

公司研究

新股研究

建议询价区间: 11.69-13.36 元

## 致力于海外市场拓展的自主品牌摩托车、轿车企业

——力帆股份(601777)新股研究

### 核心观点

#### 询价结论:

根据我们的盈利预测,公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.42、0.56、0.74 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 28-32 倍 PE 为询价依据,建议网下询价区间为 11.69-13.36 元。

#### 主要依据:

**宏观经济及居民收入保持持续快速增长。**城镇及农村居民人均可支配收入稳步提升,居民购买力不断提高,消费逐渐从解决衣食问题向改善住行问题转变,这为汽车、摩托车行业的快速发展提供了良好的外部环境和巨大的市场空间。

**汽车行业处于发展初期,成长空间较大。**我国汽车行业历经近 10 年的快速发展,至 2009 年已位居世界汽车第一大国,但人均汽车保有量水平远低于全球平均水平,更低于美国、德国、日本等发达国家,甚至不及巴西和俄罗斯。我国汽车行业尚处于发展初期,距世界汽车强国仍存较大差距,未来成长空间较大。

**汽车流通行业向县级城市延伸,三四级市场成为新一轮汽车消费热点。**国内汽车市场新的增量主要来自于三级、四级和五级城市,市场增长点从中心城市向中小城市转移,由此引发厂家主导的渠道正在由单一 4S 模式向多层级发展,从旗舰店到城市展厅,从 4S 店到单一功能店,以适应不同级别城市渠道网点布局的需要,汽车流通行业由中心城市向中小城市渗透,将有力促进三四级城市,甚至是五级城市的汽车消费,进而带动行业进入新一轮发展高潮。

**公司竞争优势。**公司始终把“力帆三件宝:创新、出口、信誉好”作为公司成长发展的经营哲学,坚持自主品牌、自主研发和国际化战略。借鉴本田等企业的成功发展模式,公司围绕动力技术培育核心竞争力,打造摩托车、汽车、通用汽油机三大业务板块;围绕全球市场进行产业布局,实现国内和海外市场的齐头并进。经过十多年经营实践,公司在明确战略的指引下,突出主业,适时进行产业延伸,不盲目扩张,实现了可持续发展,并形成了在技术研发、渠道营销和品牌建设方面的核心竞争优势。

**风险提示:**主要原材料价格波动的风险;汽车消费政策和产业政策调整风险;国内“限摩、禁摩”政策扩大的风险。

#### 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	5329	7461	10445	13579
同比增速(%)	-13.33%	40.00%	40.00%	30.00%
净利润(百万)	301	393	531	692
同比增速(%)	52.62%	30.44%	34.94%	30.49%
EPS(元)	0.41	0.42	0.56	0.74

#### 基础数据

总股本(万股)	75144
流通A股(万股)	
总市值(亿元)	
总资产(亿元)	58.
每股净资产(元)	2.32
建议询价区间(元)	11.69-13.36

#### 研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

#### 联系人: 刘芬

电话: 010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 一、本次发行一般情况

**表 1：公司发行基本情况**

公司	力帆实业（集团）股份有限公司
公司简称	力帆股份
发行地	上海证券交易所
发行日期	2010 年 11 月 15 日
申购代码	601777
发行股数	20000 万股
每股发行价	通过向询价对象询价方式确定发行价格
发行方式	网下与网上
发行后总股本	95144 万股
发行前每股净资产	2.33 元

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

## 二、公司基本情况

### 1、公司概况

公司是一家融发动机、摩托车和汽车的生产、销售（包括出口）、科研开发为主业，并投资金融于一体的大型民营企业，主要产品包括摩托车、摩托车发动机、乘用车、乘用车发动机、通用汽油机及终端产品（发电机组、水泵、草坪机等）。公司研制出了许多中国乃至世界摩托业都没有的新产品：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，在摩托车行业都具有领先地位。公司已多次入选中国企业 500 强，在重庆市民营企业 50 强中排名榜首，连续多年成为重庆市出口第一名。

### 2、股权结构

**表 2：发行前后公司股本结构**

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例
重庆力帆控股有限公司	618,592,650	82.3204%	618,592,650	65.0161%
JOIN STATE LIMITED	101,445,087	13.5000%	101,445,087	10.6622%
上海冠通投资有限公司	25,159,550	3.3482%	25,159,550	2.6444%
尹明善	1,655,550	0.2203%	1,655,550	0.1740%
陈巧凤	1,530,750	0.2037%	1,530,750	0.1609%
尹喜地	1,530,750	0.2037%	1,530,750	0.1609%
尹索微	1,530,750	0.2037%	1,530,750	0.1609%
公众投资者	0	0	200,000,000	21.0207%
合计	751,445,087	100%	951,445,087	100%

资料来源：公司招股意向书

## 三、公司经营分析

### 1、公司收入构成

**表 3: 公司主营业务毛利构成 (万元)**

项目	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
摩托车整车及配件	25,254.17	41.60%	40,342.69	39.79%	55,749.38	52.78%	52,434.06	51.79%
摩托车发动机及配件	7,565.02	12.46%	12,432.34	12.26%	16,122.86	15.26%	22,743.53	22.47%
乘用车及配件	22,926.48	37.76%	40,213.55	39.66%	26,963.92	25.53%	19,721.56	19.48%
通用汽油机及配件	3,201.00	5.27%	5,927.67	5.85%	5,156.54	4.88%	4,344.76	4.29%
其他	1,762.95	2.90%	2,475.24	2.44%	1,639.05	1.55%	1,992.36	1.97%
合计	60,709.61	100.00%	101,391.49	100%	105,631.75	100%	101,236.27	100%

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

### 2、未来公司成长性

**表 4: 公司募集资金投向 (万元)**

项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金额	项目核准/备案情况
15 万辆乘用车项目 (二期 5 万辆)	86,544.90	85,000.00	发改工业 (2005) 2696 号
摩托车生产基地建设项目	51,223.60	35,000.00	渝发改工 (2010) 34 号渝经信汽车 (2010) 2 号
动力基地项目	29,928.30	28,000.00	发改工业 (2005) 2696 号
20 万台汽车发动机项目 力帆年产 100 万台通用汽油机项目			渝新计发 (2010) 129 号
合计	167,696.80	148,000.00	-

资料来源: 上市公司招股意向书

### 3、未来公司成长性

**宏观经济及居民收入保持持续快速增长。**近十年来,中国宏观经济始终保持健康、高速增长。虽然在全球金融危机的影响下,2008 年四季度出现了一定幅度的回落,但在 2009 年一系列宏观调控政策的作用下,中国经济率先回暖,全年 GDP 同比增长 8.7%。城镇及农村居民人均可支配收入稳步提升,居民购买力不断提高,消费逐渐从解决衣食问题向改善住行问题转变,这为汽车、摩托车行业的快速发展提供了良好的外部环境和巨大的市场空间。

**国家产业政策的支持。**2009 年,工业和信息化部就《汽车产业发展政策(修订稿)》征求意见,要求至 2015 年,中国自主品牌乘用车将达到国内汽车市场 50%的份额,其中自主品牌轿车约占国内汽车市场 40%;同时鼓励以自主品牌轿车为首的汽车出口、鼓励新能源汽车发展等。随着 2009 年初国务院通过《汽车产业调整和振兴规划》,各相关部门相继发布了《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》、《汽车

摩托车下乡实施方案》、《汽车以旧换新实施办法》等一系列政策，以及自 2009 年 1 月 1 日开始实施的成品油税费改革，很大程度上刺激了小排量汽车、摩托车产品的消费，有效促进了行业发展。

**汽车行业处于发展初期，成长空间较大。**我国汽车行业历经近 10 年的快速发展，至 2009 年已位居世界汽车第一大国，但人均汽车保有量水平远低于全球平均水平，更低于美国、德国、日本等发达国家，甚至不及巴西和俄罗斯。我国汽车行业尚处于发展初期，距世界汽车强国仍存较大差距，未来成长空间较大。

**汽车流通行业向县级城市延伸，三四级市场成为新一轮汽车消费热点。**国内汽车市场新的增量主要来自于三级、四级和五级城市，市场增长点从中心城市向中小城市转移，由此引发厂家主导的渠道正在由单一 4S 模式向多层次发展，从旗舰店到城市展厅，从 4S 店到单一功能店，以适应不同级别城市渠道网点布局的需要，汽车流通行业由中心城市向中小城市渗透，将有力促进三四级城市，甚至是五级城市的汽车消费，进而带动行业进入新一轮发展高潮。

**公司竞争优势。**公司始终把“力帆三件宝：创新、出口、信誉好”作为公司成长发展的经营哲学，坚持自主品牌、自主研发和国际化战略。借鉴本田等企业的成功发展模式，公司围绕动力技术培育核心竞争力，打造摩托车、汽车、通用汽油机三大业务板块；围绕全球市场进行产业布局，实现国内和海外市场的齐头并进。经过十多年经营实践，公司在明确战略的指引下，突出主业，适时进行产业延伸，不盲目扩张，实现了可持续发展，并形成了在技术研发、渠道营销和品牌建设方面的核心竞争优势。

## 四、风险因素

**主要原材料价格波动的风险。**公司生产摩托车、乘用车以及通用汽油机等产品需要向上游企业采购大量的零部件。近年来，钢材、铝、橡胶、塑料等大宗原材料价格波动较大，尤其在 2008 年 6 月以前，原材料价格曾经持续上涨，上游零部件生产企业的生产成本大幅度上升。尽管 2008 年下半年以来主要原材料价格出现下跌，目前也处于较为稳定状态，但不排除今后再次出现对生产企业不利的波动。当供货商提高零配件供应价格时，虽然公司可以通过诸如推出新品、转嫁成本、优化工艺、减少损耗等措施，消化零部件价格的上涨，但如果主要原材料价格上涨幅度过大过快，则可能会对公司盈利产生一定影响。

**汽车消费政策和产业政策调整风险。**汽车产业是国民经济的支柱产业，在我国的经济发展中具有战略地位。在国家刺激内需和鼓励消费的背景下，汽车行业作为产业链长、对经济拉动明显的行业，在未来较长时期内将属于消费政策和产业政策鼓励的行业。此外，未来如果由于宏观经济过热导致汽车产业投资过度或者汽车消费导致环境污染加剧和城市交通状况恶化等情况，政府亦可能对汽车产业政策进行调整。政策的调整将对汽车生产和消费市场产生较大的影响，从而使包括公司在内的汽车生产企业的经营受到一定影响。

**国内“限摩、禁摩”政策扩大的风险。**随着国内城市汽车普及率的提高及城市交通管理难度的增加，“限摩、禁摩”的风险不仅长期存在，并且可能会有更多的城市加入“限摩、禁摩”行列。上述风险对公司国内城市市场开拓而言是一项不利因素，可能延缓公司对行业的整合进程，增加未来面临竞争对手挑战的风险。

## 五、公司盈利预测

表 6: 2010-2012 年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5329	7461	10445	13579
营业成本	4315	6081	8544	11121
营业税金及附加	108	138	199	257
营业费用	278	405	559	731
管理费用	235	329	461	600
财务费用	52	69	83	89
资产减值损失	4	-1	1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	9	9	9
<b>营业利润</b>	<b>347</b>	<b>448</b>	<b>607</b>	<b>791</b>
营业外收入	7	9	8	8
营业外支出	7	8	8	8
<b>利润总额</b>	<b>347</b>	<b>449</b>	<b>607</b>	<b>791</b>
所得税	46	55	76	99
<b>净利润</b>	<b>301</b>	<b>393</b>	<b>531</b>	<b>692</b>
少数股东损益	-3	-4	-6	-7
<b>归属母公司净利润</b>	<b>305</b>	<b>397</b>	<b>536</b>	<b>700</b>
EBITDA	502	630	826	1036
EPS (元)	0.41	0.42	0.56	0.74

资料来源: 国都证券

## 六、估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测, 公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.42、0.56、0.74 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 28-32 倍 PE 为询价依据, 建议网下询价区间为 11.69-13.36 元。

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			