

评级：买入首次评级

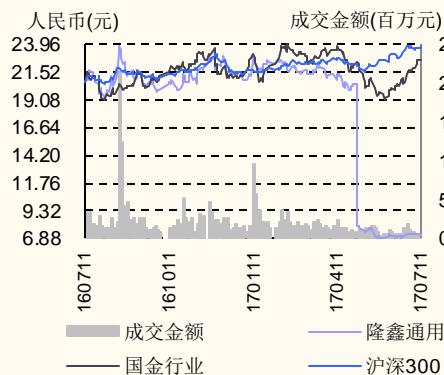
公司研究

市场价格（人民币）：7.19元
目标价格（人民币）：12.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,077.50
总市值(百万元)	15,191.77
年内股价最高最低(元)	23.76/6.88
沪深300指数	3670.81
上证指数	3203.04



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.920	1.024	0.473	0.552	0.667
每股净资产(元)	6.14	7.20	8.44	9.62	11.09
每股经营性现金流(元)	1.22	1.51	1.07	1.86	2.28
市盈率(倍)	25.80	20.29	15.21	13.04	10.78
行业优化市盈率(倍)	43.44	43.44	43.44	43.44	43.44
净利润增长率(%)	26.20%	12.38%	15.37%	16.70%	20.88%
净资产收益率(%)	14.98%	14.23%	14.00%	14.34%	15.04%
总股本(百万股)	837.31	845.09	2,112.90	2,112.90	2,112.90

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简述

■ 公司公布2017年上半年度业绩快报，2017年上半年公司实现营收47.4亿元，同比增长22.16%，实现归属上市公司股东净利润5.01亿元，同比增长17.35%，EPS0.24元。

投资逻辑

- **业绩稳健增长，符合预期：**2017年上半年，公司主业发动机、摩托车、发电机组、低速电动车、轻量化汽车发动机关键零部件分别实现营收13.18亿元、20.16亿元、7.44亿元、4.08亿元和0.88亿元，分别同比变动17.68%、24.83%、20.83%、-3.25%和26.09%。其中，受益于摩托车产销的持续回暖，公司摩托车相关业务保持稳定增长；而受国家制定四轮低速电动车技术标准进程的影响，四轮低速电动车业务同比下滑。同时，报告期内，由于人民币对美元汇率升值，形成汇兑损失4119.73万元，使财务费用较上年同期增加6005.90万元，对业绩造成影响。
- **无人机快速推进，完成并购CMD打造通航“中国芯”：**公司植保无人机XV-2已初步具备量产条件。同时在XV-2产品平台为基础，公司研发了XV-3警用无人机产品。2017年1月份，公司完成了对意大利67%股权的收购工作，正式涉足通用航空活塞式发动机产业领域，2017年上半年CMD实现营收1.29亿元，实现净利润446.57万元。与此同时，2017年1月CMD获得EASA颁发的设计单位资质认证(ADOA)的证明文件。我们认为，此次收购完成，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，从而极大提升公司在通航领域的全方位布局。

投资建议

- 公司以现有业务为基础，无人机搭载农业信息化、通航发动机国产化，战略转型升级不断推进。2017-2019年EPS分别为0.47元、0.55元和0.67元。首次覆盖买入评级，6个月目标价12元，对应2017年25倍PE。

风险

- 摩托车产销不及预期；新兴业务发展不及预期。

刘洋

联系人
yang_liu@gjzq.com.cn

梁美美

联系人
liangmeime@gjzq.com.cn

宋伟健

联系人
songweijian@gjzq.com.cn

魏立

分析师SAC执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

1、业绩稳健增长，符合预期	3
2、无人机性能领先，量产加速推进	3
3、并购通航发动机优质标的，打造通航“中国芯”	4
4、风险提示	5

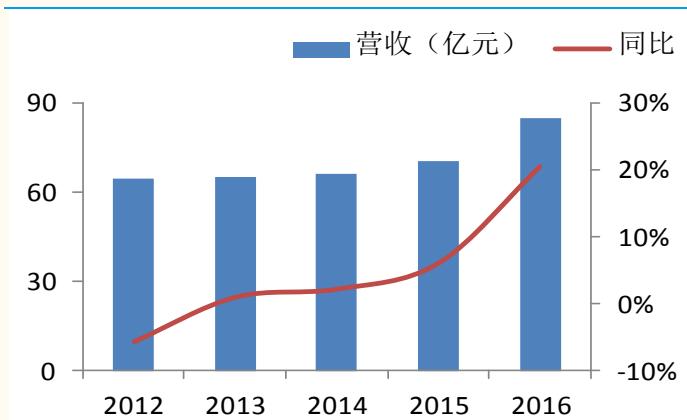
图表目录

图表 1：公司历年营收及增速	3
图表 2：公司历年净利润及增速	3
图表 3：2020 年国内通用航空器有望超 5000 台	4
图表 4：仅通航制造总规模到 2020 年超 3000 亿元	4
图表 5：CMD22 发动机产品图	5
图表 6：GF56 发动机产品图	5
图表 7：公司 CMD22 发动机即将获得适航认证	5

1、业绩稳健增长，符合预期

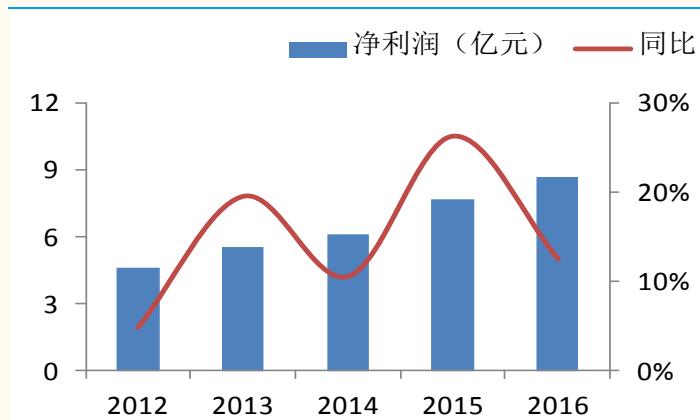
- 公司公布 2017 年半年度业绩快报，2017 年上半年公司实现营收 47.4 亿元，同比增长 22.16%，实现归属上市公司股东净利润 5.01 亿元，同比增长 17.35%，EPS0.24 元。
- 点评：2017 年上半年，公司主业发动机、摩托车、发电机组、低速电动车、轻量化汽车发动机关键零部件分别实现营收 13.18 亿元、20.16 亿元、7.44 亿元、4.08 亿元和 0.88 亿元，分别同比变动 17.68%、24.83%、20.83%、-3.25% 和 26.09%。其中，受益于摩托车产销的持续回暖，公司摩托车相关业务保持稳定增长；而受国家制定四轮低速电动车技术标准进程的影响，四轮低速电动车业务同比下滑。同时，报告期内，由于人民币对美元汇率升值，形成汇兑损失 4119.73 万元，使财务费用较上年同期增加 6005.90 万元，对业绩造成影响。
- 公司战略清晰，各项业务稳步推进，值得长期投资。公司以现有业务为基础，无人机搭载农业信息化、通航发动机国产化，战略转型升级不断推进，业绩估值有望持续提升。2017-2019 年 EPS 分别为 0.47 元、0.55 元和 0.67 元。

图表 1：公司历年营收及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：公司历年净利润及增速



来源：wind，国金证券研究所

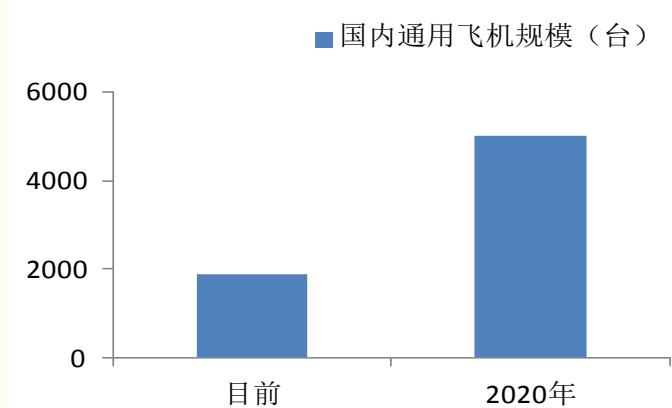
2、无人机性能领先，量产加速推进

- 公司植保无人机性能领先。大型专业无人机在植保、电力巡线、森林防火、地质勘探及国土监测等领域的应用前景广阔。公司在无人机领域技术领先，飞行控制系统、旋翼系统和整机系统均为自主开发，动力系统是由公司大排量发动机改制而成，具有“飞发一体”的技术和规模化制造的产业优势。目前公司储备了 XV-1、XV-2 和 XV-3 等多款无人机产品。其中 XV-2 为专业植保无人机，设计满载药量 70 公斤，单次作业时间超过 1 小时，作业效率 200 苗/小时以上，能够满足大田植保作业需求，在载药量、作业效率和智能化控制（精准航迹自动飞行）上具有核心竞争优势。
- 植保无人机量产加速推进。XV-2 产品于 2016 年 1 月 19 日进行了首次外场喷洒农药的试验，采集了相关大田作业数据；2016 年 4 月 9 日在哈尔滨双城区进行了遥控状态下的大田作业试验，测试产品飞行稳定性、抗风性以及场地适应性；2016 年 9 月 22 日进行了首次实地自主航迹飞行试验，实现定高（8 米）、定速（15 米/秒）的自主航迹飞行，完成了大田作业模式飞行测试的关键技术验证；2016 年 10 月至 2017 年 3 月，顺利完成了 XV-2 产品在 230 公斤最大起飞重量下的自主航迹飞行关键技术验证科目测试，标志着 XV-2 产品已初步具备量产条件。截止目前，公司已累计制造 12 架无人直升机用于产品的研发、测试工作。我们认为，公司植保无人机已经具备了量产的条件，看好后续加速推进。

3、并购通航发动机优质标的，打造通航“中国芯”

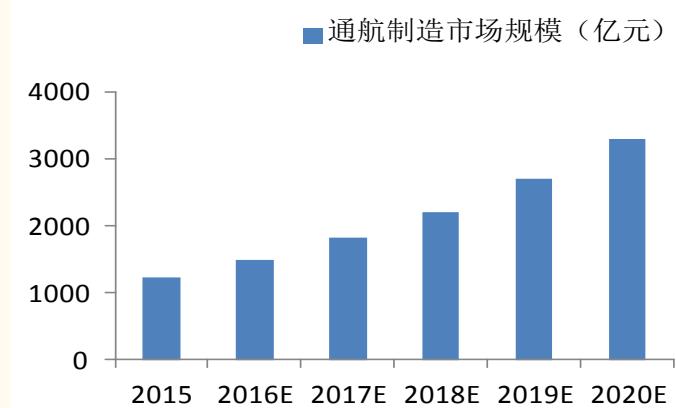
- 国内通航产业刚起步，发展空间较大。**中国通用航空起步较晚，目前仍处于起步阶段，目前国内通用飞机保有量仅为 1874 台，通航机场约 300 个，累计飞行作业时间不足 74 万小时，较美国、加拿大、巴西和澳大利亚存在较大差距，与中国当前的经济水平、人口、土地等指标极其不相称。我们认为，从国际上发达国家的发展经验来看，巨大的差距以及与现有经济水平的不对称，将为国内通用航空的发展带来巨大的发展空间。
- 政策助力，通航万亿市场静待分享。**目前国内通用航空器保有量达到 1874 台，累计飞行作业时间不足 74 万小时。根据 2016 年 5 月国务院印发的《关于促进通用航空业发展的指导意见》，到 2020 年末，中国通用航空器的总规模将超过 5000 台，年复合增长率达 22%，年飞行量 200 万小时以上。若以全球单台通用航空器成交均价 6500 万元（约 1000 万美元）计算，2020 年国内通航制造总规模将达到 3274 亿元。若考虑到机场建设、运营和培训等市场，通航产业总体规模有望达万亿级别。

图表 3：2020 年国内通用航空器有望超 5000 台



来源：《关于促进通用航空业发展的指导意见》

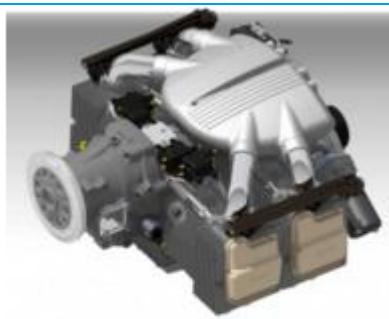
图表 4：仅通航制造总规模到 2020 年超 3000 亿元



来源：GAMA, 公司公告

- 并购海外优质标的，切入通航领域。**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，切入通用航空活塞式发动机产业领域。标的公司估值为 4500 万欧元，2016 年 EV/ EBITDA 为 4.5 倍，其中出资 2475 万欧元购买原股东部分股份，并出资 1636 万欧元对目标公司进行增资。2017 年 1 月，公司完成了对意大利 CMD 公司 67% 股份的收购工作，正式涉足通用航空活塞式发动机产业领域。
- 多年积淀，现储备两款通航发动机产品。**CMD 目前正在研发两款通用航空活塞式发动机，其中一款汽油活塞式发动机 (CMD22)，于 2010 年开始研发，主要用于 6 座以下轻型运动飞机和无人机，较目前市场主流发动机，具有功重比高，油耗低和易维护的优势，目前已累计完成 2000 小时/台的测试。第二款为柴油活塞式发动机 (GF56)，于 2008 年开始研发，主要用于 15 座以下通用航空飞机和中空长航时重载无人机，目前已累计完成 1500 小时/台的测试。

图表 5: CMD22 发动机产品图



CMD22

来源：公司官网

图表 6: GF56 发动机产品图



GF 56

来源：公司官网

■ **资质获取在即，标的公司有望率先实现进口替代。**目前通用航空器制造商的产品要在全球市场上销售，除了要获得欧洲航空安全局（EASA）或美国航空管理局（FAA）的适航证外，还需要获得销售国家相关监管部门的证明。目前，国内市场使用的通用航空活塞式发动机大多数为进口。CMD 公司已于 2017 年 1 月获得 EASA 颁发的设计单位资质认证（ADOA）的证明文件，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，预计 2017 年底前将获得相关认证，此外，CMD 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。我们认为，标的公司通航发动机性能先进，随着适航认证的获批，有望率先实现进口替代。

图表 7: 公司 CMD22 发动机即将获得适航认证

申请进程	时间
CMD 向 EASA（欧洲航空安全局）提交 ADOA（设计单位资质认证）申请	2016 年 2 月 15 日
CMD 向 EASA 提交 CMD22 汽油发动机 TC (产品型号适航认证) 申请	2016 年 2 月 15 日
EASA 和 CMD 会议确定适用的符合性方法	2016 年 4 月
核发 ADOA 证件	2017 年 1 月
发动机应用测试	2017 年 3 月（预计）
核发 TC 证件	2017 年 12 月（预计）

来源：公司官网

4、风险提示

- 摩托车产销不及预期；
- 新兴业务转型不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,644	7,043	8,483	9,803	11,446	13,477
增长率	6.0%	20.5%	15.6%	16.8%	17.7%	
主营业务成本	-5,331	-5,603	-6,705	-7,730	-8,975	-10,469
%销售收入	80.2%	79.6%	79.0%	78.9%	78.4%	77.7%
毛利	1,313	1,440	1,778	2,073	2,472	3,007
%销售收入	19.8%	20.4%	21.0%	21.1%	21.6%	22.3%
营业税金及附加	-71	-34	-72	-54	-97	-135
%销售收入	1.1%	0.5%	0.8%	0.6%	0.9%	1.0%
营业费用	-219	-268	-275	-304	-372	-458
%销售收入	3.3%	3.8%	3.2%	3.1%	3.3%	3.4%
管理费用	-395	-462	-513	-593	-687	-813
%销售收入	6.0%	6.6%	6.0%	6.1%	6.0%	6.0%
息税前利润(EBIT)	627	677	918	1,122	1,315	1,602
%销售收入	9.4%	9.6%	10.8%	11.4%	11.5%	11.9%
财务费用	28	87	86	48	69	97
%销售收入	-0.4%	-1.2%	-1.0%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-5	-47	-15	0	0	0
公允价值变动收益	-9	2	40	0	0	0
投资收益	22	147	21	20	20	20
%销售收入	2.9%	15.5%	1.9%	1.6%	1.4%	1.1%
营业利润	662	866	1,050	1,190	1,405	1,719
营业利润率	10.0%	12.3%	12.4%	12.1%	12.3%	12.8%
营业外收支	86	82	56	60	60	60
税前利润	748	948	1,107	1,250	1,465	1,779
利润率	11.3%	13.5%	13.0%	12.7%	12.8%	13.2%
所得税	-110	-126	-157	-167	-199	-240
所得税率	14.7%	13.3%	14.2%	13.4%	13.6%	13.5%
净利润	637	822	949	1,082	1,265	1,539
少数股东损益	27	52	84	84	100	130
经营活动现金净流	163	234	372	304	306	
非经营收益	-15	-172	-52	-126	-79	-79
营运资金变动	-52	139	5	-360	81	161
经营现金净流量	734	1,023	1,273	900	1,572	1,927
资本开支	-386	-342	-470	-303	-49	-450
投资	-513	96	-389	-1	0	0
其他	38	45	26	20	20	20
投资活动现金净流	-861	-201	-833	-284	-29	-430
股权筹资	64	72	85	0	0	0
债权筹资	4	-61	-70	-1	0	1
其他	-208	-518	-560	50	-170	-170
筹资活动现金净流	-141	-506	-545	49	-170	-169
现金净流量	-268	316	-105	666	1,373	1,328

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,312	1,739	2,027	2,692	4,066	5,393
应收账款	1,275	1,408	1,637	2,177	2,545	2,993
存货	245	422	506	551	639	746
其他流动资产	724	631	626	733	770	815
流动资产	3,557	4,200	4,797	6,153	8,020	9,947
%总资产	57.8%	50.1%	48.6%	54.5%	61.9%	65.9%
长期投资	339	390	1,081	1,082	1,081	1,081
固定资产	1,870	2,387	2,372	2,541	2,399	2,648
%总资产	30.4%	28.5%	24.0%	22.5%	18.5%	17.5%
无形资产	332	1,337	1,376	1,256	1,203	1,158
非流动资产	2,594	4,179	5,080	5,138	4,943	5,147
%总资产	42.2%	49.9%	51.4%	45.5%	38.1%	34.1%
资产总计	6,151	8,379	9,876	11,291	12,963	15,094
短期借款	0	73	0	0	0	0
应付款项	1,709	2,440	2,961	3,316	3,864	4,513
其他流动负债	104	159	141	167	194	305
流动负债	1,813	2,671	3,102	3,483	4,058	4,819
长期贷款	0	13	11	11	11	12
其他长期负债	128	186	229	129	129	129
负债	1,941	2,870	3,342	3,623	4,199	4,960
普通股股东权益	4,095	5,142	6,083	7,132	8,129	9,369
少数股东权益	115	367	451	535	635	765
负债股东权益合计	6,151	8,379	9,876	11,291	12,963	15,094

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.758	0.920	1.024	0.473	0.552	0.667
每股净资产	5.087	6.138	7.198	8.440	9.619	11.086
每股经营现金流	0.911	1.222	1.507	1.065	1.860	2.280
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	14.91%	14.98%	14.23%	14.00%	14.34%	15.04%
总资产收益率	9.92%	9.19%	8.76%	8.84%	8.99%	9.33%
投入资本收益率	12.67%	10.47%	11.95%	12.65%	12.95%	13.66%
增长率						
主营业务收入增长率	2.13%	6.00%	20.45%	15.56%	16.76%	17.74%
EBIT增长率	6.52%	7.93%	35.71%	22.19%	17.26%	21.77%
净利润增长率	10.51%	26.20%	12.38%	15.37%	16.70%	20.88%
总资产增长率	10.93%	36.22%	17.88%	14.32%	14.81%	16.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.2	42.8	44.4	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	17.0	21.7	25.3	26.0	26.0	26.0
应付账款周转天数	60.3	68.5	67.7	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	86.3	109.6	93.0	83.0	60.2	52.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.19%	-30.01%	-30.84%	-34.97%	-46.26%	-53.10%
EBIT利息保障倍数	-22.5	-7.8	-10.6	-23.3	-19.0	-16.5
资产负债率	31.56%	34.25%	33.84%	32.09%	32.39%	32.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD