

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 19.67
合理价格区间(元): 25.3~27.5

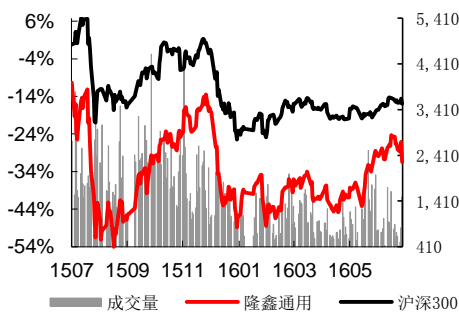
谢志才 执业证书编号: S0570512070062
研究员 0755-82492295
xiezhicai@htsc.com

祝嘉麟 021-28972068
联系人 zhujialin@htsc.com

相关研究

- 1《隆鑫通用(603766):估值不高 兼具主题投资机会》2014.02
- 2《隆鑫通用(603766):业绩符合预期 加速业务拓展》2014.01
- 3《隆鑫通用(603766):隐形农机股》2013.12

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

战略布局得当, 产业升级开花

隆鑫通用(603766)

战略布局新兴业务, 开花结果渐行渐近

公司依托传统通用发动机的优势, 在传统摩托车, 农业机械作业装备和小型发电机组等传统均取得了显著成功, 两年时间里各项业务分别实现了向微型电动车、无人直升机+农业信息化和大中型商用发电机组的产业升级。微型电动车已驶入发展的快车道, 无人直升机农业植保服务已实现零突破, 大中型商用发电机组也有望持续扩大业务规模, 未来公司将成为传统业务和新兴业务并驾齐驱的整车, 整机及动力系统服务提供商, 全面提升公司核心竞争力。

外延发展快速布局微型电动车, 政策东风引领行业进入发展快车道

公司通过控股山东丽驰快速切入微型电动车市场, 将迎来黄金增长期。山东丽驰具有强大的微型电动车自主研发能力, 目前已形成5个车型平台, 拥有23款产品, 具有极强竞争力。随着微型电动车相关标准和政策的明朗, 行业发展将进入快车道, 未来几年山东丽驰的微型电动车产品将进入放量增长期, 快速提升公司盈利能力。

重点布局无人直升机, 初显行业龙头潜质

控股子公司珠海隆华是国内无人直升机领先的企业, 无人直升机技术壁垒高, 市场空间广阔。珠海隆华研发的多用途直升机和农业植保无人直升机性能优越, 竞争力强, 目前农业植保服务订单已实现零突破, 公司有望成为无人直升机的龙头标的, 未来无人直升机进入量产阶段, 有望极大增厚公司业绩, 提升公司的综合竞争力。

传统业务经营稳健, 奠定公司营收基石

公司传统的发动机销量规模位居行业第2位, 未来将重点发展盈利能力强的大排量发动机产品; 埃及生产基地开工建设, 未来将同步辐射非洲及中东市场, 扩大摩托车海外销量; 外延并购威能机电介入市场空间大的大型商用发电领域, 拓展发电机组业务范围, 未来营收有望实现进一步突破。

前景光明, 建议“买入”

预计2016-18年公司净利润分别为9.24亿元/10.44亿元/12.08亿元, EPS分别为1.10元/1.25元/1.44元, 对应当前股价PE为17.8X/15.6X/13.6X。考虑未来微型电动车的放量和无人直升机量产订单的突破及同行估值水平, 给予隆鑫通用2016年23X-25X估值, 对应价格区间25.3-27.5元, “买入”评级。

风险提示: 微型电动车销量低于预期, 无人机业务推广不达预期, 传统业务增长低于预期。

公司基本资料

总股本(百万)	837.77
流通A股(百万)	803.36
52周内股价区间(元)	13.40-26.01
总市值(百万)	16,479
总资产(百万)	8,379
每股净资产(元)	6.58

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	7,043	7,984	8,871	9,860
+/-%	6.00	13.36	11.11	11.15
净利润(百万)	770.26	923.93	1,044	1,208
+/-%	26.20	19.95	12.96	15.73
EPS(元)	0.92	1.10	1.25	1.44
PE	21.39	17.84	15.79	13.64

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

传统主业经营稳健，战略布局新兴业务	4
股权激励机制助力公司稳健发展	7
重点布局微型电动车，外延切入实现竞争卡位	8
微型电动车即将迎来行业规范，有望进入黄金增长期	8
外延发展快速切入微型电动车蓝海市场	9
无人直升机腾飞在即	10
无人直升机行业前景广阔	10
公司重点布局无人直升机产业	11
发动机业务稳步增长	12
摩托车业务将保持平稳	13
外延收购涉足大型商用发电领域	15
并购威能机电，发电业务如虎添翼	15
大型商用发电迎来快速发展期	16
盈利预测及估值	18

图表目录

图 1: 公司上市以来营业收入保持平稳增长	5
图 2: 公司 2016 年上半年净利润增长迅速	5
图 3: 公司上市以来毛利率和净利率逐年提升	5
图 4: 公司上市以来三项费用率	5
图 5: 公司 2015 年传统发动机和摩托车业务占比较大	6
图 6: 公司近年来国外业务营收占比接近 50%	6
图 7: 公司外延并购战略路线图	6
图 8: 新兴业务体现公司战略布局	7
图 9: 隆鑫通用股权结构图, 大股东控制力强	7
图 10: 2020 年山东省微型电动车销量有望达到 150 万辆	10
图 11: 2020 年山东丽驰电动车销量有望达到 15 万辆规模	10
图 12: 2020 年我国民用无人机市场空间有望达到 200 亿元规模	11
图 13: 多用途无人直升机	11
图 14: 农业植保无人直升机	11
图 15: 2020 年无人机农业植保市场空间有望达到 108 亿元规模	12
图 16: 发动机业务营收保持平稳增长, 毛利率处于较高水平	13
图 17: 隆鑫通用部分两轮摩托车品牌	14
图 18: 隆鑫通用部分三轮摩托车品牌	14
图 19: 未来三年摩托车业务营收和毛利率都有望保持平稳	15
图 20: 中国 IDC 市场规模预测 (亿元人民币)	17
图 21: 威能机电未来三年预期营收及利润承诺 (百万元)	17
图 22: 未来三年公司大小型商用发电机组业务营收预测 (百万元)	18
表格 1: 隆鑫通用业务板块	4
表格 2: 员工持股计划彰显管理层信心	8
表格 3: 微型电动车产品基本参数	9
表格 4: 山东丽驰各款电动车型参数对比	9
表格 5: 未来五年无人直升机农业植保市场空间测算	12
表格 6: 威能机电主要产品及其应用领域	15
表格 7: 威能机电利润承诺 (百万元)	17
表格 8: 可比公司估值及财务指标 (截止 2016 年 7 月 27 日收盘)	19

传统主业经营稳健，战略布局新兴业务

公司传统主业地位显著，积极外延新兴业务。公司作为轻型动力的龙头，依托传统通用发动机的优势，在传统摩托车，农业机械作业装备和小型发电机组等传统应用领域均取得了显著成功，发动机产销量连续多年位居行业前列，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。在不到两年的时间里各项业务分别实现了向微型电动车、无人直升机+农业信息化和大中型商用发电机组的产业升级。微型电动车已驶入发展的快车道，无人直升机农业植保服务已实现零突破，大中型商用发电机组也有望持续扩大业务规模，未来公司将成为传统业务和新兴业务并驾齐驱的整车，整机及动力系统服务提供商，全面提升公司核心竞争力。

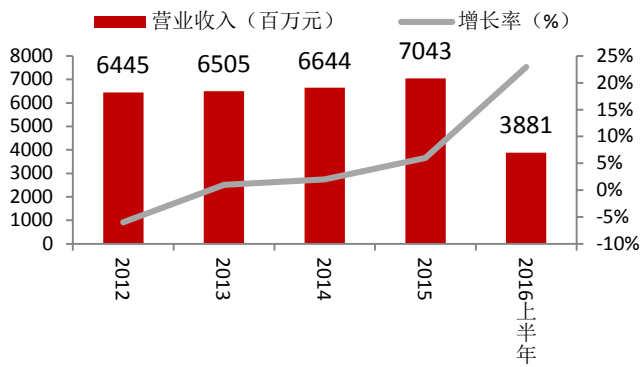
表格1：隆鑫通用业务板块

业务分部	现有业务划分
发动机	道路用发动机产品
	非道路用发动机产品
摩托车	两轮摩托车产品
	三轮摩托车产品
发电机组	小型家用发电机组产品
	大型商用电源产品
微型电动车	微型电动车产品
无人机	无人直升机产品
其他	汽车零部件加工等其他业务

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

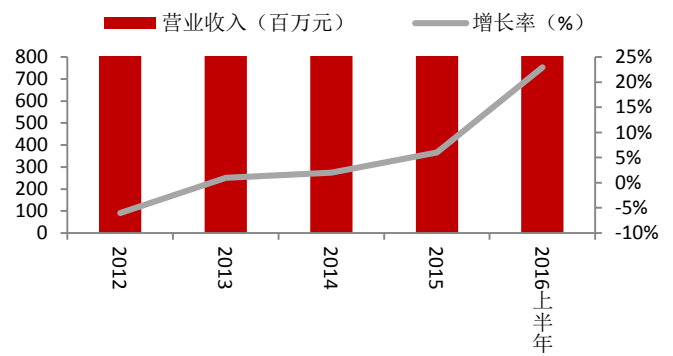
公司营业收入保持平稳增长，净利润有加速增长趋势。公司近年来营业收入保持在 60-70 亿元规模，2015 年，公司实现营业收入 70.43 亿元，同比增长 6.00%；毛利率达到 20.44%，同比增长 0.68 个百分点，盈利能力持续增强；实现归属于母公司净利润 7.70 亿元，同比增长 26.20%。2016 年上半年公司实现营业收入 38.81 亿元，同比增长 22.94%；实现归属母公司净利润 4.27 亿元，同比增长 22.16%。

图1: 公司上市以来营业收入保持平稳增长



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

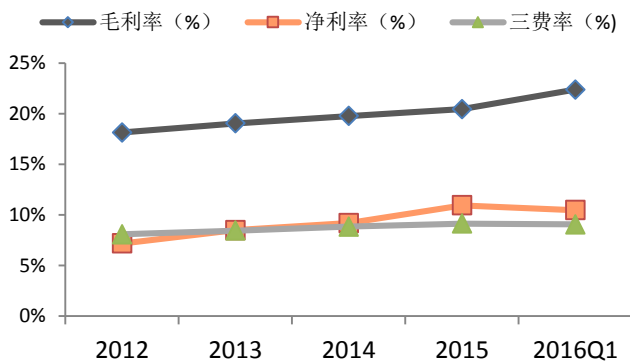
图2: 公司2016年上半年净利润增长迅速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

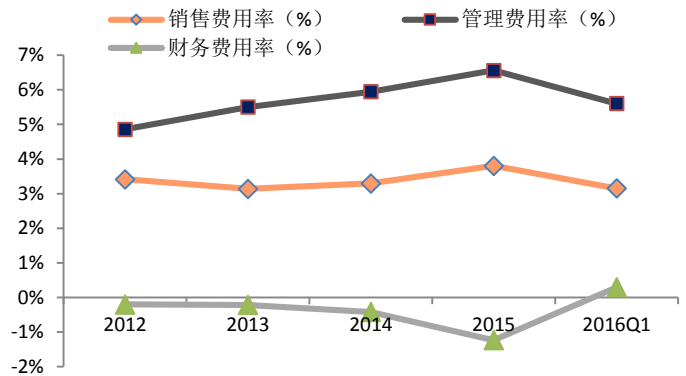
公司毛利率和净利率逐年提升, 业务拓展等因素导致管理费用率增长明显。2015年, 公司销售费用变动主要是拓展业务促销导致商业折扣及售后服务费增加以及新增加合并报表范围所致; 管理费用变动主要是研发投入增加、固定资产投入增加折旧费用以及新增加合并报表范围所致; 财务费用变动主要是人民币兑美元贬值导致汇兑收益增加所致。

图3: 公司上市以来毛利率和净利率逐年提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

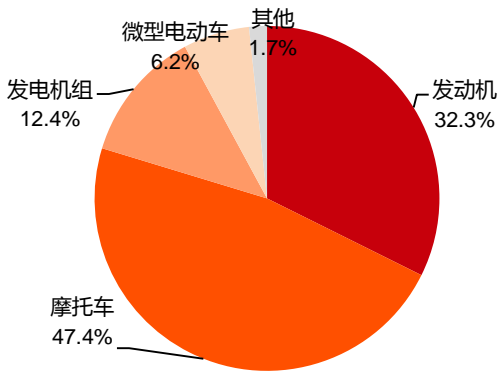
图4: 公司上市以来三项费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

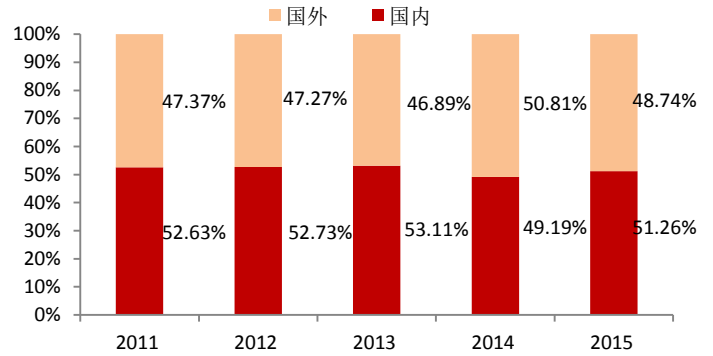
公司传统发动机和摩托车业务占主营近八成, 海外销售占比近半。公司目前的营收和利润主要来自于传统的发动机和摩托车业务, 2015年新收购的微型电动车和大型商用发动机机组业务纳入报表, 营收贡献合计超过10%, 未来这两项业务有望成为公司新的利润增长点。近年来, 公司大力开发国际市场, 设立国外(埃及)生产基地, 传统发动机和摩托车产品大量出口欧美发达国家和新兴国家市场, 国外的业务占比一直保持在接近50%水平。

图5: 公司 2015 年传统发动机和摩托车业务占比较大



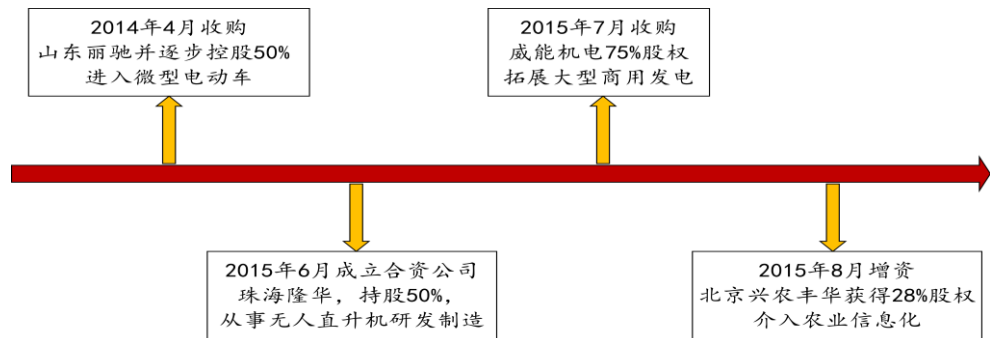
资料来源: 公司 2015 年报, 华泰证券研究所

图6: 公司近年来国外业务营收占比接近 50%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

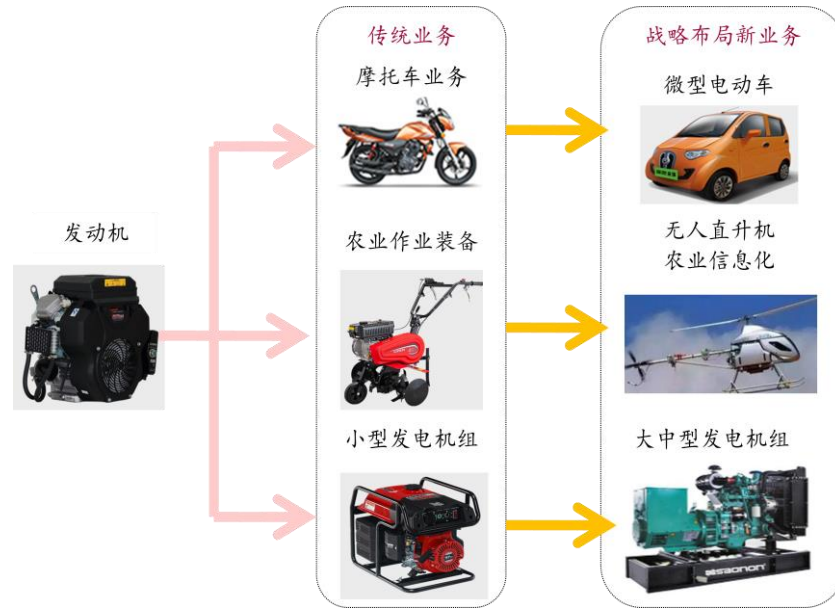
图7: 公司外延并购战略路线图



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

传统主业稳健经营, 积极布局新兴业务。近年来, 公司在发展传统发动机和摩托车业务的同时, 一直在积极实施转型。2014年4月至2015年7月, 公司逐步增资并实现控股山东丽驰, 涉足微型电动车领域; 2015年6月, 公司与清华大学, 深圳力合创投共同出资在珠海设立了合资公司“珠海隆华直升机科技有限公司”, 研发无人直升机; 2015年7月, 公司以发行股份和现金收购方式控股威能机电75%股权, 拓展大中型商用发电业务即智能电源领域; 2015年8月, 公司参股北京兴农丰华科技有限公司, 介入农业信息化服务。

图8：新兴业务体现公司战略布局



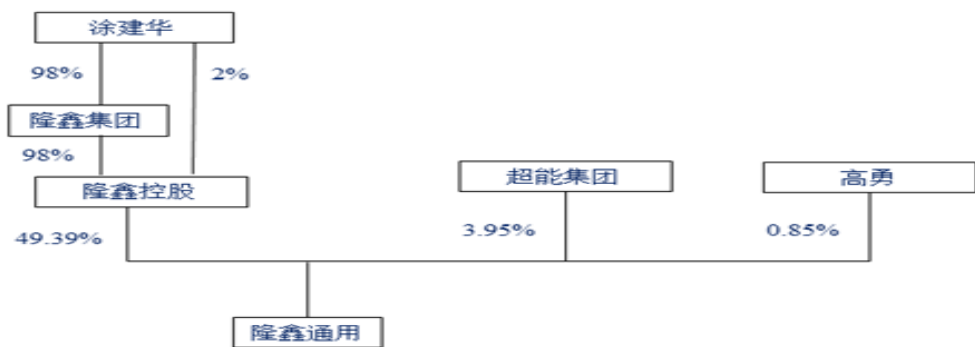
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

战略布局的新兴业务将迎来收获期。公司作为轻型动力的龙头，依托传统通用发动机的研发生产优势，在传统摩托车（两轮和三轮），农业机械作业装备和小型发电机组等通用发动机应用领域均取得了巨大成功。公司在不到两年的时间里继续围绕公司通用发动机产品的优势，完成了各业务板块的产业升级，分别向微型电动车、无人直升机+农业信息化和大中型商用发电机组延伸。微型电动车已驶入发展的快车道，无人直升机农业植保服务已实现零突破，大中型发电机组也有望扩大营收规模。未来公司将成为传统业务和新兴业务并驾齐驱的整车、整机及动力系统服务提供商，全面提升公司核心竞争力。

股权激励机制助力公司稳健发展

公司股权较为集中，同时也是民营企业实行职业经理人管理的典范。公司实际控制人涂建华先生通过隆鑫集团和隆鑫控股持有公司 49.39%的股份。

图9：隆鑫通用股权结构图，大股东控制力强



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

股权激励稳定高管团队。不同于大多数国内民营企业控制人就是管理者，隆鑫通用采用了职业经理人制度，聘请有丰富行业经验的管理人士加盟并实施股权激励，充分调动员工积极性。目前公司核心管理层及技术人员均有持股，公司董事长兼总经理高勇先生持有公司 0.85% 股份，何军先生等其他高管持有的 0.01% 至 0.08% 不等股份均来自于股权激励计划。

表格2: 员工持股计划彰显管理层信心

持股计划	参与对象	二级市场买入情况	激励条件
第一期	9 名董事会、监事会成员和其他高级管理人员；64 名中层管理人员	3,498,419 股，购买均价为人民币 35.01 元/股，合计约 1.25 亿元，占公司总股本的比例为 0.44%，	以 2014 年净利润为基数，2016 年-2018 年三年经审计的归属母公司的净利润分别不低于 7.7 亿元、8.8 亿元和 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% 和 68.85%。参与计划并考核优秀的员工获得资管计划卖出股票所产生的超额收益。
第二期	总人数 215 人，其中：公司总裁、副总裁 8 人，重要责任人及核心技术骨干 140 人。	130.82 万股，成交均价 17.35 元/股，成交金额 2270 万元，占总股本的 0.156%。	2016 年归母净利同比增长不低于 11%，若完成业绩考核目标，股票权益将分 3 个年度平均归属至持有人。未达成业绩考核目标，则该次持股计划项下标的股票权益均全部归属于公司享有

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

员工持股计划彰显管理层大力发展决心。截止目前公司共实施两次员工持股计划，覆盖公司大部分中高层管理人员，并以 2016-2018 年业绩增长为激励条件。员工持股计划使得公司管理层与核心员工的利益与企业经营效益直接挂钩，也就是与其他股东利益趋于一致，不仅有效降低了委托——代理风险，也提高了公司高层管理人员和核心技术人员对公司的忠诚度。员工持股计划能够充分激发员工的事业心，同时也彰显了管理层大力发展的决心，从而为公司未来业绩高速发展奠定基础。

重点布局微型电动车，外延切入实现竞争卡位

微型电动车即将迎来行业规范，有望进入黄金增长期

微型电动车是两轮摩托车和电动自行车的消费升级方向，市场空间广阔。微型电动车是指速度低于 70km/h 的简易四轮纯电动汽车，外形、结构、性能与燃油汽车类似，价格约为 3 万元左右，介于摩托车和入门级小轿车之间，其实用性和便利性完美契合了城镇及农村市场出行的需求，极具性价比。目前我国两轮摩托车和电动自行车用户合计超过 3 亿，部分用户有升级微型电动车的刚性需求。假设未来十年这些用户按 10% 比例升级为微型电动车，潜在用户量将超过 3000 万，微型电动车将迎来 10 年以上的黄金增长期，行业前景相当广阔。

微型电动车即将明确管理办法，优胜劣汰后行业将驶入发展快车道。中国微型电动车标准化技术委员会根据我国城乡道路交通实际情况拟将微型电动车分为时速 ≥ 80 公里，50 公里 \leq 时速 < 80 公里，时速 < 50 公里三大级别，客运、货运、专用三大类别，按轮胎数量分为三轮和四轮两类。标准体系将包括整车，动力电池及模块，电机，电控，管理系统，充电机(座)，电费支付标准，安全标准，道路管理规范建议等九个序列。该标准有望在今年下半年出台，拥有合法身份的微型电动车将驶入发展快车道。我们预计相关政策公布的同时，政府会对微型电动车的生产资质可能会进行严格限定，对企业核心技术和生产能力提出更高要求，微型电动车行业将迎来优胜劣汰，研发实力强，销售渠道丰富，售后有保障的企业将胜出。

表格3: 微型电动车产品基本参数

相关参数	参数值
最高车速	35-70km/h
最大续航里程	80-100km
电池类型	铅酸蓄电池为主, 部分中高端采用动力锂电池
电动机功率	4kw-10kw
电池容量	3kw-12kw
充电时间	6-10 小时






资料来源: 山东丽驰主页, 华泰证券研究所

微型电动车产品性能和用户体验逐步升级。随着行业的发展, 微型电动车在外形、质量、安全性能等多个方面均得到较大提升。行业内主流产品正从中低端逐渐向高端升级, 续航里程进一步提升, 产品配置越来越丰富, 部分功能已经达到普通轿车水平。外观设计也由简易代步为主向年轻人较为喜欢的风格转移, 产品定位目标群体逐步扩大。

外延发展快速切入微型电动车蓝海市场

控股山东丽驰, 业绩承诺有保障。隆鑫通用通过外延式并购快速切入微型电动车市场, 完成对于该类产品的全国战略性布局。2014年4月中旬公司投入约5000万元人民币现金增资山东力驰科技并持有目标公司20%股份。2015年7月底公司出资约1.8亿元购买山东丽驰原有股东股份, 并增资1.5亿元, 收购完成之后公司合计持有山东丽驰51%股权, 实现对山东丽驰的控制。同时, 被收购方承诺: 山东丽驰在2016年度和2017年度经具有证券从业资格的审计机构审计的净利润数额分别不低于人民币5,000万元, 6,000万元和7,200万元。

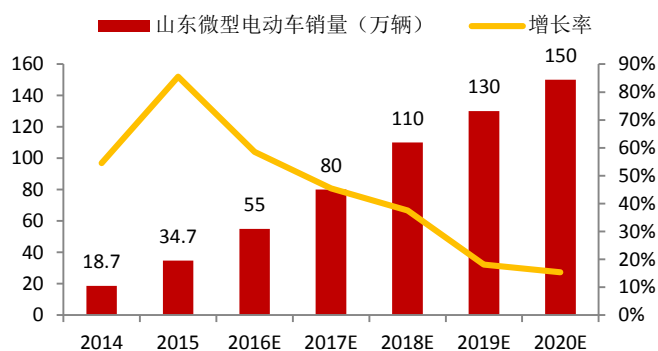
表格4: 山东丽驰各款电动车型参数对比

车型	A01	B01	E9	金瑞	福瑞
					
整车尺寸 (mm)	2250*1400*1642	3036*1536*1563	3360*1542*1558	2460*1200*1505	3100*1480*1500
轴距 (mm)	1560	2025	2238	-	-
整备质量 (kg)	700	950	870	540	750
电池种类	12V/100ah	12V/120ah	12V/100ah	48V/100ah	60V/100ah
交流电机	60V/3kw	72V/4kw	72V/4kw	48V/3kw	3kw 交流电机
续航里程 (km)	100-150	100-150	100-150	80-100	-
最高时速 (km/h)	45-50	45-55	45-55	35	40
市场指导价 (万元)	3.18-3.98	3.80-5.00	2.98-4.98	2.98-4.98	2.50-3.50

资料来源: 第一电动网, 公司官网, 华泰证券研究所

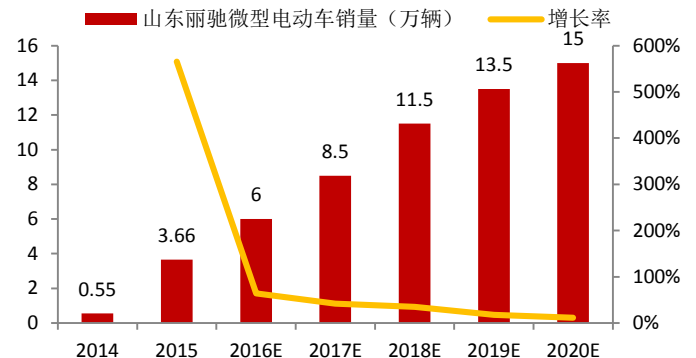
山东丽驰在微型电动车产品上具有强大的自主研发能力，产品竞争力强。山东丽驰工厂完全按照汽车生产工艺标准建设，拥有总装、涂装、焊接、冲压四大工艺车间及年产10万辆微型电动车生产能力，目前已形成5个产品平台23款产品，覆盖从两座到四座的产品品类。在产品外观设计和智能化设计方面具有独特优势，目前已拥有32项专利，其中发明专利2项，外观专利10项，实用新型20项。在产品安全性上，丽驰A01产品在行业率先通过了欧盟EEC安全认证和国家机动车产品监督检验中心50公里/小时正面安全碰撞试验。同时，山东丽驰是山东汽车行业协会小型电动车分会会长级单位，是山东省小型电动汽车骨干制造企业之一。

图10: 2020年山东省微型电动车销量有望达到150万辆



资料来源: 山东省汽车工业协会, 华泰证券研究所

图11: 2020年山东丽驰电动车销量有望达到15万辆规模



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

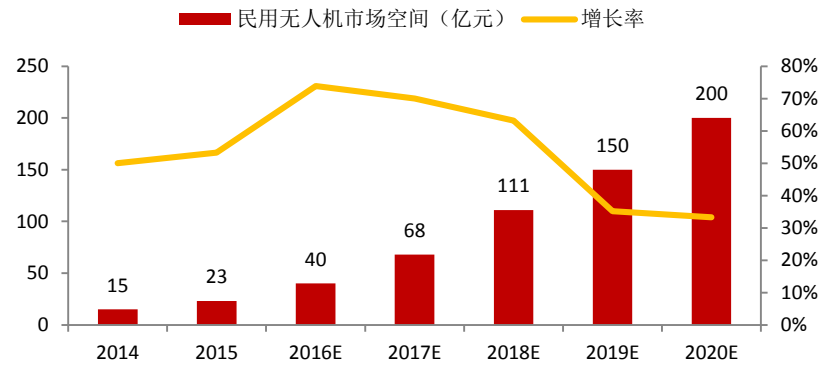
未来5年，山东丽驰销量的复合增速有望超过30%。2015年山东丽驰实现微型电动车销量3.66万辆，同比增长5.62倍，实现销售收入7.93亿元，同比增长4.1倍，实现净利润5257万元。我们认为，摩托车客户与微型电动车客户有一定的交叉，渠道上的借鉴意义非常大，公司将来可以结合自身摩托车在三四线城市和农村市场销售网点多的优势，协助山东丽驰铺设全国销售渠道，完善售后服务，迅速将微型电动车产品推向全国。我们预计随着市场快速发展以及公司的持续投入，山东丽驰未来五年微型电动车销量将逐年上升，在2020年有望达到15万辆的水平。

无人直升机腾飞在即

无人直升机行业前景广阔

无人直升机技术快速发展，应用领域不断拓展。无人直升机是一种特殊无人机，是由无线电遥控飞行或自主控制飞行的无人驾驶、不载人的垂直起落旋翼飞行器。它依靠发动机驱动旋翼产生升力和操纵力，能垂直起落、空中悬停，能向任何一个方向灵活飞行。不同于航模性质的无人机（消费级无人机），无人直升机（专业级无人机）具有长航时、多任务和高稳定性等特点，广泛应用于航空拍摄、地质勘探、农林作业、森林防火、应急救援、电力巡线、侦查安防、文物考古、环境保护、通信中继、城市规划甚至电商快递等民用领域；在军事领域，无人直升机可用于空中侦察、战场监视和执行作战任务。

图12: 2020年我国民用无人机市场空间有望达到200亿元规模



资料来源: Analysys 易观智库, 华泰证券研究所

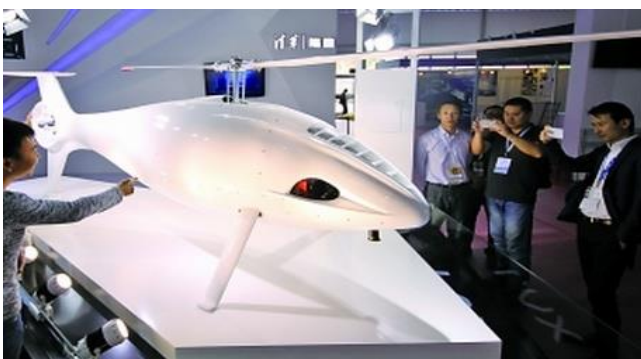
国内无人机规模化民用刚起步, 市场潜力巨大。根据 Analysys 易观智库数据预测, 2015年国内民用无人机产品销售规模为23亿元左右, 未来5年将保持55%左右的复合年增长速度, 到2020年市场规模将达到200亿元。目前消费级无人机和专业级无人机比例大约在2:1, 未来专业级的应用将逐渐扩大, 假设到2020年消费级和专业级的比例达到1:1, 无人直升机的市场空间将达到100亿元。

公司重点布局无人直升机产业

2014年10月, 公司出资5000万元与清华大学, 深圳力合创投共同出资在珠海设立了合资公司“珠海隆华直升机科技有限公司”, 研发无人直升机, 隆鑫通用公司持有合资公司50%股权; 2015年8月, 公司以1700万元增资北京兴农丰华科技有限公司, 获得其28%股权, 介入农业信息化领域。

珠海隆华无人直升机处于行业领先地位。公司的无人机产品是中大型和长续航能力的无人直升机, 属于中高端旋翼无人机, 主要定位于中高端市场, 与目前市场上的载重小、续航时间短的微型电动无人机产品相比, 其技术门槛和附加值更高。公司现有XV-1、XV-2两款无人直升机, 均使用公司生产的大排量汽油发动机作为无人机的动力, 都是专业级别(200公斤)的单旋翼多用途无人机产品平台。其中, XV-1为多用途直升机平台, 可根据不同客户需求搭载终端; XV-2为农业专业植保无人机, 具有载药量大(72升)、作业效率高(300亩/小时左右)、续航能力强(单次作业可超过1小时)等优势。

图13: 多用途无人直升机



资料来源: 隆鑫控股主页, 华泰证券研究所

图14: 农业植保无人直升机



资料来源: 摩托车论坛, 华泰证券研究所

农业植保无人直升机订单实现零突破。2016年4月初,公司子公司珠海隆华中标哈尔滨双城区农业局航空作业设备采购及服务项目,公司将向哈尔滨双城区农业局提供 XV-2 型植保无人飞机整机系统一套。2016年2月26日,公司与哈尔滨双城区签订了《战略合作框架协议》,公司将在哈尔滨双城区进行无人机 380 万亩大田作业模式的验证和推广工作,预计每年将新增收入 1.7 亿元(折合每亩约 45 元)。

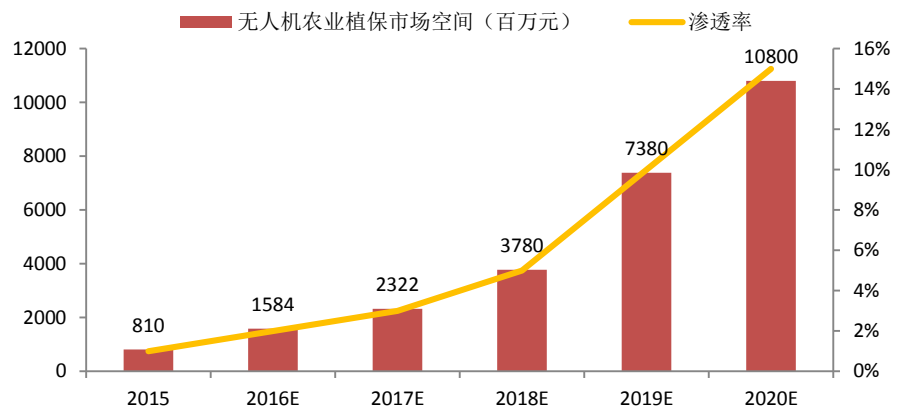
表格5: 未来五年无人直升机农业植保市场空间测算

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
全国耕地(百万亩)	1800	1800	1800	1800	1800	1800
每亩费用(元)	45	44	43	42	41	40
渗透率	1%	2.00%	3%	5%	10%	15%
农业植保市场空间 (百万元)	810	1584	2322	3780	7380	10800

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

无人直升机农业植保服务市场有望超过 100 亿元规模。相比传统人工需要 30 分钟以上才能完成一亩作物的喷洒,无人直升机 1 分钟内即可完成,且可以减少农药的喷洒量和人工农药中毒事件,无人直升机拥有巨大的成本和效率优势。全国有 18 亿亩耕地,假设未来 5 年无人直升机在农业植保领域的渗透率达到 15%,我们预计无人直升机农业植保空间平均将达到 108 亿元/年。

图15: 2020年无人直升机农业植保市场空间有望达到108亿元规模



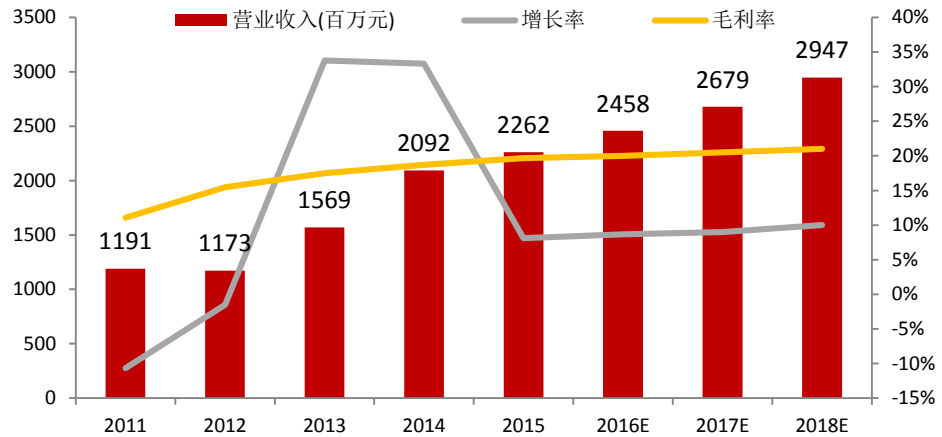
资料来源:公司公告,华泰证券研究所

发动机业务稳步增长

公司发动机销量规模居行业第 2 位。公司生产的发动机主要分为道路用发动机和非道路用发动机。道路用发动机主要应用于两轮和三轮摩托车,该行业在国内已处于成熟阶段,未来将保持平稳;出口市场主要集中在巴基斯坦、伊朗、阿联酋、尼日利亚等国家。非道路用发动机产品主要应用于林业、园艺、灌溉、耕种、清洗、发电设备等终端机械设备,主要满足欧美发达国家的市场需求,市场成熟、规模较大,具有增长潜力。

大排量发动机产品将是公司产品结构调整的重要方向。公司与宝马合作的全新大排量发动机项目按计划顺利推进，处于功能样机阶段，未来有望实现技术和销售的新突破。根据公司2015年销售数据，公司大排量双缸发动机销量达到5.37万台，同比增长130%。公司在开发和新上市的产品也大多是大排量发动机，奠定了公司发动机产品业务的后续发展潜力。

图16： 发动机业务营收保持平稳增长，毛利率处于较高水平



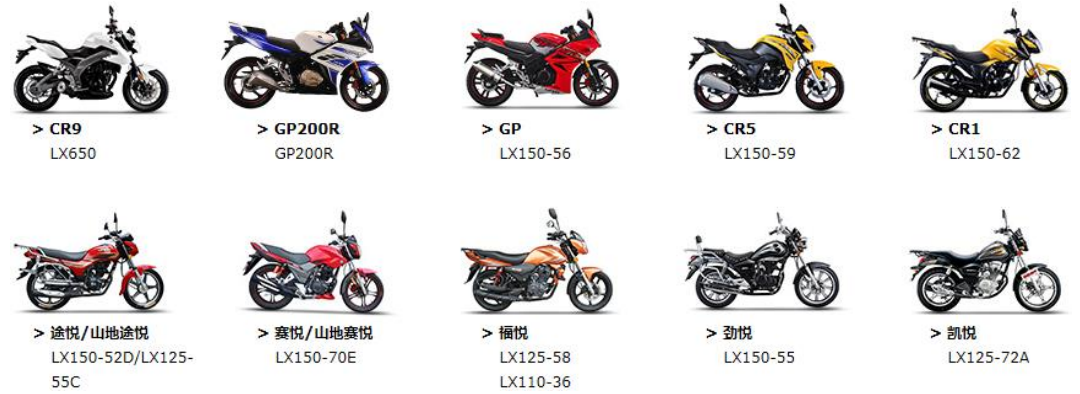
资料来源：公司公告，Wind, 华泰证券研究所

公司发动机业务营收平稳增长，毛利率处于较高水平。根据公司年报数据，2015年公司发动机业务实现营业收入22.62亿元，同比增长4.15%。发动机产品毛利率达到19.66%，同比增长1个百分点。其中：道路用发动机业务，实现销售收入13.31亿元，同比增长2.12%，市场份额稳步提升；非道路用发动机业务，实现销售收入9.31亿元，同比增长7.21%。我们认为全球摩托车市场需求将逐渐转向个性化及运动休闲方向，道路用发动机将更多地应用大排量发动机。预计公司与宝马的合作将逐渐落地，公司大排量发动机有望继续保持高速增长趋势，在这些积极因素的作用下，未来三年公司发动机业务有望实现年均复合9%左右的增长，毛利率稳中略有提升。

摩托车业务将保持平稳

公司摩托车业务分为两轮摩托车和三轮摩托车。两轮摩托车国内市场摩托车产销规模持续下滑，市场需求向休闲运动产品转化，大排量、休闲运动的个性化产品将快速增长。出口市场，由于国民收入和基础设施建设不够完善等原因，发展中国家仍将保持强劲需求，市场总体将保持平稳增长。三轮摩托车，因其使用成本低、载重能力强，预计国内外市场都将保持增长的趋势。

图17: 隆鑫通用部分两轮摩托车品牌



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司摩托车在出口市场排名第一, 三轮摩托车业务规模市场最大。公司在大排量、运动休闲摩托车领域具有技术优势; 多年深耕出口市场, 拥有稳定的销售渠道和客户资源, 摩托车出口有望进一步提升。公司在同行企业中较早将三轮车业务作为重点发展, 且为目前三轮车业务规模最大的上市公司。2015年, 公司摩托车出口创汇从第2位上升至行业第1位, 摩托车产销总量从第2位下降到第3位。

图18: 隆鑫通用部分三轮摩托车品牌

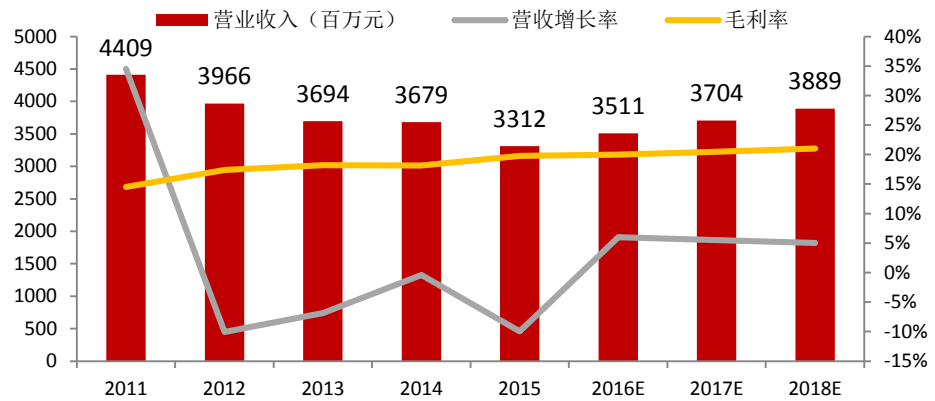


资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

公司设立海外生产基地, 海外销量有望提升。2015年公司在埃及设立合资公司, 建立摩托车生产基地, 未来将进一步辐射非洲及中东市场。同时, 公司与宝马的合作领域逐步扩展, 2015年3月, 双方签订大排量踏板摩托车项目协议, 合作范围从发动机升级到摩托车整车。目前宝马大排量踏板车项目处于方案样车阶段, 未来有望进入宝马的全球分工体系。

2015年公司摩托车业务实现营业收入33.12亿元, 同比下降9.96%, 毛利率达到19.77%, 同比提升1.12个百分点。我们认为公司与宝马的整车合作、海外生产基地的投产将和三轮摩托的增长将逐步抵消国内两轮摩托暂时下滑的趋势, 预计未来三年公司摩托车业务的营收将稳中逐步回升, 毛利率保持在20%-21%。

图19: 未来三年摩托车业务营收和毛利率都有望保持平稳



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所



外延收购涉足大型商用发电领域

并购威能机电, 发电业务如虎添翼

收购广州威能机电, 拓展商用发电领域。2015年公司通过发行股份及支付现金方式完成并购广东超能投资集团有限公司持有的广州威能机电有限公司75%股权, 其中, 公司以发行股份方式向超能投资支付标的资产交易价格的85%, 以支付现金方式向超能投资支付标的资产交易价格的15%。威能机电主要从事柴油发电机组的设计、生产及销售服务, 主要产品为标准型发电机组、静音型发电机组、集装箱型发电机组、拖车式拖车式移动电站、高压发电机组、燃气发电机组和船用发电机组等大中型内燃机发电机组销售。

威能机电综合实力强, 客户资源众多。威能机电是国内柴油发电机组行业技术实力强、规模大、且具有一定影响力的企业, 已为中国移动、中国电信、中国联通、中石化、中海油、中石油、银行金融系统、数据中心、广播电视系统、白云会展中心、鲁能集团、神华集团、粤电等各系统客户提供了近3万台优质的电源产品, 更为广州塔、亚运会场馆、亚运城以及上海世博会提供过多台技术过关、质量过硬的发电机组, 保障这些大型国际活动的电力需求。

表格6: 威能机电主要产品及其应用领域

产品名称	产品图片	产品特点	应用领域
标准型发电机组		动力强劲, 可靠性高, 燃油、机油消耗率低, 噪音低, 排放低; 发电效率高, 抗干扰能力强, 绝缘等级“H”级, 大修周期长, 使用寿命长。	广泛应用于邮电、通讯、宾馆、大厦、娱乐场所、医院、商场、工矿企业等领域, 作为常用或备用电源。
静音型发电机组		采用可拆的两段式底盘设计; 选用优良的底座材料, 大大提高了减震效果; 优异的喷涂工艺, 能有效的防雨和防音; 采用特殊的消音材料及消声系统, 有效减小噪音, 能使噪音值最低控制在65(A)/7m。	适用于降噪要求较高的场所, 如居民区、高档办公楼、星级宾馆、科研机构、医院及大专院校等

集装箱型 发电机组		根据机组功率大小可以选择 20 英尺和 40 英尺集装箱体；箱体两侧均设有侧门，便于日常维护和检修；500kW 以上的机组可在箱体设置爬梯，便于进行机组的吊装和点检操作；加油口外置设计，保证机组户外使用时燃料的安全；箱体和底座采用优质的板材和喷涂原料，耐腐蚀及防锈能力极强	适用于各种施工工地、大型建筑、机场、港口、海上作业平台及各种野外工程等领域。
拖车式移动电站		采用独特的进、排风降噪结构，保证机组在额定工况下稳定运行；先进的制造工艺，对车厢的排气系统进行低噪音处理，降噪效果达到 65dB(A)/7m；轮式底盘预留牵引装置，能随时定位及调节平衡；车架四角设有机械式支撑装置，配备惯性制动、机械停车制动和紧急分离制动；尾部配有警示灯、雾灯和刹车灯，设计符合道路交通安全标准；可预装电缆架，方便客户使用；发电效率高，抗干扰能力强，绝缘等级“H”级；大修周期长，使用寿命长。	广泛应用于露天及野外供电场所作为主用或备用电源。
高压发电 机组		满足 BS EN 60034 和其他国际标准（如：BS5000、VDE0530、Nema MG1-32、IECEN6034、CSA C22.2-100 等）的相关要求；高压传输，压降小，系统综合成本低；可以直接为高压负载供电，高压并联设备少，系统简单，故障点少，使用简便；具有大容量、远距离供电，机房集中建设、可靠性强，安全性能高等优点。	广泛应用于建材制造工厂、大型工业企业、矿山、机场、银行、数据中心等应急备用电源系统。
燃气发电 机组		快速—专业化、模块化的安装调试，全方位的技术支持，能够使机组快速投产；能够以更低的、可预知成本提供电力；采用稀薄燃烧技术，从而降低了燃烧温度，大大削减了氮氧化物的排放量；符合几乎所有地区的空气质量法规要求而不需要额外安装尾气处理装置。高效—具有很强的马达启动能力；机组大修周期不少于 20000 小时；配有天然气专用的防爆阀，智能化控制系统能够对发动机运行过程实时监测，根据故障种类进行报警或直接停车。	广泛应用于油田、气田、机场、酒店、医院等领域。
船用发电 机组		机组所有连接预先安装在底座上，结构简单紧凑，安装使用维护方便。具有优良的动力性、经济性、高可靠性；低油耗、低排放、启动性能好；设计和选材均严格按照海上作业环境进行。配备的智能控制系统，能自动检测机组的运行状况、启动和关闭机组、启动迅速可靠，保证机组安全、高效的运行。	拖网船、渡轮、游艇、工作船、拖船、渔船、消防船和客船等各种船型以及沿海地区等。

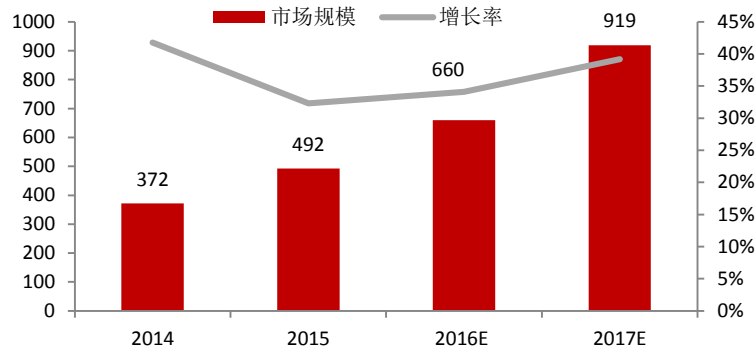
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

大型商用发电迎来快速发展期

大型商用发电机组应用广泛，市场需求超过 100 亿元，与基础设施建设紧密相关，主要应用于数据中心、能源、金融、通讯、船舶、市政等领域，作为常用或备用电源。国内市场需求增长主要集中在 IDC 互联网数据中心建设、通讯基站建设、商业中心建设和一带一路出口基础设施建设等方面；出口市场主要集中在东南亚、中东地区，以印尼、马来西亚为代表的东南亚岛国的电网系统建设需要大型商用发电机组作为补充公司在原有小型家用发电机组业务前提下，成功切入大型商用柴油发电领域，完善了发电机组的产业布局。

IDC（互联网数据中心）的发展将极大带动发电机组的需求。互联网用户需求的不断上升和大数据业务的兴起为国内 IDC 市场发展提供了庞大的市场空间。为保证数据的安全性，IDC 数据中心对电源的稳定性要求非常高，一般都需要配备应急电源。数据中心供电系统通常由“市电供电+柴油发电机组备用+UPS 电源”组成，柴油发电机组是其中不可或缺的主角。IDC 机房的大量投资建设将带动数据中心备用供电系统需求，据公司估计，未来仅 IDC 数据中心建设对柴油发电机组的需求量就可以超过 100 亿元，市场空间十分广阔。

图20: 中国 IDC 市场规模预测 (亿元人民币)



资料来源: 前瞻产业研究院, 华泰证券研究所

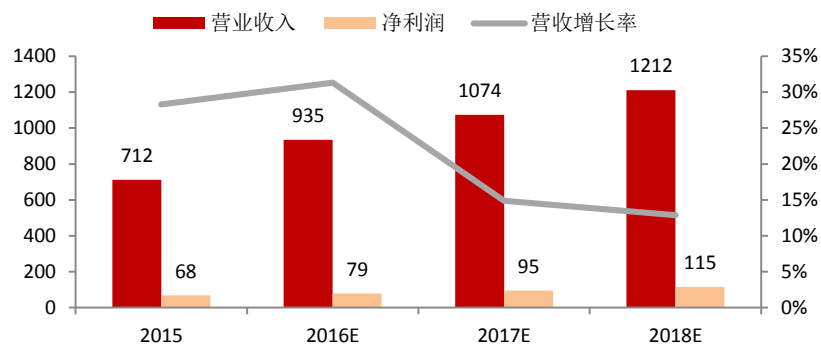
威能机电完成利润承诺将是大概率事件。威能机电在利润补偿期间 (2015-2018 年度) 承诺将实现的净利润数额 (净利润数以经审计的、扣除非经常性损益后的值为准) 分别为 6,600 万元、7,900 万元、9,500 万元和 11,500 万元。考虑大型商用发电机组的广阔市场空间, 我们认为威能机电完成利润承诺将是大概率事件。

表格7: 威能机电利润承诺 (百万元)

	2015	2016	2017	2018
预期营业收入	804	935	1074	1212
承诺净利润	66	79	95	115

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所整理

图21: 威能机电未来三年预期营收及利润承诺 (百万元)

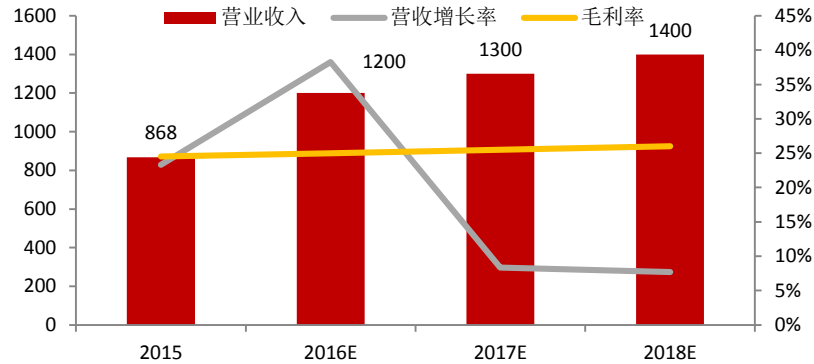


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

大小型发电机组业务将稳步提升。2015 年受北美发电机组的市场影响, 公司小型家用发电机组业务实现营业收入 5.13 亿元, 同比下降 27%, 出口创汇居行业第 1 位。广州威能 2015 年全年实现营业收入 7.12 亿元, 同比增长 28%, 其中出口收入占销售收入比重为 35%, 出口创汇居行业第 8 位, 实现净利润 6,843 万元, 超额完成利润承诺。公司 2016 年上半年小型家用发电机组业务实现营业收入 2.98 亿元, 同比增长 12.27%; 广州威能实现营收 4.27

亿元。考虑大型商用发电机组的广泛应用以及小型发电机业务出口市场的回暖，我们预计未来三年公司发动机业务将稳步提升。

图22: 未来三年公司大小型商用发电机组业务营收预测 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测及估值

公司目前业务板块主要分为传统发动机业务，传统摩托车业务和发电机组业务，新兴微型电动车业务和无人直升机+农业信息化业务。农业信息化尚处于探索阶段，保守处理，该业务暂不纳入盈利预测。我们预计：

传统发动机业务，公司处于行业前列，欧美发达国家非道路用发动机有望持续景气，公司盈利能力将保持稳定，未来三年发动机业务营收和净利润将保持 9% 左右的增长。

传统摩托车业务，公司是三轮摩托最大的上市公司，公司在埃及的生产基地未来有望提升海外销量，与宝马的整车合作也将进入收获期。三个积极影响有望抵消国内市场上滑的影响。未来摩托车业务总体有望实现微增长。

发电机组业务，小型家用发电机组营收维持在 5 亿元规模，大型商用发电机组业务按照利润承诺的预期，营收分别将完成 9.35 亿元，10.74 亿元和 12.12 亿元，对应净利润分别为 7900 万元，9500 万元和 1.15 亿元。公司持有 75% 权益，分别对应约 6000 万元，7125 万元和 8625 万元净利润。

微型电动车业务，未来三年有望实现年均 30% 以上的复合增长，盈利能力也将逐步提升，预计营收分别将达到 11.76 亿元，16.67 亿元和 22.55 亿元规模；净利润分别达到 9400 万元，1.49 亿元和 2.27 亿元。公司持有 51% 权益，对应净利润分别约为 4800 万元，7600 万元和 1.16 亿元。

无人直升机农业植保服务，假设大田作业模式的验证和推广工作逐步扩大，我们预计未来三年营收规模分别达到 1.7 亿元，3.4 亿元和 5.1 亿元，考虑农业植保的专业性，净利率按 15% 左右计算，对应净利润分别约 2550 万元，5100 万元和 7650 万元；按公司持有珠海隆华 50% 权益计算，2016-2018 年无人直升机农业植保有望给隆鑫通用贡献净利润约 1300 万元，2600 万元和 3900 万元。

综上，我们预计 2016-2018 年公司净利润为 9.24 亿元/10.44 亿元/12.08 亿元，EPS 分别为 1.10 元/1.25 元/1.44 元，对应当前股价 PE 分别为 17.8X/15.8X/13.6X。

表格8: 可比公司估值及财务指标 (截止 2016 年 7 月 27 日收盘)

证券简称	股票代码	当前股价	EPS (元)			增长率 (%)		PE (X)	
			2015	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
力帆股份	601777.SH	11.4	0.31	0.67	0.86	116.13	28.36	16.00	12.36
宗申动力	001696.SZ	10.94	0.33	0.35	0.39	6.06	11.43	30.19	27.22
新安股份	600596.SH	7.94	-0.39	0.11	0.19	-	72.73	69.05	40.89
芭田股份	002170.SZ	8.89	0.18	0.18	0.26	0.00	44.44	53.59	37.32
威海广泰	002111.SZ	27.12	0.46	0.69	0.91	50.00	31.88	37.47	28.50
平均值								41.26	29.26
中值								37.47	28.50

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 上市公司盈利预测均使用 Wind 一致性预测)

我们认为:

隆鑫通用控股的山东丽驰具有强大的微型电动车自主研发能力, 随着微型电动车相关标准和
 资料来源: 华泰证券研究所政策的明朗, 未来几年山东丽驰的微型电动车产品将进入放量增长期, 同时, 山东丽驰存在向高速电动汽车突破的可能, 公司有希望成为纯正的新能源汽车标的, 快速提升盈利能力。

公司控股子公司珠海隆华是国内无人直升机技术领先的企业, 珠海隆华研发的多用途直升机和农业植保无人直升机性能优越, 竞争力强, 目前农业植保服务订单已实现零突破, 公司有望成为无人直升机的龙头标的, 未来无人直升机进入量产阶段, 将极大增厚公司业绩, 提升公司的综合竞争力。

隆鑫通用是轻型动力的龙头, 在不到两年的时间里完成微型电动车、无人直升机、农业信息化和大型商用发电机组布局, 微型电动车已驶入发展的快车道, 无人直升机农业植保服务已实现零突破, 未来公司将成为传统业务和新兴业务并驾齐驱的整车, 整机和动力系统服务提供商, 我们认为隆鑫通用应该享有一定的估值溢价, 对比同类型上市公司力帆股份和宗申动力估值, 给予隆鑫通用 2016 年 23X-25X 估值, 对应价格区间 25.3-27.5 元, 给予“买入”评级。

投资风险: 微型电动车业务发展受阻, 无人直升机植保服务不达预期, 公司发动机和发电机业务增长不达预期, 摩托车业务下滑严重。

盈利预测

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4,200	5,035	6,273	7,690
现金	1,739	2,140	2,948	3,890
应收账款	933.09	1,095	1,217	1,353
其他应收账款	76.28	71.85	79.84	88.74
预付账款	255.04	315.00	417.00	538.16
存货	421.67	427.77	471.91	522.02
其他流动资产	774.90	985.02	1,139	1,299
非流动资产	4,179	4,022	4,070	4,132
长期投资	17.06	20.00	30.00	40.00
固定投资	2,115	2,063	1,934	1,768
无形资产	443.36	545.36	656.36	786.36
其他非流动资产	1,604	1,394	1,449	1,538
资产总计	8,379	9,057	10,343	11,822
流动负债	2,671	2,524	2,920	3,368
短期借款	56.75	60.00	70.00	80.00
应付账款	1,182	1,197	1,390	1,614
其他流动负债	1,433	1,267	1,460	1,674
非流动负债	198.51	208.54	223.14	240.56
长期借款	12.84	25.84	39.84	54.84
其他非流动负债	185.67	182.70	183.30	185.72
负债合计	2,870	2,733	3,143	3,609
少数股东权益	366.54	423.57	481.20	539.76
股本	837.77	837.77	837.77	837.77
资本公积	1,166	1,166	1,166	1,166
留存公积	3,138	3,894	4,707	5,654
归属母公司股	5,142	5,898	6,714	7,666
负债和股东权益	8,379	9,054	10,338	11,815

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	1,024	483.76	956.33	1,092
净利润	822.23	980.96	1,101	1,266
折旧摊销	187.18	206.04	215.66	220.96
财务费用	(86.88)	(73.18)	(96.66)	(130.99)
投资损失	(146.66)	(204.00)	(219.00)	(230.00)
营运资金变动	139.41	(491.41)	(55.34)	(48.75)
其他经营现金	108.30	65.34	10.34	14.72
投资活动现金	(201.31)	(8.16)	(43.00)	(51.00)
资本支出	343.67	0.00	0.00	0.00
长期投资	224.45	54.17	71.00	71.00
其他投资现金	366.81	46.01	28.00	20.00
筹资活动现金	(544.00)	(73.98)	(105.32)	(99.93)
短期借款	56.75	3.25	10.00	10.00
长期借款	12.84	13.00	14.00	15.00
普通股增加	32.85	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	427.42	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,074)	(90.23)	(129.32)	(124.93)
现金净增加额	315.97	401.62	808.01	941.45

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,043	7,984	8,871	9,860
营业成本	5,603	6,300	6,950	7,688
营业税金及附加	33.79	71.85	79.84	88.74
营业费用	267.75	287.41	319.36	354.97
管理费用	461.82	502.97	558.87	611.33
财务费用	(86.88)	(73.18)	(96.66)	(130.99)
资产减值损失	46.81	50.00	95.00	119.00
公允价值变动收	2.41	3.00	5.00	7.00
投资净收益	146.66	204.00	219.00	230.00
营业利润	865.65	1,052	1,189	1,366
营业外收入	88.13	95.00	100.00	110.00
营业外支出	5.68	6.00	8.00	12.00
利润总额	948.10	1,141	1,281	1,464
所得税	125.87	159.69	179.29	197.65
净利润	822.23	980.96	1,101	1,266
少数股东损益	51.97	57.03	57.63	58.56
归属母公司净利	770.26	923.93	1,044	1,208
EBITDA	965.94	1,185	1,308	1,456
EPS(元)	0.92	1.10	1.25	1.44

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	6.00	13.36	11.11	11.15
营业利润	30.80	21.49	13.02	14.93
归属母公司净利	26.20	19.95	12.96	15.73
获利能力				
毛利率(%)	20.44	21.09	21.66	22.03
净利率(%)	10.94	11.57	11.77	12.25
ROE(%)	14.98	15.66	15.55	15.76
ROIC(%)	19.39	21.98	24.36	27.47
偿债能力				
资产负债率(%)	34.25	30.18	30.40	30.55
净负债比率(%)	2.98	3.87	4.29	4.57
流动比率	1.57	1.99	2.15	2.28
速动比率	1.41	1.82	1.98	2.12
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.92	0.91	0.89
应收账款周转率	8.34	7.71	7.52	7.52
应付账款周转率	5.33	5.30	5.37	5.12
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.92	1.10	1.25	1.44
每股经营现金流	1.22	0.58	1.14	1.30
每股净资产(最新)	6.14	7.04	8.01	9.15
估值比率				
PE	21.39	17.84	15.79	13.64
PB	3.20	2.79	2.45	2.15
EV_EBITDA	15.32	12.50	11.32	10.17

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com