

## 轻型动力龙头将加快转型升级

## 受益无人直升机、农业信息化、军民融合

### 投资要点:

#### ● 轻型发动机龙头，大股东实力雄厚，激励到位业绩增长有保障

公司为轻型发动机龙头，主要产品包括摩托车及发动机、通用动力、发电机组业务及农业机械装备，聚焦“无人机+农业信息化”、“微型电动车”和“智能电源”三大方向。财务运营指标良好，盈利能力持续提升。

公司大股东隆鑫控股实力雄厚，实际控制人为涂建华先生。公司采用职业经理人制度，实施 IPO 前激励+股权激励+员工持股等多种激励方式，我们认为公司管理优秀、激励到位，未来业绩增长和转型升级有较好保障。

#### ● 拓展大型无人直升机及运营服务，受益农业现代化、军民融合

公司无人机为军民两用大型无人直升机。公司军民无人机已进全军武器装备采购信息网。公司大型农业无人植保直升机定位于大田作物作业市场；未来 5 年全国市场规模超 200 亿，运营服务市场需求更大。

#### ● 公司农业信息化、农机装备业务将受益“互联网+农业”

中央“一号文件”强调农业信息化。预计到 2020 年农业信息化市场服务规模有望达 160 亿元/年。公司参股国内领先的“农业互联网+”服务公司兴农丰华，构建大数据支撑的农场经济服务平台，为中国农业现代化提供全产业链服务。兴农丰华将推出农场帮 APP，未来发展有望超预期。

现代农机装备为《中国制造 2025》重点发展领域。公司农机装备出口快速增长，微耕机业务实现高速增长。

#### ● 切入微型电动车、智能电源；或受益新能源汽车、数据中心发展

公司控股山东丽驰，预计 2017 年全国微型电动车产值将达到 300 亿元，或受益新能源汽车发展。公司控股威能机电，进军智能电源；全球商/民用电源设备市场规模约 1600 亿元/年，受益数据中心、分布式能源建设。

#### ● 员工持股价格 35 元；安全边际较高，估值优势明显；“推荐”评级

公司员工持股购买均价 35.01 元/股，合计 1.22 亿元。考虑山东丽驰及威能机电，预计 15-17 年备考 EPS 为 0.90/1.12/1.32 元，PE 为 26/21/18 倍。

#### ● 风险提示：无人机产业化、农业信息化业务低于预期；主业萎缩风险

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	6,505	6,644	7,037	8,117	9,436
营业收入增长率	0.94%	2.13%	6%	15%	16%
净利润（百万元）	552	610	755	939	1,106
净利润增长率	19.6%	10.5%	23.7%	24.3%	17.8%
EPS（元）	0.69	0.76	0.90	1.12	1.32
P/E	35	32	26	21	18

资料来源：Wind，中国银河证券研究部；业绩为备考业绩，股价截至 2015 年 12 月 4 日

## 隆鑫通用（603766.SH）

## 推荐 首次覆盖

王华君 机械军工行业首席分析师

☎：(8610) 66568477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

特此鸣谢

刘兰程

☎：(8610) 83571383

✉：liulancheng@chinastock.com.cn

李辰

☎：(8610) 66568865

✉：lichen\_yj@chinastock.com.cn

贺泽安

☎：(0755) 23913136

✉：hezean@chinastock.com.cn

对本报告编写提供的信息帮助

### 市场数据 时间 2015.12.4

A 股收盘价(元)	23.62
A 股一年内最高价(元)	39.48
A 股一年内最低价(元)	12.68
上证指数	3524.99
市净率	3.96
总股本（亿股）	8.37
流通股本（亿股）	8.04
总市值（亿元）	198
流通 A 股市值(亿元)	190

### 相关研究

行业深度：《机械军工 2015 年度策略——转型与革新：传统和新型产业共舞》 2014-12-22

行业深度：2015 年中期策略：《转型、改革、创新——聚焦中国制造 2025、军民融合、国企改革 3 大主题》 2015-7-9

**驱动因素、关键假设及主要预测：**

1、农林植保专业级无人机未来5年市场规模超200亿，运营服务需求更大。假设未来5年里，我国无人机喷洒农药的比重逐步提高到5.6%，单机售价由50万逐年降低到43万元，作业效率从100亩/小时逐年增长到170亩/小时，单机总飞行时长由400小时增长到600小时，我们预测到未来5年我国农业植保无人机市场空间将超200亿，运营服务需求更大。

2、预计到2020年农业信息化市场服务规模有望达160亿元/年。假设每亩土地总投入为800元（含资金投入），按每亩土地按总投入的2%-3%收取农业信息化平台服务费，每亩的服务费约为16元左右，按10亿亩耕地面积计算，农业信息化市场服务规模约在160亿元左右。

3、预计2017年全国微型电动车产值将达到300亿元。2013年我国微型电动车销量超过20万辆，2014年销量达到40万辆左右，同比增长约100%。2015年1-5月份，山东省微型电动车销量达到12万辆，同比增长55.57%。我们预计2015年微型电动车销量增长50%以上，2016-2017年增速将不低于25%，2017年全国微型电动车产值将达到300亿元人民币。

**我们与市场不同的观点：**

1、市场质疑公司传统主业增长的可持续性；我们认为公司激励到位、管理优秀，未来几年传统主业仍将稳健增长。公司职业经理人+股权激励+员工持股等主观能动因素；公司产品升级、海外出口占比过半/海外业务较快增长、和宝马深度合作等客观因素促进业绩稳健增长。

2、市场担心公司无人直升机产业化、运营推广进度；我们认为农业无人机处于主题投资阶段，趋势向上，公司农业信息化业务受益“互联网+农业”，将受益“农业现代化”大主题投资。公司产品为大型无人直升机，针对大田作物作业市场，产业化成功概率较大。预计公司农业无人机2016年开春进入示范、试点和推广阶段；

3、市场主要关注公司无人直升机在农林植保方面的应用，我们认为公司无人直升机技术先进、载荷大，有望在军用、安全、反恐等领域获得突破，未来将受益军民融合。

4、市场认为公司市值较大，转型较为困难；我们认为公司业绩稳健增长，安全边际较高；结合公司转型动向，2016年公司有望加快转型力度，业绩有望超预期，估值具提升空间。

**公司估值与投资建议：**

考虑山东丽驰及威能机电，预计公司2015-2017年备考EPS为0.90元/1.12元/1.32元，对应PE为26/21/18倍。公司受益无人机、农业现代化、“互联网+农业”、新能源汽车、军民融合等主题投资，预计2016年将进一步加快转型，业绩仍具有上调潜力，首次给予“推荐”评级。

**股票价格表现的催化剂：**

中央1号文件及农业现代化主题投资；无人机产业化超预期；农业信息化落实超预期；微型电动车产业政策超预期；山东丽驰进军高速电动汽车超预期；公司转型获得重大突破。

**主要风险因素：**

无人机产业化/农业信息化业务进展低于预期；主业萎缩风险；微型电动车产业政策风险、转型进度低于预期。

## 目录

<b>一、轻型动力龙头，大股东实力雄厚，激励到位业绩增长有保障</b>	<b>1</b>
（一）轻型动力龙头，主业业绩稳健增长，将加快转型升级	1
（二）财务运营指标良好；盈利能力持续提升	2
（三）大股东实力雄厚，职业经理人+IPO 前激励+股权激励+员工持股	3
<b>二、传统业务业绩稳健增长，海外占比过半国际竞争力强</b>	<b>7</b>
（一）轻型动力已成为公司第一大业务板块	7
（二）公司海外收入占比达 52%；海外收入毛利率高于国内	8
（三）公司与宝马合作获进一步突破，传统业务将稳健增长	8
<b>三、拓展大型无人直升机，受益农业现代化、军民融合</b>	<b>9</b>
（一）未来 5 年中国农业无人机需求超 200 亿元，运营市场更大	9
（二）军用及执法部门无人直升机未来需求有望超 100 亿元	10
（三）公司无人直升机军民两用，进全军武器装备采购信息网	11
（四）公司大型无人直升机未来将进军大田作业，运营业务潜力大	13
<b>四、农业信息化、农机装备业务将受益“互联网+农业”</b>	<b>15</b>
（一）中央一号文件强调农业信息化，2016 年有望获较大突破	15
（二）到 2020 年农业信息化市场服务规模有望达到 160 亿元/年	16
（三）现代农机装备为《中国制造 2025》重点发展领域	16
（四）以农业无人机为依托，打造农业信息化大数据平台	17
（五）公司农机装备出口快速增长，微耕机业务实现高速增长	18
<b>五、进军微型电动车，将受益新能源汽车大发展</b>	<b>20</b>
（一）微型电动车：面向广大农村及三四线城市，发展潜力较大	20
（二）控股山东丽驰，进军微型电动车，将受益新能源汽车大发展	21
（三）山东丽驰：联手北汽瑞丽进军高速电动汽车	22
<b>六、切入智能电源领域，受益数据中心、分布式能源建设</b>	<b>23</b>
（一）全球家用及商用电源设备市场约 1600 亿元/年	23
（二）收购威能机电 75% 股权，打造智能电源设备板块	23
<b>七、盈利预测和估值：安全边际较高，首次评级“推荐”</b>	<b>25</b>
（一）预计公司 2015-2017 备考业绩复合增速达到 21%	25
（二）安全边际较高，估值优势明显，首次给予“推荐”评级	26
<b>附录：3 张表预测</b>	<b>28</b>

## 一、轻型动力龙头，大股东实力雄厚，激励到位业绩增长有保障

### （一）轻型动力龙头，主业业绩稳健增长，将加快转型升级

公司为轻型发动机龙头企业，主要产品包括摩托车及发动机、通用动力、发电机组业务及农业机械装备。截止 2013 年，公司发动机产销量连续多年位居行业前列，发电机组业务出口居行业第一；三轮车业务多年来位居行业前三；摩托车产销量连续八年排名行业第二，出口量连续七年排名行业前两位。

公司实施“同心多元化”发展战略，聚焦“无人机+农业信息化”、微型电动车和“家用电源+商用智能电源”三个主要发展方向。2014 年公司与清华大学共同出资成立合资公司，从事无人直升机整机系统及零部件的研制；2015 年控股山东丽驰、威能机电、增资兴农丰华，切入微型电动汽车、智能电源及农业信息化领域。

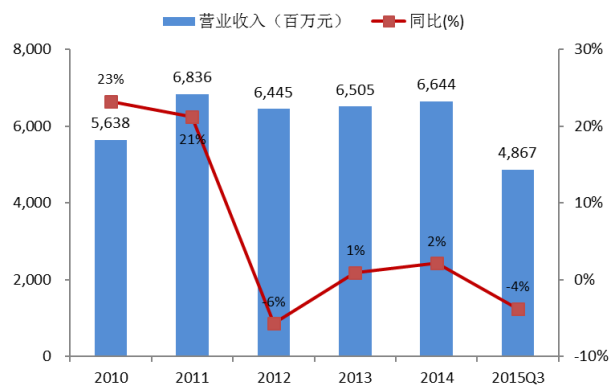
图 1：公司拓展无人机及农业信息化、轻型动力板块



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部整理

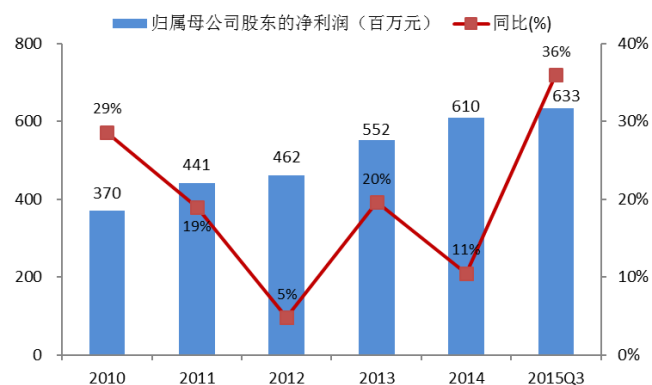
公司 2012 年上市后营业收入平稳增长，规模在 60-70 亿之间。公司净利润较快增长，2010-2014 年公司净利润年复合增长率为 10.5%，近期加速向上。2015 年前三季度公司净利润同比增长 36%，已经超过 2014 年全年。

图 2: 公司 2012 年上市后营业收入平稳增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 3: 公司近五年净利润复合增长率达 10.5%，近期加速向上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

## (二) 财务运营指标良好；盈利能力持续提升

公司基本面稳健，财务运营指标良好；盈利能力持续提升。与相关上市公司相比，公司在净资产收益率、净利率、资产负债率、每股经营活动现金流量净额等指标上表现突出。

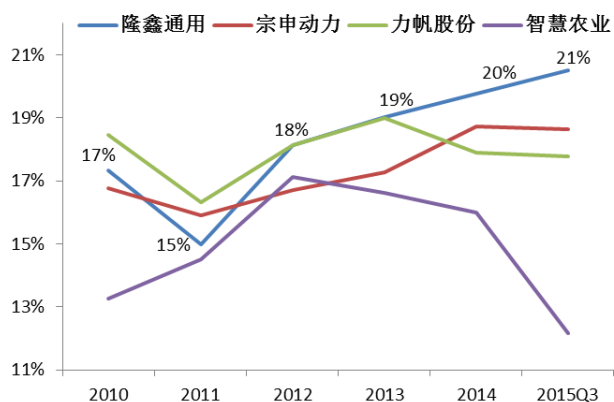
表 1: 隆鑫通用财务运营指标良好: 2015 年三季度与同类上市公司比较

项目	隆鑫通用	宗申动力	力帆股份	智慧农业
收入 (亿元)	48.67	34.79	78.05	15.15
毛利率 (%)	20.51	18.65	17.79	12.16
归属母公司净利润 (亿元)	6.33	3.92	2.69	0.14
净利率 (%)	13.50	9.47	3.34	-0.75
资产负债率 (%)	30.78	41.78	72.36	44.90
净资产收益率 (%)	14.86	8.53	2.85	0.41
基本每股收益 (元/股)	0.79	0.26	0.22	0.01
每股净资产 (元/股)	5.61	3.10	5.56	2.37
每股经营活动现金流量净额 (元/股)	0.63	-0.02	0.23	0.01

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

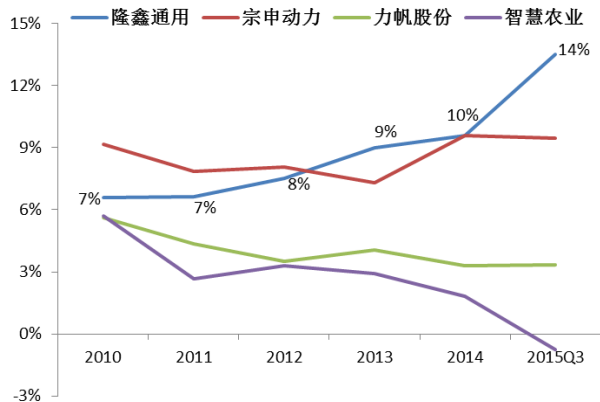
在轻型动力及摩托车行业中公司盈利能力位于前列,近年来净利润率已稳居可比上市公司第一名。

图 4: 公司毛利率在同行业上市公司中位于前列



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

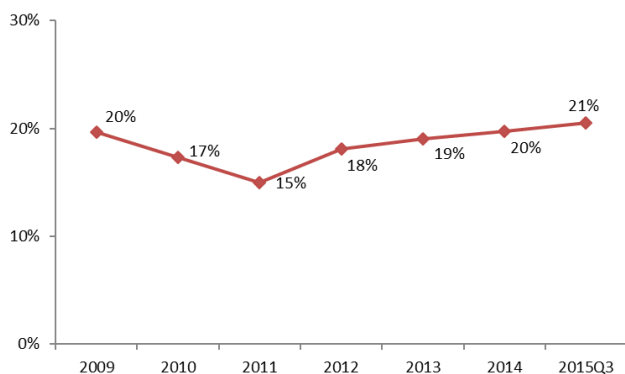
图 5: 公司净利率领先于同行业上市公司



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

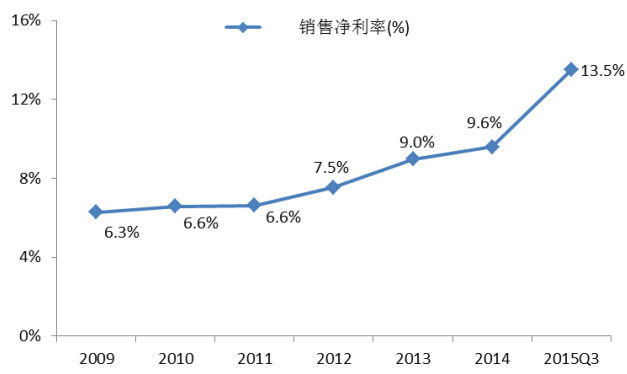
公司盈利能力持续提升。主要受益于产品升级、出口退税及人民币贬值等因素。公司毛利率从 2011 年的 15% 提升至 2015 年前三季度的 20.51%。2009 年公司净利率为 6.29%，2014 年净利率为 9.60%，2015 年前三季度更是大幅提升至 13.50%。

图 6: 2011 年以来公司综合毛利率稳步上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 7: 2009 年以来公司综合净利率持续上升



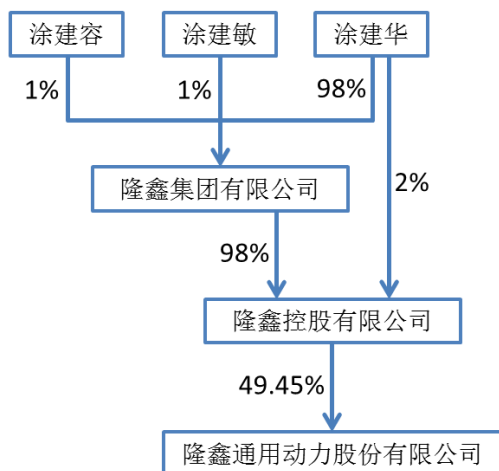
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

### (三) 大股东实力雄厚, 职业经理人+IPO 前激励+股权激励+员工持股

#### 1、控股股东隆鑫控股实力雄厚, 实际控制人为涂建华先生

公司控股股东为隆鑫控股有限公司, 截止 2015 年 12 月 1 日, 隆鑫控股持股 49.45%。公司实际控制人为涂建华先生。

图 8: 公司目前股权结构: 实际控制人为涂建华先生



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

隆鑫控股是以产业为根基的投资控股集团, 坚持以国内外先进水平为导向, 积极进行资本运作和产业投资。隆鑫确立了国际化战略、行业领先战略和管理创新三大战略, 目前拥有工业制造、金融服务、再生资源、汽车经销等产业, 并涉足战略和财务投资领域。是隆鑫通用动力股份有限公司 (SH603766)、瀚华金控股份有限公司 (HK03903)、上海丰华(集团)股份有限公司 (SH600615), 是渝商投资集团股份有限公司的第一大股东, 是重庆农村商业银行股份有限公司 (HK03618) 的主要股东之一。截止 2014 年, 公司员工 15000 余名, 资产总额约 550 亿元, 累计纳税 70 多亿元。

根据媒体公开资料: 公司实际控制人涂建华为隆鑫事业创始人、隆鑫控股有限公司董事局主席, 1963 年生于重庆, 第十一届、第十二届全国人大代表, 第二、第三届重庆市人大代表, 重庆市工商联副主席, 重庆市慈善总会副会长, 渝商集团 (渝商投资控股集团股份有限公司) 董事长, 2015 福布斯华人富豪榜第 324 名。

## 2、职业经理人制度, 上市前就对董事长及高管团队进行了股权方面的激励

公司采取职业经理人制度, 由董事长高勇先生及其他高管负责公司管理运营。

公司自上市前就对董事长高勇先生及其他公司高管进行了股权方面的激励, 提高了公司管理层的积极性。

表 2: 公司上市前主要高管获得股权方面的激励

股东姓名	持股数 (万股)	持股比例 (%)	在公司任职情况
高勇	1,389.60	1.93	董事长兼总经理
文晓刚	72.00	0.01	副总经理
程健	72.00	0.01	副总经理
欧阳平	72.00	0.01	副总经理
何军	72.00	0.01	副总经理
龚晖	72.00	0.01	副总经理
陈松泉	57.60	0.08	财务总监

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

### 3、公司 2013 年授予 309 名激励对象股权激励，包括高管及核心业务人员

公司于 2013 年 8 月向 309 名激励对象授予 1782.55 万份股票期权，激励对象为在公司担任职务的董事（不包括独立董事）、高级管理人员、中层管理人员、核心业务（技术、营销）和管理人员等。

表 3：公司 2013 年对高管团队实行了股权激励

股东姓名	持股数（万股）	占此次期权总数比例（%）	在公司任职情况
高勇	17.44	0.98	董事长兼总经理
文晓刚	17.44	0.98	副总经理
汪澜	15.54	0.87	副总经理
欧阳平	17.44	0.98	副总经理
何军	15.54	0.87	副总经理
龚晖	17.44	0.98	副总经理
王建超	15.55	0.87	财务总监
黄经雨	13.95	0.78	董事会秘书
中层管理人员等	1652.21	92.69%	
合计	1782.55	100%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

### 4、公司 2015 年实施总额为 1.2 亿元的第一期员工持股计划，员工持股价为 35.01 元

公司 2015 年 4 月 25 日公告实施员工持股计划，参与员工持股计划的资金来源为员工自筹资金 30%、控股股东无息借款 70%。员工持股计划募集资金总额上限为 1.25 亿元，出资参加本次员工持股计划的人员共计不超过 73 人，其中包括公司董事、监事、高级管理人员以及其他员工等。

表 4：公司在第一期员工持股计划中继续激励高管团队

类别	姓名	职务	出资比例
董事、监事、高级管理人员	高勇	董事长	40.63%
	龚晖	副总经理	
	欧阳平	副总经理	
	文晓刚	副总经理	
	何军	副总经理	
	汪澜	副总经理	
	王建超	财务总监	
	黄经雨	副总兼董事会秘书	
	叶珂伽	证券投资部副部长 /证券事务代表	
	其他人员		59.37%
合计			100%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

此次员工持股考核标准为以 2014 年净利润为基数，**2016 年、2017 年、2018 年三年公司经会计师审计的归属母公司的净利润分别不低于 7.7 亿元、8.8 亿元、10.3 亿元**，相对于 2014 年的净利润增长率分别**不低于 26.23%、44.26%、68.85%**，即 2017-2018 年净利润同比增长不低于 14% 和 17%。

截至 2015 年 6 月 5 日，公司第一期员工持股计划已通过二级市场购买的方式完成公司股票的购买，**累计购买公司股票 3,498,419 股，占公司总股本的比例为 0.44%，购买均价为人民币 35.01 元/股，合计 1.22 亿元。**

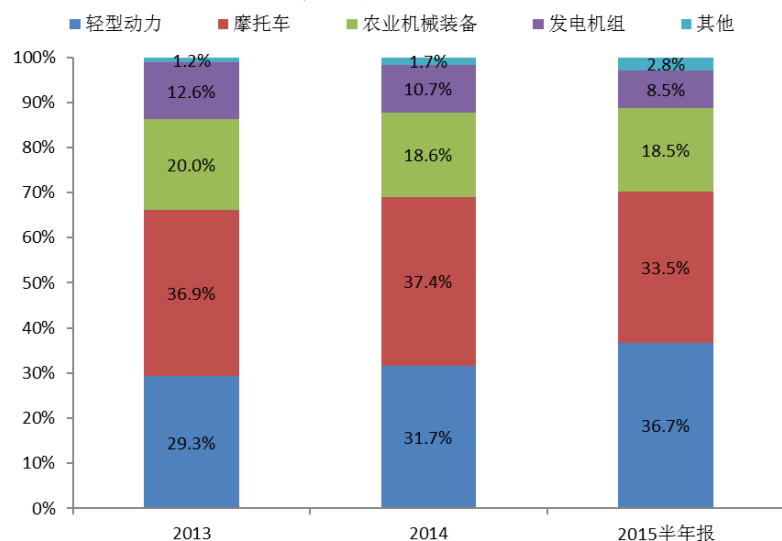
公司此次推行员工持股，有利于提高公司凝聚力，提高员工的积极性，我们判断公司未来几年业绩增长有保障。

## 二、传统业务业绩稳健增长，海外占比过半国际竞争力强

### （一）轻型动力已成为公司第一大业务板块

目前公司轻型动力业务已成为第一大板块，摩托车占比有所下降。2015 年上半年，轻型动力、摩托车、农业机械装备收入占比分别达到 37%、34%、19%。

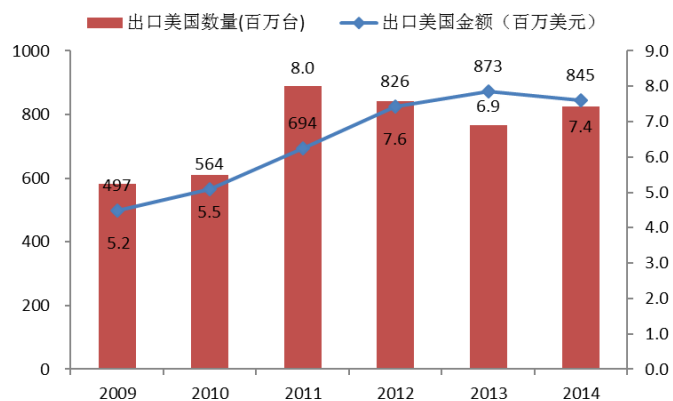
图 9：轻型发动机已成公司第一大产品



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

轻型动力包括道路用（主要为大排量、重载类发动机等）和非道路用（主要为草坪车发动机及变频发电机组发动机等），其中公司草坪车类发动机大量出口美国等国外市场。非道路用轻型动力也称为通用动力类产品。近年来通用动力类产品出口整体呈平稳态势。

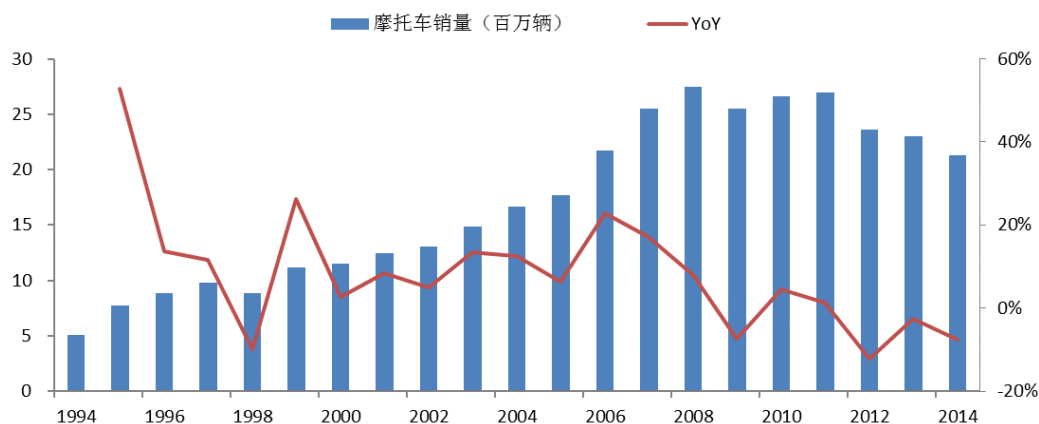
图 10：中国小型通用动力机械出口美国数量和金额呈平稳态势



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

近年来随着国内需求下滑及低价汽车、电动自行车等交通工具在广大农村地区及三四线城市的快速发展，摩托车行业持续下滑，但整体仍维持在 2000 万辆以上销量的水平。我们预计未来摩托车行业将保持 2000 万辆左右的销量。中国海外摩托车出口仍然保持较好水平。

图 11: 全国摩托车销量自 2011 年来出现下滑, 但仍维持 2000 万辆以上水平

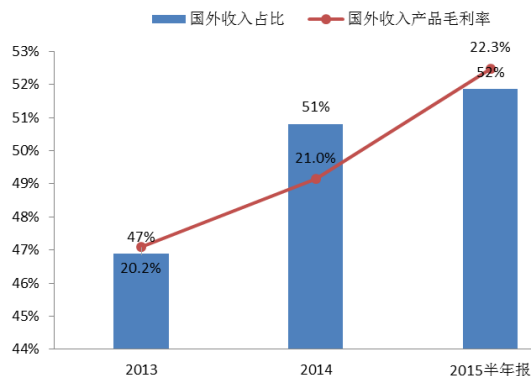


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

## (二) 公司海外收入占比达 52%; 海外收入毛利率高于国内

公司近年出口营收占据总体营收的 50% 左右, 2015 年公司半年报中出口收入占比达 52%, 同时出口产品毛利率也超过 22%, 高于同期国内产品毛利率 18%。受益于今年 8 月人民币汇率改革及其他因素带来的人民币贬值, 公司出口产品毛利率显著提升。

图 12: 公司国外收入占比超过 50%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 13: 2015 年以来人民币贬值大约 4.4%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

## (三) 公司与宝马合作获进一步突破, 传统业务将稳健增长

公司与宝马公司自 2007 年起已形成长期稳定合作。2015 年 3 月, 公司开始为宝马代工生产 350cc 水冷大排量踏板摩托车 (包含整车和发动机), 该款全新开发的满足欧 IV 标准的大排量踏板摩托车主要用于城市休闲代步需求, 针对宝马的全球市场进行销售 (包含中国市场), 公司预计量产后年产能将达到 1.5 万台左右。

与宝马从大排量发动机到整车的一系列合作表明公司技术上得到了认可, 将进一步巩固公司在行业内的领先优势, 代工行业内高端产品也将进一步提高公司的毛利率; 此外, 公司和宝马合作也有望带动公司道路用轻型动力产品的销售。我们认为公司传统业务将维持稳健增长。

### 三、拓展大型无人直升机，受益农业现代化、军民融合

隆鑫通用未来将以无人直升机为依托，有望构建大数据支撑的**农场经济服务平台**，为中国农业产业化提供信息化服务。

2014 年 10 月，公司旗下珠海隆华 XV-1 无人直升机产品信息已通过中国人民解放军总装备部下属总装备部装备信息采购服务中心相关认证，**该产品信息已进入全军武器装备采购信息网**，为公司产品今后进入军用领域拓展了空间。

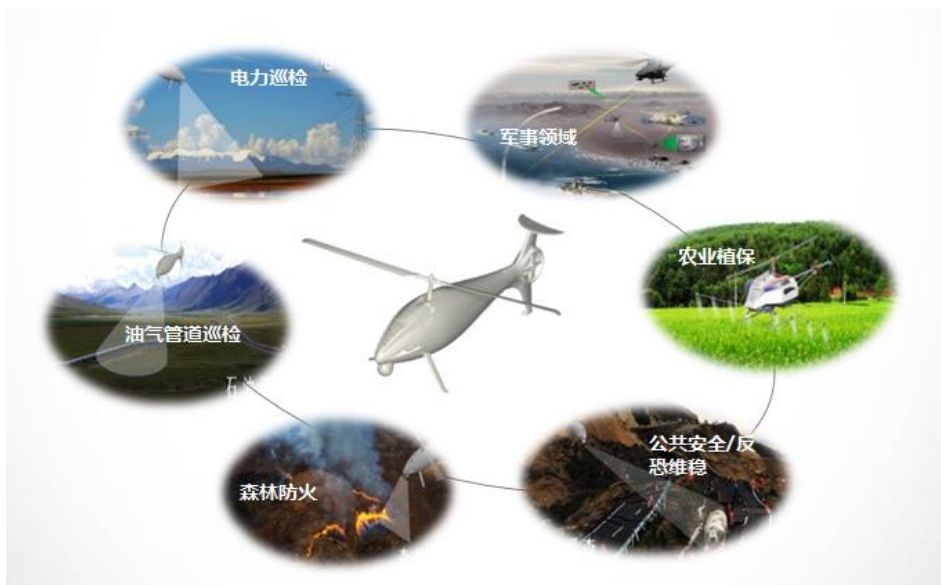
民用无人直升机方面，珠海隆华于 2015 年 7 月在珠海完成了 XV-2 的首次场外试飞。

#### （一）未来 5 年中国农业无人机需求超 200 亿元，运营市场更大

植物保护涉及我国粮食安全、食品安全、生态安全和农业丰产、农民丰收，我国 60% 以上的粮食种植面积为水田、玉米等高杆作物，由于其特殊的种植模式，地面机具无法下田，只能靠手动喷雾器和背负式喷雾机进行。随着人口老龄化问题、城镇化进程加快、农村劳动力减少和人力成本不断上升，装备落后、作业效率低使得农药喷洒成为我国粮食生产过程中劳动力消耗最大的环节。

无人机施药作业效率高，较常规机具可提高 60-150 倍，而作业成本 5-8 元/亩，仅为常规作业的 1/2-1/3。**高效、低成本的无人机施药技术为解决突发性大面积病虫害防控难题提供了全新的技术与装备。**

图 14：无人直升机最大应用领域为农业植保、军用/安全/反恐等



资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

植保无人机分为油动和电动，电动无人机受制于电池容量和寿命，我们认为短期内植保市场将以油动无人机为主。

单架油动无人直升飞机总飞行时长按 400 小时计算（油动无人机的发动机属于耗材，以汉

和 3CD-15 配套的日本小松发动机为例，一台发动机使用寿命大概是 300-400 小时），每年作业次数为 10 次，作业效率为 100 亩/小时。根据我国 18 亿亩左右的基本农田面积，目前我国无人机喷洒农药的比重约 0.08%，假设未来 5 年里，该比重逐步提高到 5.6%，单机售价由 50 万逐年降低到 43 万元，作业效率从 100 亩/小时逐年增长到 170 亩/小时，单机总飞行时长由 400 小时增长到 600 小时，我们预测到未来 5 年我国农业植保无人机累计市场空间将超过 4 万架，合计金额超过 200 亿。如果考虑到无人机运营市场，我们认为潜在市场空间更大。

表 5：预计 2015-2020 年我国农业植保无人机累计市场空间将超过 200 亿元


年份	基本农田面积 (亿亩)	每年作业次数	喷洒比重	作业效率 (亩/小时)	单机寿命 (小时)	单机售价 (万元)	市场需求 (亿)
2013	18	10	0.80%	100	400	50	18.0
2014E	18	10	1.00%	110	425	49	18.9
2015E	18	10	1.50%	120	450	48	24.0
2016E	18	10	2.50%	130	480	47	33.9
2017E	18	10	3.50%	140	550	46	37.6
2018E	18	10	4.50%	150	580	45	41.9
2019E	18	10	5.00%	160	590	44	41.9
2020E	18	10	5.60%	170	600	43	42.5

资料来源：2013 年全国农业机械化统计年报，植保无人机市场调研，中国银河证券研究部

## （二）军用及执法部门无人直升机未来需求有望超 100 亿元

相比固定翼无人机，无人直升机发展较晚，技术要求较高，但具有独特优势：起飞场地要求小、可垂直起降；可以空中悬停、倒飞；可以超低空贴地/海飞行，减少被敌方雷达发现概率。考虑到大部分军舰甲板面积有限且海况复杂，无人直升机尤其适合作为海军通用舰载机执行通信中继、侦查、校射、攻击等任务。目前研究和生产无人直升机的国家有美国、俄罗斯、英国、法国、奥地利、瑞典、中国等。

表 6：各国积极发展军用无人直升机

型号	美国火力侦察兵	瑞典 APID60	奥地利 S-100	中国 U8E
				
长宽高 (米)	6.97x2.87 (长 x 高)	3.2x0.95x1.2	3.11x1.24x1.12	3.74x1.1x1.47
最大起飞重量 (kg)	1157	180	200	220
空重 (kg)	661	-	110	-
最大载荷 (kg)	91	75	50	40
续航时间 (小时)	6	6	6	4
最大速度 (km/h)	213	150	222	150
控制半径 (km)	200	200	50/100/200	150
升限 (m)	6100	3000	5500	3500

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

据媒体报道,截止到 2014 年底中国大型作战舰艇约有 100 艘(包括驱逐舰、登陆舰等);截止 2015 年 6 月,中国海军在建舰船共计近 70 艘。我们粗略估计中国未来大型舰艇数量在 200 艘左右,假设每艘舰艇需配备 3 架无人直升机(1 架执行任务、1 架保养维修、1 架战备),则海军方面共需要无人直升机 600 架。

除作为舰载机使用之外,无人直升机还可用于陆军部队侦查、海关、大型海警执法船、大型渔政船等。据报道,2014 年,中国航空工业集团公司向瑞典 CybAero 公司订购 70 架 APID One 无人直升机,合同总额 8,400 万美元,主要用于海警相关部门;2015 年 7 月首架 APID One 无人直升机完成验收。

我们判断在陆军、海关、海警、反恐等部门无人直升机需求将不低于海军。中国海岸线广阔,海关、海警等执法部门众多。新疆等地区反恐需求,无人直升机需求大。公安、武警系统对无人机也具有很大的需求。如果考虑到县一级单位的推广,我们判断这些领域未来需求预计超过 3000 架。

综上所述,军用及执法部门无人直升机需求总量未来需求有望突破 3600 架。考虑到军用无人直升机价格远高于农用,假设平均 300 万元/架,则总市场需求超过 100 亿元。

### (三) 公司无人直升机军民两用,进全军武器装备采购信息网

公司 2014 年与清华大学教授王浩文先生和深圳力合创业投资有限公司等进行合资合作,共同出资成立合资公司,专门从事无人航空器(无人直升机)整机系统及零部件的研发、制造和销售业务。

图 15: 隆鑫通用 XV-1 型无人直升机



资料来源:互联网,中国银河证券研究部

图 16: 隆鑫通用 XV-2 型无人直升机



资料来源:互联网,中国银河证券研究部

**清华航空飞行器技术+公司动力系统及运营:**王浩文教授为清华大学航天航空学院航空宇航工程系教授、博士生导师,一直从事直升机设计方面的教学和研发工作,研究方向包括新概念旋翼飞行器设计、直升机动力学等,是合资公司无人直升机系统项目的总设计师。深圳力合创业投资有限公司控股股东是清华大学深圳研究院。

合资公司无人直升机项目总体设计依托清华大学航空航天学院教授及深圳清华大学研究院开展,动力系统的研发和制造主要依托公司进行。

合资公司生产的 XV-1 无人直升机采用主桨带尾桨式常规布局、第四代下反桨尖式高性能

桨叶、非均布涵道风扇式尾桨、后三点撬板式起落架、T型尾翼与流线型全包裹机身、集成模块化动力系统。全机由 11 个子系统组成，合资公司拥有完整自主知识产权，具有飞行控制系统、旋翼系统和动力系统三大核心技术优势。XV-1 无人直升机智能化水平高、稳定性好；并拥有超过 16 项发明专利。

表 7: 合资公司生产的 XV-1 无人直升机具备诸多技术优势

子系统	核心技术优势
旋翼	第四代旋翼技术，国际领先水平
动力系统	隆鑫量产高性能大排量发动机产品改制而来；可靠性强、安全性高、易于保养
飞控系统	达到军用级别标准
动力系统	依托公司的成熟动力产品改进而来

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司无人直升机分军民两用两种产品，定位明确。合资公司目前有两款产品：通用飞行平台 XV-1 和农用植保无人机 XV-2。其中 XV-1 为军民两用无人直升机，目前产品信息已进入全军武器装备采购信息网。

图 17: 隆鑫通用通过全军武器装备采购信息网的认证





资料来源：全军武器装备采购信息网，中国银河证券研究部

图 18: 隆鑫通用 XV-1 无人直升机在全军武器装备采购信息网展示



资料来源：全军武器装备采购信息网，中国银河证券研究部

表 8: 隆鑫通用军民两用无人直升机技术参数对比

	XV-1	XV-2
		
尺寸（长宽高）	4.88x1.2x1.3m	4.88x1.2x1.4m
最大起飞重量	230kg	230kg
最大任务载重	>50kg	72 升载药量（不含燃油）

飞行高度	最大升限超过 3000m	作业高度为 5-8 米
最大续航时间	>3 小时	>3 小时
最大巡航速度	>100km/h	80-100km/h
巡航半径或作业效率	>100km	250 亩/小时左右
应用范围	民用领域：固定线路巡查、森林防火、地质勘探、资源勘探、应急救援和抢险救灾等； 军事领域：侦查、搜救等。	基本领域：农业植保+农业大数据采集； 拓展领域：农业多维度立体服务。

资料来源：隆鑫通用，中国银河证券研究部整理

#### （四）公司大型无人直升机未来将进军大田作业，运营业务潜力大

XV-2 植保无人机具有载荷量大、续航时间长、作业效率高等优点。公司将以无人直升机喷洒服务为重点进行拓展，同时向电力巡检、油气管道巡检、森林防火和公共安全等方向延伸。

表 9：隆鑫通用植保无人机载荷大、续航长、效率高

	隆鑫通用 XV-2	宗申动力农林植保机	无锡汉和 CD-15	极飞 P20	新疆羽人“水牛”
					
长宽高（米）	4.88x1.2x1.4	2.7x1.0（长 x 高）	2.63x0.55x0.71	1.15x1.15x0.4	1.68x0.5x0.57
最大载药量（kg）	>72	30	15	8	12
最大起飞重量（kg）	230	90	35	20	25
续航时间（小时）	>1（满载）	>1	15 分钟	25 分钟	8 分钟
作业效率（亩/小时）	300-500	-	50-100	20 亩/25 分钟	40-60

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

XV-2 于 2015 年进行了首次场外试飞并获得了成功，意味着公司农业无人直升机飞行测试工作取得了阶段性成果和突破，为公司无人直升机产品产业化进程奠定了坚实的基础。XV-2 在 ACAH 控制模式下，单次飞行时间大于 8 分钟，累计飞行时间超过 20 分钟，试验飞行高度 5-15 米，最大前飞速度 15 米/秒（54 公里/小时）。

XV-2 型无人机定位针对大田作物作业市场。公司 XV-2 型无人机进行大规模喷洒作业的条件为构建大田作业体系，具体包括基础数据准备、标准体系建设及获得准入资质等。

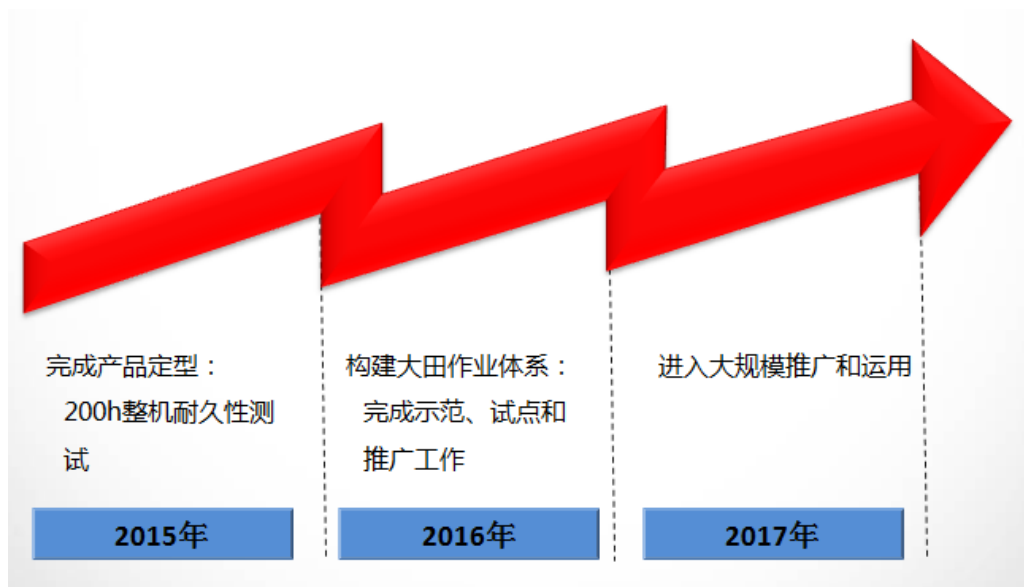
图 19：隆鑫通用：构建大田作业体系示意图



资料来源：隆鑫通用，中国银河证券研究部整理

我们判断公司 2015 年完成无人直升机 200 小时整机耐久性测试，2016 年构建大田作业体系，2017 年正式大规模商业化应用。

图 20：隆鑫通用农林植保无人直升机有望在 2016-2017 年获得较大突破



资料来源：隆鑫通用，中国银河证券研究部整理

## 四、农业信息化、农机装备业务将受益“互联网+农业”

### （一）中央一号文件强调农业信息化，2016 年有望获较大突破

自 2005 年《关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见》中首次提到“加强农业信息化建设”以来，历年“中央一号文件”中多次提到推进农业现代化、农业信息化。

2015 年中央一号文件强调要“加大改革创新力度，加快农业现代化建设”。《中国制造 2025》也明确指出，农业机械装备要加快发展先进、高端农机装备及关键核心零部件，提升农业机械信息化、智能化能力。

表 10：2005 年以来中央一号文件多次提到推进农业现代化、农业信息化

时间	相关政策文件	相关文件要求
2005	《关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见》	加强农业信息化建设
2006	《农业部关于进一步加强农业信息化建设的意见》	推进农业信息资源开发与利用、强化农业信息化建设基础、通过多种方式推进农业信息化建设
2006	《关于推进社会主义新农村建设的若干意见》	要积极推进农业信息化建设，充分利用和整合涉农信息资源
2006	《“十一五”时期全国农业信息体系建设规划》	加快农业信息基础设施建设，开发整合信息资源，推广先进适用信息技术，建设完善应用服务系统，促进农业增效、农民增收、农产品竞争力增强
2007	《关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》	加快农业信息化建设。用信息技术装备农业
2007	《全国农业和农村信息化建设总体框架（2007-2015）》	以开发应用信息技术为支撑，以提升信息服务能力为重点，不断提高我国农业和农村信息化水平，充分发挥信息化在发展现代农业和建设社会主义新农村中的重要作用
2009	《中共中央国务院关于 2009 年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	走中国特色农业现代化道路
2010	《关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》	协调推进工业化、城镇化和农业现代化；支持垦区率先发展现代化大农业
2011	《全国农业农村信息化发展“十二五”规划》	以全面推进农业生产经营信息化为主攻方向，以农业农村信息化重大示范工程建设为抓手，完善农业农村信息服务体系
2012	《关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的若干意见》	推进工业化、城镇化和农业现代化，围绕强科技保发展、强生产保供给、强民生保稳定，进一步加大大惠农富农政策力度
2013	《关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见》	加快用信息化手段推进现代农业建设，启动金农工程二期，推动国家农村信息化试点省建设
2014	《关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见》	建设以农业物联网和精准装备为重点的农业全程信息化和机械化技术体系
2015	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》	推动新型工业化、信息化、城镇化和农业现代化同步发展

资料来源：互联网，中国银河证券研究部，其中红字为中央一号文件

2015 年 11 月发布的“十三五”规划中明确提出推进农业标准化和信息化、提高农业机械化水平。据财政部 12 月 1 日消息，为贯彻落实党中央、国务院关于加快农业现代化建设的有关精神，2015 年中央财政安排现代农业生产发展资金 203.6 亿元。

2015 年 11 月以来，农村电商政策频出。据《经济参考报》报道，2016 年中央“一号文件”有望继续聚焦现代农业，多位专家表示，发展农村电子商务将连续第四年写入文件，而且对其扶持的力度和过去相比或有较大突破。我们判断 2016 年农业信息化有望取得较大突破。

## （二）到 2020 年农业信息化市场服务规模有望达到 160 亿元/年

随着国家对土地流转和土地集约工作的强力推进，以农场主为核心的农场经济有望成为我国农业产业化的主体。2013 年中央一号文件提出鼓励和支持承包土地向专业大户、家庭农场、农民合作社流转。其中“家庭农场”的概念是首次在中央一号文件中出现。

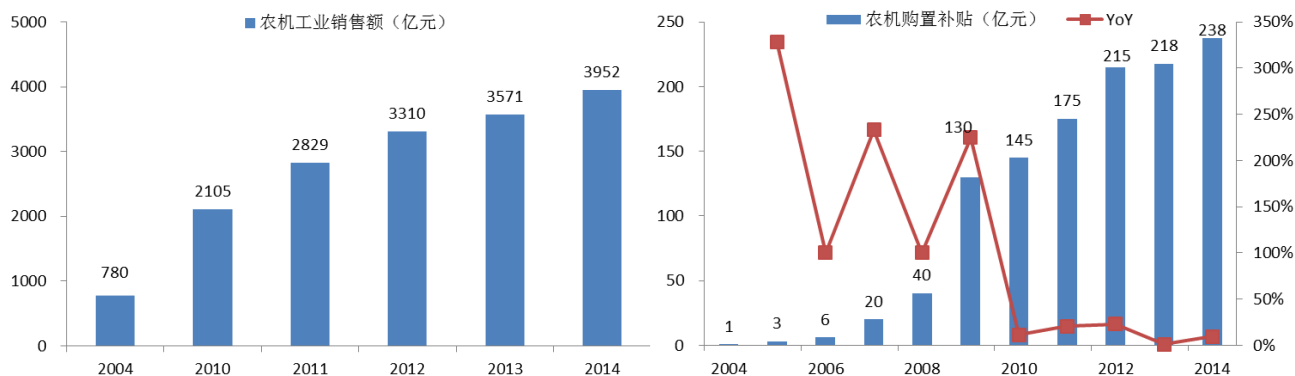
目前，我国农场主按集约后的土地计算大约有 200 万户，涉及约 5 亿亩耕地，预计到 2020 年将达到 10 亿亩规模以上，农场主用户也会达到 500 万户以上。一般而言，每亩土地投入包括种子投入、化肥农药投入、农机服务投入、农保投入、其他投入等共计约 800 元左右（含资金投入）。如果按每亩土地按总投入的 2%-3%收取农业信息化平台服务费，每亩的服务费约为 16 元左右，按 10 亿亩耕地面积计算，今后的市场服务规模约在 160 亿元左右。

## （三）现代农机装备为《中国制造 2025》重点发展领域

现代农机装备是《中国制造 2025》重点发展的十大领域之一。《中国制造 2025》明确提出，“重点发展粮、棉、油、糖等大宗粮食和战略性经济作物育、耕、种、管、收、运、贮等主要生产过程使用的先进农机装备，加快发展大型拖拉机及其复式作业机具、大型高效联合收割机等高端农业装备及关键核心零部件。提高农机装备信息收集、智能决策和精准作业能力，推进形成面向农业生产的信息化整体解决方案。”

中国的农业机械化程度远低于发达国家，市场需求增长潜力大。随着农村土地流转推进，农业机械化水平将会得到进一步提升。中国农机工业协会的数据显示，2004 年我国农机工业生产总值 780 亿元，2014 年增长到 3952.28 亿元，年复合增长率达到 18%。2014 年全国农机购置补贴达到 238 亿元，同比增加 9.17%。

图 21：全国农机销售额及农机购置补贴持续增长



资料来源：中国农机工业协会，互联网，中国银河证券研究部整理

#### （四）以农业无人机为依托，打造农业信息化大数据平台

公司 2015 年 8 月公告对北京兴农丰华科技有限公司进行增资，出资 1700 万元人民币获得兴农丰华 28% 的股权，成为第二大股东。2014 年，兴农丰华实现销售收入 253.18 万元，净利润 29.81 万元。

兴农丰华坐落于中国农业大学国际创业园，是集农业信息技术的研发、应用与推广一体化的高新技术产业公司。公司积累了丰富的农业大数据解决方案，尤其在种业云平台与农场服务云平台、农业灾害防治信息化、土地资源监测、农事气象灾害监测等方面取得显著成果，是国内领先的“农业互联网+”服务公司。

图 22：公司依托无人机优势和相关单位共同打造农业信息化大数据平台



资料来源：隆鑫通用，中国银河证券研究部整理

兴农丰华大股东朱德海是中国农业大学教授、博士生导师、国家农业信息化和国土资源信息化核心领军人物之一。朱德海也是中国地理信息系统协会软件产业分会专业委员会委员、《国土资源遥感》杂志编委，主要研究方向为地理信息系统、农业资源与环境信息系统，现已发表相关文章 70 余篇，曾获部级科技进步二等奖 2 项，三等奖 1 项。

兴农丰华已与北大荒垦丰种业股份有限公司、大北农北京金色农华种业科技股份有限公司、中国农业大学、北京市国土资源局信息中心等单位开展了项目合作。公司入股兴农丰华后，将发挥自身专用农业植保无人机在农业喷洒及农业大数据采集服务方面的优势，与兴农丰华的农业信息化技术和大客户资源优势相结合，融合地面站信息、卫星遥感信息等多源数据，对气象条件、土壤情况、农业生长、农业灾害、农业病虫害等农业信息进行动态监测，打造基于农业运营的专业化农业资源、生产、灾害信息以及农业用户信息的大数据平台，提供大数据的采集、分析和定制化服务。

同时，公司将借助互联网平台，整合资源，开展农业专业信息化服务、种业销售服务、农事作业服务等，并进一步涉足农业保险等金融服务，为实现国家“精准化农业”发展方向提供系统化的专业服务，从而实现公司战略升级，拓展新的发展空间。

目前公司参股的兴农丰华将推出**农场帮 APP**，旨在为农户、农场主等客户提供气象、土壤、作物推荐、生长期预测及跟踪、病虫害预警等相关服务。农场帮 APP 根据农作物不同生长期的需求，联合相关农资企业提供用户需要的农业服务，如种子购买、农机租赁、施肥打药等。同时对于农资企业，农场帮 APP 也是推广新产品、提供深入服务、增强用户粘性、拓展市场的优质平台。我们判断公司农业信息化业务将快速发展。

图 23：农场 APP 可提供农情服务、灾害预警、种子订购、打药服务、农业保险等多项服务



资料来源：兴农丰华网站，中国银河证券研究部整理

## （五）公司农机装备出口快速增长，微耕机业务实现高速增长

农机装备中三轮车具有使用成本低、载重能力强的特点，已经成为广大农村用户不可或缺的运输装备。2014 年三轮车国内市场出现一定程度的下滑，但出口仍保持了快速增长，主要市场集中在非洲、中东、东南亚、南美等国家。

公司在同行企业中较早将三轮车业务作为重点发展，且为**目前三轮车业务规模最大的上市公司**。公司产品品类齐全，包括轻型载货、中型载货、重型载货、客货系列、混合动力系列、电动系列、三轮皮卡型等，市场占有率高，在国内竞争优势明显。

2014 年公司农业机械装备业务实现营业收入 12.26 亿元，同比下降 5.70%。农业机械装备产品毛利率为 17.12%，同比基本持平。其中，三轮车业务受国内行业整体情况影响，销量同比有所下滑；**三轮车出口同比增长 30%**。公司在行业内率先运用“系统化机器人焊接”工艺，显著提升了三轮车车厢、车架关键零部件的质量水平，凸显了产品的差异化优势。

公司的微耕机业务通过与欧洲大客户的合作和拓展国内市场，**2014 年销售收入同比增长 111%**。公司利用为客户 OEM 代工生产的机会，学习开发优秀产品，并投放到国内市场。

图 24：公司农用机械装备包括多型号三轮车、微耕机及水泵等



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部整理

受益于《中国制造 2025》及农业现代化政策、公司在发动机领域的领先优势及丰富的产品线，我们判断公司农机装备业务未来将保持平稳。

## 五、进军微型电动车，未来可能受益新能源汽车大发展

公司 2014 对与山东力驰新能源科技有限公司（2015 年更名为“山东丽驰”）进行增资控股，增资后公司占山东丽驰 20% 股权。2015 年 7 月公司公告拟出资 17,650 万元人民币购买山东丽驰原有股东股份，并对山东丽驰增资 15,000 万元人民币，交易完成后，**公司占山东丽驰 51% 股权，实现对山东丽驰的控股。山东丽驰承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 5000 万元、6000 万元、7200 万元。**

### （一）微型电动车：面向广大农村及三四线城市，发展潜力较大

低速电动四轮车是一种适合中国国情、有广泛市场需求的短途实用代步工具。低速电动四轮车是国内电动自行车、摩托车消费者的消费升级产品，其产品特点为“成本低廉、操作简便、舒适安全、绿色低碳”，满足了广大中低收入消费者对于改善生活质量，享受出行便利的诉求，价格集中于 2-5 万元人民币之间，**目前山东丽驰生产的微型电动车平均价格在 3.5 万元/辆**，消费区域主要集中在三、四线城市和广大农村，市场前景非常广阔。

图 25：山东丽驰微型电动车产品种类多，价格选择余地大



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部整理

目前该类产品的市场是在山东、河南、河北、江苏等省份，据山东省汽车工业协会的数据显示，**2013 年我国微型电动车销量超过 20 万辆，2014 年销量达到 40 万辆左右，同比增长约 100%。**2015 年微型电动车全国生产厂商已超过 1200 家，上规模的企业数量超过 100 家。

根据第一电动网统计，2015 年 1-5 月份，山东省微型电动车销量达到 12 万辆，同比增长 55.57%。山东省作为全国微型电动车生产销售第一大省，可以作为样本反映全国的情况。

我们判断，**2015 年微型电动车销量增长 50% 以上，2016-2017 年增速将不低于 25%，即 2015-2017 年，全国微型电动车销量将不低于 60 万辆、75 万辆和 93 万辆，产值在 2017 年将达到 300 亿元人民币。**

山东省于 2014 年 6 月份在全国率先出台了小型纯电动车行业标准，山东丽驰作为小型电动车的龙头企业参与了该标准的制定。山东丽驰凭借技术、产能、渠道等优势在行业大发展中具备先发优势。

2009 年以来，山东省出台了一系列政策对低速电动车进行规范和管理。据不完全统计，

截至 2015 年 7 月份全国已有约十多个省市制定了微型低速电动车的管理标准，并且从产品到销售及上路管理均出台了比较详细的制度。

**表 11：山东省低速电动车相关政策及行业自律标准**

时间	政策名称	备注
2009	《山东省低速电动车管理办法（试行）》	适用于在山东省境内从事低速电动车生产的企业及产品管理。对低速电动车生产企业及产品生产实行备案管理：发布《山东省低速电动车生产企业及产品备案目录》的方式对企业和产品进行备案
2011	《低速电动汽车通用技术条件》	山东省地方性行业自律性企业标准
2014	《山东省汽车行业标准（小型纯电动车）》 《山东省小型电动车生产企业准入条件》	规定了“小型电动车”定义、技术参数、技术要求以及试验方法等多项内容，同时也针对生产企业出台了多项要求

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

综合媒体报道及相关政策趋向，微型电动车可能处于国家政策放开的临近期。未来几年内，国家可能（1）提升一批微型电动车企业成为新能源汽车企业；（2）规范一批微型电动车企业（3）淘汰一批不合规的企业。我们认为政策导向将有利于目前正在转型高速电动汽车的规范的微型电动车企业。

## （二）控股山东丽驰，进军微型电动车，将受益新能源汽车大发展

公司 2014 对与山东力驰新能源科技有限公司（2015 年正式更名为“山东丽驰”）进行增资控股，增资后公司占山东丽驰 20% 股权。

2015 年 7 月公司公告拟出资 17,650 万元人民币购买山东丽驰原有股东股份，并对山东丽驰增资 15,000 万元人民币，交易完成后，公司占山东丽驰 51% 股权，实现对山东丽驰的控股。山东丽驰承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 5,000、6,000、7,200 万元。

山东丽驰在技术和规模上具有优势，微型电动车生产全部按汽车生产的“冲压、焊装、涂装、总装”四大工艺标准生产制造。

**表 12：山东丽驰具备多项生产技术优势**

生产环节	技术优势
数控冲压流水线	冲压车间生产面积 1.2 万平方，拥有两条全自动数控生产流水线和近 50 台全自动等离子切割机、液压机剪板机等设备
自动焊装线	焊装车间引进全自动汽车焊装线和高端进口焊装设备；烤漆车间拥有全自动电泳生产线和水悬式高温汽车面漆线各一条；总装车间拥有汽车标准的微轿吊装线、发动机预装线和成车性能检测线
数控造型&独立悬挂	按照汽车生产工艺和技术打造 A00 级轿车标准的丽驰电动车，将承载式安全车身、全数控模具造型、麦弗逊独立悬挂、四轮碟刹、运动型无边框车门等安全先进科技植入产品

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 13：我们预计到 2017 年山东丽驰电动车销量将达到 10 万辆**

	2014	2015E	2016E	2017E
销量	5525	3 万辆（2015 年 1-10 月 24239 辆）	6 万辆	10 万辆

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

### （三）山东丽驰：联手北汽瑞丽进军高速电动汽车

根据第一电动网报道，2015 年 11 月 28 日上午，山东丽驰新能源汽车有限公司与北汽云南瑞丽汽车有限公司在山东德州签署战略合作协议，通过联合开发、联合制造、联合销售等模式全面进军高速电动汽车领域，用智能化技术升级低速电动汽车产品。

双方合作的首款高速电动汽车将于 2016 年下半年即将投放市场；2017 年，第二批高速电动汽车也会面世。北汽瑞丽拥有的汽车生产资质能帮助合作车型获得国家目录准入，有利于拓宽市场销售范围。

据悉，山东丽驰新能源汽车有限公司今年 1-10 月已经销售 2 万多辆电动汽车，年末随着销售旺季的到来还将迎来销量增长高峰。2016 年，在丽驰与北汽瑞丽的联合发力下，将冲刺 7 万辆电动汽车的销售目标。

## 六、切入智能电源领域，受益数据中心、分布式能源建设

2015 年公司通过发行股份及支付现金方式购买广州超能投资有限公司持有的广州威能机电有限公司 75% 股权。公司以发行股份方式向超能投资支付交易价格的 85%，发行价格为 14.832 元/股，发行股数为 33,095,671 股，增发已实施完成。**威能机电承诺在 2015-2018 年度扣非净利润分别不低于 6600 万元、7900 万元、9500 万元、11500 万元。**

### （一）全球家用及商用电源设备市场约 1600 亿元/年

全球家用及商用电源设备每年市场规模约 1600 亿元，其中家用约 200 亿元，商用电源设备约 1400 亿元。每年全世界对家用小型汽油发电机需求量约 1000 万台，其中 40% 在美国市场，60% 在发展中国家；中国商用电源设备市场规模约 200 亿元人民币，海外市场规模 1200 亿元人民币。

随着大数据时代的到来，IDC（互联网数据中心）产业正在步入前所未有的黄金发展期。2005-2012 年中国 IDC 市场规模增长了 6 倍，年均增长率超过 30%。柴油发电机组是通讯基站和数据中心的标配，近年来新建数据中心多会使用发电机组作为备用电源，大量投资的 IDC 机房建设将带动数据中心备用电源需求。

分布式能源将使智能电源行业迎来新的发展契机。分布式能源系统是指将能源系统以小规模、小容量、模块化、分散化的方式布置在用户端，可独立地传输冷、热、电能的系统，是相对于传统的集中式供电方式而言的一种新型的能源系统。2015 年 3 月 15 日，国务院发文《关于进一步深化电力改革的若干意见》，文中明确：积极发展分布式电源，允许符合条件的发电企业投资和组建售电主体进入售电市场，从事售电业务。

此外，“一带一路”沿线的中亚、中东及东南亚等国大多是新兴经济体和发展中国家，电力缺口较大。随着一带一路战略的深入实施，这些国家的电力基础设施建设投入将不断加大，我国商用电源设备企业将充分受益。

### （二）收购威能机电 75% 股权，打造智能电源设备板块

2015 年公司公告通过发行股份及支付现金方式购买广州超能投资有限公司持有的广州威能机电有限公司（以下简称“威能机电”）75% 股权，经交易双方协商确认威能机电总价确定为 77,000 万元，结合本次收购的股权比例 75% 计算，本次交易金额为 57,750 万元。

公司以发行股份方式向超能投资支付交易价格的 85%，发行价格为 14.832 元/股，发行股数为 33,095,671 股，增发已实施完成。**威能机电承诺在 2015-2018 年度扣非净利润分别不低于 6,600 万、7,900 万、9,500 万、11,500 万元。**

威能机电是国内柴油发电机组行业技术实力较强、规模较大的企业，主要产品具有智能化、节能环保、高效率和高可靠性的特点，广泛应用于数据中心、能源、金融、通讯、船舶、市政、医院、商场、基础设施建设等领域，作为常用或备用电源来发挥电力保障的重要作用。

公司在小型家用汽油发电机组领域处于领先地位。通过收购威能机电 75% 股权，将进入

中、大型专业柴油发电机组业务领域，有利于推进公司产业结构转型，进一步做大做强公司的通用发电机组业务，发挥产业协同作用，创造新的利润增长点，全面增强公司的核心竞争力。

图 26：公司商用及家用发电机产品



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部整理

## 七、盈利预测和估值：安全边际较高，首次评级“推荐”

### （一）预计公司 2015-2017 备考业绩复合增速达到 21%

不考虑山东丽驰、威能机电，预计 2015-2017 公司收入复合增速近 16%；预计 2015-2017 公司 EPS 分别为 0.83/1.03/1.20 元。

表 14：不考虑山东丽驰、威能机电，预计未来 3 年公司收入保持平稳增长

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营收入</b>	<b>6487.38</b>	<b>6601.33</b>	<b>6992.07</b>	<b>8064.69</b>	<b>9375.18</b>
轻型动力	1,902.49	2,091.91	2405.70	3007.12	3758.90
摩托车	2,393.75	2,469.67	2469.67	2593.15	2722.81
农机	1,299.87	1,225.83	1225.83	1409.70	1621.16
发电机组	814.29	703.99	703.99	774.39	851.83
其他	76.98	109.93	186.88	280.32	420.48
<b>营业收入增速</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.8%</b>	<b>5.9%</b>	<b>15.3%</b>	<b>16.2%</b>
轻型动力	62.2%	10.0%	15.0%	25.0%	25.0%
摩托车	-39.6%	3.2%	0.0%	5.0%	5.0%
农机	0.8%	-5.7%	0.0%	15.0%	15.0%
发电机组		-13.5%	0.0%	10.0%	10.0%
其他		42.8%	70.0%	50.0%	50.0%
<b>营业收入构成</b>					
轻型动力	29.3%	31.7%	34.4%	37.3%	40.1%
摩托车	36.9%	37.4%	35.3%	32.2%	29.0%
农机	20.0%	18.6%	17.5%	17.5%	17.3%
发电机组	12.6%	10.7%	10.1%	9.6%	9.1%
其他	1.2%	1.7%	2.7%	3.5%	4.5%
<b>毛利率</b>	<b>18.9%</b>	<b>19.6%</b>	<b>20.3%</b>	<b>20.9%</b>	<b>21.0%</b>
轻型动力	17.5%	18.7%	19.0%	20.0%	20.0%
摩托车	18.6%	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%
农机	17.6%	17.1%	18.0%	19.0%	19.0%
发电机组	24.9%	26.6%	27.0%	28.0%	28.0%
其他	23.2%	28.5%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

考虑山东丽驰和威能机电，预计 2015-2017 公司实际备考 EPS 分别为 0.90/1.12/1.32 元，复合增速达到 21%。

表 15：不考虑山东丽驰、威能机电，预计 2015-2017 年公司业绩复合增长率达到 20%

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	6,505.49	6,643.84	7,037	8,117	9,436
营业收入增长率	0.94%	2.13%	6%	15%	16%

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润(百万元)	552.33	610.36	670	826	966
净利润增长率	19.60%	10.51%	10%	23%	17%
EPS(元)	0.69	0.76	<b>0.83</b>	<b>1.03</b>	<b>1.20</b>
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.39%	14.91%	14.61%	15.26%	15.15%
P/E	34	31	<b>28.76</b>	<b>23.33</b>	<b>19.94</b>
P/B	5.3	4.6	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	26	25	20.48	16.72	14.06

资料来源:公司公告、中国银河证券研究部,股价截至2015年12月4日

表 16: 考虑山东丽驰、威能机电, 预计 2015-2017 年公司业绩复合增长率达到 21%

	2015E	2016E	2017E
山东丽驰备考承诺业绩(百万元)	50	60	72
威能机电备考承诺业绩(百万元)	66	79	95
合并报表业绩(百万元)	745	916	1074
总股本(百万股)	837.31	837.31	837.31
备考 EPS(元)	<b>0.89</b>	<b>1.09</b>	<b>1.28</b>
备考 P/E	<b>27</b>	<b>22</b>	<b>18</b>
预计山东丽驰实际业绩(百万元)	56	90	120
预计威能机电实际业绩(百万元)	76	90	105
预计实际合并业绩(百万元)	755	939	1,106
预计实际备考 EPS(元)	<b>0.90</b>	<b>1.12</b>	<b>1.32</b>
预计实际备考 P/E	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>18</b>

资料来源:公司公告、中国银河证券研究部,股价截至2015年12月4日

## (二) 安全边际较高, 估值优势明显, 首次给予“推荐”评级

考虑山东丽驰及威能机电, 预计 2015-2017 年公司实际备考 EPS 分别为 0.90 元/1.12 元/1.32 元, 对应 PE 分别为 26/21/18 倍。公司正立足主业实施转型升级战略, 将受益于无人直升机、农业信息化、微型电动车、智能电源等市场快速发展, 公司安全边际较高, 估值优势明显, 业绩具有上调潜力, 首次给予“推荐”评级。

表 17: 公司在轻型动力行业中估值优势明显

上市公司	代码	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
隆鑫通用	603766.SH	23.62	0.76	0.9	1.12	1.32	31	26	21	18
宗申动力	001696.SZ	14.69	0.33	0.36	0.44	0.58	43	41	33	25
钱江摩托	000913.SZ	11.8	-0.43	0	0	0	-			
中国嘉陵	600877.SH	9.82	0.02	0	0	0	584			
力帆股份	601777.SH	17.53	0.38	0.31	0.41	0.51	45	57	43	34
行业平均估值							<b>176</b>	<b>41</b>	<b>32</b>	<b>26</b>

资料来源: Wind、中国银河证券研究部(隆鑫通用考虑山东丽驰、威能机电业绩, 其余均为 Wind 一致预期), 股价截至 2015 年 12 月 4 日

表 18: 公司在民用专业级无人机行业中估值优势明显

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
隆鑫通用	603766.SH	23.62	0.76	0.9	1.12	1.32	31	26	21	18
宗申动力	001696.SZ	14.69	0.33	0.36	0.44	0.58	43	41	33	25
威海广泰	002111.SZ	31.99	0.36	0.55	0.75	0.99	86	58	43	32
通裕重工	300185.SZ	9.17	0.09	0.1	0.16	0.28	100	92	57	33
行业平均估值							65	54	39	27

资料来源: Wind、中国银河证券研究部 (隆鑫通用考虑山东丽驰、威能机电业绩), 股价截至 2015 年 12 月 4 日

## 附录：3 张表预测

表 19：利润表预测

利润表（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,505	6,644	7,037	8,117	9,436
营业成本	5,267	5,331	5,610	6,417	7,454
折旧和摊销	142	158	201	204	207
营业税费	87	71	70	81	94
销售费用	205	219	218	252	293
管理费用	358	395	422	487	566
财务费用	(15)	(28)	(23)	(42)	(61)
资产减值损失	5	5	(0)	(1)	1
公允价值变动损益	5	(9)	0	0	0
投资收益	26	22	0	0	0
营业利润	629	662	739	923	1,088
利润总额	656	748	788	972	1,137
少数股东损益	32	27	0	0	0
归属母公司净利润	552	610	670	826	966
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.69	0.76	0.83	1.03	1.20
NOPLAT	519.37	529.78	608.91	748.71	873.22
EBIT	583.40	621.39	716.37	880.84	1,027.32
EBITDA	724.98	779.29	917.65	1,085.22	1,233.85

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 20：资产负债表预测

资产负债表（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	5,545	6,151	6,741	7,742	8,976
流动资产	3,422	3,557	4,641	5,845	7,286
货币资金	1,807	1,312	2,307	3,222	4,350
交易型金融资产	109	1	104	104	104
应收帐款	563	717	700	808	939
应收票据	517	501	493	608	693
其他应收款	71	57	67	78	87
存货	251	245	273	308	355
非流动资产	2,123	2,594	2,100	1,897	1,690
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	251	0	0	0
长期投资	0	50	50	50	50
固定资产	1,593	1,571	1,458	1,327	1,177
无形资产	316	332	316	300	285
总负债	1,876	1,941	2,042	2,218	2,486
无息负债	1,876	1,941	2,042	2,218	2,486

资产负债表（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	3,668	4,209	4,698	5,524	6,491
股本	800	805	805	805	805
公积金	832	912	981	1,064	1,143
未分配利润	1,956	2,378	2,797	3,540	4,426
少数股东权益	80	115	115	115	115
归属母公司权益	3,588	4,095	4,583	5,409	6,375
Vd	0	0	0	0	0
Ve	19,056	19,241	19,250	19,251	19,251
EV	18,743	19,250	18,789	18,145	17,348
IC	3,355	4,220	3,996	4,177	4,346

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

**表 21：现金流量表预测**

现金流量表（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	544	734	969	873	1,067
净利润	552	610	670	826	966
折旧摊销	142	158	201	204	207
净营运资金增加	117	702	(18)	383	376
其他	(267)	(737)	116	(540)	(482)
投资活动产生现金流	(389)	(861)	184	0	0
净资本支出	(316)	(332)	0	0	0
长期投资变化	0	50	0	0	0
其他资产变化	(73)	(579)	184	0	0
融资活动现金流	(110)	(141)	(158)	42	61
股本变化	0	5	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	(170)	65	101	176	267
净现金流	43	(268)	995	915	1,127

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 公司拓展无人机及农业信息化、轻型动力板块.....	1
图 2: 公司 2012 年上市后营业收入平稳增长.....	2
图 3: 公司近五年净利润复合增长率达 10.5%，近期加速向上 .....	2
图 4: 公司毛利率在同行业上市公司中位于前列.....	3
图 5: 公司净利率领先于同行业上市公司.....	3
图 6: 2011 年以来公司综合毛利率稳步上升 .....	3
图 7: 2009 年以来公司综合净利率持续上升 .....	3
图 8: 公司目前股权结构：实际控制人为涂建华先生.....	4
图 9: 轻型发动机已成公司第一大产品.....	7
图 10: 中国小型通用动力机械出口美国数量和金额呈平稳态势.....	7
图 11: 全国摩托车销量自 2011 年来出现下滑，但仍维持 2000 万辆以上水平 .....	8
图 12: 公司国外收入占比超过 50% .....	8
图 13: 2015 年以来人民币贬值大约 4.4%.....	8
图 14: 无人直升机最大应用领域为农业植保、军用/安全/反恐等.....	9
图 15: 隆鑫通用 XV-1 型无人直升机.....	11
图 16: 隆鑫通用 XV-2 型无人直升机.....	11
图 17: 隆鑫通用通过全军武器装备采购信息网的认证.....	12
图 18: 隆鑫通用 XV-1 无人直升机在全军武器装备采购信息网展示.....	12
图 19: 隆鑫通用：构建大田作业体系示意图.....	14
图 20: 隆鑫通用农林植保无人直升机有望在 2016-2017 年获得较大突破.....	14
图 21: 全国农机销售额及农机购置补贴持续增长.....	16
图 22: 公司依托无人机优势和相关单位共同打造农业信息化大数据平台 .....	17
图 23: 农场 APP 可提供农情服务、灾害预警、种子订购、打药服务、农业保险等多项服务 .....	18
图 24: 公司农用机械装备包括多型号三轮车、微耕机及水泵等.....	19
图 25: 山东丽驰微型电动车产品种类多，价格选择余地大.....	20
图 26: 公司商用及家用发电机产品.....	24

## 表格目录

表 1: 隆鑫通用财务运营指标良好: 2015 年三季度与同类上市公司比较 .....	2
表 2: 公司上市前主要高管获得股权方面的激励 .....	4
表 3: 公司 2013 年对高管团队实行了股权激励 .....	5
表 4: 公司在第一期员工持股计划中继续激励高管团队 .....	5
表 5: 预计 2015-2020 年我国农业植保无人机累计市场空间将超过 200 亿元 .....	10
表 6: 各国积极发展军用无人直升机 .....	10
表 7: 合资公司生产的 XV-1 无人直升机具备诸多技术优势 .....	12
表 8: 隆鑫通用军民两用无人直升机技术参数对比 .....	12
表 9: 隆鑫通用植保无人机载荷大、续航长、效率高 .....	13
表 10: 2005 年以来中央一号文件多次提到推进农业现代化、农业信息化 .....	15
表 11: 山东省低速电动车相关政策及行业自律标准 .....	21
表 12: 山东丽驰具备多项生产技术优势 .....	21
表 13: 我们预计到 2017 年山东丽驰电动车销量将达到 10 万辆 .....	21
表 14: 不考虑山东丽驰、威能机电, 预计未来 3 年公司收入保持平稳增长 .....	25
表 15: 不考虑山东丽驰、威能机电, 预计 2015-2017 年公司业绩复合增长率达到 20% .....	25
表 16: 考虑山东丽驰、威能机电, 预计 2015-2017 年公司业绩复合增长率达到 21% .....	26
表 17: 公司在轻型动力行业中估值优势明显 .....	26
表 18: 公司在民用专业级无人机行业中估值优势明显 .....	27
表 19: 利润表预测 .....	28
表 20: 资产负债表预测 .....	28
表 21: 现金流量表预测 .....	29

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**王华君，机械与军工行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

**A 股：**北方创业（600967.SH）、海特高新（002023.SZ）、威海广泰（002111.SZ）、中鼎股份（000887.SZ）、中航电子（600372.SH）、洪都航空（600316.SH）、隆华节能（300263.SH）、南风股份（300004.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、新天科技（300259.SZ）、林州重机（002534.SZ）、潍柴重机（000880.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)