

2017年10月27日

公司研究•证券研究报告

隆鑫通用 (603766.SH)

公司快报

业绩受汇率波动影响 内生性增长依旧强劲

投资要点

2017 年前三季度公司实现营业收入 72.68 亿元 ,同比增长 21% ;归母净利润 6.91 亿元 ,同比增长 5.75% ,符合预期。受原材料价格上涨等因素影响 ,公司产品毛利率为 20.03% ,同比下降 1.77 个百分点。

◆ 传统业务表现依旧强劲 : 分业务看 , 公司各条产品线均延续了较高的增速。

(1) 摩托车业务营收 30.65 亿元 , 同比增长 19.39% 。一方面 , 前三季度摩托车出口销售收入 21.14 亿元 , 同比增长 30.71% , 出口业务已成为摩托车业绩增长的主要驱动因素 ; 另一方面 , 公司高端产线品质受国际品牌认可 , 宝马大排量踏板车项目已处于工艺样车阶段 , 预计年底具备量产条件。 **我们判断未来公司将进一步依托东南亚、中东、南美等新兴市场扩大销售规模 , 提升国际市场份额 ; 依托国内消费升级推广 2500cc 以上高端休闲运动摩托车 , 提高公司利润率。**

(2) 发动机业务营收 18.64 亿元 , 同比增长 14.24% 。非道路用发动机的增长是其主要驱动因素 , 其中 400cc 排量以上商用动力产品增长 65.60% 。与宝马合作的大排量发动机项目已生产和交付 237 台样机 , 预计 12 月正式量产。

(3) 发电机业务营收 11.78 亿元 , 同比增长 17.20% 。其中小型家用发电机组营收 5.55 亿元 (+23.77pct) , **主要瞄准国内市场变频发电机升级换代和国际市场占有率的提升 , 产品具有性价比优势** ; 大型商用发电机组 (广州威能机电有限公司) 营收 6.22 亿元 (+11.91pct) , 业绩增长点主要来自于①备用电源业务从区域市场向全国市场的拓展 ; ②从民用领域向军工领域的拓展 ; ③从备用电源设备提供商向系统服务商和电力提供商的转变。

◆ 利润增速下滑主要系汇率变动影响 : 由于人民币对美元汇率升值 , 形成汇兑损失 8,774.02 万元 , 使财务费用较上年同期增加 11,576.24 万元 ; 若剔除汇兑损失影响 , 则净利润的实际内生增长率超过 19% , 高于行业增速。

◆ **增资山东丽驰 , 新能源车业务值得期待** : 10 月 17 日 , 公司与子公司其他股东共同决定对山东丽驰增资 6000 万元 , 增资完成后山东丽驰注册资本将增至 3.6 亿元。此前 7 月 , 子公司获得专用汽车生产资质。我们认为此次增资契合公司新能源机车发展规划 , 适应城市最后一公里物流运输对汽车产品小型化、电动化的需求 , 满足快速增长的快递和外卖物流市场的需求 , 有利于丰富山东丽驰产品结构 , 扩大销售规模、提升市场竞争力。

◆ **通航业务稳步推进 , 即将进入业绩收获期** : 在植保产品方面 , 公司 XV-2 型植保无人直升机在珠海隆华实现小批量量产 , 大田植保作业标准流程初步建立 ; XV-3 警用无人直升机也在按计划进行研发试制工作。我们认为 , 通用航空市场空间大 , 规模扩张快 , 在国内尚属 “ 蓝海 ” 市场。隆鑫在航发产品上具有深厚的积累 , 对 CMD 的并购也将大幅扩充公司技术实力。目前公司已通过农业植保初步进入专用航空器市场 , 预计在不远的将来通航业务有望成为新的利润增长点。

汽车 | 摩托车及其他 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

9.6 元

股价(2017-10-25)

7.76 元

交易数据

总市值 (百万元) 16,397.48

流通市值 (百万元) 16,122.79

总股本 (百万股) 2,113.08

流通股本 (百万股) 2,077.68

12 个月价格区间 6.83/23.32 元

一年股价表现



资料来源 : 贝格数据

升幅 % 1M 3M 12M

相对收益 -6.69 -0.76 -9.86

绝对收益 -5.37 3.74 -1.28

分析师

张仲杰

 SAC 执业证书编号 : S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn
 021-20377099

报告联系人

王志杰

 wangzhijie@huajinsec.cn
 021-20377179

相关报告

隆鑫通用 : 多点开花 漸入佳境 2017-08-03

隆鑫通用 : 无人机助推农业信息化 2015-06-16

◆ **投资建议**：我们预测 2017-2019 年营业收入分别为 102.98 亿元、122.31 亿元和 144.10 亿元，净利润分别为 10.06 亿元、12.43 亿元，14.25 亿元，每股收益分别为 0.48 元、0.59 元、0.67 元，给予“买入-A”建议，6 个月目标价为 9.6 元，相当于 2018 年 16 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：新业务拓展不及预期；出口汇率波动；原材料价格大幅波动等。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,042.7	8,483.2	10,297.5	12,230.7	14,410.1
同比增长(%)	6.0%	20.5%	21.4%	18.8%	17.8%
营业利润(百万元)	865.6	1,050.2	1,170.0	1,507.2	1,740.2
同比增长(%)	30.8%	21.3%	11.4%	28.8%	15.5%
净利润(百万元)	770.3	865.6	1,006.0	1,243.4	1,425.3
同比增长(%)	26.2%	12.4%	16.2%	23.6%	14.6%
每股收益(元)	0.36	0.41	0.48	0.59	0.67
PE	20.9	18.6	16.0	13.0	11.3
PB	3.1	2.7	2.4	2.1	1.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,042.7	8,483.2	10,297.5	12,230.7	14,410.1	年增长率					
减: 营业成本	5,602.9	6,704.8	8,105.2	9,489.1	11,164.6	营业收入增长率	6.0%	20.5%	21.4%	18.8%	17.8%
营业税费	33.8	72.1	87.5	99.5	129.8	营业利润增长率	30.8%	21.3%	11.4%	28.8%	15.5%
销售费用	267.7	275.3	334.1	415.6	493.2	净利润增长率	26.2%	12.4%	16.2%	23.6%	14.6%
管理费用	461.8	513.0	613.0	734.6	865.2	EBITDA 增长率	22.0%	36.7%	6.6%	25.6%	15.0%
财务费用	-86.9	-86.4	33.7	39.8	51.1	EBIT 增长率	22.8%	23.8%	24.9%	28.5%	15.8%
资产减值损失	46.8	15.3	18.1	21.4	20.0	NOPLAT 增长率	24.9%	22.4%	26.2%	27.5%	15.8%
加: 公允价值变动收益	2.4	39.6	0.8	-0.5	0.1	投资资本增长率	32.7%	-7.0%	23.0%	0.3%	-1.2%
投资和汇兑收益	146.7	21.3	63.3	77.1	53.9	净资产增长率	30.9%	18.6%	10.3%	13.8%	13.9%
营业利润	865.6	1,050.2	1,170.0	1,507.2	1,740.2	盈利能力					
加: 营业外净收支	82.5	56.5	105.2	81.6	81.0	毛利率	20.4%	21.0%	21.3%	22.4%	22.5%
利润总额	948.1	1,106.7	1,275.2	1,588.8	1,821.2	营业利润率	12.3%	12.4%	11.4%	12.3%	12.1%
减: 所得税	125.9	157.3	169.6	222.4	255.0	净利润率	10.9%	10.2%	9.8%	10.2%	9.9%
净利润	770.3	865.6	1,006.0	1,243.4	1,425.3	EBITDA/营业收入	13.7%	15.6%	13.7%	14.5%	14.1%
						EBIT/营业收入	11.1%	11.4%	11.7%	12.6%	12.4%
资产负债表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
货币资金	1,738.6	2,026.6	2,574.4	3,243.7	4,611.2	偿债能力					
交易性金融资产	-	-	0.3	0.1	0.1	资产负债率	34.3%	33.8%	33.5%	32.7%	34.0%
应收帐款	1,009.4	1,204.3	1,270.0	1,971.2	1,851.5	负债权益比	52.1%	51.1%	50.4%	48.5%	51.4%
应收票据	398.9	433.2	868.2	568.0	1,074.2	流动比率	1.57	1.55	1.74	1.94	2.01
预付帐款	255.0	122.4	368.3	240.2	433.3	速动比率	1.41	1.38	1.61	1.71	1.84
存货	421.7	506.4	439.2	852.4	797.5	利息保障倍数	-8.96	-11.15	35.74	38.88	35.05
其他流动资产	376.0	503.8	478.4	452.7	478.3	营运能力					
可供出售金融资产	3.3	4.8	2.7	3.6	3.7	固定资产周转天数	94	91	75	62	53
持有至到期投资	361.0	631.3	414.5	468.9	504.9	流动营业资本周转天数	7	-10	-2	8	8
长期股权投资	17.1	21.3	21.3	21.3	21.3	流动资产周转天数	198	191	189	196	207
投资性房地产	8.4	423.2	423.2	423.2	423.2	应收帐款周转天数	46	47	43	48	48
固定资产	2,114.8	2,160.5	2,120.1	2,107.4	2,125.0	存货周转天数	17	20	17	19	21
在建工程	272.6	211.1	392.9	331.0	288.6	总资产周转天数	371	387	362	339	329
无形资产	443.4	452.9	447.5	446.6	450.0	投资资本周转天数	152	139	123	114	96
其他非流动资产	958.4	1,174.4	1,017.2	1,049.5	1,079.7	费用率					
资产总额	8,378.5	9,876.2	10,837.9	12,179.7	14,142.5	销售费用率	3.8%	3.2%	3.2%	3.4%	3.4%
短期债务	56.8	0.3	229.0	-	252.0	管理费用率	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
应付帐款	1,723.9	1,895.6	2,576.7	2,347.1	3,414.5	财务费用率	-1.2%	-1.0%	0.3%	0.3%	0.4%
应付票据	579.1	827.3	433.5	937.2	613.5	三费/营业收入	9.1%	8.3%	9.5%	9.7%	9.8%
其他流动负债	311.6	379.1	210.8	495.6	319.8	投资回报率					
长期借款	12.8	11.2	-	-	-	ROE	15.0%	14.2%	15.1%	16.5%	16.7%
其他非流动负债	185.7	228.6	180.9	198.4	202.6	ROA	9.8%	9.6%	10.2%	11.2%	11.1%
负债总额	2,870.0	3,342.0	3,630.8	3,978.3	4,802.4	ROIC	26.4%	24.4%	33.1%	34.3%	39.6%
少数股东权益	366.5	451.3	550.8	673.7	814.7	分红指标					
股本	837.8	845.1	2,112.7	2,112.7	2,112.7	DPS(元)	0.08	0.20	0.14	0.18	0.20
留存收益	4,304.1	5,109.1	4,543.6	5,414.9	6,412.7	分红比率	21.8%	48.8%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	5,508.5	6,534.1	7,207.1	8,201.4	9,340.1	股息收益率	1.0%	2.6%	1.9%	2.3%	2.7%
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	822.2	949.4	1,006.0	1,243.4	1,425.3	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	187.2	356.6	204.0	220.5	241.4	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
资产减值准备	46.8	15.3	-	-	-	EPS(元)	0.36	0.41	0.48	0.59	0.67
公允价值变动损失	-2.4	-39.6	0.8	-0.5	0.1	BVPS(元)	2.43	2.88	3.15	3.56	4.04
财务费用	-12.2	3.7	33.7	39.8	51.1	PE(X)	20.9	18.6	16.0	13.0	11.3
投资损失	-146.7	-21.3	-63.3	-77.1	-53.9	PB(X)	3.1	2.7	2.4	2.1	1.9
少数股东损益	52.0	83.8	99.5	123.0	141.0	P/FCF	780.6	15.6	31.9	16.0	9.4
营运资金的变动	393.8	-314.9	-431.3	-117.7	-5.6	P/S	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1
经营活动产生现金流量	1,023.6	1,273.6	849.5	1,431.4	1,799.3	EV/EBITDA	4.8	2.7	9.5	7.1	5.6
投资活动产生现金流量	-201.3	-833.2	-58.3	-122.9	-202.2	CAGR(%)	18.4%	18.2%	20.1%	18.4%	18.2%
融资活动产生现金流量	-544.0	-590.1	-243.4	-639.1	-229.5	PEG	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
						ROIC/WACC	2.5	2.3	3.2	3.3	3.8

资料来源：贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn