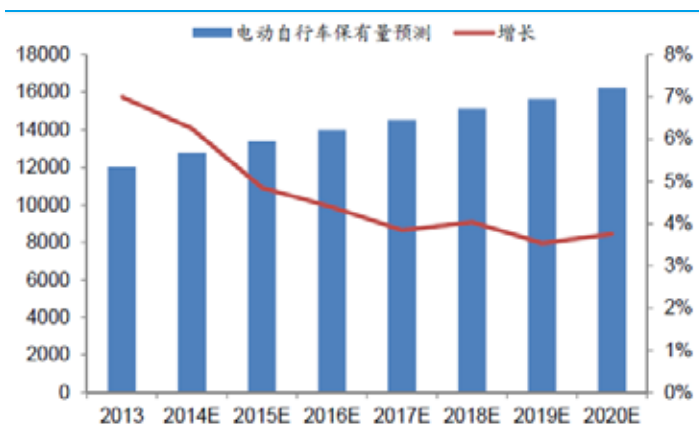
图表6：低速电动车销量和增速预测（万辆）



来源：公开资料、国金证券研究所

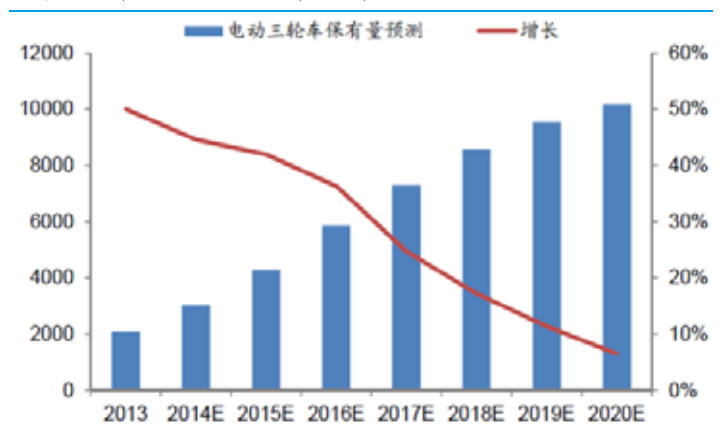
- 三四线城市及农村是低速电动车的主要市场，行业空间巨大。由于具备极低的价格和使用成本，低速电动车的主要消费群体来自于农村及三四线城市特别是郊区的市民，将主要替代电动自行车以及电动三轮车（目前我国两者合计年产量达3500万台），未来若有10%升级为低速电动车，行业容量即可达350万辆，每台按3万元计算，每年产值即达千亿元以上。

图表7：中国电动自行车保有量及增速预测（万辆）



来源：国家统计局、天能动力、国金证券研究所

图表8：中国电动三轮车保有量及增速预测（万辆）



- 政策环境可能趋于缓和，低速电动车有望继续快速放量。中央政府目前对低速电动车暂无统一意见，但部分地方（如近期的河南驻马店、广东佛



山)已开始给予低速电动车一定补贴,补贴数量及额度虽然不大,但公开鼓励的政策意义仍然巨大。我们判断,尽管中央政府可能很难对低速电动车采取鼓励态度,但在这一行业真实需求旺盛且已经具备较大规模的背景下也很难采取一刀切的打压政策,规范引导给予一定的生存空间将是大概率的政策取向。由此来看,低速电动车未来几年仍有望继续快速放量。

图表9: 目前各地方政府出台的低速电动车政策

地区	时间	政策名称	政策内容	受益车企
浙江金华市	2011年10月	-	前500辆康迪电动车购买者,每辆车补贴32000元;接下1000辆康迪电动车购买者,每辆车补贴20000元;接下1500辆康迪电动车购买者,每辆车补贴16000元。	康迪
湖南娄底市	2011年6月	-	前100辆按每辆1万元标准补贴,第101至280辆每辆补贴5000元。	大丰和
湖北襄阳市	2014年5月	《低速四轮电动车管理办法》	允许时速50公里以内的低速电动汽车生产、销售、上牌、购买保险,并让它在除高速以外的道路上行驶。	-
山东省	2014年6月	《山东省汽车行业标准(小型纯电动车)》	该标准对小型电动车(以下简称“电动车”)的术语和定义、产品型号和技术参数、技术要求、实验方法、检验规则、标志和使用说明书、入库运输储存等做了明确规定。该标准将于2014年7月1日正式实施。	新大洋、时风、宝雅、唐骏欧铃
河南驻马店市	2014年7月	《电动汽车管理试行办法》	允许低速电动车上牌上路,并有条件的对车型进行补贴:前100台纯电动乘用车的购买者可获一次性财政补贴1万元,之后第101至480台每台给予5000元补贴。补贴车型限于驻马店市内的电动汽车生产企业生产,并在电动汽车推广活动期间销售的纯电动乘用车。	河南银泰
广东佛山市	2014年7月	-	前100辆车的购买者将一次性获得政府高达2万元的补贴和厂家提供的优惠。100名以后的购买者,也可享受到政府不超过1万元的补贴。	陆地方舟

来源: 互联网、国金证券研究所

- 目前行业参与者较多,部分先行者已具有一定规模优势。目前,国内的低速电动车企业主要是从电动二轮车(三轮车)、摩托车、沙滩车、农机和轻卡等领域转型进入,包括御捷、宝雅、隆鑫通用、康迪、时风、唐骏欧铃和其他为数众多的企业,其中,御捷、时风和宝雅是目前国内低速电动车销量最大的企业,其次为隆鑫通用、唐骏欧铃、新大洋、陆地方舟、康迪等。奇瑞是传统乘用车整车厂中最先涉足低速电动车的企业,其QQ3EV采用铅酸电池,已进入工信部目录,今年上半年获得3000多台的销量。

图表10: 目前国内主要低速电动车厂商情况

公司	省份	简介	产品情况	电动车规划产能/万辆	合作汽车公司	是否通过碰撞试验
时风	山东	著名的农机和轻卡生产商, 2010年开始进入电动车领域, 是国内低速电动车的先行者	采用铅酸电池, 售价3-5万, 是国内销量最大的企业之一	20		是
宝雅	山东	成立于2009年, 前身为济南宝雅车业有限公司, 产品有电动四轮车、电动二轮车、电动沙滩车、电动高尔夫球车以及特种车现有德州、齐河和济南三大基地	采用铅酸电池, 售价4万多	20		是
御捷	河北	成立于2009年, 主要生产三轮摩托车和四轮电动车(低速电动车)	采用铅酸电池, 售价约2-3万	5		是
新大洋电动	山东	成立于2011年, 是新大洋集团的子公司(集团主要生产各类电机及控制器), 与众泰合作的“知豆”牌电动车(微型)现已实现年产5万辆, 未来规划产能30万辆	知豆采用锂电池, 售价6.8万, 已具有上牌资质	30	众泰	
唐骏欧铃	山东	拥有整车生产资质, 国内最早生产轻卡的厂商之一, 产品已出口到东南亚、南美等20多个国家和地区; 07年开始研发电动汽车, 08年首家获得欧洲认证	唐骏王子采用铅酸电池, 售价4.68万	10		是
隆鑫通用	重庆	原来主要生产发电机组、三轮车、摩托车, 目前参股山东力驰20%股权(未来将取得51%的控股权), 力驰是德州富路车业的关联公司, 富路专做三轮电动车, 力驰专做四轮电动车	-	10		
奇瑞	安徽	国内传统汽车大厂中最早(2010年)涉足新能源汽车(主要是微型电动车)的厂商之一	QQ3EV已进入工信部目录, 采用铅酸电池, 售价4.98万, 14年上半年销量3182台, 在纯电动轿车中占据近30%份额			是
康迪	浙江	2013年3月, 由上海华普国润和康迪车业合资成立(50:50), 主营电动车、卡丁车、沙滩车等, 电动车主打城市微公交, 在市区以新模式推广低速电动车	-		吉利、众泰	
陆地方舟	江苏	成立于2005年, 国内最早专门从事电动汽车生产的企业, 产品包括乘用车、客车、校车、低速电动车、特种车等, 拥有包括“三大电、三小电”在内的电动汽车核心技术	陆地方舟V5为紧凑型纯电动SUV, 采用铅酸电池, 售价7.28万, 已具有上牌资质, 2013年已实现销量近万台	10	江铃	是
银泰	广东、河南	专业从事新能源汽车生产, 下设3家子公司, 一期生产基地设在河南省驻马店市, 电动车一期产能5万台, 规划产能15万台	EX1售价5.28万, EX3售价5.98万, 采用铅酸电池	15		
力帆股份	重庆	原来主要生产摩托车和小型乘用车, 其与中科院电动汽车研发中心共同投资建设的中科力帆已生产出多款纯电动汽车; 14年4月公告拟在河南省投建新能源电动车(低速电动车)项目	620EV和620CEV(采用锂电池)两款纯电动汽车也已进入工信部目录	10		

来源: 各公司网站、国金证券研究所

### 公司在低速电动车领域具备较强竞争力, 有望受益行业发展

- **公司未来将重点拓展低速电动车业务。**2014年4月1日, 公司公告拟在河南省济源市高新区投资建设力帆新能源电动车项目, 重点拓展低速电动车业务。该项目总投资额约22亿元, 计划生产LF520、LF520i、LF320、LF330新能源电动车, 其中一期预计投资约3亿元, 预计产能为1万辆/年, 预计总产值为5亿元; 二期项目预计投资总额19亿元, 产能预计为10万辆/年, 总产值为50亿元。
- **公司在纯电动车和混合动力车两大方向也已积极布局。**纯电动车方向, 公司于2010年与中科院成立了中科力帆电动汽车公司, 专门进行纯电动汽车的研发, 目前已推出620EV和620CEV两款车型, 且这两款车均已进入上海地方目录, 并可获得上海地方新能源汽车补贴。公司还开发出了具有自主知识产权的快速电动轿车, 换电时间仅需3分钟, 主要应用于出租车。混合动力方向, 公司正在基于力帆620、720、X60三款车型的平



图表11: 基于力帆 320 的低速电动车



来源: 易车网、国金证券研究所

图表12: 中科力帆 620EV 外观图



- 公司在低速电动车领域具备较为突出的竞争优势。我们认为，公司进军低速电动车领域主要有三大优势：一是公司是乘用车生产企业，已经拥有汽车生产资质，进入低速电动车领域将拥有牌照优势；二是公司摩托车业务在国内处于领先地位，摩托车的消费群体以及销售渠道都与低速电动车比较相似，公司在这一领域将具有先天优势；三是公司在低速电动车销量大省河南省已经设厂且该地区电动车政策环境较为宽松，公司低速电动车业务也有望充分受益。
  - 低速电动车目前处于野蛮生长状态，未来国家层面可能出台政策规范行业发展，那些没有汽车生产资质的企业可能将逐渐被淘汰。公司从传统乘用车领域切入低速电动车领域，已经拥有汽车生产资质，而且，公司拥有完整的整车制造四大工艺，在质量控制、碰撞试验等方面也将更具优势。
  - 其次，公司摩托车业务在国内处于领先地位，摩托车主要消费群体是农村及三四线城市（特别是郊区）的市民，低速电动车的消费群体和摩托车非常相似，而且低速电动车和摩托车在销售渠道上也有较高的相似性，因此公司在低速电动车领域将具有先天优势。
  - 再者，河南是我国低速电动车销量大省之一，尤其近期河南驻马店市已出台低速电动车补贴政策，这至少说明河南省对低速电动车的政策环境较为宽松，未来也不排除河南其它地方跟进，公司在河南省已经设厂，未来低速电动车业务也有望充分受益。
- 低速电动车有望为公司贡献业绩增量。我们对公司低速电动车业务进行大致的业绩测算：保守预计，公司电动车 15-17 年销量分别约 1 万辆、2 万辆和 4 万辆，按照平均售价 3 万元计算，15-17 年可分别贡献收入约 3 亿、6 亿、12 亿元，按照净利率为 10% 计算，15-17 年可分别贡献净利润约 3000 万、6000 万、1.2 亿元，可分别增厚 EPS 约 0.03、0.06、0.12 元。

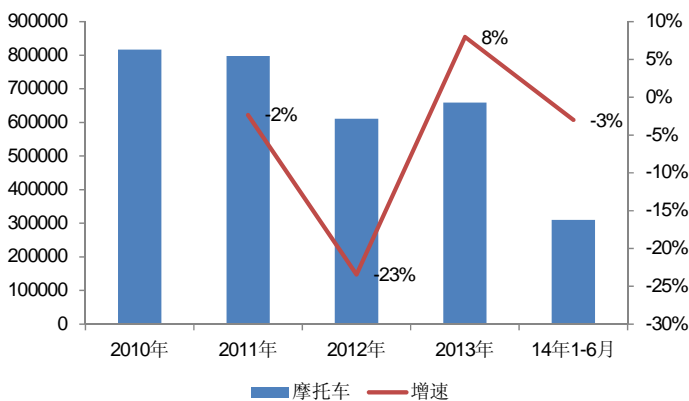
传统业务: SUV 和出口是主要增长点，将提供一定安全边际

摩托车产品结构持续提升，业绩有望稳健增长

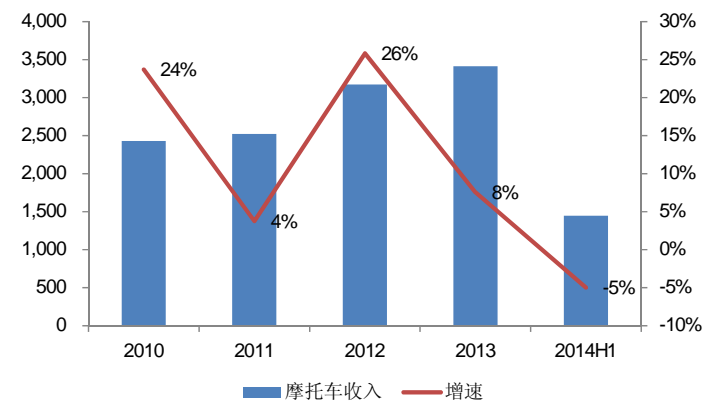
- 公司是国内摩托车领先企业之一。公司自 1992 年成立以来一直从事摩托车的生产制造，是国内摩托车行业的领先企业之一。经过多年发展，公司的摩托车产品不仅畅销国内，且已出口拉美、非洲、欧洲等 160 多个国家和地区，在全球范围内已具有良好口碑和品牌影响力。

- **公司近年摩托车销量总体有所下滑。**目前，国内摩托车行业总体增长较为乏力，受行业低迷影响，公司摩托车销量总体也呈下滑趋势。2013年，公司摩托车总销量约为66万辆，今年上半年销量约31万辆，同比下降约3%。
- **公司着力提升产品结构，摩托车业务可保持较好效益。**虽然公司摩托车销量总体有所下滑，但摩托车收入总体仍有增长，09-13年复合增速为15%，主要是因为公司近年着力提升产品结构、产品均价稳步提升。2011年，公司摩托车均价约为3200元，2012年以后便提升至5200元左右，今年上半年虽小幅回落至4700元但总体趋势仍然向上。相应地，公司摩托车毛利总体呈增长趋势（今年上半年小幅下降）。我们认为，随着公司产品结构的持续提升，公司摩托车业绩有望维持小幅增长或保平。

图表13: 公司近年摩托车销量及增速 (辆)

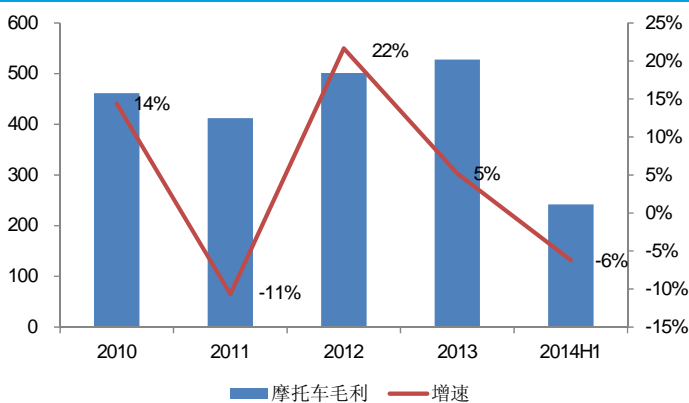


图表14: 公司近年摩托车收入及增速 (百万元)

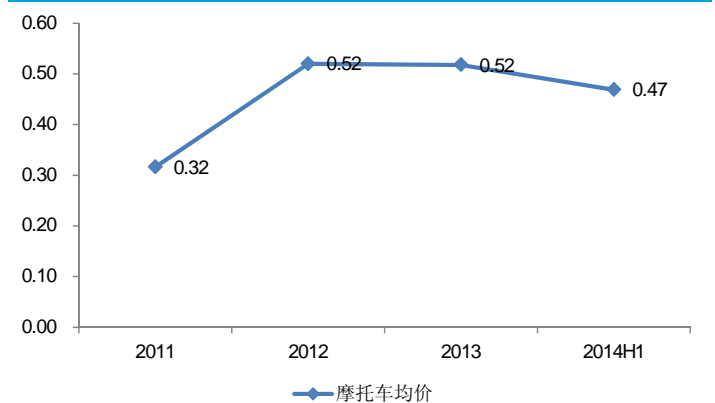


来源: 公司公告、CAAM、国金证券研究所

图表15: 公司近年摩托车业务毛利及增速 (百万元)



图表16: 公司2011年以来摩托车均价情况 (万元)



来源: 公司公告、CAAM、国金证券研究所

### 加大投入 SUV，乘用车有望维持较快增长

- **公司是国内自主乘用车后起之秀，主打经济型乘用车。**2006年1月，力帆520轿车全球同步上市，标志着力帆正式进军乘用车领域。公司主打A级或A0级经济型轿车，目前已推出520、520i、620、320、720、530等多款车型，其中620、320是销量主力。今年下半年，公司有望推出首款B级轿车820。SUV领域，公司于2011年推出首款经济型SUV产品X60，今年下半年还将有X50上市，同样主打经济型SUV，未来还将有X70、X40、X80以及X55（X50升级版）、X66（X60升级版）等多款新车型上市。

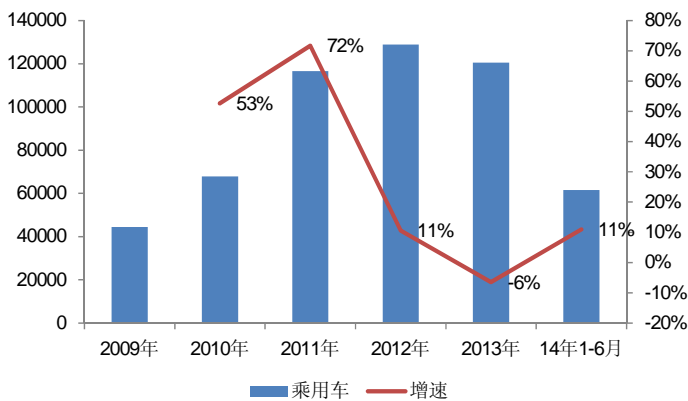
图表17: 公司乘用车车型 (含未来将上市车型) 概况

轿车车型	520	620	320	720	530	820
级别	A0级	A级	A0级	A级	A0级	B级
长宽高	4040*1700*1473	4550*1705*1495	3745*1620*1430	4700*1765*1490	4300*1690*1490	4865*1835*1480
轴距	2540	2605	2340	2700	2550	2775
售价/万元	4.09-4.99	5.09-6.98	3.65-5.29	6.28-7.98	5.18-6.98	
上市时间	2007	2008	2009	2012	2013	预计2014年
SUV车型	X60	X50	X70	X40	X80	
级别	小型	小型	紧凑型	小型	紧凑型	
长宽高	4325*1790*1690	4100*1722*1540				
轴距	2600	2550				
售价/万元	7-8.5	预计5-6				
上市时间	2011	预计2014年	未上市	未上市	未上市	

来源: 汽车之家、国金证券研究所

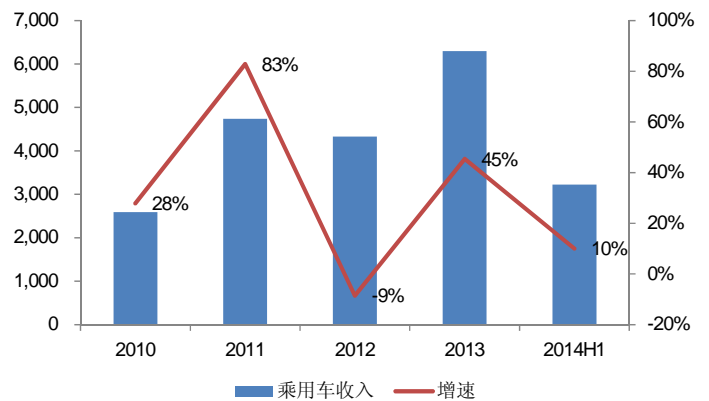
- 公司乘用车销量总体增长较快, 收入和毛利增长则更为快速。近年, 公司乘用车销量持续较快增长, 已从 09 年的约 4 万辆增长至目前 12-13 万辆左右的年销量水平, 09-13 年复合增速为 28%。随着公司盈利能力更强的 SUV 销量占比提升, 公司乘用车均价持续上升, 收入和毛利增速明显快于销量增速, 09-13 年收入和毛利复合增速分别约 33%、34%。今年上半年, 公司乘用车维持较快增长, 销量增长 11%, 收入和毛利分别增长 10%、16%。

图表18: 公司近年乘用车销量及增速 (辆)

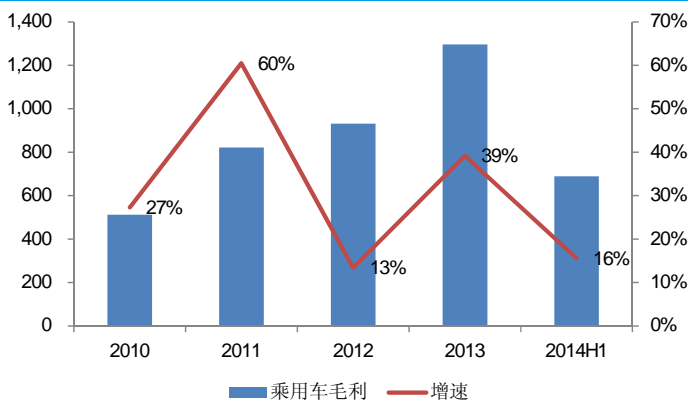


来源: 公司公告、CAAM、国金证券研究所

图表19: 公司近年乘用车收入及增速 (百万元)

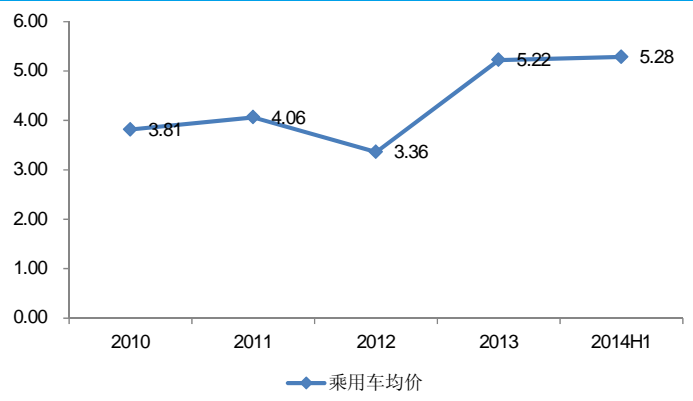


图表20: 公司近年乘用车业务毛利及增速 (百万元)



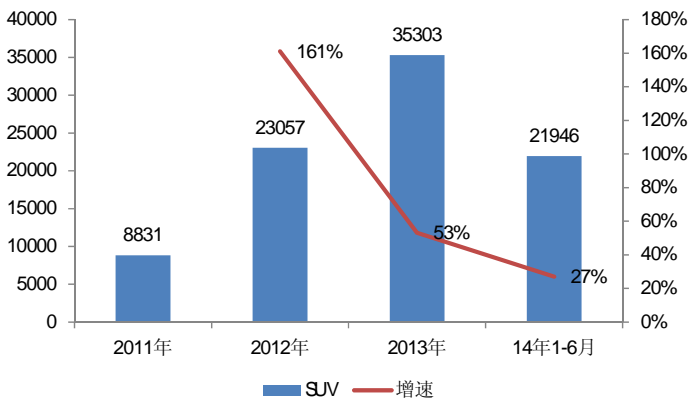
来源: 公司公告、CAAM、国金证券研究所

图表21: 公司 2011 年以来乘用车均价情况 (万元)

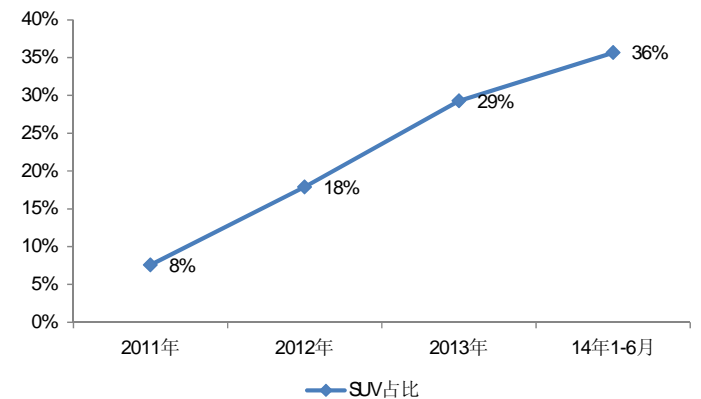


- **公司 SUV 增长尤为迅速，是乘用车业绩最主要的增量来源。**公司于 2011 年进入如火如荼的 SUV 细分市场，首款 SUV 车型为 X60，售价为 7.0-8.5 万元，定位于入门级 SUV。由于过去几年国内 SUV 市场整体增速较高，且公司 X60 综合竞争力尚可，上市后销量迅速攀升，13 年全年达到 3.5 万辆，同比增长 53%，今年上半年，X60 销量同比继续增长 27%，目前月销量约为 3600 辆。由于 SUV 销量持续快速增长，加之 SUV 产品盈利能力好于轿车，SUV 已成为公司乘用车业绩增长最主要的动力。

图表22: 公司 SUV 上市以来销量及增速 (辆)



图表23: 公司 SUV 在乘用车销量中的占比持续提升



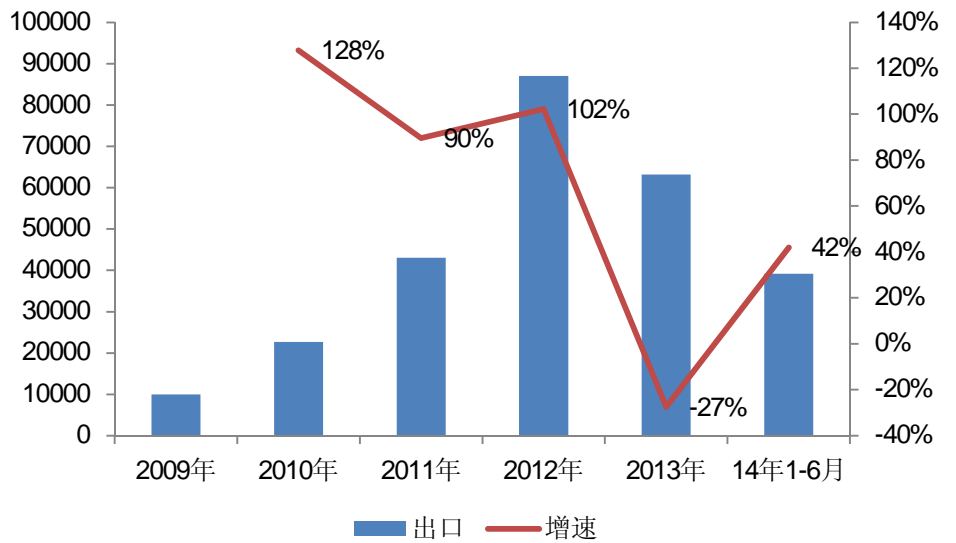
来源: 公司公告、CAAM、国金证券研究所

- **未来 SUV 新车型将加快投放，有望继续贡献较多增量。**公司未来将继续在 SUV 领域加大投入，据了解，公司今年下半年还将有一款全新 SUV X50 上市，该车售价低于 X60，预计售价在 5-6 万元左右，同样定位为入门级 SUV，预计上市后将获得不错销量表现。展望未来，公司 15 年还将有 X40、X80、X66 (X60 升级版) 等多款新车型上市，16 年将有 X70、X55 (X50 升级版) 上市，公司 SUV 产品线将进一步完善。我们认为，SUV 仍然是乘用车市场增长最快的细分领域，公司 SUV 产品已经具备一定销量规模和品牌知名度，依托于未来新车型的加快投放，有望继续为公司带来较多增量。

#### 积极布局新兴市场，有望进一步打开出口市场

- **公司在海外市场已经经营多年。**1998 年力帆集团取得自营进出口权，已深耕海外市场 16 年，在众多海外市场积累了丰富的经验。2001 年 9 月，力帆摩托车首次出口日本；2003 年，力帆摩托车以及摩托车发动机等产品通过欧盟 e-mark 认证，标志着公司正式进入了欧洲市场。目前，公司已经在越南、泰国、土耳其等海外新兴市场建设了摩托车工厂，在埃塞俄比亚、乌拉圭设有独资的乘用车生产工厂，并在俄罗斯等地设有合作方式的乘用车 KD 工厂，并建立了较为完善的海外营销网络。
- **公司近年出口增长较为迅速，已成为国内出口领先企业。**经过多年的经营，公司出口已具备一定规模。公司汽车出口总量从 09 年的约 1 万辆迅速增长至 12 年的 8.7 万辆。在经历了 13 年的出口下滑之后，今年上半年，公司出口已恢复增长，增速达 42%。目前，汽车出口总量占公司汽车总销量的 60% 以上。而且，公司已成为国内汽车出口领先企业，今年上半年出口量更是跃居行业第二，仅次于奇瑞。

图表24: 公司近年汽车出口量及增速 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

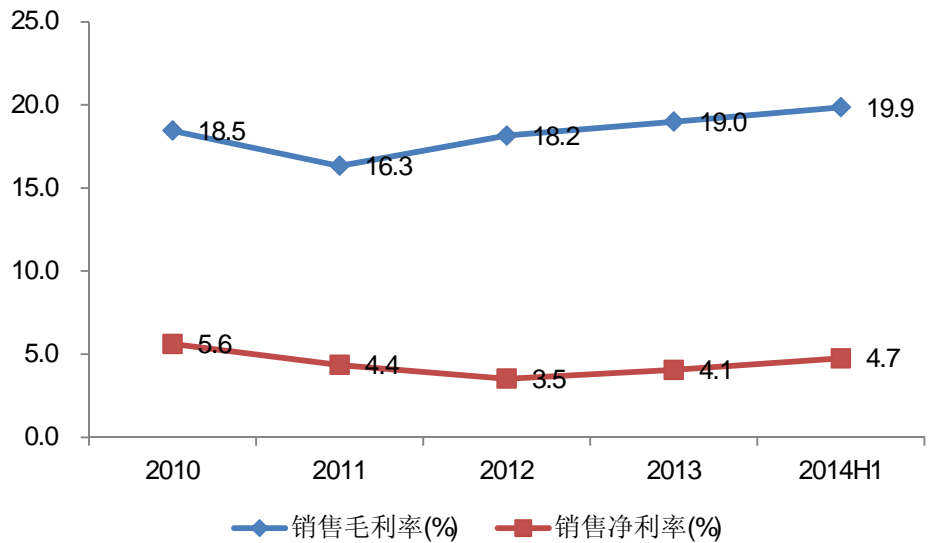
- **重点开拓俄罗斯和南美市场, 有望进一步打开出口市场。**俄罗斯是公司最重要的海外市场, 占公司汽车出口总量的约 43%, 公司已在俄罗斯成立汽车公司, 重点拓展汽车及摩托车进出口业务。此外, 公司还已在南美成立 CKD 工厂和直销公司, 重点面向巴西、乌拉圭等南美市场。我们认为, 俄罗斯和南美汽车市场空间较大, 通过对这些地区的重点开拓, 有望进一步打开公司出口市场。
  - 公司于 2007 年进入俄罗斯市场, 经过 6 年的发展, 俄罗斯已成为公司最重要的海外市场, 公司也是对俄罗斯出口量最大的自主汽车品牌。2011 年 8 月, 公司在俄罗斯成立了力帆汽车俄罗斯有限责任公司, 专门从事汽车及摩托车进出口及售后服务业务。2013 年, 公司在俄罗斯汽车总销量达到 2.7 万多辆, 约占公司汽车出口总量的 43%。
  - 2010 年, 公司在乌拉圭的 CKD 工厂正式投产, 工厂设计产能为 4 万辆, 主要针对巴西、乌拉圭等南美市场。埃法集团是乌拉圭专门经销中国品牌汽车的进口商, 主要面向南美市场。2013 年, 力帆在巴西和乌拉圭建立了直销公司, 销售第一款车型为 X60。



### 产品结构提升、低速电动车放量，盈利能力有望继续改善

- 近年，公司对传统摩托车业务更注重效益而非销量，通过着力提升产品结构，摩托车盈利能力维持较好；乘用车业务在 SUV 的带动下，盈利能力也持续改善。公司自 12 年以来综合毛利率持续提升，净利率也有明显改善。今年上半年，公司毛利率达 19.9%，为公司近年最高水平，净利率提升至 4.7%，相比 13 年全年提升 0.6 个百分点。
- 我们认为，随着公司未来乘用车业务仍将注重投入 SUV 产品，摩托车业务也将更为注重效益，公司产品结构将持续提升，因此公司盈利能力也有望继续改善。此外，电动车有望于 15 年开始放量，预计盈利能力也好于目前传统业务。综合判断，公司未来盈利能力有望继续提升。

图表25：公司近年盈利能力变化



来源：Wind、国金证券研究所



## 盈利预测与投资建议

- 我们预计，公司 14-16 年实现收入分别为 112.1、122.7、134.4 亿元，实现归属母公司净利润分别为 5.2、6.8、8.6 亿元，同比分别增长 22.0%、30.4%、27.4%，对应 EPS 分别为 0.51、0.67、0.85 元。
- 核心假设如下：
  - 乘用车：后续 SUV 新车型较多，有望带动乘用车收入较快增长，预计 14-16 年收入增速分别为 15%、12%、12%；
  - 摩托车和内燃机：收入均将平稳增长，预计摩托车未来几年收入增速约为 5%，内燃机收入增速 3%-5%；
  - 电动车：预计 15-16 年销量分别为 1 万台、2 万台，按照均价 3 万元计算，贡献收入分别约 3 亿、6 亿元，毛利率分别为 20%、23%，预计可分别增厚 EPS 约 0.03、0.06 元；
  - 综合毛利率：随着公司乘用车产品结构提升，且电动车预计盈利能力较高，综合毛利率将逐步提升，预计 14-16 年综合毛利率分别为 19.39%、20.09%、20.78%。
- 我们认为，公司在低速电动车领域具备整车生产资质、完善的销售渠道以及在低速电动车大省河南已经布局等突出的竞争优势，有望受益行业发展，低速电动车业务有望成公司未来新亮点。公司当前股价对应 14 年约 17.5 倍 PE，我们首次覆盖给予“增持”评级。

图表26：可比公司估值情况

	收盘价/元	总市值/亿元	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
603766.SH 隆鑫通用	11.88	95.04	0.69	0.79	0.91	17.22	15.06	12.99
001696.SZ 宗申动力	5.43	62.17	0.27	0.32	0.35	20.11	17.18	15.38
均值						20.11	17.18	15.38

来源：Wind、国金证券研究所

## 风险提示

- 低速电动车行业遇到较大政策风险：低速电动车是公司未来主要看点，公司有望依托低速电动车实现再造一个力帆的目标。若未来低速电动车行业政策收紧，对公司业绩和估值都将产生较大负面影响。
- 公司出口表现低于预期：公司传统摩托车和乘用车业务未来主要增长点在于出口，公司也已重点开拓俄罗斯、南美等新兴市场，若未来新兴市场出口表现低于预期，也必将影响公司传统业务销量和业绩。
- SUV 新车型销量不达预期：除出口以外，公司乘用车的另一大增量来源是 SUV，若未来 SUV 新车型销量表现不达预期，公司乘用车业绩增长也将较为疲弱。

图表27: 公司分业务收入及毛利预测

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>乘用车及配件</b>					
销售收入 (百万元)	4,330.06	6,296.69	7,241.19	8,110.13	9,083.35
增长率 (YOY)	-8.57%	45.42%	15.00%	12.00%	12.00%
毛利率	21.51%	20.59%	21.50%	21.70%	21.80%
销售成本 (百万元)	3,398.54	5,000.27	5,684.33	6,350.23	7,103.18
增长率 (YOY)	-13.18%	47.13%	13.68%	11.71%	11.86%
毛利 (百万元)	931.51	1,296.42	1,556.86	1,759.90	1,980.17
增长率 (YOY)	13.39%	39.17%	20.09%	13.04%	12.52%
<b>摩托车整车及配件</b>					
销售收入 (百万元)	3,174.00	3,413.53	3,584.21	3,763.42	3,951.59
增长率 (YOY)	25.84%	7.55%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	15.80%	15.46%	15.50%	15.50%	15.50%
销售成本 (百万元)	2,672.51	2,885.90	3,028.66	3,180.09	3,339.09
增长率 (YOY)	26.66%	7.98%	4.95%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	501.49	527.63	555.55	583.33	612.50
增长率 (YOY)	21.65%	5.21%	5.29%	5.00%	5.00%
<b>内燃机及配件</b>					
销售收入 (百万元)	305.75	277.73	291.62	300.37	309.38
增长率 (YOY)	5.92%	-9.16%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利率	14.03%	14.72%	14.50%	14.20%	14.00%
销售成本 (百万元)	262.86	236.86	249.34	257.72	266.07
增长率 (YOY)	4.77%	-9.89%	5.27%	3.36%	3.24%
毛利 (百万元)	42.89	40.88	42.28	42.65	43.31
增长率 (YOY)	13.58%	-4.69%	3.45%	0.87%	1.55%
<b>电动车</b>					
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	300.00	600.00
增长率 (YOY)					100.00%
毛利率				20.00%	23.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	240.00	462.00
增长率 (YOY)					92.50%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	60.00	138.00
增长率 (YOY)					130.00%
销售总收入 (百万元)	8678.74	10073.24	11206.57	12267.95	13443.05
销售总成本 (百万元)	7103.13	8160.36	9033.96	9803.26	10649.32
毛利 (百万元)	1575.61	1912.87	2172.60	2464.69	2793.73
平均毛利率	18.15%	18.99%	19.39%	20.09%	20.78%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	8,630	8,679	10,073	11,207	12,268	13,443	货币资金	2,918	3,533	3,790	4,200	4,500	5,000
增长率		0.6%	16.1%	11.3%	9.5%	9.6%	应收款项	2,117	2,479	2,758	2,994	3,260	3,554
主营业务成本	-7,221	-7,103	-8,160	-9,034	-9,803	-10,649	存货	1,186	2,015	2,391	2,475	2,686	2,918
%销售收入	83.7%	81.8%	81.0%	80.6%	79.9%	79.2%	其他流动资产	257	316	343	428	456	487
毛利	1,409	1,576	1,913	2,173	2,465	2,794	流动资产	6,478	8,343	9,282	10,097	10,902	11,958
%销售收入	16.3%	18.2%	19.0%	19.4%	20.1%	20.8%	%总资产	60.0%	59.4%	52.8%	53.4%	53.5%	53.9%
营业税金及附加	-150	-150	-148	-168	-184	-202	长期投资	290	393	2,039	2,039	2,039	2,039
%销售收入	1.7%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	3,050	4,200	5,070	5,702	6,390	7,130
营业费用	-436	-574	-717	-751	-797	-840	%总资产	28.3%	29.9%	28.8%	30.2%	31.4%	32.2%
%销售收入	5.1%	6.6%	7.1%	6.7%	6.5%	6.3%	无形资产	836	939	952	817	807	797
管理费用	-408	-478	-583	-633	-675	-733	非流动资产	4,311	5,707	8,297	8,795	9,475	10,211
%销售收入	4.7%	5.5%	5.8%	5.7%	5.5%	5.5%	%总资产	40.0%	40.6%	47.2%	46.6%	46.5%	46.1%
息税前利润 (EBIT)	414	375	466	620	809	1,019	<b>资产总计</b>	<b>10,789</b>	<b>14,050</b>	<b>17,578</b>	<b>18,892</b>	<b>20,377</b>	<b>22,169</b>
%销售收入	4.8%	4.3%	4.6%	5.5%	6.6%	7.6%	短期借款	1,523	2,231	4,154	4,626	5,287	6,024
财务费用	-85	-114	-339	-323	-305	-341	应付款项	3,864	4,335	4,293	4,578	4,973	5,407
%销售收入	1.0%	1.3%	3.4%	2.9%	2.5%	2.5%	其他流动负债	7	52	136	409	423	448
资产减值损失	-23	-7	-24	-31	-20	-23	流动负债	5,394	6,619	8,583	9,613	10,683	11,879
公允价值变动收益	14	-4	-1	0	0	0	长期贷款	406	412	1,195	1,195	1,195	1,196
投资收益	15	20	173	250	200	220	其他长期负债	26	1,918	1,941	1,934	1,938	1,938
%税前利润	3.5%	5.8%	38.4%	44.9%	27.2%	23.5%	<b>负债</b>	<b>5,826</b>	<b>8,948</b>	<b>11,718</b>	<b>12,742</b>	<b>13,816</b>	<b>15,013</b>
营业利润	335	269	276	517	684	875	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,767</b>	<b>4,910</b>	<b>5,714</b>	<b>6,016</b>	<b>6,442</b>	<b>7,051</b>
营业利润率	3.9%	3.1%	2.7%	4.6%	5.6%	6.5%	少数股东权益	197	192	146	134	120	105
营业外收支	106	77	175	40	50	60	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,789</b>	<b>14,050</b>	<b>17,578</b>	<b>18,892</b>	<b>20,377</b>	<b>22,169</b>
税前利润	441	346	450	557	734	935	<b>比率分析</b>						
利润率	5.1%	4.0%	4.5%	5.0%	6.0%	7.0%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-66	-41	-42	-53	-70	-89	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.9%	11.8%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%	每股收益	0.410	0.338	0.420	0.511	0.671	0.853
净利润	375	306	408	504	664	847	每股净资产	5.010	5.160	5.655	5.954	6.376	6.978
少数股东损益	-15	-16	-16	-12	-14	-15	每股经营现金净流	0.151	-0.672	-0.515	0.802	1.033	1.273
归属于母公司的净利润	390	321	424	516	678	862	每股股利	0.200	0.200	0.250	0.250	0.250	0.250
净利率	4.5%	3.7%	4.2%	4.6%	5.5%	6.4%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	8.19%	6.55%	7.42%	8.58%	10.53%	12.22%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	3.62%	2.29%	2.41%	2.73%	3.33%	3.89%
净利润	375	306	408	504	664	847	投入资本收益率	5.11%	3.43%	3.22%	4.05%	4.90%	5.67%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	210	240	290	320	352	404	主营业务收入增长率	27.46%	0.56%	16.07%	11.25%	9.47%	9.58%
非经营收益	6	80	81	114	144	156	EBIT增长率	-21.20%	-9.60%	24.30%	33.27%	30.30%	26.06%
营运资金变动	-448	-1,264	-1,299	-127	-117	-120	净利润增长率	2.19%	-17.64%	32.00%	21.69%	31.41%	26.98%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>143</b>	<b>-639</b>	<b>-520</b>	<b>811</b>	<b>1,044</b>	<b>1,286</b>	总资产增长率	6.30%	30.22%	25.12%	7.47%	7.86%	8.79%
资本开支	-1,300	-890	-598	-746	-961	-1,053	<b>资产管理能力</b>						
投资	-10	-182	-1,035	0	0	0	应收账款周转天数	49.3	56.7	48.6	50.0	50.0	50.0
其他	49	59	91	250	200	220	存货周转天数	51.8	82.2	98.5	100.0	100.0	100.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,260</b>	<b>-1,012</b>	<b>-1,541</b>	<b>-496</b>	<b>-761</b>	<b>-833</b>	应付账款周转天数	82.6	90.4	100.9	100.0	100.0	100.0
股权募资	133	8	186	0	0	0	固定资产周转天数	84.0	108.2	112.3	108.5	107.7	104.8
债权募资	-185	2,600	2,679	462	664	738	<b>偿债能力</b>						
其他	-1,142	-306	-366	-367	-647	-692	净负债/股东权益	-20.21%	19.26%	58.68%	56.92%	58.85%	57.30%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,193</b>	<b>2,301</b>	<b>2,499</b>	<b>95</b>	<b>17</b>	<b>47</b>	EBIT利息保障倍数	4.9	3.3	1.4	1.9	2.7	3.0
<b>现金净流量</b>	<b>-2,311</b>	<b>649</b>	<b>438</b>	<b>410</b>	<b>300</b>	<b>500</b>	资产负债率	54.00%	63.69%	66.66%	67.45%	67.80%	67.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	2	4	5	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD