

力帆股份 (601777) 定价报告

询价区间
11.25—13.50 元

可选消费 / 汽车与零部件

发布时间: 2010 年 11 月 24 日

投资要点:

- 公司实际控制人尹明善、陈巧凤、尹喜地、尹索微四人为家族成员，本次发行后，实际控制人所持股权为 65.67%，处于绝对控制地位。
- 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。
- 乘用车业务是本公司增长最快的业务，也将是未来几年推动本公司快速发展的主要动力。本次计划融资 14.80 亿元，其中 8.5 亿元用于新增 5 万辆乘用车产能的建设。公司现有乘用车产能 5 万辆。
- 摩托车发动机业务是公司从事最早、积淀最深的业务，也是公司产业向汽车发动机和通用汽油机延伸的基础。公司具备年产 250 万台摩托车发动机的生产能力，产销规模多年位居行业第一。
- 摩托车整车业务是本公司收入和利润构成的主体之一。2005 年至今，公司摩托车整车产销规模由行业第六升至第三，其中出口规模位居行业第二。
- 我们给予公司 A 股合理市盈率区间为 25-30 倍，对应开盘价区间为 11.25-13.50 元。

业绩预测:

	主营业收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	532,900	-13	30,500	53	0.38	17.7		
2010E	720,000	35	43,000	41	0.45	10.5		
2011E	950,000	32	55,000	28	0.58	12.5		
2012E								

发行数据

2010 年中期

发行前股本 (万股)	75,145
发行数量 (万股)	20,000
发行价格 (元)	14.50
发行前 EPS (元)	0.27
发行后 EPS (元)	0.21
发行前每股净资产 (元)	2.33
发行日期	2010-11-15
上市日期	2010-11-25
主承销商	国泰君安

分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550207100055

TEL: (8621)6337 7000-257

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulx@nesc.cn

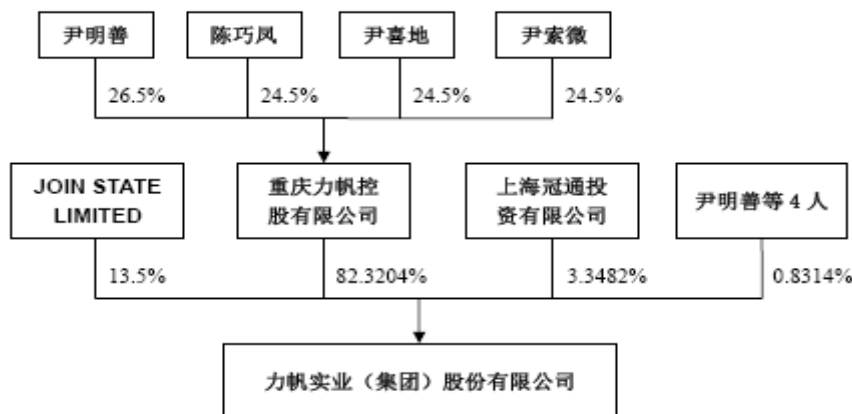
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼楼

邮 编: 200002

一、公司基本情况

1、公司股权结构

公司实际控制人尹明善、陈巧凤、尹喜地、尹索微四人为家族成员，直接持有本公司 0.8314% 的股份，并通过力帆控股间接持有本公司 82.3204% 的股份，合计控制本公司 83.1518% 的股份。如果按本次计划发行股数上限 20,000 万股计算，本次发行后，实际控制人所持股权将被稀释为 65.67%，但仍处于绝对控制地位。公司上市前股权结构如下：

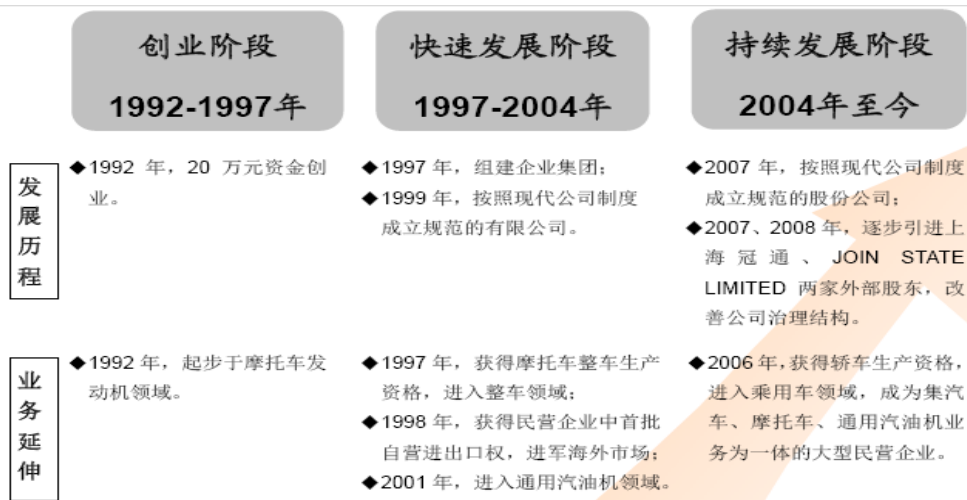


资料来源：公司招股说明书

2、公司创业经历

历经早期创业、成立有限公司运营到最终成立规范的股份公司并引入外部股东，业务领域从最初的摩托车发动机逐步延伸到摩托车整车、通用汽油机、汽车发动机以及汽车，发行人逐步成长为资产及收入规模均超过 50 亿元、业务遍及海内外的现代企业。

发行人发展历程鲜明的体现为：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。



资料来源：公司招股说明书

3、公司主营构成

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）。

摩托车发动机业务是本公司从事最早、积淀最深的业务，也是公司产业向汽车发动机和通用汽油机延伸的基础。发动机是摩托车最为核心的零部件，在摩托车成本构成中约占 30% 的比重，公司具备年产 250 万台摩托车发动机的生产能力，所生产的摩托车发动机中，约三分之一为本公司摩托车整车配套，其余三分之二对外销售，产销规模多年位居行业第一。

摩托车整车业务是本公司收入和利润构成的主体之一。公司具备年产 100 万辆摩托车整车的生产能力，依靠在发动机领域的强大竞争力，公司摩托车整车的行业地位和市场份额近年来稳步上升。2005 年至今，公司摩托车整车产销规模由行业第六升至第三，其中出口规模位居行业第二。



资料来源：公司招股说明书

乘用车业务是本公司增长最快的业务，也将是未来几年推动本公司快速发展的主要动力。公司具备年产 5 万辆乘用车的生产能力，自 2006 年推出第一款轿车以来，公司在四年内陆续推出四款排量在 1.3-1.6L 区间的中小排量轿车，并将在未来 1-2 年内推出微型客车和 SUV，排量扩展至 1-1.8L 区间，形成较为完备的乘用车产品线。2009 年，公司乘用车产量 43,146 辆，特别是随着四季度出口市场的逐步恢复，公司乘用车 10-12 月产量逐月攀升，分别达 3,801 辆、6,546 辆、7,137 辆。经过四年发展，公司乘用车业务在产品设计开发、工艺及配套提升、网络布局等方面已取得了较好的发展基础，并在出口领域取得领先，2008-2009 年，公司轿车出口规模连续两年位居行业第四，2010 年上半年升至行业第三。



资料来源：公司招股说明书

通用汽油机业务是本公司毛利率较高的业务，技术上与摩托车发动机接近。依托在

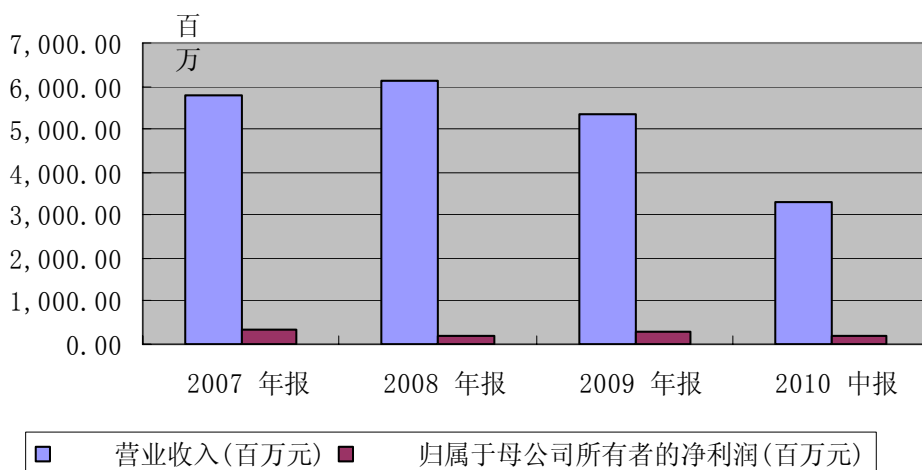
摩托车发动机领域的技术优势和覆盖海内外的摩托车营销网络, 本公司通用汽油机业务具备较好的发展基础。公司具备年产 40 万台通用汽油机的生产能力, 并将于 2010 年底之前形成年产 100 万台通用汽油机的生产能力。



资料来源: 公司招股说明书

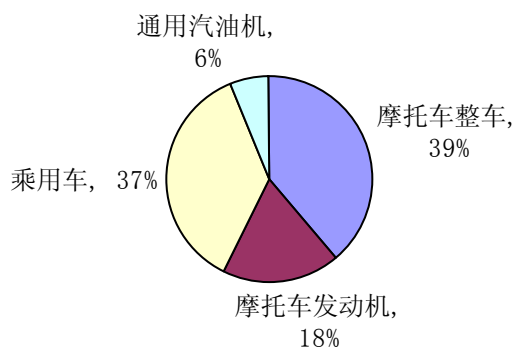
4、公司财务分析

公司营业收入与净利润趋势图



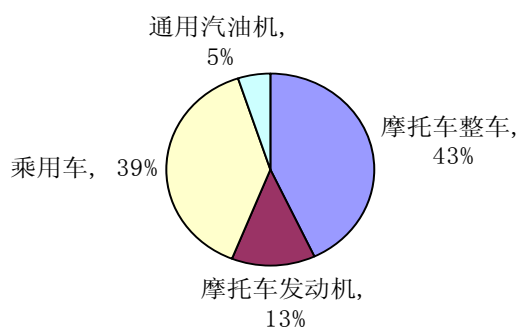
资料来源: Wind 资讯 东北证券整理

公司2010年上半年细分业务收入构成



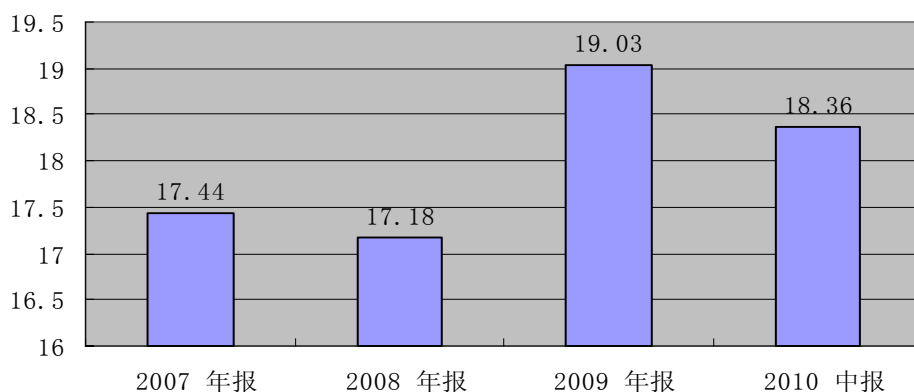
资料来源: Wind 资讯 东北证券整理

公司2010年上半年细分业务毛利润构成



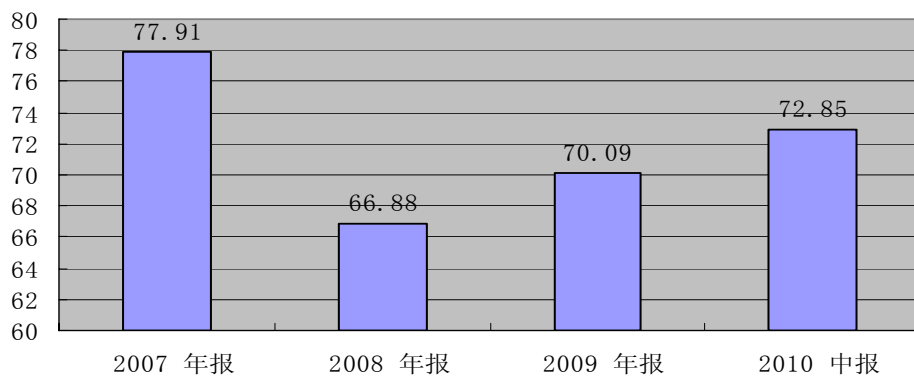
资料来源: Wind 资讯 东北证券整理

公司历年销售毛利率(%)情况



资料来源: Wind 资讯 东北证券整理

公司历年资产负债率(%)情况



资料来源: 资料来源: Wind 资讯 东北证券整理

二、募集资金投向分析

本次发行拟募集资金 148,000 万元，到位后拟投入以下三个项目：

单位：万元

项目名称		项目投资总额	拟投入募集资金金额	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	20 万台汽车发动机项目	29,928.30	28,000.00	发改工业（2005）2696 号
	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：公司招股说明书

项目	现有产能	募投达产后产能	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	2	20	300%
通用汽油机	40	100	150%

资料来源：公司招股说明书

本次融资主要投向是乘用车项目。公司现有产能 5 万辆（一期），本次融资新建产能 5 万辆。

报告期内公司乘用车产量及产能利用情况

项目	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
乘用车（辆）	产量	利用率	产量	利用率	产量	利用率	产量	利用率
	24,113	96.45%	43,146	86.29%	34,405	68.81%	28,435	56.87%
乘用车收入（万元）	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
	119,327.98	49.76%	202,669.01	25.01%	162,118.02	28.70%	125,965.13	225.64%

资料来源：公司招股说明书

尽管公司为乘用车行业的新军，但自 2006 年投产以来，市场反响良好，销量持续增长，即使在受金融危机影响严重的 2008、2009 年度，公司乘用车销售收入仍然取得了 28.70%和 25.01%的较高增长率。2009 年和 2010 年上半年，公司乘用车实际产量分别为 43,146 辆和 24,113 辆，已经满负荷生产，尤其在 2010 年上半年，产能瓶颈制约更加明显。随着宏观经济的恢复和国内汽车消费快速发展阶段的到来，公司乘用车产能已远不能满足公司未来业务的发展需要。如果本公司不能及时抓住市场机遇，提升生产规模、增加产品系列，将影响本公司乘用车的发展前景。

三、定价分析

按发行后总股本 9.5145 亿股计算，我们预测公司 2010-2011 年每股收益为 0.45 元、0.58 元。

公司主营业务包括汽车和摩托车。我们选取汽车类可比上市公司江淮汽车（600418）、海马股份（000572），摩托车类上市公司钱江摩托（000913）、宗申动力（001696）比较定价。四家公司 2010 年的动态 PE 分别为 17 倍、43 倍、37 倍、29 倍，我们给予公司上市首日开盘市盈率区间为 25-30 倍，对应开盘价区间为 11.25-13.50 元。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。