

隆鑫通用(603766)公告点评

“无人机+电动车”，开启全面转型之路

事件:

- 公司拟投资 5000 万与清华大学教授及“力合创投”成立合资公司，从事无人航空器整机系统及零部件的开发、制造和销售业务，隆鑫负责动力系统的研发和制造，无人航空器项目总体设计依托清华大学开展。

点评:

- 本次投资是公司战略的一次重要落实，国内无人航空器行业目前正处于起步阶段，未来市场潜力和空间巨大。公司现有某型号无人直升机产品已完成设计研发和样机试制工作，正在进行相关飞行测试工作，投资前景广阔。
- **低空飞行器投资落地，估值空间打开。**无人机是公司四大战略发展方向之一，广泛应用于监测、消防、航拍等领域，具有较大的发展前景。公司以现有小型汽油动力为依托，向小型航空动力发展，进入小型低空无人航空器新兴领域。公司规划产品定位于高端，单品售价超千万元，续航能力几百公里，制空时间 3-4 小时。该产品在美国军用无人机市场规模有 500-600 亿元，在国际上一套 2000 万左右，国内市场处于起步阶段，前景可期。
- **低速电动车政策逐渐明朗，将迎来爆发增长。**近期，微型电动汽车规范与管理课题加速推进，相关部门对力驰、时风等企业以及道路管理密集调研，低速电动车“规范管理、有序发展”政策逐渐明晰，隆鑫参股的力驰获得准入门槛是大概率。力驰今年推出 4 款车型，全年预计 7 款车型上市，我们预计 2014-2016 年分别实现 1 万、4 万、7 万辆规模，将迎来爆发增长期。
- **投资建议：我们上调公司为“买入”评级。**理由：1、布局无人机，想象空间打开，提升估值水平；2、布局的低速电动汽车，竞争优势明显，有望迎来爆发增长；3、作为管理高效的民营企业，盈利能力稳步提升；4、公司拥有近 15 亿货币现金，农机等板块并购预期较大。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.77 元、0.89 元、1.07 元，对应动态市盈分别为 16.0 倍、13.8 倍、11.5 倍，考虑到公司在低空飞行领域拓展进度超预期及低速电动汽车政策逐渐明朗，我们上调公司“买入”评级。**股价催化剂：**低速电动汽车国家层面政策出台、低空飞行器获得订单、农机业务并购。
- **风险提示：**全球宏观经济不景气；低速电动车政策过严；无人机业务进展缓慢，主业不达预期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6505.49	6720.60	7629.43	8708.56
增长率	0.94%	3.31%	13.52%	14.14%
归属母公司净利润(百万元)	552.33	615.84	715.08	858.10
增长率	19.60%	11.50%	16.11%	20.00%
每股收益 EPS(元)	0.690	0.770	0.894	1.073
净资产收益率 ROE	15.39%	14.90%	15.00%	15.52%
PE	16.79	15.06	12.97	10.81
PB	2.58	2.24	1.94	1.68

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

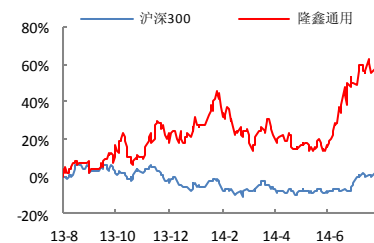
分析师：徐永超
执业证号：S1250512110002
电话：010-57631186
邮箱：xychao@swsc.com.cn

研究助理：高翔
电话：023-67898841
邮箱：gaox@swsc.com.cn

研究助理：梁超
电话：023-67791327
邮箱：lchao@swsc.com.cn

研究助理：简洁
电话：023-67610282
邮箱：jjie@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	8
流通 A 股(亿股)	3.93
52 周内股价区间(元)	7.14-12.4
总市值(亿元)	98.56
总资产(亿元)	58.15
每股净资产(元)	4.69

相关研究

1. 汽车行业专题报告：低速电动车，空隙市场中的大蛋糕 (2014-04-23)

核心假设:

1、摩托车整车-两轮摩托 2014-2016 年营业收入保持 8%增速, 毛利率为 18.6%; 2、轻型动力 2014-2016 年营业收入分别为 5%、7%、9%, 毛利率分别为 18.8%、19.0%、19.5%; 3、农业机械装备 2014-2016 年营业收入增速分别为 5%、7%、9%, 毛利率分别为 18.8%、19.0%、19.5%; 4、发电机组 2014-2016 年营业收入增速分别为-10%、5%、10%, 毛利率分别为 26.5%、27%、27.5%; 5、低速电动车 2014-2016 年销量分别为 1 万、4 万、7 万辆, 除权后对应的营业收入分别为 0.4 亿元、4.5 亿元、8.75 亿元, 毛利率分别为 16%、18%、20%; 6、低空飞行器 2014-2016 年除权后对应的营业收入分别为 0 亿元、0.2 亿元、0.5 亿元, 毛利率均为 30%。

表 1: 分项目业务拆分预测表

	2013 年	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
摩托车整车-两轮摩托车				
收入 (万元)	239,375.05	258525.1	279207.1	301543.6
增速		8.0%	8.0%	8.0%
毛利 (万元)	44,497.71	48085.7	51932.51	56087.1
毛利率(%)	18.6	18.6	18.6	18.6
轻型动力				
收入 (万元)	190,249.36	199761.8	213745.2	232982.2
增速		5.0%	7.0%	9.0%
毛利 (万元)	33,331.40	37555.2	40611.6	45431.5
毛利率(%)	17.52	18.8	19.0	19.5
农业机械装备				
收入 (万元)	129,987.5	136486.8	146040.9	159184.6
增速		5.0%	7.0%	9.0%
毛利 (万元)	22,882.9	25659.5	27747.8	31041
毛利率(%)	17.60	18.8	19.0	19.50
发电机组				
收入 (万元)	81,428.8	73285.9	76950.2	84645.2
增速		-10.0%	5.0%	10.0%
毛利 (万元)	20,302.34	19420.8	20776.6	23277.4
毛利率(%)	24.93	26.5	27.0	27.5
低速电动汽车				
收入 (万元)	0.00	4000	45000	87500
毛利 (万元)	0.00	640	8100	17500
毛利率(%)	0.00	16.0	18.0	20.0
低空飞行器				
收入 (万元)	0	0	2000	5000
毛利 (万元)	0	0	600	1500
毛利率(%)	0	0	30.0	30.0
产品收入				
总收入 (万元)	641040.63	672059.6	762943.3	870855.6
总成本 (万元)	520026.26	540698.4	613174.9	696018.6
毛利率	18.9%	19.5%	19.6%	20.1%

数据来源: wind、西南证券

表 2: 财务预测表

利润表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6444.82	6505.49	6720.60	7629.43	8708.56	收益率					
减: 营业成本	5276.43	5266.88	5406.98	6131.75	6960.19	毛利率	18.13%	19.04%	19.55%	19.63%	20.08%
营业税金及附加	88.93	86.97	89.84	101.99	116.42	三费/销售收入	8.07%	8.43%	7.99%	7.84%	7.68%
营业费用	219.73	204.80	201.62	228.88	261.26	EBIT/销售收入	8.72%	9.55%	10.52%	10.66%	11.14%
管理费用	313.08	358.41	369.63	419.62	478.97	EBITDA/销售收入	10.70%	11.72%	14.44%	14.38%	14.60%
财务费用	-12.96	-14.52	-34.19	-50.68	-71.82	销售净利率	7.53%	8.98%	9.70%	9.92%	10.43%
资产减值损失	12.21	5.03	5.03	5.03	5.03	资产获利率					
加: 投资收益	13.23	25.70	26.00	28.00	30.00	ROE	14.38%	15.39%	14.90%	15.00%	15.52%
营业利润	550.17	628.97	713.02	826.19	993.86	ROA	10.71%	11.32%	11.22%	11.48%	11.85%
加: 其他经营损益	21.63	27.44	48.00	58.00	68.00	ROIC	34.63%	34.88%	30.74%	36.60%	44.37%
利润总额	571.80	656.41	761.02	884.19	1061.86	增长率					
减: 所得税	86.30	72.04	109.45	127.63	153.98	销售收入增长率	-5.72%	0.94%	3.31%	13.52%	14.14%
净利润	485.50	584.37	651.57	756.56	907.88	EBIT 增长率	6.26%	10.52%	13.83%	15.09%	19.24%
减: 少数股东损益	23.70	32.05	35.73	41.49	49.79	EBITDA 增长率	9.63%	10.56%	27.28%	13.05%	15.91%
归属母公司股东净利润	461.80	552.33	615.84	715.08	858.10	净利润增长率	7.27%	20.36%	11.50%	16.11%	20.00%
						总资产增长率	21.33%	4.50%	14.91%	12.44%	15.48%
资产负债表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	股东权益增长率	39.45%	11.73%	15.21%	15.33%	15.95%
货币资金	1635.62	1804.89	2363.37	3073.75	3989.00	经营营运资本增长率	24.73%	37.47%	-18.49%	36.78%	2.88%
应收和预付款项	1335.63	1248.24	1459.60	1614.11	1892.44	资本结构					
存货	257.50	250.56	250.00	250.00	250.00	资产负债率	37.47%	33.11%	32.56%	30.49%	29.90%
其他流动资产	203.37	108.70	200.00	200.00	200.00	投资资本总资产	28.72%	33.18%	27.83%	24.38%	19.97%
长期股权投资	0.00	0.00	26.00	54.00	84.00	带息债务总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资性房地产	0.00	23.77	19.94	61.11	79.28	流动比率	1.85	2.02	2.22	2.53	2.73
固定资产和在建工程	1551.52	1731.87	1701.70	1586.52	1476.35	速动比率	1.71	1.87	2.09	2.40	2.62
无形资产和开发支出	263.87	315.77	281.02	246.26	211.51	股利支付率	8.73%	25.35%	11.36%	11.36%	11.36%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
资产总计	5247.50	5483.80	6301.62	7085.75	8182.57	总资产周转率	1.23	1.19	1.07	1.08	1.06
应付和预收款项	1852.90	1683.15	1919.35	2028.15	2314.56	固定资产周转率	5.08	4.08	4.48	5.42	6.72
其他负债	113.25	132.33	132.33	132.33	132.33	应收账款周转率	5.59	6.02	5.48	5.48	5.45
负债合计	1966.15	1815.48	2051.69	2160.49	2446.90	存货周转率	20.49	21.02	21.63	24.53	27.84
资本公积	695.03	681.04	681.04	681.04	681.04						
留存收益	1716.43	2107.22	2653.10	3286.95	4047.57	业绩和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	3211.46	3588.26	4134.14	4767.99	5528.61	EBIT	561.84	620.97	706.83	813.51	970.04
少数股东权益	69.90	80.06	115.79	157.28	207.06	EBITDA	689.70	762.55	970.56	1097.23	1271.77
股东权益合计	3281.35	3668.32	4249.93	4925.26	5735.67	NOPLAT	469.10	525.56	559.36	641.83	766.69
负债和股东权益合计	5247.50	5483.80	6301.62	7085.75	8182.57	净利润	461.80	552.33	615.84	715.08	858.10
						EPS	0.577	0.690	0.770	0.894	1.073
现金流量表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	BPS	4.014	4.485	5.168	5.960	6.911
经营性现金净流量	481.07	564.74	819.40	846.28	1037.75	PE	20.08	16.79	15.06	12.97	10.81
投资性现金净流量	-596.23	-389.17	-245.15	-125.35	-116.85	PEG	1.28	1.06	N/A	N/A	N/A
筹资性现金净流量	304.79	-109.68	-15.77	-10.55	-5.66	PB	2.89	2.58	2.24	1.94	1.68
现金流量净额	193.42	64.23	558.47	710.38	915.25	PS	1.44	1.43	1.38	1.22	1.06

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn