

拟收意大利 CMD 公司进军通航发动机领域； 无人机、通航发动机等产业未来促增长

投资要点：

1. 事件

公司公告，拟通过收购股份及增资的方式获取意大利 C.M.D Costruzioni Motori Diesel S.p.A.公司约 67%的股份，进入通用航空活塞式发动机产业领域。

2. 我们的分析与判断

（一）收通航发动机公司，助力公司产业升级

意大利 C.M.D 公司（以下简称“目标公司”）是一家具有世界先进水平的研发设计汽/柴油发动机及加工制造高精密度发动机零部件的公司，涉足汽车发动机、船用发动机、航空活塞式发动机及清洁能源领域。

C.M.D 公司具有先进的发动机设计研发、发动机 ECU 电子控制单元的设计、匹配和标定能力，拥有超过 40 人的专业设计及技术团队，在航空发动机、汽车发动机及清洁能源等领域申请了 8 项专利（其中已授权 7 项）。

C.M.D 公司正在研发两款通用航空活塞式发动机：第一款为汽油活塞式发动机（CMD22），排量为 2.2L，该发动机自 2010 年起开始研发，截至目前，已累计完成 2000 小时/台的测试，可适用于 6 座以下轻型运动飞机和无人机（UAV）；第二款为柴油活塞式发动机（GF56），排量为 5.6L，该发动机自 2008 年起开始研发，截至目前，已累计完成 1500 小时/台的测试，主要适用于 15 座以下通用航空飞机和中空长航时重载无人机（MALE）。

目前，C.M.D 公司已于 2016 年 2 月向欧洲航空安全局（EASA）提交了设计单位资质认证（ADOA），同时提交了汽油活塞式发动机（CMD22）产品型号适航认证（TC）的申请，申请注册号分别为 AP4xx 和 001xxxx498，预计 2017 年底前将获得相关认证。此外，C.M.D 公司计划将于 2018 年向 EASA 提交柴油活塞式发动机（GF56）的产品型号适航认证（TC）的申请，预计于 2020 年前获得相关认证。

根据公司公告，公司拟出资 24,750,000 欧元（初定价格）购买目标公司原股东部分股份，并拟出资 16,360,000 欧元对目标公司进行增资。最终交割完成后公司将拥有 11,275,698 股目标公司股份，约占其发行股本的 67.00%。

根据 C.M.D 公司 2015 年度审计报告，卖方承诺 C.M.D 公司 2016 年度经审计的 EBITDA（息税折旧摊销前利润）将不低于 10,000,000 欧元（一千万欧元）。如果 C.M.D 公司 2016 年经审计的 EBITDA 低于 9,000,000 欧元（九百万欧元），卖方将向公司退换部分金额。

隆鑫通用（603766.SH）

推荐 维持评级

分析师

王华君 机械军工行业首席分析师

☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

贺泽安

☎：(0755) 23913136

✉：hezean@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516080005

特此鸣谢

刘兰程

☎：(8610) 83571383

✉：liulancheng@chinastock.com.cn

于文博

✉：yuwenbo@chinastock.com.cn

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据

时间 2016.11.21

A 股收盘价(元)	22.25
A 股一年内最高价(元)	25.35
A 股一年内最低价(元)	14.62
上证指数	3218.15
市净率	3.21
总股本（亿股）	8.45
实际流通 A 股（亿股）	8.25
A 股总市值（亿元）	188
流通 A 股市值（亿元）	184

相关研究

《公司深度——隆鑫通用（603766）：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》

2015-12-7

此次收购有利于公司在专业级无人机领域实现产品升级,进一步提升公司无人机产品的有效载荷,以拓展新的应用领域;有利于公司进一步提升在大排量发动机方面的正向设计、研发和制造能力,为公司实现产业升级提供帮助。此外,公司将积极推进目标公司通用航空活塞式发动机的国产化工作,努力成为国内通用航空活塞式发动机独立供应商,有利于公司进一步实施“无人机+通用航空发动机”的发展战略。

(二) 植保无人机将批量生产、大田作业示范推广

2015年,公司无人机项目建设共投入资金1638.7万元。到2016年中期,公司植保无人机实现了短距离、低高度自主航迹飞行,解决了试验过程中暴露出的飞控系统隔振、电控离合器打滑及联轴器匹配问题;完成了飞行参数、振动载荷、发动机状态参数等高采样率机载数据记录系统的软、硬件调试,为飞行调试、性能评定和事故回放提供了数据保障;通过优化发动机弹性悬置系统,改善机身低频模态特性,降低整机振动水平,进而提高了姿态及航迹控制精度。下一步将开展符合大田作业模式要求的超视距、低高度、额定速度自主航迹飞行模式测试验证工作。

近期公司XV-2专业级无人植保直升机在哈尔滨双城区完成了符合大田作业模式要求的超视距(达到550米)、低高度(≤ 10 米)、额定速度(15米/秒)的自主航迹飞行科目测试验证工作,达到了预期的测试目标。公司下一步将开展多架机的耐久性飞行测试工作,积累飞行时间,完成产品设计定型和量产准备。

公司之前与哈尔滨市双城区已经签署战略合作框架协议。根据协议,双城区选定隆鑫通用作为在其辖区内380万亩大田农作物的无人机航化作业战略合作伙伴。以水稻为例,每季需在秧期、生长期、抽穗期前共喷洒3次农药,而东北地区因气候原因一般一年能种1季水稻,考虑到授粉、病虫害检测等其他作业需求,我们假设平均每年需进行4次作业,按此计算,双城区每年共需进行1,520万亩的喷洒作业;若以每亩作业收入10元计算,则每年公司在双城区农业大田作业收入规模为1.52亿元。

与同类企业相比,公司在双城区作业规模大,营收预期高,有利于发挥公司无人植保直升机续航时间长、负载大的优势。以德奥通航投资的无锡汉和为例,无锡汉和2014年实现销售收入392.73万元,净利润-171.33万元;2015年实现销售收入950.28万元,净利润-170.44万元(未审计)。农业植保无人机行业目前刚刚起步,未来市场潜力很大。

公司自上而下与地方政府签署战略协议,显示了公司强大的实力。我们预计公司大型无人直升机、大面积作业、农业信息化、与地方政府战略合作为特征的“哈尔滨模式”有望在全国其它地区得以推广落实。

(三) 植保无人机服务运营、农业信息化示范落地

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,提供大数据的采集、分析和定制化服务,为双城区全面打造“全国循环农业示范区”提供农业信息化系统服务支持。双方约定自2016年5月起,隆鑫通用用其研发的大型无人直升机平台在双城区所属区域的大田作物地块进行航化喷洒作业的示范和推广,双城区将予以大力支持,提供相应的便利条件,以促成隆鑫通用尽快实现无人直升机大田植保运营模式。

双方通过优势结合,共同推进农业互联网+的战略落地,隆鑫通用将发挥无人机平台在农业大数据采集、分析和处理方面的集成能力,为双城区全面打造“全国循环农业示范区”提供农业信息化系统服务支持。

在双城区的支持下,隆鑫通用将适时与当地的大型农业生产和服务机构共同成立组建大田农业航化作业的运营服务平台,并在当地建设具有辐射能力、高水平的无人机航化作业运营保障基地。

(四) 大型无人直升机有望用于军用、安全、反恐,受益军民融合

公司无人机为军民两用大型无人直升机。2014年10月,公司旗下珠海隆华XV-1无人直升机产品信息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,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。

(五) 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

2015年公司出资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。预计2017年全国微型电动车产值将达到300亿元,公司未来或受益新能源汽车发展。

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。通

过控股威能机电，公司进军智能电源领域；全球商/民用电源设备市场规模约 1600 亿元/年，公司将受益数据中心、分布式能源建设。

（六）第一、二期员工持股价格 35 元、17.35 元，股价安全边际较高

公司第一期员工持股计划通过二级市场购买的方式完成对公司股票的购买，累计购入公司股票 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。

公司第二期员工持股计划累计买入本公司股票 1,308,200 股，成交金额为人民币 2270 万元(含佣金等其他费用)，成交均价约为人民币 17.35 元/股，买入股份占公司股份总数的 0.156%。

3. 投资建议

考虑公司 2017 年完成收购意大利 CMD 公司，预计公司 2016-2018 年 EPS 为 1.04/1.27/1.54 元，PE 为 21/18/14 倍；公司受益通航发动机、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，预计未来将进一步加快转型，业绩和估值均具有上调潜力，**维持推荐**

风险提示：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。

附录 1: 隆鑫通用盈利预测

考虑公司 2017 年完成收购意大利 CMD 公司, 预计公司 2015-2017 年备考 EPS 为 1.04/1.27/1.54 元, PE 为 21/18/14 倍; 公司正立足主业实施转型升级战略, 将受益于通航发动机、无人机、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, 持续推荐。

表 1: 考虑公司 2017 年完成收购意大利 CMD, 预计公司 2016-2018 年净利润复合增长率 19%

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	6,643.84	7,042.72	7,961	9,316	10,994
营业收入增长率	2.13%	6.00%	13%	17%	18%
净利润 (百万元)	610.36	770.26	870	1,063	1,292
净利润增长率	10.51%	26.20%	13%	22%	22%
EPS (元)	0.73	0.92	1.04	1.27	1.54
P/E	31	24	21	18	14

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部 (股价截止 2016 年 11 月 21 日)

附录 2: 隆鑫通用第二期员工持股计划情况简介

本持股计划参加对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的公司关键管理人员和核心技术骨干人员, 本期首次员工持股计划的参加人数为 215 人。

本持股计划的资金来源为公司计提的持股计划专项基金、持有人自有资金以及员工持股计划通过融资方式自筹的资金 (如有) (该两种资金统称为“其它资金”)。其他资金和公司计提的持股计划专项基金的比例最高不超过 1:1。员工持股计划通过融资方式自筹的资金, 持有人将按每期归属的标的股票权益额度和比例, 承担相应的融资本金和融资成本 (包括但不限于融资期限内利息及相关费用等)。持股计划专项基金依据本期各次持股计划上一年度经审计合并报表净利润的一定比例计提, 本期首次持股计划计提的持股计划专项基金为 2,300 万元, 约占公司 2015 年度经审计的合并报表净利润的 3%。

本期各次持股计划将分别设置公司业绩考核指标, 本期首次持股计划项下的公司业绩考核指标为 2016 年度归属于母公司的净利润增长率较 2015 年度不低于 11%。后续各次持股计划的公司业绩考核指标将在该次持股计划中具体明确。

附录 3: 隆鑫通用第一期员工持股计划情况简介

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 2: 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。

附录 4：隆鑫通用估值在民用专业级无人机行业中具备优势

公司在行业内成长性好，估值具备优势，持续推荐。

表 3：公司估值在民用专业级无人机行业中具备优势

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
隆鑫通用	603766.SH	22.25	0.92	1.04	1.27	1.54	24	21	18	14
宗申动力	001696.SZ	10.14	0.33	0.41	0.44	0.39	31	25	23	26
威海广泰	002111.SZ	24.33	0.46	0.74	1	1.36	53	33	24	18
通裕重工	300185.SZ	3.36	0.13	0.16	0.21	0.27	26	21	16	12
行业平均估值							33	25	20	18

资料来源：Wind，中国银河证券研究部（注：业绩预测除宗申动力为 wind 一致预期外，其余均为银河预期；股价截止 2016 年 11 月 21 日）

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、贺泽安，机械与军工行业证券分析师。2 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。

王华君覆盖股票范围：

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）、潍柴重机（000880.SZ）、天奇股份（002009.SZ）、威海广泰（002111.SZ）、鼎汉技术（300011.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）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
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn