

# 植保无人机项目进展符合预期，即将切入千亿植保市场

投资评级：买入（维持）

2016年9月20日

机械行业首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

**事件：**公司发布无人机项目进展公告，公司XV-2无人植保直升机目前已完成自主航迹飞行科目测试验证工作，未来将并行开展多架机的耐久性飞行测试，为随后的产品量产做准备。

## 投资要点

### ■ 项目进展符合预期，设计定型正式量产在即

公司通过近4年的密集测试及优化，已于今年上半年顺利完成整机振动测试、环境测试、整机耐久性试验、关键部位性能优化等一系列重要的试验工作，提高了旋翼系统的动力学特征以及制造工艺水平，实现了整机整体优化。本次测试的超视距（550米）、低高度（低于10米）、额定速度（15米/秒）自主航迹飞行模式主要针对于大田的植保作业。我们认为：此前的系列优化改良以及本次自主航迹飞行测试的顺利通过标志着XV-2将有望成为未来市场上第一款真正意义上大田作业植保无人机产品。公司未来还将开展多架机的耐久性飞行测试，通过测试积累飞行时间以及各项参数，帮助完成产品的设计定型并为后续量产准备。我们预计：公司无人机经过近四年的积淀，有望于明年迎来正式量产，分享市场千亿蛋糕。

### ■ XV-2相对竞争优势明显，有望抢占市场绝对龙头地位

总所周知，无人机在飞控系统、动力系统等方面存在众多难点；而植保作业又需要在相对复杂的气象条件下保持稳定工作，这对无人机整机的稳定性、故障率也提出了较高的要求。例如无人直升机的高抗风能力不仅需要先进的飞行控制算法，还与平台自身的旋翼系统设计密切相关。目前我国植保市场以小型电驱多旋翼无人机为主，其载重10-15公斤，续航近15分钟，通过飞控手操控进行植保作业，一旦遭遇大风天气，其航线、高度均会发生很大变化；此外也很难保证目视飞行路线的准确，重喷、漏喷现象很难避免，而且小型电驱无人机若安装近4万元/套的用于保证合理飞行路线的遥感设备，其经济性将很难得到保证。综上，在经济性、植保作业效率、稳定性以及适用性等方面，公司的XV-2植保无人机在国内市场上处于绝对的龙头地位。

### ■ 核心技术：发动机和飞控系统积累深厚

参照雅马哈等企业的发展经验，质量过硬的无人机必须要做到发动机和飞控系统最大程度的契合。公司的XV-2无人机采用隆鑫自主的发动机技术，而公司将其应用到无人机领域仍花费超过半年的时间来解决发动机的振动问题。公司的飞控系统则是业内的顶级技术专家从底层开始全部独立自主开发设计，能够保证飞控系统与硬件的完美契合。我们认为：油动无人机领域的技术壁垒很高，公司核心技术均为自主掌握，未来研发成功之后竞争优势非常明显，且植保无人机正式量产之后还有望向其他工业无人机领域拓展，想象空间巨大。

### ■ 盈利预测与投资建议

公司是通用动力系统与植保无人机的龙头生产商，不考虑农业植保和运营服务，预计公司2016-2018年的EPS为1.10、1.26、1.44元，对应PE 19/17/15X。公司估值具备较大安全边际，未来看好农业植保运营服务及微型电动车的爆发性增长潜力，维持“买入”评级。

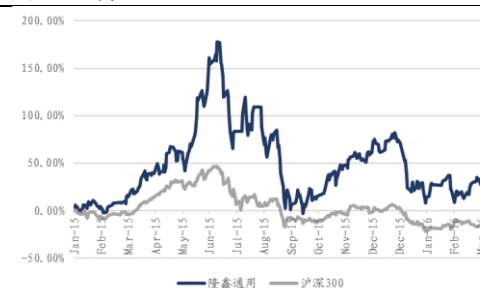
### ■ 风险提示：植保业务推广低于预期、海外市场拓展低于预期

研究助理 毛新宇

[maoxy@dwzq.com.cn](mailto:maoxy@dwzq.com.cn)

15221608997

## 行业走势



## 市场数据

收盘价（元）	21.10
一年最高价/最低价	38.33/13.40
市净率	3.13
流通 A 股市值（亿元）	161.74

## 基础数据

每股净资产（元）	6.63
资产负债率（%）	31.72
总股本（百万股）	837.77
流通 A 股（百万股）	804.67

## 相关研究

事件点评：《隆鑫通用：中长期看好农业植保无人机龙头》 2015.12.01  
 事件点评：《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  
 事件点评：《隆鑫通用：植保无人机测试成功，即将切入农业植保运营服务》 2016.2.2  
 事件点评：《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  
 深度报告：《隆鑫通用：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》 2016.3.1  
 事件点评：《隆鑫通用：低估值业绩增长确定，无人机突破在即》 2016.8.15

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>流动资产</b>	4200	4995	6444	7401	
现金	1739	2036	2550	2931	
应收账款	933	1995	2496	2869	
其他应收款	76	75	95	109	
预付账款	255	190	236	269	
存货	422	412	707	808	
其他流动资产	775	288	360	413	
<b>非流动资产</b>	4179	4336	4498	4672	
长期投资	17	17	23	29	
固定资产	2115	2331	2495	2636	
无形资产	443	473	503	533	
其他非流动资产	1604	1514	1477	1473	
<b>资产总计</b>	8379	9331	10942	12072	
<b>流动负债</b>	2671	2879	3587	3737	
短期借款	57	1531	1928	1847	
应付账款	1182	1140	1414	1617	
其他流动负债	1433	209	246	273	
<b>非流动负债</b>	199	138	137	139	
长期借款	13	13	13	13	
其他非流动负债	186	125	124	126	
<b>负债合计</b>	2870	3016	3725	3875	
少数股东权益	367	418	479	546	
股本	838	838	838	838	
资本公积	1166	1166	1166	1166	
留存收益	3138	3892	4735	5647	
归属母公司股东权益	5142	5896	6739	7651	
<b>负债和股东权益</b>	8379	9331	10942	12072	

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>经营活动现金流</b>	1024	-805	678	1194	
净利润	822	968	1108	1260	
折旧摊销	187	200	234	268	
财务费用	-87	-67	36	30	
投资损失	-147	-110	-70	-20	
营运资金变动	139	-1813	-640	-357	
其他经营现金流	108	16	10	13	
<b>投资活动现金流</b>	-201	-261	-320	-422	
资本支出	344	380	380	400	
长期投资	224	-8	23	48	
其他投资现金流	367	111	83	26	
<b>筹资活动现金流</b>	-544	1363	156	-391	
短期借款	57	1474	397	-81	
长期借款	13	0	0	0	
普通股增加	33	0	0	0	
资本公积增加	427	0	0	0	
其他筹资现金流	-1074	-111	-241	-310	
<b>现金净增加额</b>	316	297	515	381	

资料来源：东吴证券研究所

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>营业收入</b>	7043	8142	10200	11725	
营业成本	5603	6331	7856	8982	
营业税金及附加	34	38	48	55	
营业费用	268	293	367	422	
管理费用	462	537	683	797	
财务费用	-87	-67	36	30	
资产减值损失	47	45	45	45	
公允价值变动收益	2	0	0	0	
投资净收益	147	110	70	20	
<b>营业利润</b>	866	1074	1234	1413	
营业外收入	88	70	70	70	
营业外支出	6	5	1	1	
<b>利润总额</b>	948	1139	1303	1482	
所得税	126	171	195	222	
<b>净利润</b>	822	968	1108	1260	
少数股东损益	52	52	60	68	
<b>归属母公司净利润</b>	770	916	1047	1192	
EBITDA	966	1207	1505	1711	
EPS (元)	0.95	1.09	1.25	1.42	

## 主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.0%	15.6%	25.3%	14.9%	
营业利润	30.8%	24.0%	14.9%	14.5%	
归属于母公司净利润	26.2%	19.0%	14.3%	13.8%	
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.4%	22.2%	23.0%	23.4%	
净利率(%)	10.9%	11.3%	10.3%	10.2%	
ROE(%)	15.0%	15.5%	15.5%	15.6%	
ROIC(%)	19.4%	15.7%	17.4%	18.3%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.3%	32.3%	34.0%	32.1%	
净负债比率(%)	2.98%	51.17%	52.10%	47.99%	
流动比率	1.57	1.74	1.80	1.98	
速动比率	1.41	1.59	1.60	1.76	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.97	0.92	1.01	1.02	
应收账款周转率	8	5	4	4	
应付账款周转率	5.33	5.45	6.15	5.93	
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.09	1.25	1.42	
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	-0.96	0.81	1.43	
每股净资产(最新摊薄)	6.14	7.04	8.04	9.13	
<b>估值比率</b>					
P/E	22.55	18.95	16.58	14.57	
P/B	3.38	2.95	2.58	2.27	
EV/EBITDA	16	13	10	9	

## 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>