

公司研究	新股研究	建议询价区间: 7.98-10.83 元
------	------	----------------------

## 技术牵引，领先市场

### ——隆鑫通用(603766)新股研究

#### 核心观点

##### 询价结论:

预计公司 2012 年, 2013 年和 2014 年 EPS 分别为 0.57 元, 0.67 元和 0.79 元。我们认为公司 2012 年合理估值为 14-19 倍, 建议询价区间为 7.98~10.83 元。

##### 主要依据:

**行业地位稳固，业务协同能力强。**公司三大业务领域均占据行业领先地位，其中，摩托车产销量连续六年排名行业次席（出口规模第一），摩托车发动机产销规模居行业第四，通机出口创汇位居行业前三。各业务收入贡献情况：摩托车为 64.5%，发动机为 17.4%，通机为 17.8%。公司三大业务板块具有较强的协同能力，发动机是摩托车产品的核心部件，而通用汽油机和摩托车发动机具有技术上的相近性，在国外营销渠道和国内品牌影响上可以相互依托，将为公司长期发展提供支持。

**出口占比高，平滑国内需求低迷风险。**2011 年，公司出口收入占比达到 47.4%，近来该比例延续上升态势，主要原因：1）在排放升级和“禁摩限摩”等政策的制约下，国内摩托车需求已近饱和，而以尼日利亚和墨西哥为代表的发展中国家市场前景广阔，中国品牌认可度高；2）欧美是全球最大的通机需求体，在需求增长和全球产业向国内转移的背景下，我国对欧美的通机出口量保持高速增长。2011 年，公司摩托车和通机出口收入占各自板块销售收入的比重分别为 47.6%和 77.3%。

**两轮摩托消费升级把握细分市场，三轮摩托农村市场大有可为。**国内两轮摩托虽然增速放缓，但围绕代步休闲型和时尚个性型细分市场的结构升级有助于公司提升市场份额和盈利能力。三轮摩托由于出色的载重能力和相对低的成本，近年来在农村市场的销量增长迅速，2005 年至 2011 年复合增长率远为 26.3%，远高于两轮摩托同期 1.7% 的增长水平。公司是行业内少数具备三轮摩托车专用发动机的研发和制造能力优势企业之一，将成为三轮摩托高速增长的最大受益者。

**欧美通机需求受制于经济危机，国内通机需求成长空间巨大。**欧美通机需求占全球的比例超过 75%，受累于经济危机，近两年表现疲软，未来随着经济逐步复苏，有望重回高增长时代。国内市场尚处于发展初期，随着我国国民经济的不断发展和人民生活品质的不断提高，通用动力机械产品将逐渐成为必备的生活、生产工具，特别在发电机组、

#### 财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	6836	7114	8146	9700
同比增速(%)	21.24%	4.08%	14.50%	19.08%
净利润(百万)	441	455	535	635
同比增速(%)	19.00%	3.19%	17.74%	18.61%
EPS(元)	0.55	0.57	0.67	0.79

#### 基础数据

总股本(万股)	72000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	44.46
每股净资产(元)	3.20
建议询价区间(元)	7.98~10.83

#### 研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

#### 联系人: 丰亮

电话: 010- 84183271

Email: fengliang@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。

农业机械、园林机械、小型工程机械等领域，未来增长空间巨大。

**垂直整合能力和成本控制能力较强，毛利率优于行业平均水平。**公司对关键零部件的主要原材料实施集约采购，提高零部件自制比例，着力提升整机整车的盈利能力。同时，公司还运用宝马 SPQM 体系来加强对零部件供应商的管理，导入精益生产，推行 JIT 生产方式，减少过程浪费和降低制造费用。2011 年，公司综合毛利率为 15%，优于行业平均水平。值得一提的是，公司通机业务坚持 ODM 发展模式，较业内传统 OEM 模式延伸了价值链，毛利率高出行业平均水平 6.3 个百分点。

**募投项目将破除产能瓶颈。**2011 年，公司摩托车、摩托车发动机和通机的产能利用率分别为 107%，115%和 133%，产能不足已经严重影响到公司的发展步伐。此次募投项目公司计划总投资 13.3 亿元，主要内容包括：1) 通用动力机械产品：动力产品和发电机组产能分别增长 117%和 200%; 2) 专用发动机产品：三轮摩托车发动机产能提升 80%，新建 10 万台增程式专用发动机；3) 摩托车产品：踏板车产能提升 120%，新建 18 万辆的电动摩托车产能；4) 新建 5 万辆的电动全地形四轮摩托车产能。产能瓶颈突破将为公司打开长期成长空间。

**风险提示：**1) 摩托车下乡补贴政策退出影响国内销量；2) 摩托车出口国的生产准入管理、排放标准、关税征收和汇率制度等政策发生重大不利变化；3) 电动四轮摩托车销售低于预期；4) 国外经济复苏进度缓慢。

**表 1: 隆鑫通用 (603766) 盈利预测表**

利润表		单位: 百万元				
会计年度		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入		5638.05	6835.78	7114.40	8145.93	9700.10
	YOY%	23.23%	21.24%	4.08%	14.50%	19.08%
营业成本		4660.95	5811.22	6018.78	6858.87	8148.09
营业税金及附加		70.59	84.75	88.22	101.82	121.25
营业费用		187.74	208.61	219.12	252.52	300.70
管理费用		374.53	259.52	291.69	342.13	417.10
财务费用		13.25	12.08	-5.69	-6.52	-7.76
资产减值损失		-69.18	8.26	8.54	10.59	13.58
公允价值变动收益		-2.51	13.80	9.39	6.90	10.03
投资净收益		11.55	25.68	0.00	0.00	0.00
营业利润		409.20	490.82	503.13	593.40	717.17
	YOY%	26.10%	19.95%	2.51%	17.94%	20.86%
营业外收入		51.15	45.34	37.48	44.65	42.49
营业外支出		0.82	0.47	0.91	0.73	0.70
利润总额		459.53	535.69	539.70	637.33	758.95
所得税		89.22	83.11	80.95	95.60	113.84
净利润		370.31	452.58	458.74	541.73	645.11
少数股东损益		-0.02	11.91	4.02	6.32	10.05
归属母公司净利润		370.33	440.68	454.73	535.40	635.06
	YOY%	28.64%	19.00%	3.19%	17.74%	18.61%
EBITDA		429.09	501.85	630.67	722.88	855.94
EPS (元/股)		0.46	0.55	0.57	0.67	0.79

资料来源: 招股说明书, 国都证券

注: 股本统一按发行后总股本计算

## 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 $\pm 5\%$ 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本公司、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
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张巍	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			