

隆鑫通用（603766）深度报告

传统主业稳定增长确定，农业植保运营业务即将爆发性增长 买入（维持）

2016 年 3 月 1 日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业资格证书号码: S0600515110002

zhouersh@dwzq.com.cn

联系人 毛新宇

15221608997

maoxy@dwzq.com.cn

联系人 石炯

shijiong@dwzq.com.cn

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	6,644	6,993	8,112	9,572
同比(+/-%)	2.1%	5.3%	16.0%	18.0%
净利润(百万元)	610	766	883	1046
同比(+/-%)	10.5%	25.5%	15.3%	18.5%
毛利率(%)	18.7%	20.1%	20.0%	20.3%
净资产收益率(%)	14.9%	16.5%	16.8%	17.5%
每股收益(元)	0.76	0.95	1.10	1.30
市盈率(P/E)	19.78	15.77	13.67	11.54
市净率(P/B)	2.95	2.61	2.30	2.02

投资要点

■ 传统主业通用动力等业务仍将保持 10-20%稳定增长

公司是世界级摩托车、通用动力制造商。公司通用动力产品下游刚性需求保持稳定，公司出口收入占比 50%，预计主业未来 3 年仍将保持 10-20%稳定增长。

■ 植保无人机获突破新进展，380 万亩大田合作落地逐步复制至全国

公司农业植保无人机获突破性进展，2016 年 2 月 26 日，公司与黑龙江战略合作其辖区内 380 万亩大田农作物植保，帮助实现和推广无人直升机大田植保运营模式。预计 2016-2018 年公司合作植保服务面积分别为 1000 万亩、3000 万亩和 1 亿亩，1 亿亩对应运营服务收入将达 50 亿元，贡献利润有望超过 10 亿元，有望再造一个隆鑫。

■ 目前国内唯一适合大田作业农业植保无人机即将量产

按我国 18 亿亩农田的无人机植保渗透率以 50% 计算，运营服务市场超过 500 亿/年，市场空间巨大。相较一般的无人机植保运营，大田作业运营模式的植保效率高，可复制性强，易于向全国进行推广。公司的 XV-2 最大载药量 72 公斤，单次作业时间超过 1 小时，作业效率可达 250-300 亩/小时，作业效率可达国内同类产品的 6 倍，是目前国内唯一一款适合大田作业的农业植保无人机，产品核心性能优越，即将进入量产阶段。

■ 微型电动车未来仍将保持高速增长

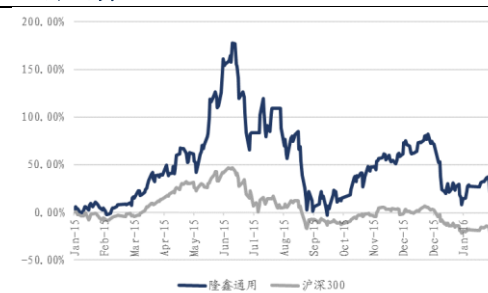
公司是知名微型电动车生产企业，公司零部件、整车技术积累非常深厚，产品线丰富，竞争优势明显。公司已有 A01、B01、E9、金瑞和福瑞 5 大平台 23 款产品。2015 年销售超过 3.6 万台，同比暴增 5.6 倍，2016-2018 年销量预计分别为 6 万台、9 万台、13 万台，复合增速 53%。

■ 盈利预测与估值

公司是通用动力产品与植保无人机的龙头生产商，我们预计公司 2016-2017 年的 EPS 为 1.10, 1.30，对应 PE 14/12X，估值具备较大安全边际，且员工持股价与目前股价倒超过 50%。公司农业植保无人机运营服务和微型电动车业务具有爆发性增长潜力，将大幅提升公司估值水平，维持“买入”评级。

■ 风险提示：海外市场拓展低于预期、新业务推广低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.00
一年最低价/最高价	38.33/13.40
市净率	2.61
流通 A 股市值(亿元)	132.90

基础数据

每股净资产(元)	5.61
资产负债率	30.78
总股本(百万股)	837.77
流通 A 股(百万股)	804.67

相关研究

《隆鑫通用：中长期看好农业植保无人机龙头》

2015.12.01

《隆鑫通用：业绩超预期，2016 年农业植保无人机有望爆发》2016.1.15

《隆鑫通用：植保无人机测试成功，即将切入千亿农业植保运营服务市场》2016.2.2

《隆鑫通用：380 万亩农业植保战略合作大幅超预期，大田作业领航者正式崛起》2016.2.29

投资案件:

1、关键假设、驱动因素及主要预测:

关键假设:

- 1)、公司通用动力产品下游刚性需求保持稳定,公司出口收入占比 50%,预计主业未来 3 年仍将保持 10-20%增长;
- 2)、预计公司植保无人机 2016 年将切入千亿农业植保服务市场,预计 2016-2018 年合作植保服务面积分别为 1000 万亩、3000 万亩和 1 亿亩,1 亿亩对应运营收入将达 50 亿元,将再造一个隆鑫。
- 3)、微型电动车 2016-2018 销量预计分别为 6 万台、9 万台、13 万台,复合增速 53%。
- 4)、威能发电机组将受益 IDC 机房建设和分布式能源建设,预计未来 3 年复合增速 20% 以上。
- 5) 预计 2018 年收入将达到 150 亿元,考虑农业植保无人机运营服务,利润有望超 20 亿元。

驱动因素:

- 1)、土地流转,政府补贴的逐步到位,以及无人机相关技术不断进步;
- 2)、0.9 亿摩托车和 1.2 亿电动自行车的升级替代需求;
- 3)、国内 IDC 和分布式能源建设兴起,“一带一路”带动出口。

2、我们与市场不同的观点:

- 1)、通用动力仍将保持稳定增长;
- 2)、农业植保无人机服务运营预计 2016 年开始贡献业绩,2017 年大规模推广,业绩开始爆发增长,2018 年将再造一个隆鑫。
- 3)、农业植保无人机运营服务带来农业信息化增值服务有望超预期
- 4)、微型电动车未来有望同时发展高速电动车

3、投资建议:

公司是通用动力系统与植保无人机的龙头生产商,我们预计公司 2016-2017 年的 EPS 为 1.10, 1.30, 对应 PE 14/12X, 估值具备较大安全边际,且员工持股价与目前股价倒超过 50%。公司农业植保无人机运营服务和微型电动车业务具有爆发性增长潜力,将大幅提升公司估值水平,维持“买入”评级。

4、股价催化剂:

植保无人机订单、微型电动车政策超预期、人民币贬值

5、主要风险因素:

海外市场拓展低于预期、新业务推广低于预期。

目录

1. 动力系统龙头积极探索“新动力”	6
1.1. 世界级的摩托车、动力制造商	6
1.2. 营收稳定，盈利能力持续提升	6
1.3. 集团内部整合+外延并购，坚定践行“同心多元化”战略	8
1.3.1. 集团内部整合，奠定业务版图基础	8
1.3.2. 外延并购，坚定践行“同心多元化”战略	9
1.4. 充沛资金+现代管理，护航转型，股价安全边际充足	9
2. 无人机：专注植保服务大市场，技术+渠道占先机	10
2.1. 无人机植保将是未来主流植保方式	10
2.2. 植保服务 500 亿市场，“互联网+”打开千亿想象空间	11
2.2.1. 植保服务市场达 500 亿	11
2.2.2. 依托植保服务，“互联网+”打开千亿想象空间	12
2.3. 公司三大性能指标优势明显，大田植保服务领航者	13
2.3.1. 植保服务市场广阔，参与者众多	13
2.3.2. 公司三大零部件实现自产，三大性能指标优势明显	13
2.4. 农业信息化、渠道资源，助力植保服务迅速打开市场	16
2.5. 2018 年植保服务业务预计贡献 50 亿营收	18
3. 微型电动车：技术立身，渠道护航，静待政策落地	18
3.1. 微型电动车特点鲜明，定位明确，市场理论空间达千亿	18
3.2. 14 年市场销量 40 万，行业规范出台呼声甚高	19
3.3. 深耕技术+渠道，整车业务将充分受益规范政策出台	21
3.3.1. 技术立身，丽驰电动车市占率第五	21
3.3.2. 渠道整合，助力丽驰抢占全国市场	22
3.3.3. 行业翘楚，将充分受益规范政策出台	23
3.4. 2016 年微型电动车业务预计贡献 12.6 亿营收	23
4. 柴油发电机：技术、模式持续创新，将继续超行业增速	23
4.1. 受益 IDC 和分布式能源建设，行业持续高增长可期	23
4.2. 技术+模式+海外，增速将持续超平均	24
4.3. 柴油发电业务未来三年复合增速超 20%	25
5. 传统主业：结构优化+海外拓展，内涵式稳定发展	25
5.1. 立足研发，推陈出新，结构持续优化	25
5.2. 积极拓展海外，将受益威能渠道	28
5.3. 毛利率持续提升，营收承压下实现内涵式发展	28
6. 盈利预测和投资建议	29
7. 风险提示	30

图表目录

图表 1：公司股权较为集中，实际控制人是涂建华先生.....	6
图表 2：2012-2015 年营收保持稳定增长.....	7
图表 3：国内摩托车行业销量逐年下滑.....	7
图表 4：2012-2015 年业绩增速稳步向上.....	7
图表 5：公司毛利率高于行业平均.....	7
图表 6：两轮摩托车和轻型动力是核心业务.....	8
图表 7：海外与国内业务大致持平.....	8
图表 8：公司在集团内部持续资产重组.....	8
图表 9：积极推进五大新业务.....	9
图表 10：充沛资金护航转型.....	9
图表 11：期权授予情况.....	10
图表 12：期权行权情况.....	10
图表 13：我国的无人机植保渗透率提升空间巨大.....	11
图表 14：预计未来整机累计市场和植保服务年市场分别为 300 和 500 亿.....	12
图表 15：植保服务是植保无人机产业中的最大蛋糕.....	12
图表 16：仅信息服务市场规模达 200 亿.....	13
图表 17：整机和植保技术软硬结合，三大零部件实现自产.....	14
图表 18：XV-1 的核心指标达世界先进水平.....	15
图表 19：XV-2 的核心指标达行业先进水平.....	15
图表 20：11000 个省级、县级和乡级销售和服务网点.....	17
图表 21：“农场帮”APP 已上线.....	17
图表 22：公司实现线上线下联动.....	17
图表 23：自上而下，从低到高，完成三大跨越.....	18
图表 24：公司无人机植保服务将增厚 2016-2017 年业绩.....	18
图表 25：丽驰微型电动车产品.....	19
图表 26 2013 年摩托车及电动自行车销量共约 5000 万辆.....	19
图表 27：未来微型电动车市场将达千亿.....	19
图表 28：微型电动车销量快速攀升，山东是最大市场.....	20
图表 29：市场分散，前十大企业市占率合计不足 20%.....	20
图表 30：国内部分省市先后出台了对低速电动车的相关管理政策.....	20
图表 31：丽驰拥有按 A00 级汽车生产标准的“冲压、焊接、涂装、总装”四大车间.....	21
图表 32：丽驰技术雄厚.....	21
图表 33：预计公司 2016-2018 年销量.....	22
图表 34：公司微型电动车业务将增厚业绩.....	23
图表 35：2014 年我国柴油发电机组市场规模 197 亿元，近 5 年 CAGR 13.6%.....	23
图表 36：公司完善发电机产品线.....	24
图表 37：2014 年营收 5.55 亿，近 4 年 CAGR 22.3%.....	24
图表 38：2014 年净利润 0.4 亿，近 4 年 CAGR 35.1%.....	24
图表 39：柴油发电机业务将增厚公司业绩.....	25
图表 40：研发费用率常年在 2.5%以上.....	26
图表 41：公司拥有多项行业领先技术.....	26

图表 42：公司 14 年新产品众多.....	26
图表 43：公司主业结构发生明显变化.....	27
图表 44：产品结构持续调整，明星产品不断涌现.....	27
图表 45：海外业务占比持续提升.....	28
图表 46：海外业务毛利率比国内业务高 3-4%.....	28
图表 47：扣非归母净利润增长率一直保持比主业营收增长率高 10%以上.....	29

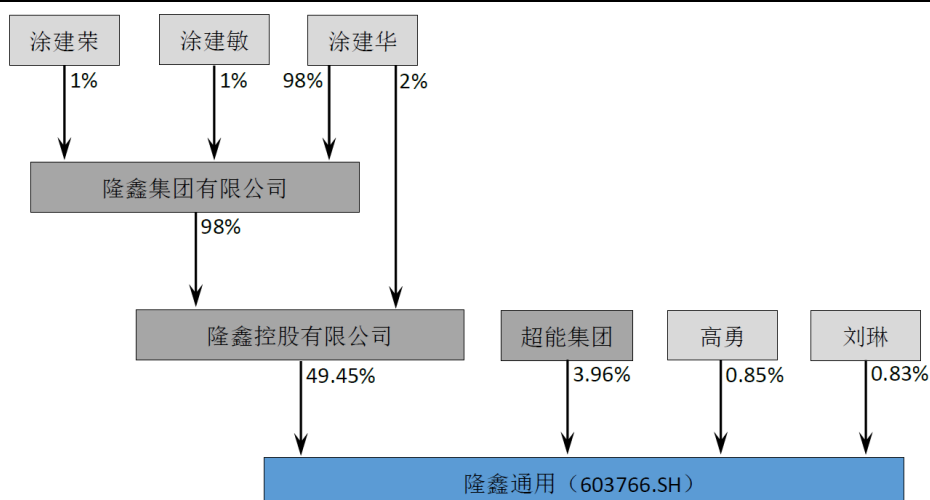
1. 动力系统龙头积极探索“新动力”

1.1. 世界级的摩托车、动力制造商

隆鑫通用是一家集发电机组业务、农业机械装备业务、轻型动力业务、两轮摩托车业务，且积极孵化发展新兴业务的大型综合制造型企业。主要产品包括：摩托车及配件、发动机及配件、农业机械装备及配件和发电机组，以及新近拓展的微型电动车、无人机等。公司是世界级摩托车、动力制造商，是中国摩托车行业首家获得“新车注册免于安全技术检验”资格的企业。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第一；发动机产销量连续多年位居行业前列。

公司股权较为集中，实际控制人是涂建华先生，通过控股隆鑫控股有限公司间接持有公司 49.45% 的股份。第二大股东是广东超能投资集团有限公司，持有 3.96%，除此之外，其余股东持股比例均不超过 2%。近年公司积极推行股权激励计划，充分调动员工积极性。目前公司核心管理人员及技术人员均有持股。

图表 1：公司股权较为集中，实际控制人是涂建华先生

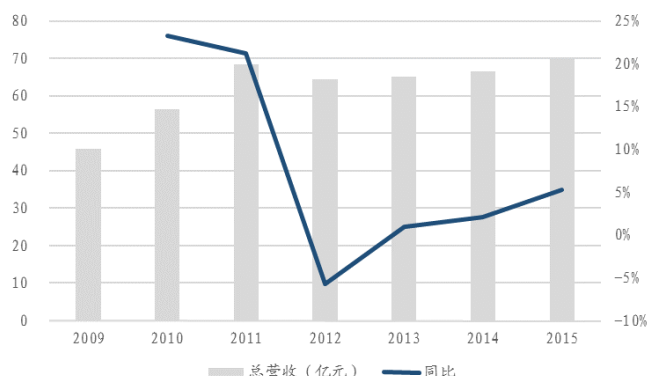


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 营收稳定，盈利能力持续提升

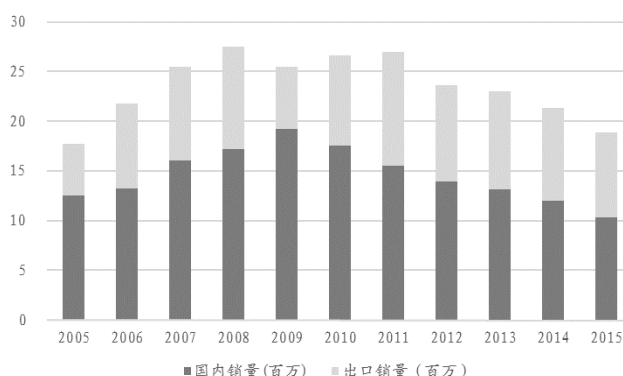
公司 2015 年全年总营收 69.9 亿元，同比上涨 5.26%。作为公司的第一大主业，摩托车行业情况与公司业绩紧密联系。自 2012 年，国内摩托车行业销量逐年下滑，公司业绩也进入平台期，营收每年波动不超过 6%。

图表 2: 2012-2015 年营收保持稳定增长



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

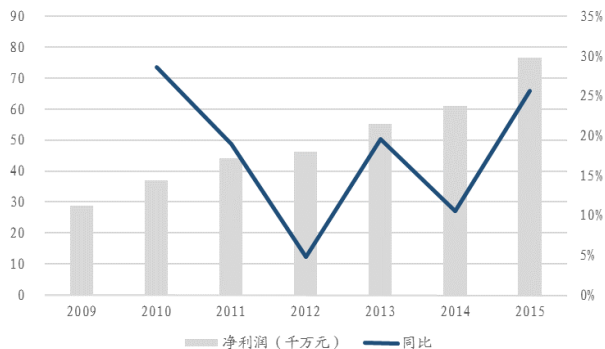
图表 3: 国内摩托车行业销量逐年下滑



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

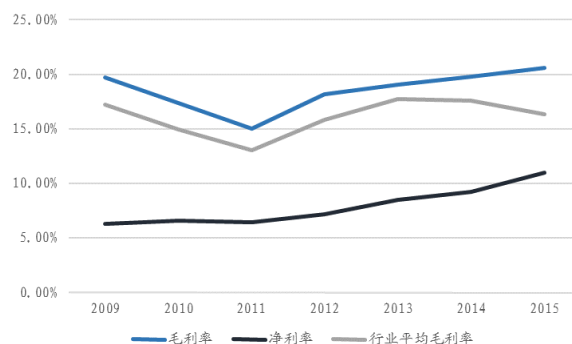
公司 2015 年全年归母净利润 7.7 亿元, 同比增长 25.64%。值得注意的是, 公司每年的非经常性损益占比波动较大, 前三季度扣非归母净利润 4.8 亿元, 同比增长 8%。近年来, 在营收保持平稳的情况下, 扣非归母净利润持续增长, 反映出公司盈利能力的持续改善。

图表 4: 2012-2015 年业绩增速稳步向上



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

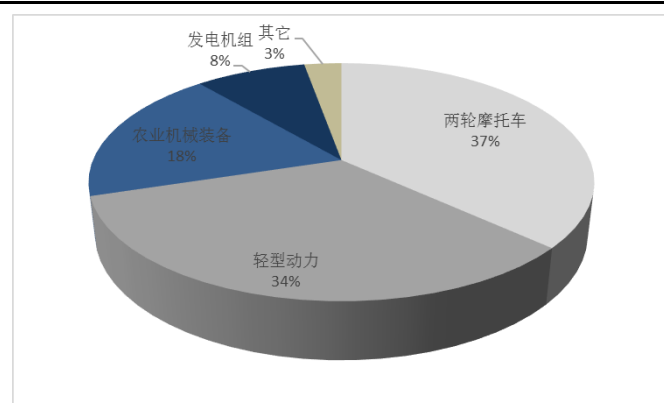
图表 5: 公司毛利率高于行业平均



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

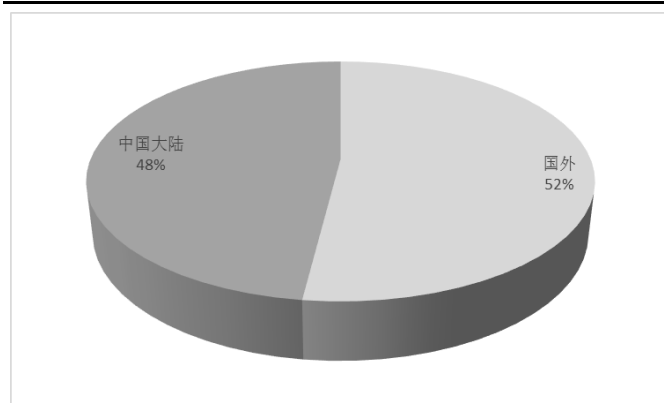
公司作为行业龙头, 凭借着多年的技术积累及渠道优势, 毛利率一直维持着高于行业平均水平。并且随着近年公司产品结构调整, 原材料价格的持续走低, 海外市场拓展, 以及新业务并表因素影响, 毛利率和净利率持续上扬。2015 年全年的毛利率为 20.62%, 净利率为 10.97%, 分别同比+0.9 和+1.8 pct。

图表 6：两轮摩托车和轻型动力是核心业务



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 7：海外与国内业务大致持平



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

从收入结构上来看，公司业务可分为发电机组、农业机械装备、轻型动力、两轮摩托车和其他业务五大类。其中两轮摩托车和轻型动力是最核心产品，收入占比合计超过 70%。

分地区看，海外和国内业务收入大致持平。目前公司国外销售已经遍布北美、南美、欧洲、非洲、亚洲、大洋洲等。

1.3. 集团内部整合+外延并购，坚定践行“同心多元化”战略

1.3.1. 集团内部整合，奠定业务版图基础

隆鑫通用动力股份有限公司是由隆鑫工业于 2010 年改制而来，其前身隆鑫工业诞生于 2007 年，隶属于隆鑫工业集团。为突出主营业务，避免和消除同业竞争，减少关联交易，隆鑫工业自建立之初就在集团内部开始了一系列的资产重组，逐步建立起两轮摩托车、轻型动力、农业机械装备和发电机组四大业务板块。

图表 8：公司在集团内部持续资产重组

时间	内部整合大事件
2007 年 6 月	隆鑫工业成立
2007 年 11 月和 12 月	向隆鑫工业集团及其分公司、隆鑫摩托车、劲隆摩托车、劲隆科技、隆鑫鼎力、隆鑫集团进出口有限公司、重庆劲隆科技集团进出口有限公司、隆鑫通机、隆鑫动力收购资产
2008 年 10 月	向隆鑫机车收购资产
2010 年 9 月	向万虎机电转让劲隆机车 100%的股权
2010 年 9 月	隆鑫工业变更设立股份有限公司（隆鑫通用）
2010 年 11 月	向隆鑫鼎力、隆鑫动力、隆鑫塑胶、平顶山隆鑫收购资产
2011 年 3 月	受托管理西安隆鑫和常州龙顶

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3.2. 外延并购，坚定践行“同心多元化”战略

2014 年，公司确立了“同心多元化”发展战略，以成为“清洁动力系统服务提供商”为目标，努力拓展微型电动车、无人直升机、智能电源、轻量化汽车零部件、农业智能装备等新兴业务。其实质是充分依托公司现有业务技术、生产、渠道等资源，拓展新兴市场业务，在这一过程中，首先完成整机布局，并逐步开展附加值更高的服务业务。

之后，公司全力推进，在不到两年的时间里，完成六大外延并购，实现“微型电动车”、“无人直升机”和“智能电源”三个方向的布局。

图表 9：积极推进五大新业务

原业务	衍生新业务	进展	整机	服务
轻型动力	无人机	成立无人机公司，增资兴农丰华	XV-1、XV-2	植保、农业信息化
	轻量化汽车零部件	内生，并积极寻求并购机会	零部件	--
两轮摩托车	微型电动车	控股山东丽驰，与富路车业合作	整车	
发电机组	智能电源	控股威能机电	柴油发电机	安装、租赁
农业机械装备	农业智能装备	内生，并积极寻求并购机会	整机	--

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 充沛资金+现代管理，护航转型，股价安全边际充足

截至 2015 年年末，公司在手现金 17.4 亿，现金存量充足，且资产负债率远低于可比公司，为公司外延扩张提供充足资金支持。

图表 10：充沛资金护航转型

业务	时间	事件	出资金额
无人机	2014 年 8 月	与王浩文合资成立无人机公司，占股 50%	5000 万
	2015 年 8 月	增资兴农丰华，占股 28%	1700 万
	2014 年 4 月	与力驰科技进行增资，占股 20%	5000 万
微型电动车	2014 年 10 月	与富路车业进行合资合作，占股 51%	2550 万
	2015 年 7 月	购买山东丽驰股份，并增资，占股 51%	32650 万
柴油发电机	2015 年 6 月	发行股份及支付现金购买威能机电 75%股权	8663 万

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

与一般的民营企业不同的是，公司采取职业经理人制度，由高勇先生担任董事长，带领职业经理人团队全面负责公司的日常经营。同时，为充分调动员工积极性，公司积极推行股权激励计划和员工持股计划，目前公司核心管理、技术和营销人员均有持股：

(1) 2013 年 7 月，公司宣布实施股权激励计划，拟向核心技术、营销和管理人员超过 300 人授予 1800 万份股票期权，行权价格拟定为 10.18

元，另有 200 万份预留期权。之后经历数次调整，首次授予的股票期权已经完成第一期和第二期行权，分别有 506 万份和 450 万份，行权价分别为 9.80 元和 9.57 元。预留部分的股票期权已经完成第一期行权，有 97 万份，行权价为 11.17 元。

图表 11：期权授予情况

业务	授权时间	人数	期权数	拟行权价	行权条件	行权安排
股票期权 (首次授予)	2013 年 8 月	314 人	1800 万份	10.005 元	以 2012 年净利润为基数，13-15 年净利润增长率不低于 12%、23%、35%；加权平均净资产收益率不低于 13%。	授权日后第二年 30%、第三年 30%、第四年 40%
股票期权 (预留部分)	2014 年 8 月	56 人	200 万份	11.40 元		授权日后第二年 50%、第三年 50%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 12：期权行权情况

业务	期数	次数	行权时间	行权份数	人数	行权价
股票期权 (首次授予)	第一期	第一次	2014 年 9 月	419.1400 万份	270 人	9.797 元
		第二次	2014 年 11 月	72.2010 万份	84 人	
		第三次	2015 年 6 月	14.6380 万份	20 人	
	第二期	第一次	2015 年 9 月	401.6654 万份	233 人	9.569 元
		第二次	2015 年 12 月	48.1490 万份	30 人	
股票期权 (预留部分)	第一期	第一次	2015 年 9 月	82.1100 万份	46 人	11.172 元
		第二次	2015 年 12 月	15.3600 万份	9 人	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

(2) 2015 年 4 月，公司公告实施第一期员工持股计划，拟向核心技术、营销和管理人员不超过 73 人实施。其中高级管理人员出资比例超过 40%，体现管理层对公司长远发展的信心。考核指标：16-18 年归母净利润分别不低于 7.7 亿、8.8 亿、10.3 亿，相对于 2014 年的净利润增长率不低于 26.23%、44.26%、68.85%。目前，员工持股计划对应的股票已通过二级市场购买，累计约 350 万股，购买均价为 35.01 元/股。值得注意的是，购买均价比公司 2 月 16 日收盘价高 94%，安全边际充足。

充沛的资金和现代化的管理，极大地提高了公司运营的效率。自 2014 年提出“同心多元化”战略，短短不到 2 年的时间即完成六大并购，实现“微型电动车”、“无人直升机”和“智能电源”三个方向的布局。

2. 无人机：专注植保服务大市场，技术+渠道占先机

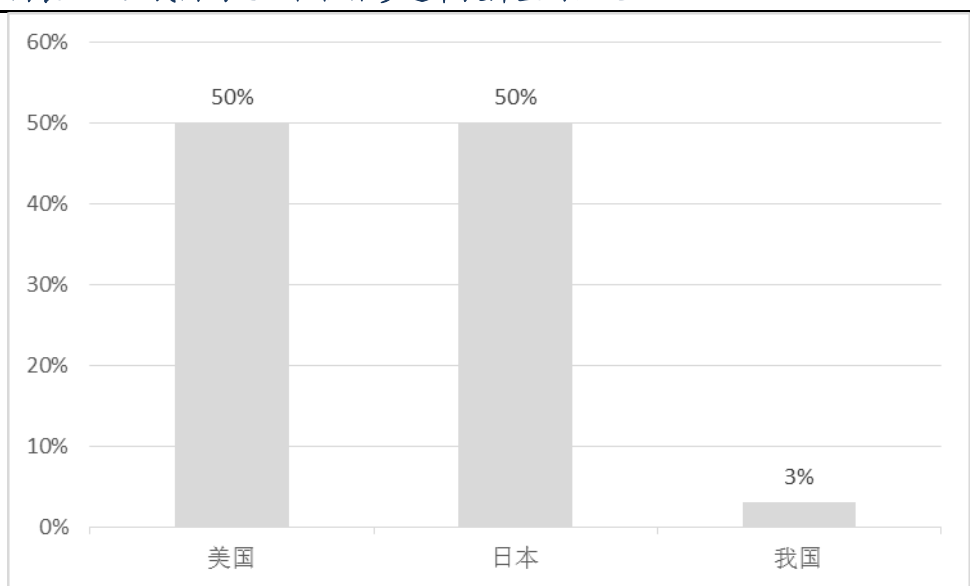
2.1. 无人机植保将是未来主流植保方式

植保无人机是用于农林植物保护作业的无人驾驶飞机，其通过地面遥控或 GPS 飞控，来实现喷洒作业，可以喷洒药剂、种子、粉剂等。其

中最核心的零部件是动力系统、飞控系统、旋翼系统和喷洒系统。

无人机植保与传统人工施药和地面机械施药相比，在效率、适用性、利用率、安全性、成本等方面具有诸多优势，将是未来主流植保方式。美国、日本等发达国家渗透率在 50% 以上，与国外相比，我国的无人机植保渗透率提升空间巨大，目前仅为 3%。

图表 13：我国的无人机植保渗透率提升空间巨大



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 植保服务 500 亿市场，“互联网+”打开千亿想象空间

2.2.1. 植保服务市场达 500 亿

近年来，随着土地流转的加速、政府补贴的逐步到位，以及无人机相关技术的进步，无人机植保市场将迎来爆发。

自 1990 年日本的第一款植保无人机 Yamaha R50 问世以来，无人机植保在日本快速推广。约 20 年之后，2010 年无人机植保的渗透率就达到了 50%，进入到了稳定发展期。我们预估我国完成这一历程可能仅仅需要 10 年的时间。按照我国耕地面积 20.27 亿亩计算，我国的无人机植保渗透率仅为 3%。分别以 30%（保守）、50%（中性）和 70%（乐观）来预估我国无人机植保的稳定渗透率。根据我们草根调研，一块地一年平均需要无人机植保 3 次（根据作物的种类和病虫害等情况而有所不同）。一架无人机单价约 20 万元，一年平均可作业 2 万亩次。根据包药与否等服务方式的不同，一亩次作业服务收费 10-20 元，我们平均取 15 元/亩次折算。保守估计，仅考虑无人机新增需求和植保服务价格稳定。我们预计，十年后植保无人机整机市场空间约 300 亿、植保服务每年市场空间约 500 亿。未来随着无人机的更新和植保配套服务的涉足，这一市场将更加可

观。

图表 14：预计未来整机累计市场和植保服务年市场分别为 300 和 500 亿

年份	2015	远期（约 10 年后）		
渗透率	3%	30%（保守）	50%（中性）	70%（乐观）
全国耕地面积（亿亩）	20.27	20.27	20.27	20.27
无人机植保面积（亿亩）	0.61	6.08	10.14	14.19
土地一年平均植保次数（次）	3	3	3	3
无人机植保亩次（亩次）	1.82	18.24	30.41	42.57
单位无人机植保亩次（亩次）	20000	20000	20000	20000
无人机保有量（架）	9122	91215	152025	212835
无人机单价（万元/架）	20	20	20	20
整机累计市场空间（亿元）	18	182	304	426
服务收费标准（元/亩次）	15	15	15	15
服务年市场空间（亿元）	27	274	456	639

资料来源：东吴证券研究所

图表 15：植保服务是植保无人机产业中的最大蛋糕

子行业	2015 年 市场空间	未来 市场空间	毛利率	主要公司
植保无人机	18 亿（累计）	304 亿（累计）	25-30%	隆鑫通用、新安股份（全丰）、芭田股份（大疆）、无锡汉和、极飞科技
植保服务	27 亿	456 亿	50%	

备注：“蓝色”标注上市公司

资料来源：东吴证券研究所

2.2.2. 依托植保服务，“互联网+”打开千亿想象空间

植保服务另一重大意义在于布局将来的农业信息一体化市场。农业信息化的前提是土地信息的获取，而无人机作为信息化产品，可以在提供植保服务的过程中，同步获取土地信息，非常适合作为农业信息化的媒介。我们认为基于“互联网+”的农业信息一体化服务将是未来附加值更高的巨量市场。

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会成为我国农业产业化的主体，粗略估计，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，预计未来几年将达到 10 亿亩规模以上，农场主数量预计达到 1000 万。

农业信息化可以实现提供因地制宜的精准信息服务，比如农事作业管理服务、育种制种服务、农资购买信息，农业保险服务、金融服务、农机服务等。

按照单户信息服务价格 1000 元测算，仅考虑信息服务，其市场规模将至少达百亿。目前全国共有持证种子企业近万多家，种子零售商近 20 万家，其他各类农资企业数量更加庞大，这些都是服务平台的目标客户。

从另一角度，如果以每亩土地按总投入的 2%-3%收取平台服务费测算，每亩的服务费约为 16 元左右，按 10 亿亩农场耕地面积计算，今后的信息服务市场服务规模约在 200 亿元左右。

图表 16：仅信息服务市场规模达 200 亿

指标	数值	指标	数值
亩数	10 亿	种子投入	60 元/亩
化肥、农药投入	160 元/亩	农机服务投入	100 元/亩
其他投入	80 元/亩	农保投入（扣除国家补贴）	15 元/亩
资金需求	415 元/亩	市场规模	8300 亿
信息服务占比	2-3%	信息服务市场规模	约 200 亿

资料来源：东吴证券研究所

除信息服务外，农业保险、金融支持服务是又一大市场。农业保险对土地信息需求量大，无人机作为信息采集者，可以针对保险公司的需求，量身定做土地检测方案，将对农保提供巨大支持。另外，未来将无人机植保服务整合在内的线下配套服务的将是一个巨量市场。保守估计，未来农业信息一体化服务市场规模将达千亿。

2.3. 公司三大性能指标优势明显，大田植保服务领航者

2.3.1. 植保服务市场广阔，参与者众多

植保服务市场空间大、增速快，毛利率高达 50%，是植保无人机产业中的最大蛋糕，除隆鑫通用外，各路资本纷纷布局，市场参与者众多：

芭田股份 2015 年 5 月与大疆签署合作协议，将共同建立农业无人机应用服务体系。11 月 27 日，大疆宣布推出一款智能农业喷洒防治无人机——大疆 MG-1 农业植保机。

新安股份是国内农药行业领军企业，公司 7 月份出资 2000 万元与安阳全丰生物、北京中航网信等合作成立农飞客农业科技服务有限公司（参股 36%），并投资 1350 万元于全丰生物控股的无人机制造子公司安阳全丰植保（参股 15%），公司由此正式切入农用无人机服务市场。

2.3.2. 公司三大零部件实现自产，三大性能指标优势明显

对于植保服务，对无人机技术层面的最重要的指标在于稳定性，包括运动稳定性和喷洒稳定性。运动稳定性主要取决于动力系统和飞控系统，而喷洒稳定性主要取决于喷洒系统。换言之，无人机植保服务质量主要取决于三大核心零部件：动力系统、飞控系统、旋翼系统和喷洒系统。

公司目前在植保无人机领域持有 16 项发明专利，技术实力雄厚，三大核心零部件基本实现完全自产：

（1）动力系统：公司作为国内动子系统龙头制造商，多年来在该领

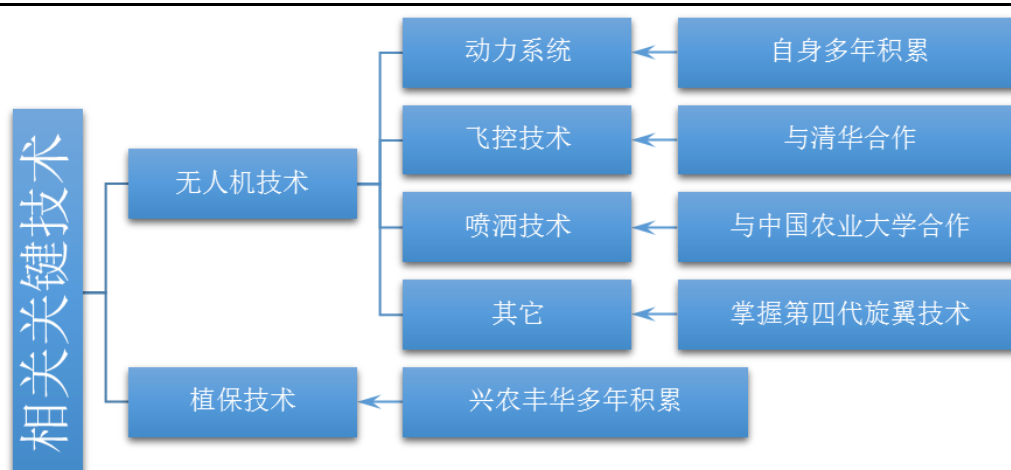
域都具有明显优势，这也是与清华大学合作的基础。目前植保无人机用动力系统是公司量产高性能产品改制而来，其可靠性、安全性都有保证，同时易于保养。

（2）飞控系统：无人直升机系统项目的总设计师王浩文教授是清华大学博士生导师，一直从事直升机设计方面的教学和研发工作。目前，飞控系统达到军用级别，可实现第三代智能控制，精度到厘米级别。除起飞和降落阶段，喷洒过程中不需要人为操控。

（3）旋翼系统：公司目前已掌握第四代单旋翼技术，稳定性达到国际领先水平。

（4）喷洒系统：公司与中国农业大学合作开发喷洒系统，除离心喷嘴外已经掌握全部技术。目前一套喷洒系统成本约 2000 元，其中离心喷嘴需进口，但成本仅 400 元左右（单价 20 元，一套喷洒系统约有 20 个）。




图表 17：整机和植保技术软硬结合，三大零部件实现自产



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司推出的第一款无人机产品 XV-1 的核心指标即达到其他发达国家的同类型、成熟的无人机产品同等水平，并且随后顺利通过全军武器装备采购信息网的认证，得到军方认可。





图表 18：XV-1 的核心指标达世界先进水平

型号	瑞典 Skeldar V200	奥地利 S-100	隆鑫 XV-1
图片			
旋翼直径: 米	4.7	3.4	4
机身总长 (含旋翼) (米)	5.2	3.11 (不含旋翼)	4.65
高度 (米)	1.3	1.12	1.43
宽度 (米)	1.2	1.24	1.36
最大起飞重量 (公斤)	235	200	230
空机重量	--	110	120
最大任务载荷 (公斤)	> 40	50	> 50
使用升限 (米)	3500	5500	4000
最大航时 (小时)	6	6	6
巡航最大速度 (公里/小时)	-/140	102/222	110/230
任务半径 (公里)	> 100	50/100/200	> 100

资料来源：东吴证券研究所

目前第一款植保无人机产品 XV-2 已完成 6 架样机的制造, 成功对大田作业飞行模式进行测试, 并对喷洒系统进行验证。预计今年成功切入植保服务市场。公司 XV-2 的设计载药量超过 72 公斤, 单次作业时间超过 1 小时, 作业效率达到 250-300 亩/小时, 该三大核心指标均达到世界先进水平, 远远高于国内其他厂商的植保无人机产品。

图表 19：XV-2 的核心指标达行业先进水平

名称	隆鑫通用 XV-2	无锡汉和 CD-15	极飞 P20	珠海羽人 “水牛”
图片				
长×宽×高 (米)	4.88 × 1.2 × 1.4	2.63 × 0.55 × 0.71	1.15 × 1.15 × 0.4	1.68 × 0.5 × 0.57
最大载药量 (公斤)	> 72	15	8	12
最大起飞重量 (公斤)	230	35	20	25
最大续航时间 (小时)	> 1 (满载)	2.5	25min	8min
作业效率 (亩/小时)	250-300	120	48 (20 / 25min)	40-60

资料来源：东吴证券研究所

锂电动力无人机的植保作业需要专业的飞控手进行操作。而值得注

意的是，一般由于执照的限制，飞控手将是无人机植保市场化的关键和瓶颈。目前飞控手培训周期约 1 个月，费用两万元。由于作物生长的季节性，飞控手常作为合同工受雇于植保服务公司，一般工资是 200 元一天或底薪加提成，这对植保服务公司也是较大成本。并且飞控手操作无人机的植保范围受其视野所及的限制，因而在整体工作效率上逊色不少。

而公司的 XV-2 无人机采用高性能、大排量汽油发动机，可作业 2000 亩/天，相较锂电池动力无人机作业效率、动力续航等竞争优势明显，非常适合大田作业。且 XV-2 在控制端的操作则被大幅简化，工作人员只需要进行起飞、降落的简单操作即可，不需要专业的飞控手即可进行自动航迹植保作业。

值得注意的是，XV-2 将暂时不会对外销售，而是专供公司的植保服务业务，同时为确保无人机质量，植保服务业务也将依托合资公司珠江隆华来开展。项庄舞剑，意在沛公，充分展现公司着眼于植保服务大市场的勃勃雄心。

2.4. 农业信息化、渠道资源，助力植保服务迅速打开市场

公司于 2015 年 8 月出资 1700 万元对兴农丰华进行增资，获得其 28% 的股权，涉足农业大数据精准分析、农业信息化系统构建及农业灾害评估及预警预测服务等农业信息化业务。此次合作，将充分发挥植保无人机在大数据采集、农业信息化和渠道方面的优势，协同效应显著。兴农丰华依托中国农业大学，在农业大数据处理方面积累深厚，未来将依靠无人机作为植保服务提供者和数据采集者的双重身份，在作业管理、农资信息、金融支持等方面有所作为，具有充分的想象空间。目前，兴农丰华的合作伙伴有垦丰股份（东三省玉米小麦种子领导者）、大北农、航天恒丰等著名农业企业。

植保服务一项关键点在于农业信息化技术。兴农丰华的主要负责人朱德海先生是中国农业大学教授，博士生导师，在农业资源与环境信息系统方面具有几十年的研究经验，是国家农业信息化和国土资源信息化核心领军人物之一。目前，兴农丰华积累了丰富的农业大数据解决方案，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，尤其农事作业管理等方面的农业信息化技术将与无人机技术形成合力，软硬结合，构建起技术层面的护城河。

植保服务的重点目标人群是规模化农户，与传统主业中的农业机械及农业信息化新业务的目标人群重叠度高。目前公司已经建立起来了遍布全国的营销网络，共有 11000 个省级、县级和乡级销售和服务网点，已覆盖全国绝大多数区县及乡镇。同时，兴农丰华在农业信息化领域深耕多年，与全国各地的规模化农户联系紧密，具有深厚的渠道资源。这些将是植保服务业务顺利开展的有效保证。

图表 20：11000 个省级、县级和乡级销售和服务网点



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

目前，“农场帮”APP 已经上线，其可实现种业制种育种服务、农机服务、作业管理服务、保险金融支持服务、农资购买服务等，并与无人机一道，实现线上线下联动。

图表 21：“农场帮”APP 已上线



资料来源：东吴证券研究所

图表 22：公司实现线上线下联动



资料来源：东吴证券研究所

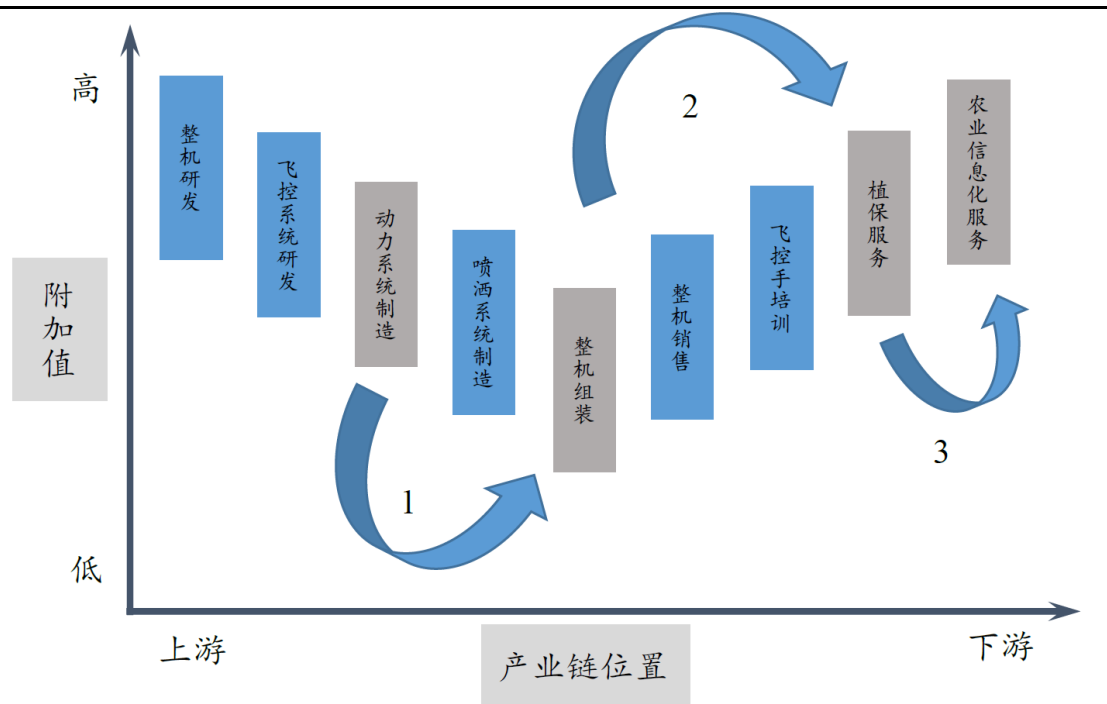
我们预计，2016 年公司植保服务将侧重于示范和市场教育，即在全国重点区域进行大田作业。待服务质量获得认可后，2017 年将在全国大范围推广。

无人机、植保服务与农业信息化之间相互协同，紧密联系，植保服务凭借着将无人机作为服务提供者和数据采集者，成为了联系无人机与农业信息化的桥梁。公司完成了无人机业务板块从零部件、整机到服务的全产业链初步布局。

管理层思路清晰，稳扎稳打，步步为营，始终坚持自上游向下游，自低附加值向高附加值领域不断拓展，并初步完成三大跨越：1、以发动机业务为依托，涉足无人机整机；2、以无人机整机为依托，涉足植保服

务；3、以植保服务为依托，涉足农业信息化。

图表 23：自上而下，从低到高，完成三大跨越



资料来源：东吴证券研究所

2.5. 2018 年植保服务业务预计贡献 50 亿营收

出于谨慎性原则，我们仅仅考虑植保服务对业绩的贡献，不考虑将来无人机应用领域及农业信息化的拓展。

预计公司植保无人机 16 年可贡献业绩，届时将专注于示范和市场教育，17 年将大面积推广，业绩将十分可观。我们预计 2017-2018 年植保服务将分别贡献 15 亿和 50 亿营收，4.5 亿和 15 亿净利润。

图表 24：公司无人机植保服务将增厚 2016-2017 年业绩

年份	2017E	2018E
营业收入	15 亿	50 亿
净利率	30%	30%
净利润	4.5 亿	15 亿

资料来源：东吴证券研究所

3. 微型电动车：技术立身，渠道护航，静待政策落地

3.1. 微型电动车特点鲜明，定位明确，市场理论空间达千亿

微型电动汽车是指速度低于 60km/h 的简易四轮纯电动汽车。一般最高速度为 60km/h，而外形、结构、性能与燃油汽车类似。可以说微型电动车是传统摩托车、电动自行车和汽车的中间产品，其特点鲜明，与其他代步工具相比都具有自身特有的优势：

(1) 与传统摩托车、电动自行车相比，微型电动车舒适、安全、载货量大。

(2) 与汽车相比，微型电动车具有极高的性价比和不要求驾照等优势。由于对续航里程和时速的要求较低，微型电动车厂商在新能源汽车成本占比最大电池和电机两个环节节省了大量的成本。一般而言，微型电动车的电池往往采用铅酸电池，电机往往采用异步交流电机。一辆微型电动车售价仅为 3 万元左右。

微型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，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，消费群体主要为年轻上班族和 55 岁以上的中老年人，消费区域主要集中在三、四线城市和广大农村。

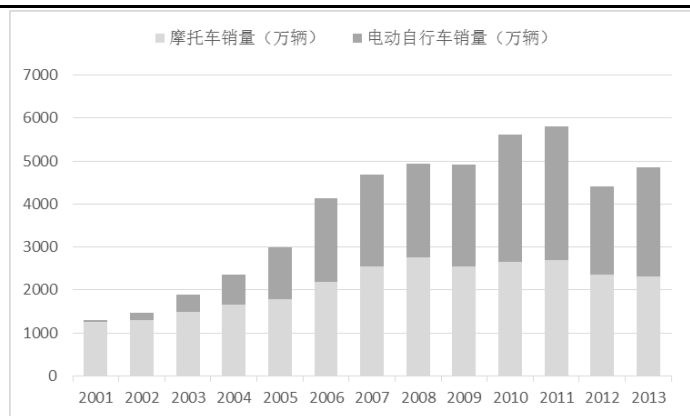
2013 年，全国两轮摩托车和电动自行车销量合计约 5000 万辆，保有量分别为 0.9 亿和 1.2 亿。我们预计未来市场容量将超过 300 万辆/年，以 3 万/辆换算，仅考虑整车销售，市场就将达千亿。

图表 25：丽驰微型电动车产品



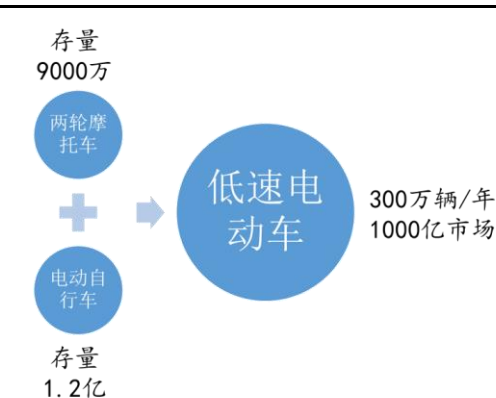
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 26 2013 年摩托车及电动自行车销量共约 5000 万辆



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 27：未来微型电动车市场将达千亿



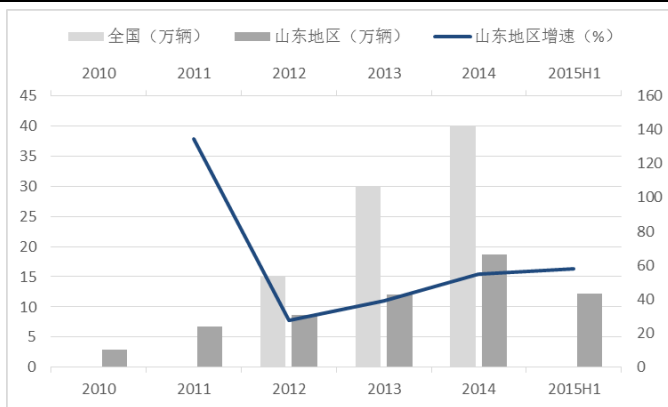
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.2. 14 年市场销量 40 万，行业规范出台呼声甚高

微型电动车自 2009 年首次出现在市面上以来，市场需求愈发强烈，销量不断大幅攀升。2014 年全国销售额 90 亿，销量达 40 万辆，同比增

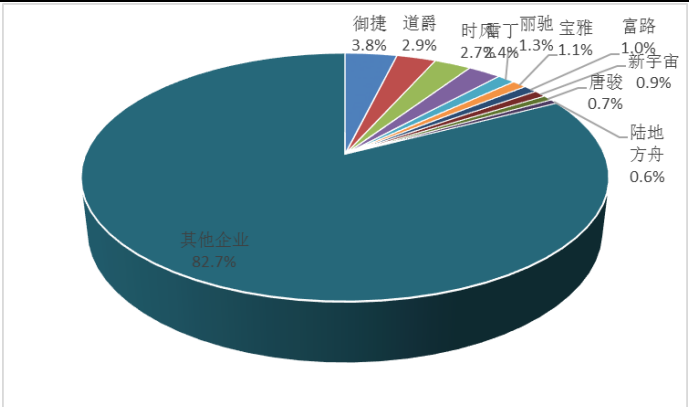
速超 30%，主要集中于山东、河南、河北等省市。其中，山东地区是第一大市场，2014 年销售 18.74 万辆，占比达 47%。市场十分分散，前十大企业市占率合计不足 20%。规模较大的生产企业主要包括河北御捷、山东时风、唐骏欧铃、山东丽驰等。

图表 28：微型电动车销量快速攀升，山东是最大市场



资料来源：中国电动汽车百人会论坛，东吴证券研究所

图表 29：市场分散，前十大企业市占率合计不足 20%



资料来源：中国电动汽车百人会论坛，东吴证券研究所

由于缺乏行业规范，目前全国生产和销售微型电动车的企业多达 100 多家，鱼龙混杂，大部分是没有汽车生产资质的民营企业。据我们了解，山东省销售的微型电动车有超过一半是由小企业生产。行业处于低水平无序发展阶段，产品问题频频被曝光。尤其是 2014 年 315 央视曝光了微型电动车安全隐患，引起了社会各界的关注。同时，“路权”问题也一直困扰着整个行业。

为了规范和促进国内微型电动车产业的健康发展，国内部分省市先后出台了对微型电动车的相关管理政策，明确了资质门槛和“路权”问题。以山东为例，山东省于 2014 年 6 月发布了《山东省小型电动车行业标准》和《山东省小型电动车生产企业准入条件》，为微型电动车生产企业的资金和技术等方面设置了一系列门槛：注册资金不低于 1 亿元，工艺装备投资规模不低于 2 亿元，产品需按国家标准通过碰撞试验等等，并且明确微型电动车将按照机动车管理。

图表 30：国内部分省市先后出台了对低速电动车的相关管理政策

省市	低速电动车相关管理政策
山东	《山东省小型电动车行业标准》、《山东省小型电动车生产企业准入条件》
四川	《雅安市低速四轮电动车生产及管理暂行办法》
山西	《大同市小型低速电动汽车管理暂行办法》
河北	《邢台市低速电动汽车管理办法（试行）》
福建	《低速电动汽车示范运营管理暂行办法》

资料来源：东吴证券研究所

目前，社会各界对全国性的微型电动车规范政策呼声日益高涨，相应政策大概率近期将出台。我们预计，在相应规范政策出台后，资金短缺和技术低下的中小企业将退出市场。市场集中度将大幅提高，优秀企

业将迎来发展良机。随着产品质量得到保证和“路权”问题的明确，市场将进一步提速。

3.3. 深耕技术+渠道，整车业务将充分受益规范政策出台

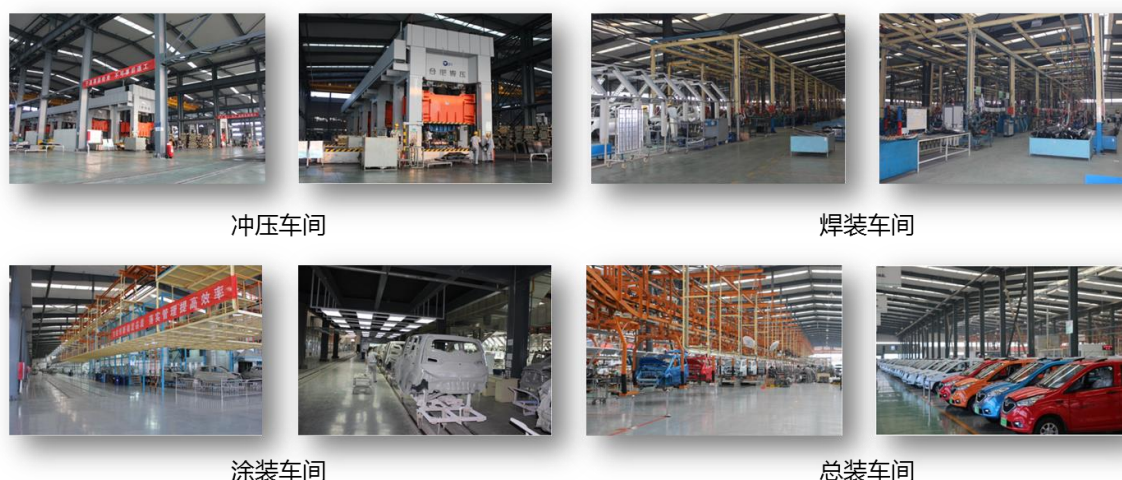
公司于 2014 年 4 月与力驰科技（山东丽驰前身）签署合资合作框架协议，投入约现金 5000 万元对力驰科技进行增资，增资后公司拥有力驰科技 20% 股权。之后 2015 年 7 月，公司出资 17650 万元购买山东丽驰原有股东股份，并对其增资 1.5 亿元。至此，隆鑫通用持有山东丽驰股权比例增至 51%，从而实现对山东丽驰的绝对控股。

3.3.1. 技术立身，丽驰电动车市占率第五

丽驰拥有按 A00 级汽车生产标准的“冲压、焊接、涂装、总装”四大车间。所有车型均是自主研发，经验丰富。包括的核心零部件电机、电控在内的 60% 以上的部件都已实现自制。公司的电机和电控均是与韩国 VC-TECH 公司合资生产，采用异步交流电机。电池采用国内驰名品牌天能胶体免维护电池电源，并可根据用户需求配备锂离子电池。

隆鑫将充分整合原有的汽车零部件技术，以进一步提升丽驰电动车零部件的自产比例，进一步提高市场竞争力。

图表 31：丽驰拥有按 A00 级汽车生产标准的“冲压、焊接、涂装、总装”四大车间



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 32：丽驰技术雄厚

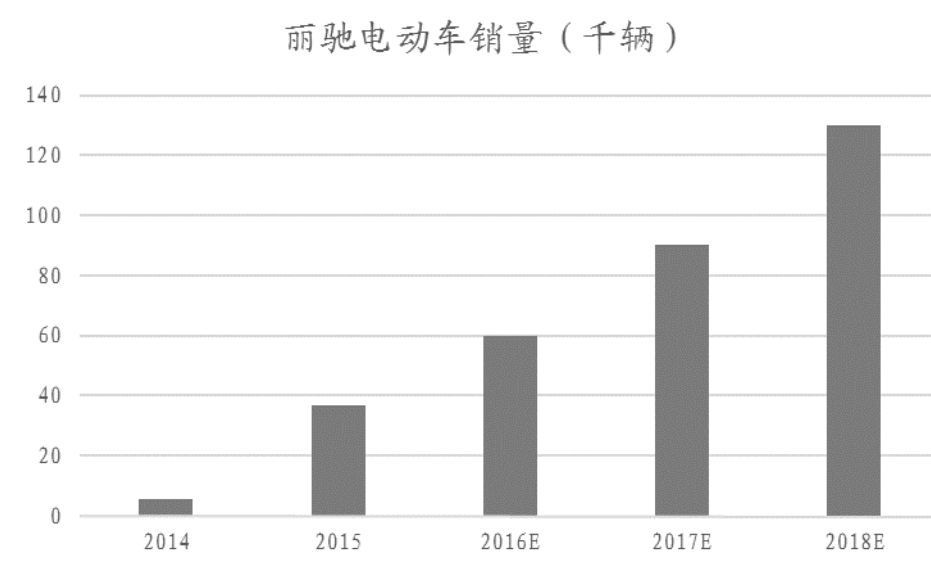
技术领域		现状	备注
零部件	核心零部件	电机	自产 异步交流电机（与韩国 VC-TECH 公司合资生产）
		电控	自产 与韩国 VC-TECH 公司合资生产
		电池	外购 外购驰名品牌天能胶体免维护电池电源
	其他零部件	部分自产	60% 自产
整车生产		冲压	具备 生产面积 1.2 万平方，拥有两条全自动数控生产

		流水线 and 近 50 台全自动等离子切割机、液压机剪板机等设备
焊接	具备	引进全自动汽车焊装线和高端进口焊装设备
涂装	具备	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	具备	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

资料来源：东吴证券研究所

丽驰 2014 年销售 5500 辆微型电动车，15 年业绩大幅提升，全年销售 36,577 辆，位居行业第五，市占率不断提升。公司目前年产能 10 万辆。我们预计公司 2016-2018 年将分别销售 6 万、9 万和 13 万辆微型电动车。

图表 33：预计公司 2016-2018 年销量



资料来源：东吴证券研究所

3.3.2. 渠道整合，助力丽驰抢占全国市场

目前，丽驰已形成国内销售渠道 1000 多家，其中专卖店 500 余家，二级店 300 余家，乡镇服务站 400 余家，主要集中在山东、河南和河北三地。

微型电动车经销渠道和公司原有的两轮/三轮摩托车业务经销渠道重合度很高，而公司在两轮/三轮摩托车经销渠道的优势非常明显。目前公司已经建立起遍布全国的营销网络，共有 11000 个省级、县级和乡级销售和服务网点，已覆盖全国绝大多数区县及乡镇。这些将是微型电动车业务开拓全国市场的有力保证。

可以预见，公司将把自身全国性渠道及海外市场优势和丽驰电动车区域性渠道优势进行整合，强强互补，最大限度的发挥各自优势，实现利益最大化。

3.3.3. 行业翘楚，将充分受益规范政策出台

依托隆鑫平台，丽驰电动车目前在资金、技术和渠道三方面均居行业前列。在全国性的微型电动车行业规范政策出台后，一大批的中小企业将退出市场，为优质企业留下更广阔的舞台。

目前，全国生产和销售微型电动车的企业多达 100 多家，其中约 80% 是小型企业。据我们草根调研，山东地区约 60% 微型电动车产品由这些技术底下的小型企业提供。在全国性的行业规范政策出台后，留给优质企业的市场将非常可观。

丽驰电动车极有可能成为首批拍照的获得者，并凭借着资金、技术和渠道三方面优势，迅速占领市场。

3.4. 2016 年微型电动车业务预计贡献 18 亿营收

出于谨慎性原则，只考虑微型电动车整车销售业务对业绩的贡献。我们预计 2016-2018 年，公司将分别销售 6 万、9 万和 13 万辆微型电动车，总营收 18 亿、27 亿和 39 亿，贡献净利润：5049 万、8262 万和 12929 万。

图表 34：公司微型电动车业务将增厚业绩

年份	2016E	2017E	2018E
销售数	6 万辆	9 万辆	13 万辆
营业收入	18 亿	27 亿	39 亿
净利率	5.5%	6%	6.5%
持股比例	51%	51%	51%
净利润	5049 万	8262 万	12929 万

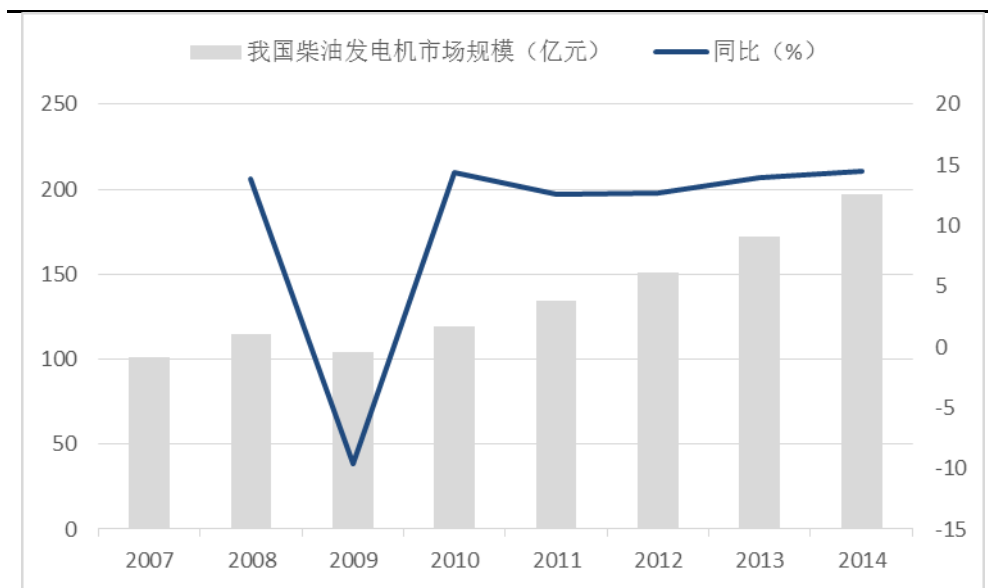
资料来源：东吴证券研究所

4. 柴油发电机：技术、模式持续创新，将继续超行业增速

4.1. 受益 IDC 和分布式能源建设，行业持续高增长可期

随着我国经济建设步伐的加大，电源需求也在同步增长，柴油发电机组市场规模持续快速增长。2014 年我国柴油发电机组整体行业规模达到 197 亿元，近 5 年复合增长率约为 13.6%。近年来，随着数据中心的大量建设和分布式能源规划的出台，柴油发电机组行业将大概率持续高速增长。

图表 35：2014 年我国柴油发电机组市场规模 197 亿元，近 5 年 CAGR 13.6%

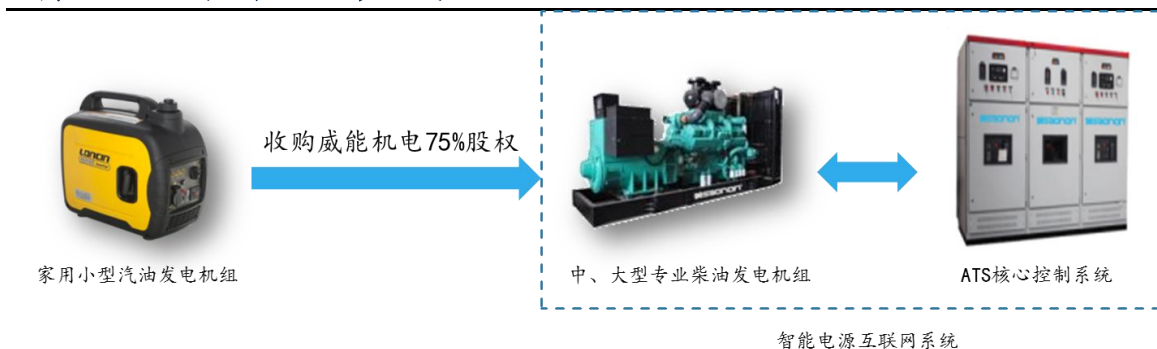


资料来源：中国电器工业协会内燃发电设备分会，东吴证券研究所

4.2. 技术+模式+海外，增速将持续超平均

公司于 2015 年 6 月公告，拟通过发行股份及支付现金的方式购买超能投资持有的威能机电 75% 的股权。之后，公司于 2015 年 9 月 24 日，完成了威能机电过户的工商变更登记工作。本次定增股份数量为 33,095,671 股，发行价格为 14.832 元/股。

图表 36：公司完善发电机产品线



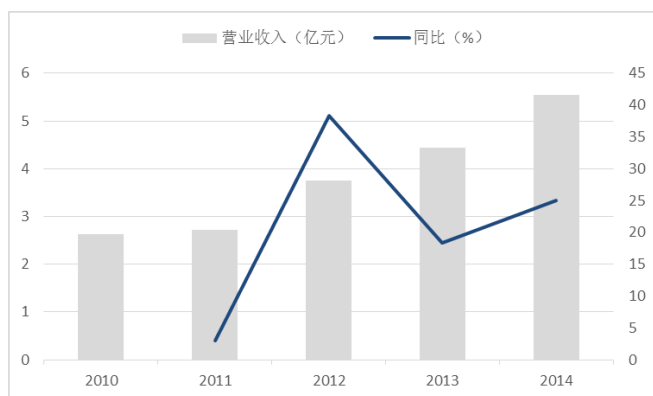
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

威能机电是国内柴油发电机组行业龙头之一，内资市占率第五。通过收购威能机电 75% 股权，公司在保持小型家用汽油发电机组领域的领先地位的同时，进入了中、大型专业柴油发电机组业务领域。

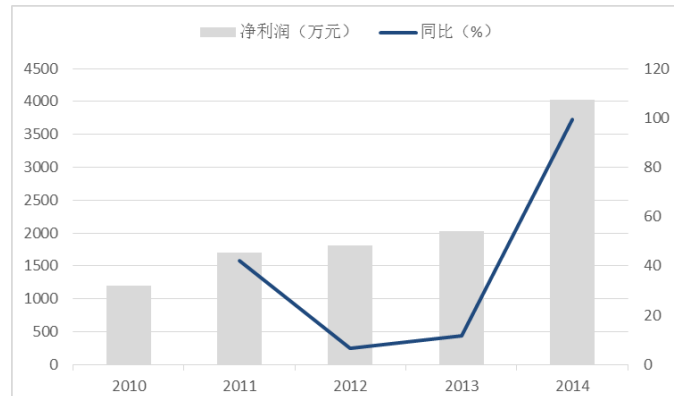
近年来，威能业绩一直持续高增长，2014 年营收 5.55 亿，净利润 0.4 亿，近 4 年 CAGR 分别达到 22.3% 和 35.1%，远超 13.6% 的行业平均水平。究其原因在于在进行多行业覆盖和大客户战略的同时，积极推进产品创新，开展租赁和安装服务，拓展海外市场。

图表 37：2014 年营收 5.55 亿，近 4 年 CAGR 22.3%

图表 38：2014 年净利润 0.4 亿，近 4 年 CAGR 35.1%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 柴油发电业务未来三年复合增速超 20%

我们预计，威能未来三年业绩增速都将高于行业增速，市占率不断提升。2015 年威能机电营业收入 6.76 亿元，预计 2016-2018 年，威能营业收入分别为 8.1 亿、9.7 亿和 11.7 亿，净利润分别为 7900 万、9500 万和 1.15 亿。柴油发电机业务将增厚公司业绩 5925 万、7125 万和 8625 万元。

图表 39：柴油发电机业务将增厚公司业绩

年份	2016E	2017E	2018E
营业收入	8.1 亿	9.7 亿	11.7 亿
净利率	9.8%	9.8%	9.8%
持股比例	75%	75%	75%
净利润	5925 万	7125 万	8625 万

资料来源：东吴证券研究所

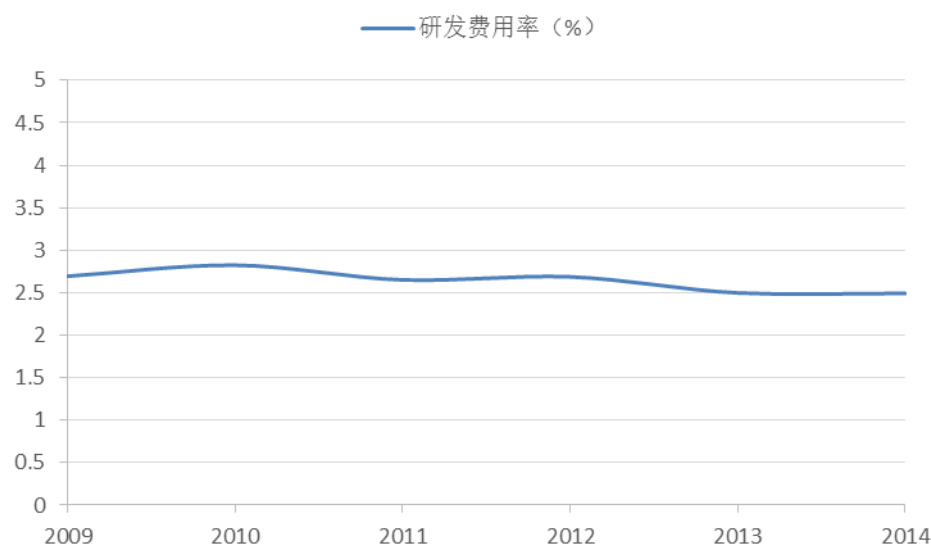
5. 传统主业：结构优化+海外拓展，内涵式稳定发展

公司作为摩托车和动力系统龙头制造商，传统主业主要包括两轮摩托车业务、发电机组业务、农业机械装备业务和轻型动力业务。受累于宏观经济，公司主业营收近年较为平稳。2015 年上半年原有主业营收 31.6 亿，同比下降 7.6%。在主业需求不振的情况下，公司坚持内涵式发展，积极优化产品结构，同时开拓海外市场。

5.1. 立足研发，推陈出新，结构持续优化

公司自创立之初就高度重视研发，研发费用率常年在 2.5% 以上，这在传统行业中是很高的比例。凭借多年的积累，公司拥有多项行业领先技术，毛利率常年高于行业平均。

图表 40：研发费用率常年在 2.5%以上



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 41：公司拥有多项行业领先技术

业务	核心技术
两轮摩托车	高性价比运动型摩托车技术
轻型动力	通用发动机机内净化技术、单缸大排量通用汽油发动机技术、双缸垂直轴汽油发动机技术、第二代单缸柴油机发动机技术、大排量专用三轮车发动机技术、全铝合金缸体内壁镀镍技术
农业机械装备	大排量专用三轮车发动机技术
发电机组	发电机组变频静音技术、

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

与此同时，公司紧紧把握市场走势，不断得将技术优势转化为产品优势。仅 2014 年，公司就有多款新产品问世，取得了良好的市场反应。

图表 42：公司 14 年新产品众多

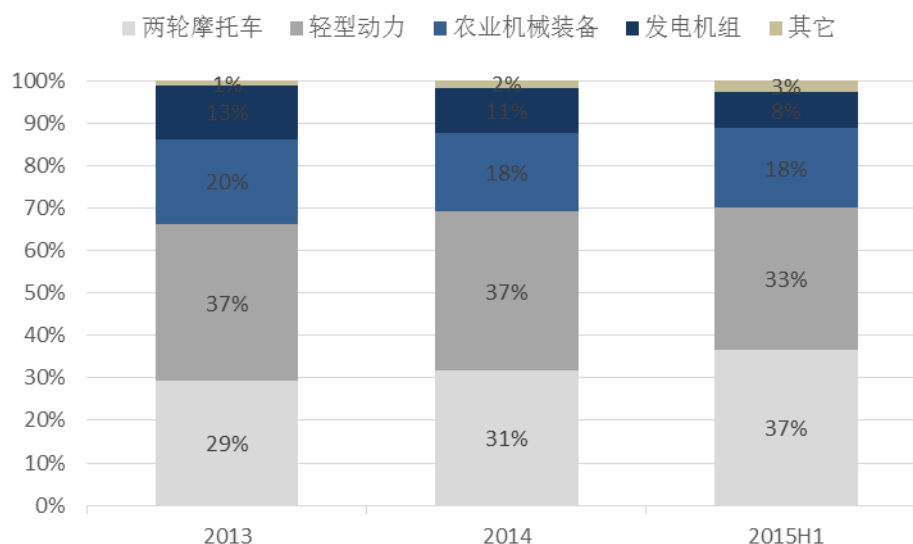
业务	产品研发取得重大进展	新产品
两轮摩托车	CR6、HR7、CR8	CR1、CR5、CRM、GP250、SX2、SR2
轻型动力	重载专用发动机	跑车专用系列平衡轴高速链条机、大排量、水冷三轮车专用发动机、ATV、UTV700 发动机、V 型双缸汽油草坪车专用发动机、轻量化草坪机专用发动机以及变频发电机组的专用发动机
农业机械装备	—	重载商务三轮车、重载自卸车、半封闭车、三款微耕机和一款园林用途的梳草机
发电机组	逆变核心部件、	2600i、3500i 两款变频发电机组、单缸大功率发电机组、实现远程管控和无人值守功能

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

在适应市场需求的新产品不断推出的背景下，公司主业结构发生明

显变化，两轮摩托车业务、轻型动力业务、农业机械装备业务和发电机组业务营收占比从 2013 年的 29%、37%、20%和 13%，变化到 2015 年上半年的 37%、33%、18%和 8%。与此同时，每项业务内部结构也在不断优化，市场需求大、毛利率高的明星产品不断涌现。

图表 43：公司主业结构发生明显变化



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 44：产品结构持续调整，明星产品不断涌现

业务	2015H1 营收	同比	占比	毛利率	明星产品	备注
两轮摩托车	10.59 亿	-19.30%	37%	19.12%	PR31 产品	2014 销量突破 9 万台
					6.5 马力以上产品	2015H1 同比+42%
					双缸发动机	销量达到 2.2 万台
轻型动力	11.53 亿	+9.68%	33%	19.32%	BMW 大排量发动机	投产
					扫雪机专用动力	2015H1 同比+40%
					草坪机专用动力	2015H1 同比+40%
					2P77 草坪车发动机	2015H1 较 14 全年增 86%
农业机械装备	5.81 亿	-5.06%	18%	18.81%	200cc 及以上排量产品	2014 同比+4.6%
					微耕机	2014 同比+111%
发电机组	2.66 亿	-31.51%	8%	27.55%	变频静音发电机组	2015H1 同比+29%
					6KW 以上功率产品	2015H1 同比+27%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

值得一提的是，公司与宝马合作项目意义重大，不仅未来将直接增厚 EPS，还将作为标杆，大大提高其他业务拓展效率，同时未来极有可能

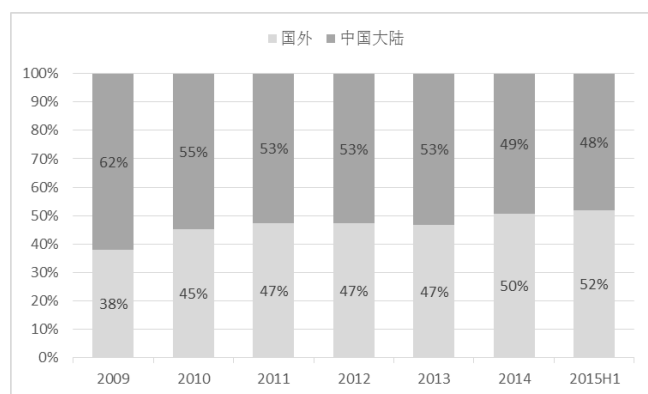
扩大合作范围。

除此之外，2014 年公司汽车轻量化零部件精加工业务快速增长，销售收入达到 2457 万元，同比增长 370%。2015 年上半年同比增长 375%，达到 3563 万元，实现了向长安福特、上海通用、一汽大众等客户的批量供货，未来值得期待。

5.2. 积极拓展海外，将受益威能渠道

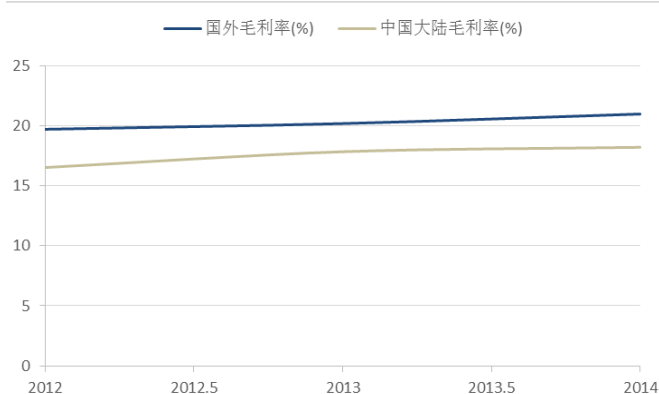
公司持续拓展高毛利的海外业务，近几年海外业务占比持续提升，从 2009 年 38% 直线攀升至 2015 上半年的 52%。海外业务毛利率，比国内业务高 3-4%。

图表 45：海外业务占比持续提升



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 46：海外业务毛利率比国内业务高 3-4%



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

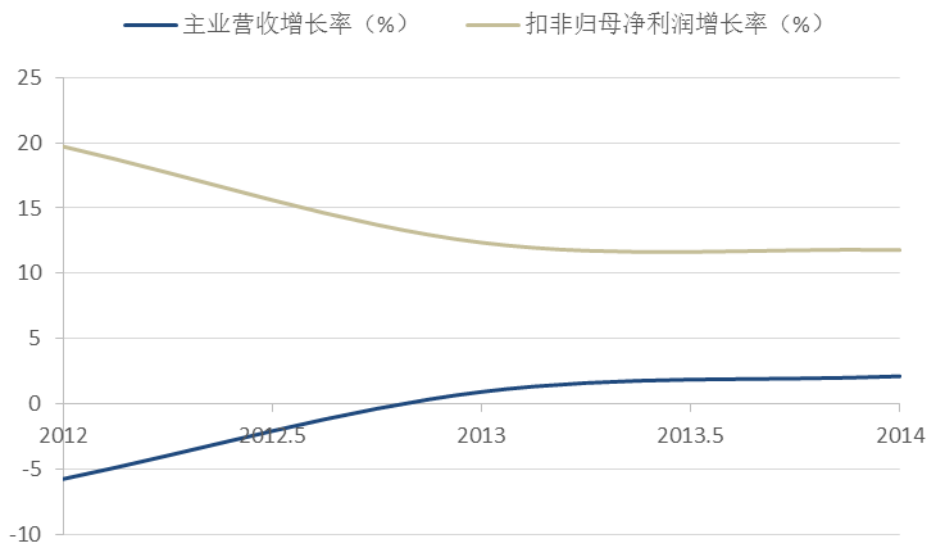
目前公司国外销售已经遍布北美、南美、欧洲、非洲、亚洲、大洋洲等。为进一步扩大公司在非洲地区的市场占有率，公司全资子公司隆鑫机车于 2015 年 7 月出资 384 万美元对位于埃及赛得港的 AMINO 公司进行增资，持股 50%。2015 年 1 月 1 日起，国家将摩托车出口退税税率从 15% 上调至 17%，将更加促进海外业务开拓。

值得一提的是，在完成收购威能机电后，公司可以充分借道威能的海外销售网络，通过销售网络的协同，推动销售的快速增长，并降低相应的销售费用。

5.3. 毛利率持续提升，营收承压下实现内涵式发展

公司主业自 2012 年上市之初，营收每年波动都在 6% 一下，非常稳定。而随着公司主业产品结构优化和海外市场拓展，公司毛利率持续提升，从 2012 年的 18.13% 稳定增长到 2015 前三季度的 20.51%。扣非归母净利润持续增长，2014 年达到 5.5 亿，同比增长 11.8%，11-14 年 CAGR 达 14.6%，而同期营收 CAGR 仅为 -0.9%。在 2015 年上半年营收同比下降 7.6% 的情况下，扣非归母净利润仍然实现增长。

图表 47：扣非归母净利润增长率一直保持比主业营收增长率高 10%以上



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

自 2012 年，扣非归母净利润增长率一直保持比主业营收增长率高 10%以上。我们预计，未来三年扣非归母净利润增长率将比主业营收增长率高 5-10 pct。在剔除新业务并表因素影响后，2015-2017 年主业营收将保持稳定，主业贡献的扣非归母净利润将增长 5%以上。

6. 盈利预测和投资建议

关键假设与主要预测：

主业：随着产品结构优化和海外市场拓展，公司主业在营收承压下，实现内涵式稳定发展。我们预计 2016-2018 年传统主业将保持 50%的出口占比，营收将保持 10%-20%的稳定增长。

无人机：植保无人机 16 年专注于示范和市场教育，17 年大面积推广，届时业绩将迎来爆发。我们预计，无人机业务 2016-2018 年营收 5 亿，15 亿和 50 亿，将贡献净利 1.5 亿、4.5 亿和 15 亿元。

微型电动车：行业规范出台在即，公司凭借技术、渠道、资金优势，迅速扩大市占率。我们预计，微型电动车 2016-2018 销量预计分别为 6 万台、9 万台、13 万台，复合增速达 50%。

柴油发电机：威能技术、模式不断创新，海外渠道整合拓展，营收增速将持续超行业平均。我们预计，威能发电机组将受益 IDC 机房建设和分布能源建设，未来 3 年复合增速可达 20%以上。

公司是通用动力产品与植保无人机的龙头生产商，我们预计公司

2016-2017 年的 EPS 为 1.10, 1.30, 对应 PE 14/12X, 估值具备较大安全边际, 且员工持股价与目前股价倒挂近 50%。中长期看好植保无人机的发力以及微型电动车业务持续高增长给公司带来持续积极影响, 维持“买入”评级。

7. 风险提示

海外市场拓展低于预期、新业务推广低于预期。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3556.7	4375.8	4298.3	5622.7	营业收入	6643.8	6993.3	8112.2	9572.4
现金	1312.2	1712.2	2153.1	3092.8	营业成本	5330.8	5552.7	6408.7	7533.5
应收款项	1275.2	1647.7	1666.9	1966.9	营业税金及附加	71.4	35.0	81.1	95.7
存货	245.0	456.4	316.0	371.5	营业费用	219.3	244.8	283.9	335.0
其他	724.3	559.5	162.2	191.4	管理费用	406.2	472.6	546.5	652.4
非流动资产	2594.2	4196.9	4062.1	3911.4	财务费用	-27.8	-31.7	-16.7	-37.4
长期股权投资	50.2	17.2	17.2	17.2	投资净收益	21.9	110.0	70.0	50.0
固定资产	1870.2	2359.6	2235.8	2096.2	其他	-4.0	18.1	96.1	101.1
无形资产	332.3	454.2	443.2	432.1	营业利润	661.8	848.0	974.8	1144.2
其他	341.5	1366.0	1366.0	1366.0	营业外净收支	85.9	80.0	105.0	135.0
资产总计	6150.9	8572.7	8360.3	9534.1	利润总额	747.7	928.0	1079.8	1279.2
流动负债	1813.1	3714.3	2827.4	3202.2	所得税费用	110.2	113.2	140.4	166.3
短期借款	0.0	700.0	700.0	700.0	少数股东损益	27.1	48.9	56.4	66.8
应付账款	1178.5	2388.4	1404.6	1651.2	归属母公司净利润	610.4	765.9	883.1	1046.1
其他	634.6	625.9	722.8	851.0	EBIT	626.8	699.3	803.1	966.8
非流动负债	128.4	128.5	128.4	128.4	EBITDA	784.7	897.3	1042.5	1225.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	128.4	128.5	128.4	128.4					
负债总计	1941.5	3842.8	2955.9	3330.6	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	114.5	163.4	219.8	286.6	每股收益(元)	0.76	0.95	1.10	1.30
归属母公司股东权益	4094.9	4631.0	5249.2	5981.4	每股净资产(元)	5.09	5.75	6.52	7.43
负债和股东权益总计	6150.9	8637.3	8424.8	9598.6	发行在外股份(百万股)	804.9	805.0	805.0	805.0
					ROIC (%)	13.8%	14.7%	13.9%	14.2%
					ROE (%)	14.9%	16.5%	16.8%	17.5%
					毛利率 (%)	18.7%	20.1%	20.0%	20.3%
					EBIT Margin (%)	9.4%	10.0%	9.9%	10.1%
					销售净利率 (%)	9.2%	11.0%	10.9%	10.9%
					资产负债率 (%)	31.6%	44.8%	35.4%	34.9%
					收入增长率 (%)	2.1%	5.3%	16.0%	18.0%
					净利润增长率 (%)	10.5%	25.5%	15.3%	18.5%
					P/E	19.78	15.77	13.67	11.54
					P/B	2.95	2.61	2.30	2.02
					EV/EBITDA	17.86	17.74	14.42	12.57

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>