

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751760 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 谭焜元 (8621) 68751760 tanky@cjsc.com.cn

张乐 (8621) 68751760 zhangle@cjsc.com.cn

力帆股份：扎根基层，走向世界

事件描述

- 力帆股份拟采用网下向配售对象询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式发行 A 股，本次发行前公司总股本为 751,445,087 股，本次拟公开发行不超过 200,000,000 股，发行后公司总股本不超过 951,445,087 股。
- 公司募投资金拟投资于三个项目：1、15 万乘用车二期项目（5 万辆）；2、摩托车生产基地项目；3、动力基地项目。拟投资总额 167,696 万元，其中募集资金投资 148,000 万元。项目投产后，将增加产能乘用车 5 万辆、摩托车整车 30 万辆、摩托车发动机 90 万台、汽车发动机 15 万台和通用汽油机 60 万台。

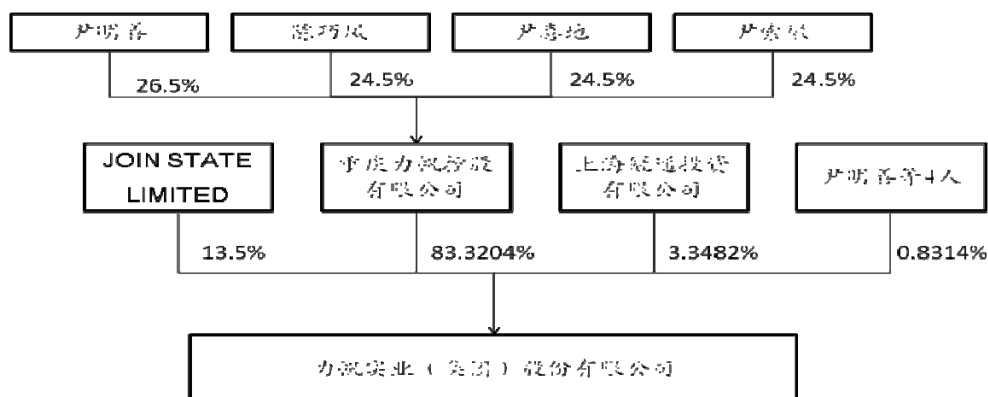
我们预计，2010-2012 年，按照发行后股本计算公司每股收益 0.46，0.63，0.84 元，可以按照 2010 年业绩 20-25 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 12.6-15.7 元。

事件评论

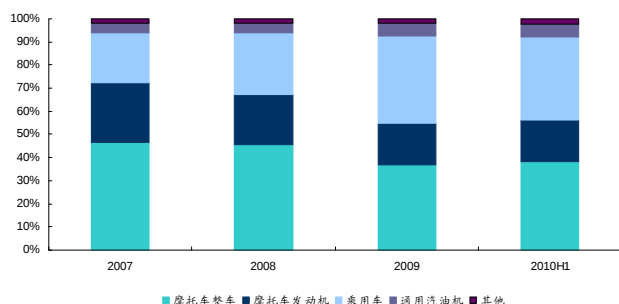
公司概况

公司主要从事摩托车、汽车、通用汽油机的研发、生产和销售，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）。自 1992 年进入摩托车发动机领域开始，公司逐步将业务领域拓宽至摩托车整车、通用汽油机、汽车发动机以及汽车整车，公司早期以技术研发为立身之本并贯穿始终，中期凭借营销实施能力提升公司知名度，最终汇聚于品牌建设、力争成为民族工业先锋的发展之路。

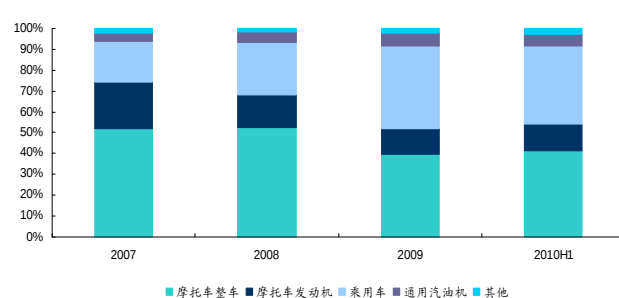
公司是我国从事摩托车、汽车发动机和整车业务、通用汽油机业务的知名民营企业。在公司三项主要业务板块中，摩托车业务起步最早，公司在摩托车发动机领域拥有深厚的技术积淀，摩托车整车则构成了公司主营业务和主营毛利的重要组成部分；汽车业务从 2006 年开始起步，随着近年来国内汽车市场的发展而迅速成长，在公司主营构成中的比重逐年上升，2009 年已占到主营收入和主营毛利的 38%和 39.7%；通用汽油机业务技术以公司摩托车发动机技术为基础，在 2001 年进入该领域后稳步增长，近年来在公司收入和毛利中维持在 5%左右的水平。

图 1: 公司发行前股权结构


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 2: 公司主营收入构成


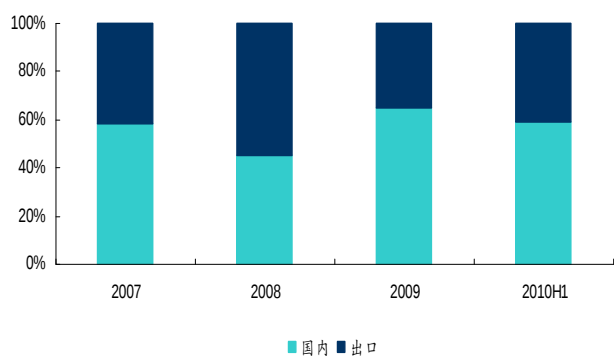
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 3: 公司主营毛利构成


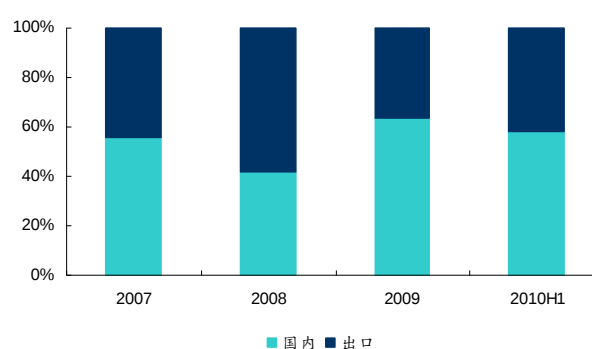
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

海外与内销并重是公司重要的市场战略

公司始终将动力技术研发和出口营销两项作为重要的发展手段，国外出口市场在公司业务中占据了很大比重，近年来除了 2009 年受到金融危机影响，国外需求萎缩，其余年份国外市场收入和毛利占全部营业收入和营业毛利的比重均超过了 40%，因此公司对于出口市场的依存度较高。

图 4: 公司主营收入按内、外销划分


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

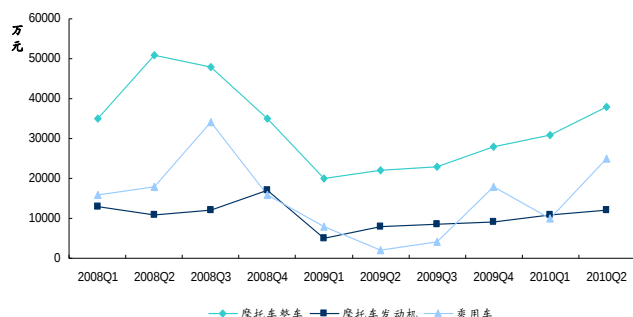
图 5: 公司主营毛利按内、外销划分


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司出口业务自 08 年三季度开始出现明显下滑，09 年出口缓慢回升但是处在低位，因此公司主营收入在 09 年出现

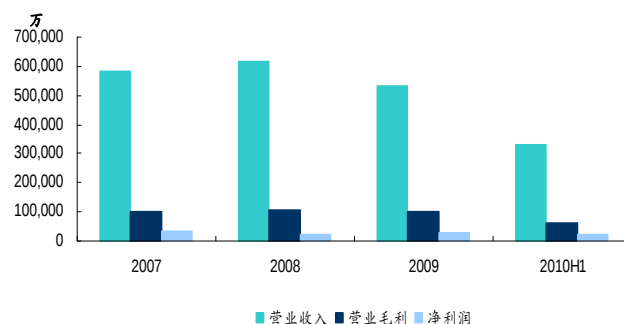
了 13.33% 的负增长，2010 年随着出口市场的复苏，公司上半年主营业务收入增速也达到了 37.4%。

图 6：公司主要产品季度出口情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 7：公司近年来营业收入、净利润变化

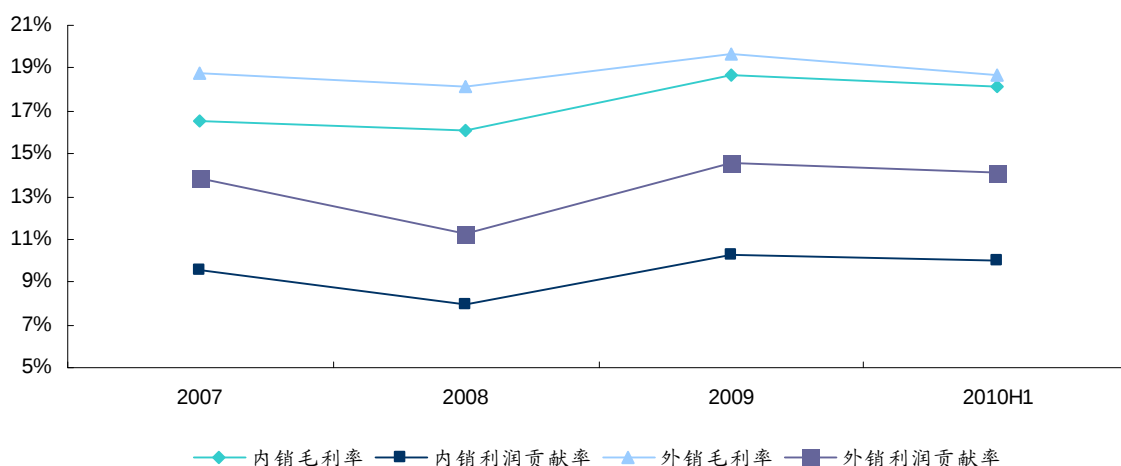


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

从内外销市场盈利能力的对比上来看，无论以毛利率还是利润贡献率来衡量，外销的盈利能力都强于内销市场。这其中，内、外销的毛利率水平还较为接近，但是利润贡献率水平上外销领先近 4 个百分点，差距明显，这主要是由于公司外销产品出口退还消费税，因此税负较低，同时海外销售以经销商模式为主，销售费用由经销商承担。

由此我们认为，海外市场对于公司有着非常重大的意义，公司在海外销售方面已经积累了一定的网络优势和营销经验，随着募投项目投产带来的产能大幅提升以及国内乘用车、摩托车市场竞争的日益激烈，未来对于海外市场销售的维护与拓展将成为公司业绩增长的关键动力之一。

图 8：公司内外销业务毛利率和利润贡献率



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

注：利润贡献率 = (营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用) / 营业收入

摩托车业务：龙头地位稳固，整合提升空间

公司摩托车发动机和整车业务均为行业领先

公司以摩托车发动机业务起家，在摩托车发动机领域拥有深厚的技术积淀。发动机是摩托车最核心的零部件，在整车成本中约占 30% 的比例。公司具备了 250 万台的摩托车发动机生产能力，所生产发动机中三分之一为公司摩托车整车配套，其余三分之二对外销售，产销规模 2005-2008 年均为行业第一，2009 年与 2010 年上半年为行业第二。借助于在发动机领域内的强大优势，公司的摩托车整车业务发展迅速，市场份额从 2005 年的第六位快速上升至 2008 年的行

业第三，09 年虽然因为出口下降的影响而下滑，但 10 年上半年随着出口业务快速复苏而重新回升。

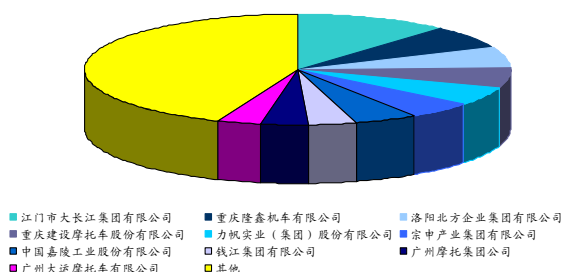
表 1: 公司摩托车发动机、整车市场份额和行业地位

年份	发动机市场份额	行业排名	摩托车整车市场份额	行业排名	整车出口份额	行业排名
2005	11.8%	1	5.0%	6	11.5%	1
2006	11.5%	1	6.3%	5	8.5%	3
2007	11.4%	1	6.2%	4	6.0%	3
2008	12.1%	1	6.5%	3	9.4%	2
2009	11.9%	2	5.8%	5	7.7%	2
2010H1	11.7%	2	6.2%	3		

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

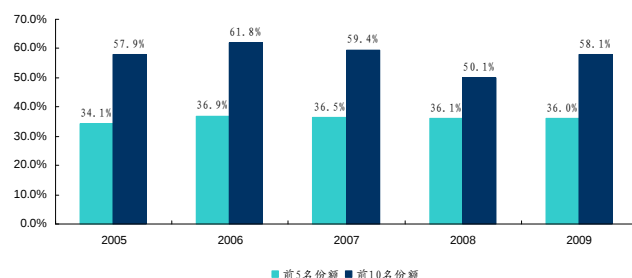
公司在摩托车整车领域的主要竞争对手包括江门市大长江集团、重庆隆鑫机车、洛阳北方企业集团、重庆建设摩托车股份有限公司、宗申产业集团、嘉陵工业股份等。其中，大长江集团目前市场占有率达 11.7% 遥遥领先，而包括力帆在内的 6 家公司市场份额都在 5%-6% 之间，彼此间差距并不大。而另一方面，我国摩托车市场在过去 5 年间行业集中度不升反降，2009 年前 5 大摩托车企业市场份额之和仅为 36%，前 10 大摩托车企业市场份额之和仅为 58.1%，行业集中度较低，反映出我国摩托车行业存在较多小型企业的现状，根据公司介绍，截至 2009 年我国共有约 210 家摩托车生产企业。我们认为摩托车行业在未来将存在整合的空间，特别是“国三标准”的执行和未来的后继政策将成为引发行业整合的动力，公司作为目前的行业领先者之一，将有可能从整合中获益。

图 9: 2009 年前 10 大摩托车企业市场份额



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 10: 近年来摩托车行业市场集中度变化



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

摩托车出口业务的利润相对于国内市场更为丰厚，公司由于对海外市场开拓较早并且拥有健全的海外销售网络，在摩托车出口市场上始终占据前三。此外，根据中国汽车工业协会的统计，2008 年公司 100ml 以下排量段的摩托车销量占公司总销量的 3.4%，占该排量段行业销量的 1.8%；而在技术门槛高、利润更丰厚的 150ml 及以上排量摩托车的销量占公司摩托车总销量的 27.3%，占该排量段行业销量的 14.2%，位居行业第一。公司在出口市场和大排量市场的优势保证了公司的龙头地位和盈利能力。

根据世界品牌实验室评定的《中国 500 最具价值品牌》排行榜，2009 年力帆的品牌价值达 34.84 亿，位居重庆民营企业之首。

表 2: 公司摩托车领域优劣势

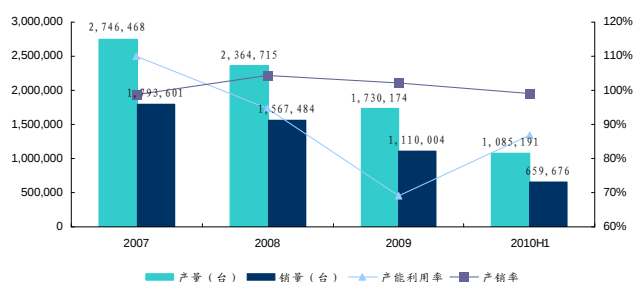
主要优势		主要劣势
研发能力	专利 1566 项, 专利申请权 2013 项	厂区分散 重庆即存在三大基地, 又与发动机厂孤立, 增加物流成本和管理难度, 制约公司效率
盈利能力	出口、大排量业务占比高	
产业配套	重庆摩托车零部件企业聚集	
国内网路	截止 09 年底, 6401 个经销商, 9101 个经销网点	
海外网络	海外代理商遍布主要国际市场	
快速市场响应	发动机覆盖 50ml-400ml 排量区间, 整车产品涵盖 6 大系列	

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

金融危机后摩托车业务复苏明显

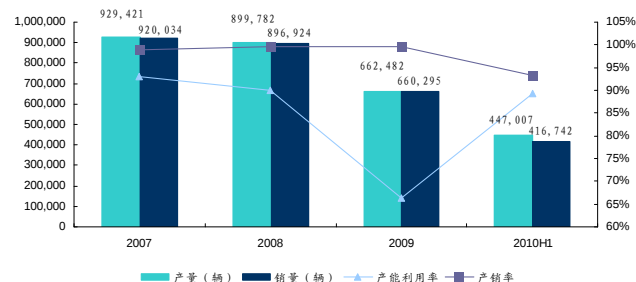
公司具备了摩托车发动机产能 250 万台, 整车产能 100 万台, 分布在重庆、广东江门以及越南等区域, 其中重庆发动机产能 210 万台, 整车产能 70 万台。07、08 年发动机产能利用率达到 109%、94%, 整车产能利用率 07、08 年达到 92.9%和 89.9%, 尽管 09 年受到金融危机影响二者双双下降到低于 70%, 但是从 10 年上半年情况来看产能利用率已经稳步回升, 发动机业务达到 86.8%, 整车业务达到 89.4%。

图 11: 摩托车发动机产销量、产能利用率和产销率



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部。发动机销量为扣除对内配套后销量, 产销率已作相应调整

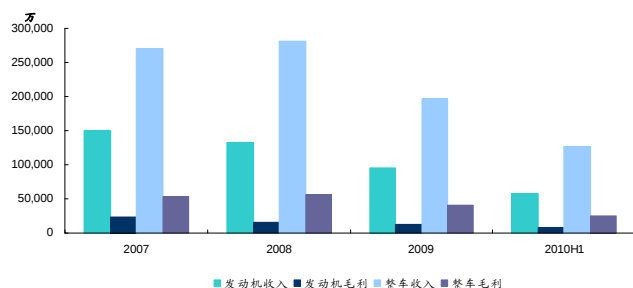
图 12: 摩托车整车产销量、产能利用率和产销率



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

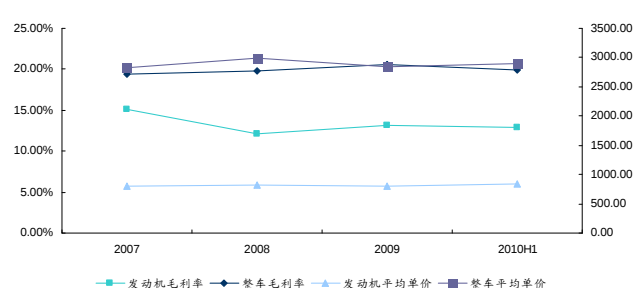
从销售收入上看, 09 年发动机和整车销售收入分别下滑了 28.8%和 30.2%, 但 2010 年上半年销售收入明显回升, 发动机和整车业务收入分别同比上升 25.4%和 32.9%。公司摩托车发动机和整车平均单价近年来保持稳定, 发动机保持在 797 元到 838 元之间, 整车保持在 2817 元到 2906 元之间, 毛利率水平维持平稳, 发动机约为 13%, 整车业务约为 20%。

图 13: 摩托车发动机、整车近年来收入和毛利



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 14: 摩托车发动机和整车近年来平均单价和毛利率

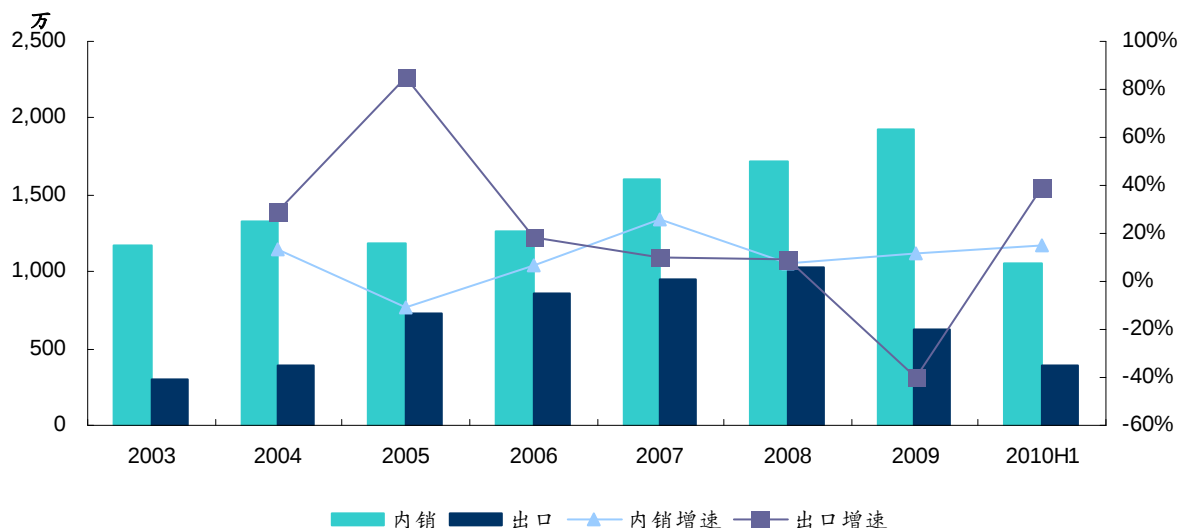


资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

行业前景：农村和出口市场值得期待，政策风险与机遇并存

2003 年到 2009 年间,我国摩托车销售量保持了年均 9.7%的复合增长率,总销量从 2003 年的 1475 万辆提高到了 2009 年的 2547 万辆。其中,国内销售量从 2005 年期连续 5 年保持了正增长,而出口数量在 2009 年由于受到了金融危机的影响下滑严重。今年上半年,出口呈现明显的恢复态势,同比增速达到了 39.24%,而内销增速也达到 14.7%,快于去年的 11.9%。我们认为,今年 7 月 1 日起将执行的摩托车排行“国三标准”推动了摩托车企业在上半年加速销售存量“国二标准”下的产品,促使今年上半年销售情况良好。

图 15: 2003-2009 年我国摩托车行业销量

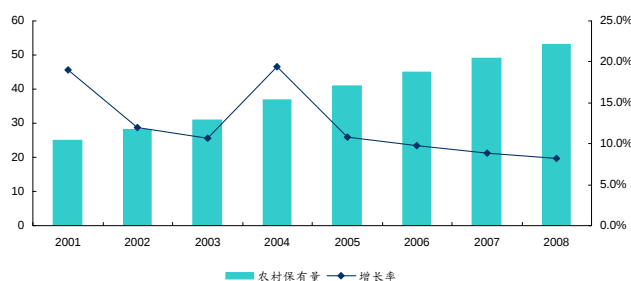


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

注：利润贡献率=（营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用）/营业收入

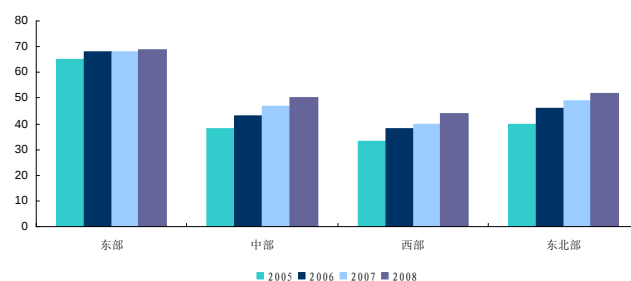
由于国内近 100 个城市推出了禁摩令,我们预计会对摩托车在城市的销售造成一定的影响。而在农村市场,国家于 2009 年 3 月推出的摩托车下乡政策给予农民购买摩托车 13%的补贴,最高 650 元,此后又将优惠政策延长到了 2013 年 1 月 31 日。根据财政部统计,2010 年上半年全国共补贴下乡摩托车近 411.7 万辆,按此计算已经占到上半年摩托车国内销量的 39%。近年来我国农村汽车保有量呈稳步上升的态势,但是由于中西部地区每百户农村家庭摩托车保有量仍然较低,我们预期持续的政策优惠将会刺激农村、特别是中西部地区农村的摩托车消费,使其成为摩托车行业的未来几年内的持续增长点。

图 16: 近年来农村每百户摩托车保有量



资料来源：中国汽车工业协会，长江证券研究部

图 17: 平均每百户农村家庭摩托车保有量（按区域）



资料来源：中国汽车工业协会，长江证券研究部

目前我国摩托车保有量大约在 1 亿量,平均每辆寿命在 5-10 年之间,以每年 12%损坏计,每年更新量将达到 1200 万辆。如果保守估计仅有 50%的车辆进行更新,每年仅更新一项将拥有 600 万辆的市场空间。

另一项对摩托车行业有重大影响的政策是“国三标准”执行时间的确定。2009年7月，环保部规定在全国范围内，所有制造、销售、注册登记的二轮摩托车和两轮轻便摩托车自2010年7月1日起，三轮摩托车和三轮轻便摩托车自2011年7月1日起，大气污染物排放须符合“国三标准”要求，同时停止制造、销售、注册登记不符合标准要求的相应类型的车辆。

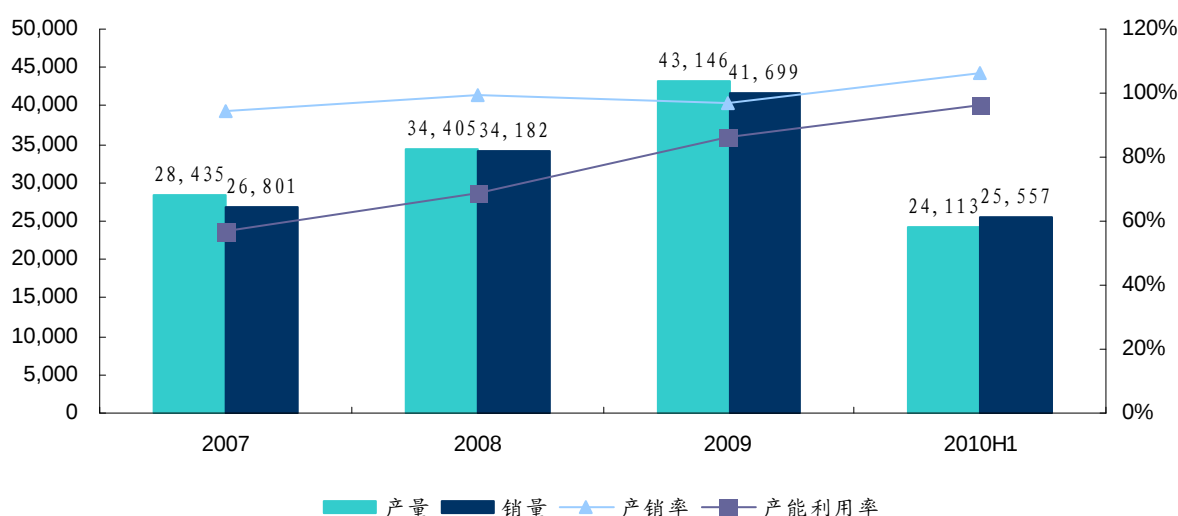
我们预计，“国三标准”的执行将会在一定程度上将会提高摩托车企业的生产成本，为企业盈利带来压力；但是另一方面更加严格的标准也会加速行业的洗牌，为行业带来整合的机会，中小生产企业由于缺乏核心技术而失去市场进入资格，而包括公司在内的摩托车行业领先企业而言，由于已经提早准备并且拥有相应的技术优势，将能够把握国三标准执行带来整合空间。总体而言，行业新政策带来的风险将与机遇并存，公司的技术水平和营销能力将是能否脱颖而出的关键。

乘用车业务：未来增长的引擎

从无到有，圆梦轿车

作为从摩托车发动机起家的民营企业，力帆在依托摩托车发动机领域技术优势先后进入摩托车整车、通用汽油机业务领域之后，毅然投身了轿车制造行业。2005年12月力帆获得国家发改委批准得到轿车制造资格，2006年1月第一辆力帆520上市销售，在不到5年的时间里，力帆的轿车业务稳步成长，销量逐年提升，2010年上半年产量24,113量，产能利用率已经达到了96.5%，产销率达到106%，产品供不应求。而在轿车出口市场份额上，力帆更是在2010年上半年出口了轿车7470辆，排入了全国前三。

图 18：力帆乘用车产销量、产能利用率和产销率



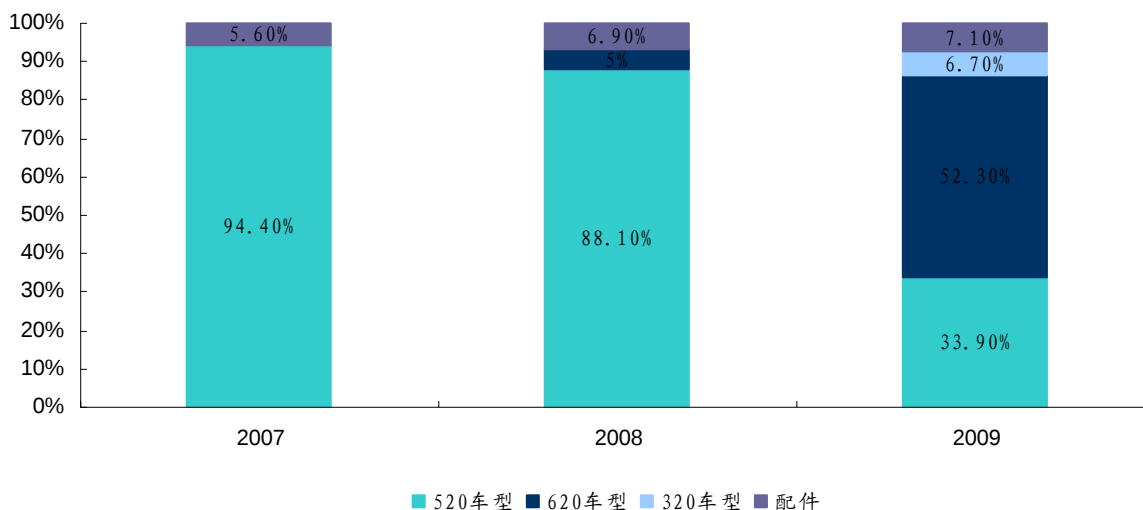
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司的轿车业务营业收入和营业毛利随着汽车产销量的逐年上升而同步提高，08、09和10年上半年的销售收入同比增速分别达到28.7%、25%和49.8%，与此同时，09、10年的毛利率水平也有所提升，这主要是因为公司在2008年底推出了力帆620车型，定位于B级车，毛利率较高，而在2009年轿车销售收入中，620车型占比大幅提升。根据公司披露，09年力帆620车型的内销和出口毛利率分别为20.65%和20.87%，而力帆520车型内销和出口毛利率仅为17.84%和19.25%。

除了目前的主力车型力帆520、力帆620外，公司还在2009年上半年推出了两厢微轿力帆320，公司还计划在现有车型系列基础上推出SUV车型和定位于相对更高端的中级车力帆720车型。随着这些车型在将来的推出，力帆乘用车业务将迎来更广阔的发展空间。

车的产品线将进一步丰富。同时我们预计毛利更高的 720 车型将进一步提高轿车业务的整体毛利率。

图 19：力帆乘用车产品近年来销售结构变化



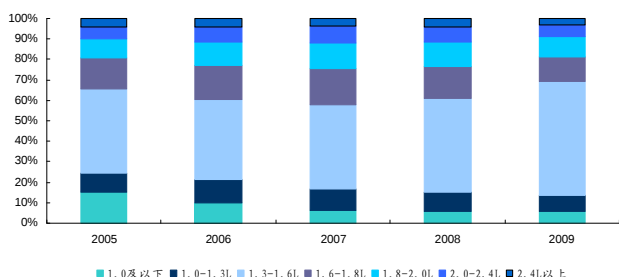
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

在乘用车领域，除轿车外，公司今年 6 月投产了一款微客车型，公司预计 10 年销售量能够达到 12,000 到 13,000 辆，明年计划销售 36,000 以上。此外，公司的 SUV 产品已经上了公告，预计将于今年 12 月开始销售，该车型将分为 1.8L 和 1.6L 两个排量，前者售价约在 8 万元，后者在 6 到 7 万元之间。

行业前景：小排量乘用车市场迅速增长带动公司产品销售

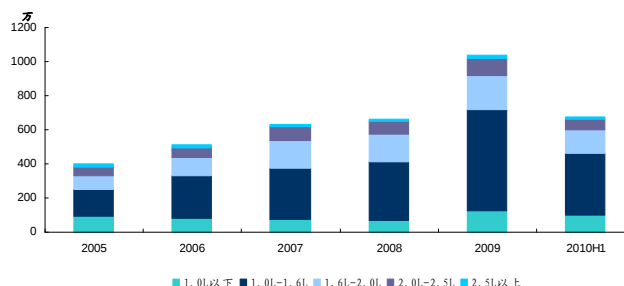
公司目前上市的四款轿车全部为 1.3L、1.5L 和 1.6L 的小排量车型，售价均在 8 万元以内。在 08、09 年整体汽车销售情况良好的背景下，1.3L-1.6L 排量段的轿车车型销售增长最为迅速，而公司产品恰好全部属于这一排量段。细分市场的快速发展给公司 09、10 年乘用车的销售吹来了东风。

图 20：2005-2009 国内轿车分排量销售结构



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

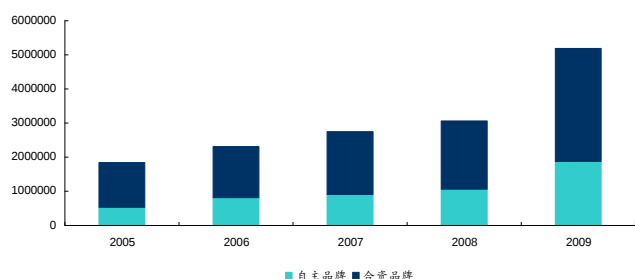
图 21：2005-2009 国内乘用车分排量销量



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

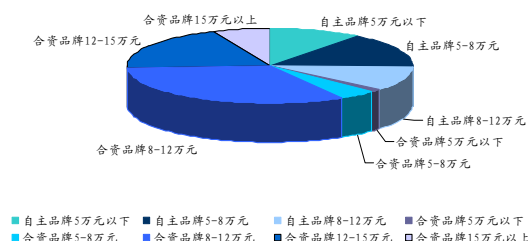
在 1.6L 以下小排量轿车市场中，自主品牌由于自身价格优势，在低价轿车领域占据了优势，并且开始向高价轿车领域拓展。在 5 万元以下和 5-8 万元的市场上已经开始占据绝对优势，分别占据 10.6% 和 14.8% 的市场，而合资品牌占据 1.6% 和 4.1% 的份额；在 8-12 万元的市场上，自主品牌汽车份额也达到了 10.6%，外资品牌则为 32%；12-15 万元以及 15 万元以上价格段共占 1.6L 以下轿车市场的 26.2%，目前这一市场全部被合资品牌占据。

图 22: 1.6L 以下自主品牌和合资品牌轿车销量



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 23: 1.6L 以下自主品牌和合资品牌份额



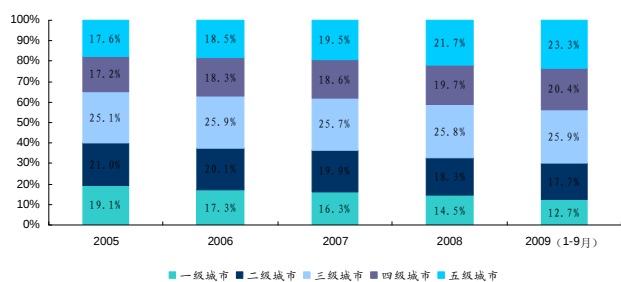
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

根据公司的发展战略, 乘用车目前将集中在小排量、低价格领域内, 通过准确的市场定位布局快速增长的区域市场, 同时期望像摩托车业务一样通过利用已有的海外销售网络扩展海外市场, 计划未来出口销量占到整体销售的 40%。

近年来我国乘用车销量增长的区域呈现明显的变化, 按照新华信城市汽车指数划分的城市级别来看, 一、二级城市的销量份额出现了明显下降, 三级城市的份额基本维持稳定, 而四、五级城市份额提升明显, 显示其正成为我国乘用车销售增长的主要地区。我们认为, 由于道路、停车位等多种因素制约, 一、二级城市乘用车在到达一定程度后增速将变缓, 而广阔的三、四、五级城市和农村市场将成为未来乘用车增长的主力区域。(注: 新华信城市汽车指数涵盖反映城市生产能力、消费能力、生活水平等的 23 个变量, 是反映一个城市社会经济发展水平和汽车消费实力的综合指标。按其划分结果, 一级城市包括北京、上海、广州、深圳 4 个城市, 二级城市包括天津、重庆、南京、苏州等 11 个城市, 三级城市包括昆明、大连、绍兴、哈尔滨等 14 个城市, 四级城市包括南阳、邯郸、扬州、乌鲁木齐等 64 个城市, 五级城市包括枣庄、连云港、开封、阜新等 237 个城市。)

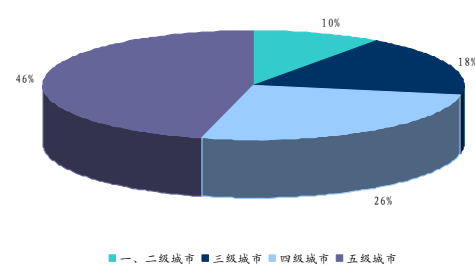
力帆股份 2009 年的乘用车一级经销商布局也显示, 公司通过准确的市场定位, 配合小排量低价位车型的产品定位, 将很有可能把握三级以下城市市场高速增长的良机。

图 24: 近年来我国不同级别城市乘用车销售量份额变化



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 25: 2009 年力帆乘用车一级经销网点布局



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

我们认为由于在经历了 09 年开始的一轮行业高景气之后, 目前国内各大汽车生产企业的产能扩张计划均较为庞大, 因此未来几年内国内汽车市场的竞争将会日趋激烈。公司作为乘用车领域的后进入者, 在产能不具备明显规模优势的情况下, 市场定位和区域布局将成为公司乘用车业务能否突出重围的关键所在, 我们将关注公司的乘用车业务在海外市场上能否重复摩托车业务所取得的成功。

进军乘用车领域, “台下十年功”

“造轿车”是公司董事长尹明善的梦想, 也是中国众多相关行业的民营企业家的梦想。然而, 乘用车制造和销售对于技术、资金、营销、管理等方面的要求都非常之高, 特别是对于资源和实力相对受到限制的民营企业而言, 失败的风险

很大。然而我们认为，公司作为我国摩托车发动机和整车领域的领先企业，进军乘用车业务并不是盲目做出的尝试，而是经过了足够的积累积淀后果断做出的业务拓展。事实上，进入轿车领域后近 5 年以来公司乘用车产销规模的不断提高正是公司厚积之后取得的成果。

提升发动机等关键零部件研发生产能力。公司乘用车业务发展之初尚不具备自我配套的发动机生产规模，力帆 520 车型的部分产品装配了进口发动机，此后公司逐步形成了与其现有的乘用车规模相匹配的发动机研发和生产能力。在具体发动机技术方面，公司最初凭借其在热动力研发领域的技术积累，与世界知名汽车工程服务咨询公司——英国里卡多公司合作开发了 1.3LVVT 发动机。在此基础上，公司独立开发了 1.5LVVT、1.6LVVT 和 1.8LVVT 3 款具备自主知识产权的发动机，其动力、经济性指标较目前国内同排量机型更有优势。公司募投项目之一的动力基地项目就将生产以上型号的汽车发动机。

此外，通过与里卡多公司的合作，借助其国际水准的发动机和变速箱研发能力，公司在汽车关键零部件总成方面的技术水平提高迅速。

公司通过与上海中科深江电动车辆有限公司等合作设立上海中科力帆电动车有限公司（力帆持股 43%）进军电动汽车的研发和生产，目前已完成以力帆 620 为基础的样车，取得了工信部产品名录，并且应用于上海世博会的警务用车。

产品车型不断丰富。公司聚焦 1.3L-1.6L 排量乘用车市场，至今推出了四款经济型轿车和一款微客。于此同时，公司积极扩展产品线，SUV 车型和电动 620 车型已经上了公告。公司在本次发行前已经利用自有资金大力投入新产品平台研发，包括 CY02 平台（用于经济型中小排量 SUV 产品）、720 平台（中级轿车）、大微客平台以及 A00 平台（超微型轿车）。公司董事长尹明善反复强调，公司近年来在乘用车领域的不断投入将在未来几年迎来收获的季节。

国内外营销网络搭建。公司历来对营销网络的建设非常重视，目前乘用车网络在数量和规模上已经接近国内主要自主品牌的渠道建设水平，可以支撑 15-20 万辆的销售规模，足以应对公司募投项目带来的产能扩张。

表 3：乘用车国内外网络布局

	经销网络	生产基地
国内	截至 2009 年底，公司在全国 31 个省市自治区建立了 227 个一级经销 重庆 网点、360 个二级经销网点、470 家售后服务中心。	
国外	110 个海外汽车一级代理网点、209 个二级代理网点	在埃塞俄比亚设有独资汽车工厂，在俄罗斯、乌拉圭设有合资汽车 KD 工厂

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

配套体系不断完善，降低成本。公司依托重庆机械工业发达的优势，利用四年时间建立了完备的配套体系和供应商考核制度，通过月度和年度考评淘汰不合格供应商，对供应系统不断优化。

品牌培育。公司依托摩托车业务在海外取得的品牌效应，在乘用车的出口领域表现良好，而由于出口退税、海外销售费用由经销商负担等原因，乘用车出口利润率一般比内销利润率要高。公司通过投资足球俱乐部等举措大幅提高了在国内外市场的知名度，例如 2001 年促成重庆力帆队引进越南球星黎玄德的举动大大提高了力帆品牌在越南市场的知名度。根据世界品牌实验室评定的《中国 500 最具价值品牌》，2009 年公司品牌价值 34.84 亿，位居重庆民营企业首位。

通用汽油机业务：产能大幅扩张有望提升市场地位

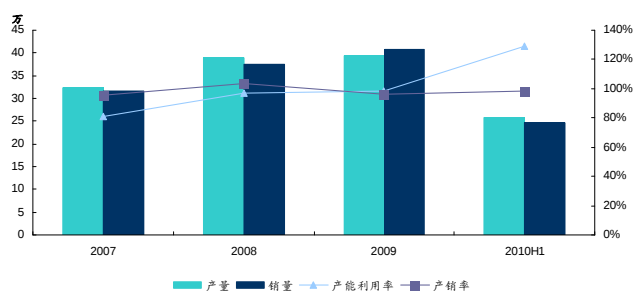
投入不足使得过去发展受限

通用汽油机 90% 以上的技术和摩托车发动机技术类似，公司凭借其在摩托车发动机领域的技术积累，在通用汽油机业务上具备了一定的优势。公司通用汽油机业务分为动力产品和终端产品两部分。动力产品包括 2.5HP 到 20HP 的各种型号水平轴汽油机动力、多种型号的垂直轴系列产品和减速机系列产品；终端机组包括发电机、水泵、草坪机等产

品。

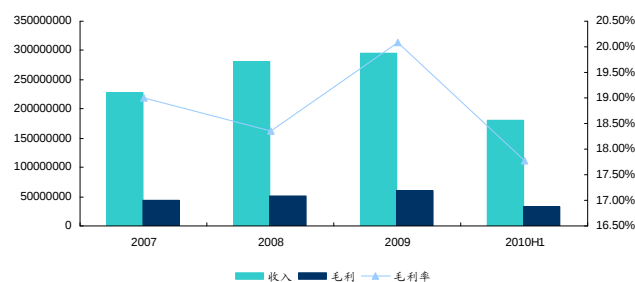
公司进入通用汽油机业务时间较早，从 2001 年就开始从事相关生产销售，但是由于对该部分业务投入的不足导致生产设施落后，产能规模小，未能进入行业第一梯队。08、09 年和 10 年上半年公司产能利用率连续达到 97%、98% 和 129%，产品销量受到产能限制严重，失去了许多订单。

图 26：通用汽油机产销量、产能利用率和产销率



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

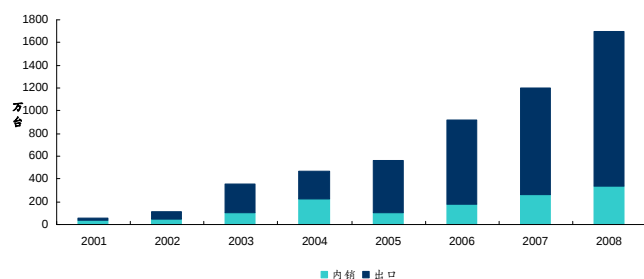
图 27：近几年通用汽油机业务收入、毛利和毛利率



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

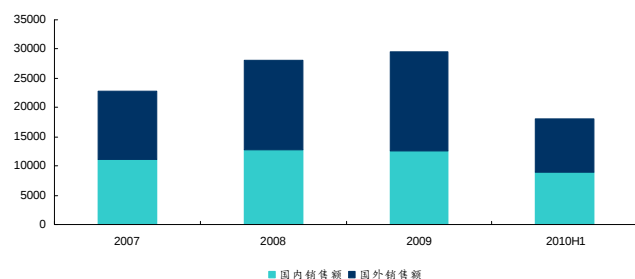
我国通用汽油机的整体销售情况主要以出口为主，从 2005 年开始出口通用汽油机数量一直维持在总销量的 80% 左右。而公司的销售结果虽然也以国外销售为主，但是出口收入比重占总收入比重在 2007-2009 年分别为 51.52%、53.29% 和 57.33%，仅略高于国内销售。2010 年上半年由于公司通用汽油机国内销售额有了 41% 的增长，使得海外销售占比下降至 50.6%，国内外销售持平。

图 28：2001-2008 年我国通用汽油机销量



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 29：力帆通用汽油机内、外销构成



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

农业现代化和国际产业转移带动我国通用汽油机行业发展

通用汽油机产品在西方发达国家主要作为日常家用动力工具之一，市场较为成熟，需要量也较大。例如，美国由于住房中独立住房占比较大，美国家庭用草坪园林机械、铲雪机、油锯等小型动力机械销售量也因而较大，据全美户外通机行业协会（OPEL）的统计，2007 年全美户外通用汽油机产品总销售量约 3,000 万台。除此以外，法国市场对发电机和割草机产品需求较大，俄罗斯队动力产品和园林机械产品需求较大。

而在我国，通用汽油机的销售增长将主要依托于农业现代化的进程。随着政府加大农机产品补贴的实施，农业机械化产业化将在我国形成新的发展高潮，微耕机、机动喷雾器、排灌机械等农机产品的需求量会大幅增加。

国内通用汽油机行业发展的另一动力来自于国际产业转移。由于我国通用汽油机产品具备成本优势，世界通用汽油机巨头纷纷将生产基地转移至中国或者寻求代工。世界第一大通用汽油机生产企业——B&S（百力通）公司已落户重庆；原嘉陵本田合资公司生产摩托车产品，本田增持成为大股东后，专门生产本田通用汽油机产品；德国科勒公司与银翔

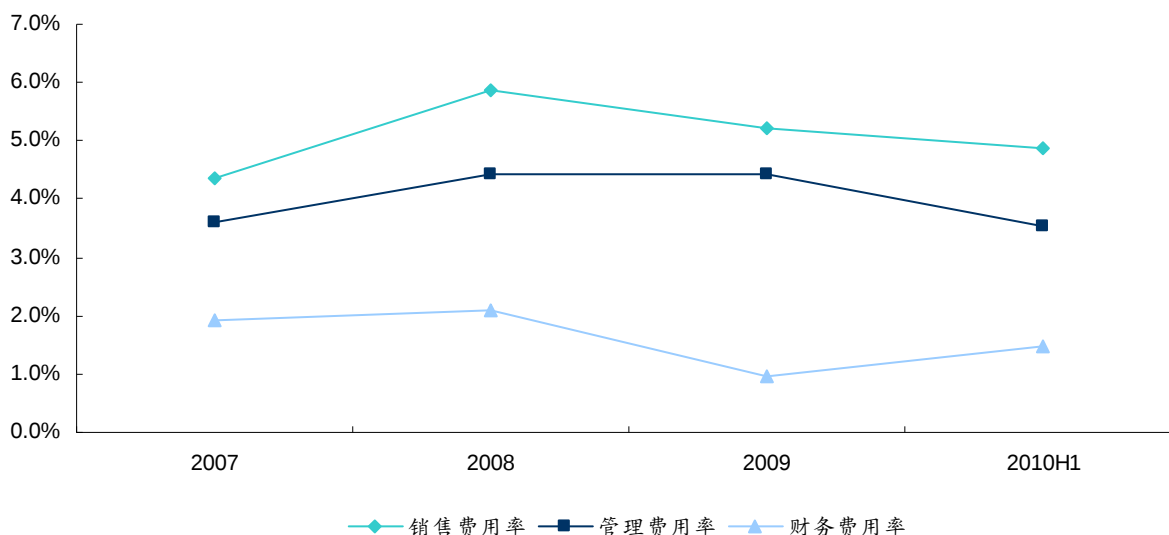
集团合资设立公司从事通用汽油机业务；宗申通过 OEM 的方式为美国 MTD 提供代工，目前 MTD 公司通用汽油机需求量的 20% 采购自宗申。

公司本次募投项目将大幅提高通用汽油机的生产能力至 100 万台，同时由于通用汽油机和摩托车在海外销售渠道上具备一定的共性，公司计划利用成熟的摩托车海外销售网络进一步拓展通用汽油机的海外业务。我们认为，公司此前通用汽油机发展相对缓慢主要是由于投入不够，产能受限，基于公司在摩托车发动机领域积累的技术优势和成熟的海外营销网络，我们认为新投产的通机产能投放后将大大提升公司在行业内的市场份额，成为公司继摩托车业务和乘用车业务后的又一增长点。

民企特质：盈利能力领先行业

公司近年来三费都在 08 年处于高点，09 年有所下降，除了 09 年受危机影响缩减开支外，还主要由于：第一，08 年新车型力帆 620 上市进行大量宣传导致销售费用较高；第二，08、09 年新车型（包括力帆 320、力帆 620 等）进行开发耗费较大；第三，08 年人民币对美元较大幅度升值导致公司汇兑损失大幅增加。此外，根据新股推介会上公司财务负责人的预测，本次公开募集如果成功，将能减少明年财务费用 5000 万元以上。

图 30：力帆股份费用率变化



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司作为重庆乃至全国优秀民营企业的代表，具备了民营企业良好的经营效率和谨慎的成本控制的特点，通过与同行业上市公司比较可知，力帆乘用车在毛利率上与行业平均水平接近，而在摩托车毛利率上大大领先于同行业上市公司，考虑到公司进入乘用车业务时间尚短，目前产能规模较小并且正在扩张之中，我们认为不排除在乘用车产能达到一定规模并且现有生产基地整合完成后公司毛利率有进一步上升的空间。在费用率控制方面，力帆控股与可比公司平均值接近，目前没有明显优势，但是考虑到募集资金对于财务费用的缓解作用以及原有分散的生产基地进行重整后将提高效率、公司从无到有的创业经历和民企的审慎作风，我们认为费用率将有可能下降。

表 4: 力帆股份与同行业可比上市公司毛利率、费用率比较

	毛利率			费用率		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007
海马股份	4.99%	6.20%	12.19%	6.55%	6.73%	3.40%
长安汽车	20.01%	15.00%	15.32%	14.51%	15.24%	14.33%
一汽轿车	22.10%	22.22%	23.38%	10.52%	10.98%	10.35%
一汽夏利	6.99%	7.00%	7.47%	12.98%	13.67%	11.01%
上海汽车	12.71%	11.55%	13.98%	10.83%	13.30%	14.09%
广汽长丰	25.59%	28.23%	27.57%	15.29%	14.67%	12.22%
平均值	15.40%	15.03%	16.65%	-	-	-
力帆乘用车	19.84%	16.63%	15.66%	-	-	-
钱江摩托	8.32%	17.41%	14.90%	10.45%	11.31%	8.49%
中国嘉陵	10.70%	7.26%	11.82%	10.10%	12.96%	9.81%
建摩 B	16.64%	5.81%	11.11%	16.83%	13.33%	11.46%
宗申动力	18.78%	14.23%	14.43%	5.38%	5.16%	4.91%
平均值	16.11%	11.18%	13.06%	11.34%	11.73%	10.01%
本公司摩托车及其他	18.52%	17.37%	17.93%	-	-	-
本公司综合	19.03%	17.18%	17.44%	10.60%	12.39%	9.88%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目分析

公司本次发行募集资金主要将用于以下项目：1）15 万辆乘用车项目（二期 5 万辆）；2）摩托车生产基地建设项目；3）动力基地项目，包括 20 万台汽车发动机项目和年产 100 万台通用汽油机项目。

表 5: 募投项目情况（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	募集资金投入	预计投资进度		
			第一年	第二年	第三年
15 万乘用车项目（二期 5 万辆）	86545	85000	43929.0	28672.0	13943.9
摩托车生产基地建设项目	51224	35000	29990.3	21233.3	-
动力基地项目：1）20 万台汽车发动机 2）年产 100 万台通用汽油机	29928	28000	23498.3	6430.0	-
合计	167697	148000	97417.6	56335.3	13943.9

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

15 万辆乘用车项目（二期 5 万辆）和摩托车生产基地建设项目将在第二年中期建成投产，动力基地项目将在第一年末建成投产。项目全部达产后各产品产能将有大幅度的提高，具体新增产能情况如下表所示：

表 6：募投项目达产后产能增加（单位：万台）

项目	现有产能	募投项目达产后产能	增长率
摩托车整车	100	130	30%
摩托车发动机	250	340	36%
乘用车	5	10	100%
乘用车发动机	5	20	300%
通用汽油机	40	100	150%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

15 万辆乘用车项目（二期 5 万辆）

公司乘用车业务产能利用率紧张，2010 年上半年已经达到 96.5%，公司拟利用募集资金在已建成的乘用车整车基地（一起基地）以北建设二期项目，新增以力帆 620、力帆 720 为代表的轿车产能 5 万辆，项目建设周期 18 个月。根据公司公布的项目可行性报告测算结果项目达产后将新增年销售收入 271,000 万元，新增年净利润 14,986.30 万元。其他主要财务指标如下表所示：

表 7：乘用车二期 5 万辆项目主要财务指标

指标名称	所得税前	所得税后
财务内部收益率（%）	22.02	17.27
投资回收期（年）	6.3	7.3
财务净现值（万元）	46,399.60	23401.1

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

摩托车生产基地建设项目

由于历史原因，公司摩托车业务目前在重庆的成产基地分散，共有 5 个厂区，包括三个摩托车整车厂和 2 个发动机厂区，拥有 70 万辆整车和 210 万台发动机的产能。公司拟利用募投资金对重庆摩托车生产基地进行整合，预计整合后可以大幅减少物流成本，提高管理效率，预计每年节省成本 2500 万元。

在整合现有发动机和整车产能的基础上，公司拟利用募集资金新增摩托车整车产能 30 万辆，发动机产能 90 万台，最终形成重庆基地 100 万辆整车和 300 万台的生产能力。更具公司披露的可行性研究报告测算结果，本项目达产后将新增年销售收入 449,000 万元，年净利润 26,978.40 万元，主要财务指标如下表所示：

表 8：摩托车生产基地项目主要财务指标

指标名称	所得税前	所得税后
财务内部收益率（%）	63.26	49.41
投资回收期（年）	3.29	3.73
财务净现值（万元）	157,086.50	110,623.50

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

动力基地项目

公里基地项目将新增汽车发动机产能 15 万台，整合现有产能 5 万台，形成 20 万台 VVT 汽车发动机生产能力，为公

司轿车、SUV 和微型客车业务发展进行配套；项目将同时新增通用汽油机产能 60 万台，整合现有产能 40 万台，形成 100 万台的生产规模。本项目建设期预计为 12 个月，根据可行性报告测算结果，建成达产后将新增年收入 236,169 万元，年净利润 14,566 万元，其他主要财务指标如下表所示：

表 9：动力基地项目主要财务指标

指标名称	所得税前	所得税后
财务内部收益率（%）	56.67	44.66
投资回收期（年）	3.24	3.71
财务净现值（万元）	85,481.50	59914.60

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

盈利预测与公司估值

我们认为，公司动力基地已经投产，摩托车明年年初将可能投产，乘用车项目明年年中将可能投产，未来产能规划有序，可以较早收获产能的扩张带来的收益。

我们预计，2010-2012 年，按照发行后股本计算公司每股收益 0.46，0.63，0.84 元，可以按照 2010 年业绩 20-25 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 12.6-15.7 元。

表 10：主营业务收入预测

万元		2008	2009	2010E	2011E	2012E
摩托车发动机	营业收入	132,951	94,579	127,682	153,219	157,815
	收入增长率	-11.6%	-28.9%	35.0%	20.0%	3.0%
	毛利率	12.1%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
摩托车整车	营业收入	281,669	196,508	255,461	306,553	423,043
	收入增长率	4.1%	-30.2%	30.0%	20.0%	38.0%
	毛利率	16.6%	19.8%	20.0%	21.0%	21.0%
乘用车	营业收入	162,118	202,669	304,004	486,406	656,648
	收入增长率	28.7%	25.0%	50.0%	60.0%	35.0%
	毛利率	16.6%	19.8%	20.0%	21.0%	21.0%
通用汽油机	营业收入	28,107	29,507	38,949	50,634	65,824
	收入增长率	22.9%	5.0%	32.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	18.4%	20.1%	19.0%	20.0%	21.0%
其他业务	营业收入	10,071	9,666	13,049	13,049	13,049
	收入增长率	-5.2%	-4.0%	35.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	16.3%	25.6%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	营业收入	614,916	532,930	739,145	1,009,860	1,316,379
	收入增长率	5.9%	-13.3%	38.7%	36.6%	30.4%
	毛利率	19.0%	18.4%	19.4%	19.7%	0.0%

资料来源：长江证券研究部

主要风险提示：

1. 中国汽车行业产能在未来迅速扩大或造成激烈的竞争和利润水平的下滑，为公司的乘用车业务带来负面影响。
2. 公司及大部分下属子公司享受依据西部大开发的税收优惠政策规定的 15%低税率，该优惠将于 2010 年到期，若届时优惠政策没有延期，公司将增加缴纳的所得税数额从而影响公司盈利。
3. 公司出口业务收入占总收入比重达到 40%，业务受到汇率波动影响较大。除可能产生的汇兑损益风险外，人民币升值将降低公司产品在海外市场的竞争力，带来经营风险。
4. 将来汽车摩托车消费补贴政策、购置税优惠政策取消将有可能给公司汽车和摩托车业务带来一定的负面影响。
5. 海外市场对公司业务非常重要，但海外市场扩张将可能受到他国政府的针对政策和贸易摩擦的不利影响。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5329	7392	10097	13167	货币资金	1674	1577	2214	3202
营业成本	4315	6009	8138	10573	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1014	1382	1959	2594	应收账款	904	1254	1713	2234
% 营业收入	19.0%	18.7%	19.4%	19.7%	存货	723	1006	1362	1770
营业税金及附加	108	150	204	266	预付账款	147	204	277	359
% 营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	其他流动资产	3	4	6	8
销售费用	278	362	555	737	流动资产合计	3728	4429	6095	8253
% 营业收入	5.2%	4.9%	5.5%	5.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	235	296	454	619	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.4%	4.0%	4.5%	4.7%	长期股权投资	278	278	278	278
财务费用	52	53	36	33	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	0.7%	0.4%	0.3%	固定资产合计	1574	1774	1915	1914
资产减值损失	4	22	28	32	无形资产	386	367	348	331
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	12	12	12	12
投资收益	10	0	0	0	递延所得税资产	14	3	4	4
营业利润	347	500	680	906	其他非流动资产	-136	-136	-136	-136
% 营业收入	6.5%	6.8%	6.7%	6.9%	资产总计	5855	6726	8516	10656
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	709	0	0	0
利润总额	347	500	680	906	应付款项	2076	2891	3914	5085
% 营业收入	6.5%	6.8%	6.7%	6.9%	预收账款	273	379	518	676
所得税费用	46	66	89	119	应付职工薪酬	9	12	17	22
净利润	301	434	591	787	应交税费	69	96	131	172
归属于母公司所有者的净利润	304.9	439.4	597.7	795.8	其他流动负债	170	235	322	420
少数股东损益	-3	-5	-7	-9	流动负债合计	3306	3614	4903	6375
EPS (元/股)	0.32	0.46	0.63	0.84	长期借款	780	780	780	780
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	6	0	0	0
经营活动现金流净额	501	1005	1264	1572	其他非流动负债	12	12	12	12
取得投资收益	11	0	0	0	负债合计	4104	4406	5695	7167
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1746	2320	2828	3504
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-290	-474	-501	-432	股东权益	5	0	-7	-16
其他	-282	0	0	0	负债及股东权益	1751	2320	2821	3489
投资活动现金流净额	-573	-474	-501	-432	基本指标	5855	6726	8516	10656
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.320	0.462	0.628	0.836
股权融资	120	200	0	0	BVPS	2.32	3.09	2.97	3.68
银行贷款增加 (减少)	479	-709	0	0	EV/EBITDA	8.59	4.35	2.79	1.48
筹资成本	165	-119	-126	-153	ROE	17.5%	18.9%	21.1%	22.7%
其他	-468	0	0	0					
筹资活动现金流净额	296	-628	-126	-153					
现金净流量	225	-97	637	987					

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。