

隆鑫通用系列报告一：模式创新，低速电动车龙头优势愈发明显

公司动态

1、定位于摩托车消费升级产品，催生千亿大市场。低速电动车开始于2009年，2013年我国销售约30万辆，同比增长近100%。如果政策未来放开，低速电动车将会在全国范围内快速普及。据估算，2013年我国摩托车销售2305万辆，电动自行车生产2528万辆。我国摩托车保有量约0.9亿辆，电动自行车保有量约1.2亿辆，全国近2.1亿潜在用户。预计低速电动车潜在市场年销量在300万辆左右，潜在市场容量在600-1200亿元。加上租赁模式下的创造性需求，我们认为低速电动车潜在需求为690-1312亿元/年。

2、租赁模式有望打破枷锁，让低速电动车推广完成从被动等待到主动出击的转变。目前限制低速电动车发展的主要约束有：1.全国范围内没有准生证，只局限在几个省市销售。2.即便有准生证，主要限摩城市进入依然面临困难。面向住宅、学校、景点等社区的租赁模式有望使低速电动车避开牌照、限行等限制，完成从农村包围城市，从被动等待到主动出击的新战略。

3、具备先发优势，力驰未来市场规模有望达到百亿。凭借享有路权、租赁创新模式、技术、渠道等优势，力驰具备先发优势。公司持有力驰20%股权，公告称后续有进一步增资控股的可能。假设2015年全国标准出台，且公司对力驰持股比例上升到51%，那么2015-2017年力驰对公司的EPS贡献分别为0.15、0.34和0.86元，占2013年公司业绩的比重分别为22%、50%和124%。

4、首次覆盖，给予买入评级，6个月目标价25元。公司战略业务低速电动车开辟了我国首个租赁模式，模式创新确立先发优势。无人机领域属于国家战略新兴产业，产品定位高端，空间广阔，将享有较高估值溢价。根据谨慎性原则，我们仅考虑公司传统业务，预计公司2014-2016年营业收入分别为69.15亿元、74.68亿元和82.45亿元，增速分别为6.3%、8.0%和10.4%。2014-2016年归属母公司净利润为6.36亿元、7.30亿元和8.35亿元，增速分别为15.09%、14.91%和14.34%。全面摊薄后EPS分别为0.78元、0.90元和1.03元。目前A股有关从事无人机的公司，2015年估值在40倍以上。我们首次给予公司买入投资评级，目标价25元，对应2015年估值28倍。

5、风险提示：国内两轮摩托车销量大幅下滑的风险；全国低速电动车政策迟迟未推出和租赁模式进展缓慢的风险；无人机项目进展缓慢的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6,444.82	6,505.49	6,915.33	7,468.56	8,245.29
营业收入增长率	-5.72%	0.94%	6.30%	8.00%	10.40%
净利润(百万元)	461.80	552.33	635.69	730.49	835.23
净利润增长率	4.79%	19.60%	15.09%	14.91%	14.34%
EPS(元)	0.57	0.68	0.78	0.90	1.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.38%	15.39%	14.76%	15.11%	15.35%
P/E	30	25	22	19	17
P/B	4	4	3	3	3

买入(首次)

当前价/目标价：17.30/25.00元

目标期限：6个月

分析师

王浩(执业证书编号：S0930514090001)

021-22169108

wanghao1@ebsecn.com

联系人

刘洋

liuyang82@ebsecn.com

市场数据

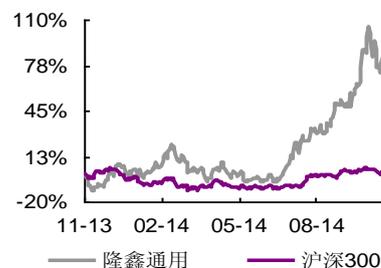
总股本(亿股)：8.04

总市值(亿元)：139.12

一年最低/最高(元)：7.74/18.81

近3月换手率：105.33%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.67	44.27	88.73
绝对	2.92	50.04	93.86

投资要件

关键假设

低速电动车行业政策预计 2015 年放开，催生千亿大市场，力驰未来收入规模有望达到 100 亿元。

我们区别于市场的观点

1. 低速电动车是未来中国新能源大战略中非常重要的一环，不仅解决了广大低收入群体消费升级的迫切需求，也为国家环保、能源安全作出巨大贡献，同时使得我国在该行业具备国际竞争优势。2. 未来有望归类于摩托车行业，拥有巨大市场。3. 租赁模式创新，力驰化被动为主动，龙头地位愈发稳固。

股价上涨的催化因素

低速电动车全国政策放开，公司持有力驰股权比例上升到 51%，无人机业务进一步得到市场认可。

估值和目标价格

鉴于公司涉足摩托车、低速电动车、无人机行业等行业，根据可比公司 2014 年估值在 33 倍左右，我们给予公司 2015 年 28 倍的估值，对应目标价为 25 元，给予买入投资评级。

投资风险

低速电动车政策不达预期风险；国内摩托车销量大幅下滑风险；无人机业务进展缓慢风险。

目 录

1、 低速电动车市场方兴未艾	5
1.1、 低速电动车行业概况	5
1.2、 市场定位、竞争优势及行业空间	6
1.3、 行业格局	8
2、 租赁模式让低速电动车推广完成从被动等待到主动出击的战略转变	8
2.1、 全国首个低速电动车租赁模式诞生	8
2.2、 租赁模式有望打破枷锁，让低速电动车推广完成从被动等待到主动出击的转变。	9
2.3、 租赁市场总需求约 450 亿元	11
3、 力驰具备先发优势，未来收入规模有望达到百亿	12
3.1、 力驰简介	12
3.2、 力驰竞争优势	12
3.3、 力驰未来收入规模有望达到百亿	13
4、 盈利预测	13
4.1、 盈利预测	13
4.2、 估值和投资建议	14
5、 主要风险点	15
5.1、 国内两轮摩托车销量大幅下滑的风险	15
5.2、 全国低速电动车政策迟迟未推出和租赁模式进展缓慢的风险	15
5.3、 无人机项目进展缓慢的风险	15

图表目录

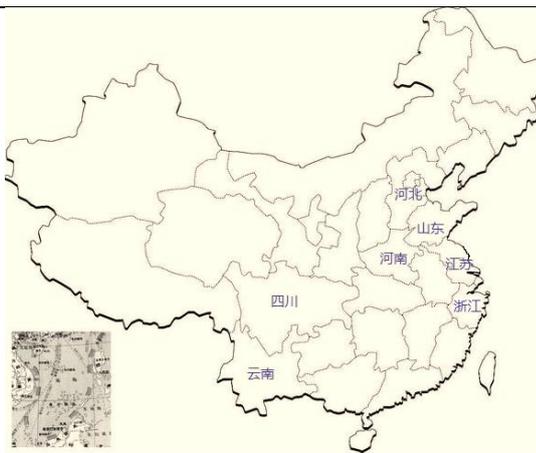
图 1：低速电动车主要销售地区	5
图 2：山东地区历年低速电动车销量（万辆，不完全统计）	5
图 3：2013 年全国主要地区销量占比（不完全统计）	5
图 4：我国摩托车销量（万）	7
图 5：我国电动自行车产量（万）	7
图 6：低速电动车潜在客户群体	7
图 7：力驰租赁电动车（保安巡逻车）	9
图 8：巡逻效率提升	10
图 9：巡逻人员工作环境改善	10
图 10：提升治安管理水平——移动监控	10
图 11：夜视移动监控	10
图 12：力驰租赁电动车（保安巡逻车）移动广告平台	11
表 1：低速电动车与汽车的使用成本对比	6
表 2：行业竞争格局	8
表 3：合资股比及应用范围	9
表 4：住宅、校园、工业园及景区对低速电动车租赁总需求测算	11
表 5：力驰历史	12
表 6：力驰主要车型及上市时间	12
表 7：力驰盈利预测	13
表 8：可比公司的 PE 比较	14

1、低速电动车市场方兴未艾

1.1、低速电动车行业概况

所谓低速电动车，是指不符合国家“双80”标准（续航里程80公里、最高时速80公里）的电动车，最高车速定在每小时50-70公里，行驶里程50-100公里，一般以铅酸蓄电池为动力，电机采用低成本的异步交流电机，售价在2-4万元。低速电动车的销售主要集中在山东、河北、河南、江苏、四川和云南等地。2013年全国主要地区销售约30万辆，已成为我国唯一既不靠补贴又能放量销售的电动车行业。

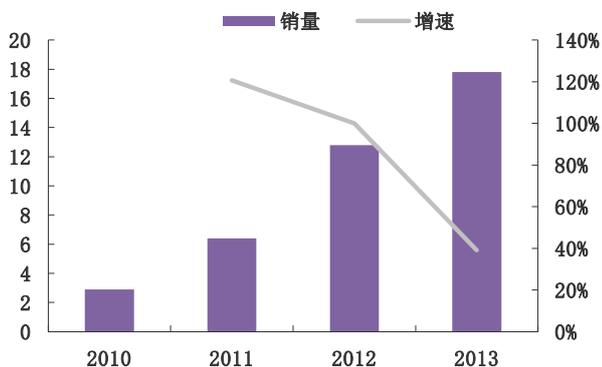
图 1：低速电动车主要销售地区



资料来源：百度地图

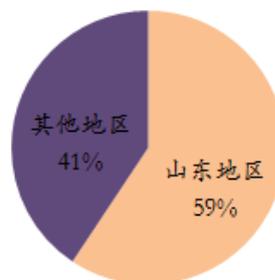
低速电动车从2009年起步，凭借超高的性价比优势，到2013年全国销售达到30万辆（2013年我国新能源汽车总共销售1.7万辆），销售地区主要集中在山东、河南、河北、江苏和浙江等地区。

图 2：山东地区低速电动车销量（万辆，不完全统计）



资料来源：光大证券研究所

图 3：2013年全国主要地区销量占比（不完全统计）



资料来源：山东省经信委，光大证券研究所

1.2、市场定位、竞争优势及行业空间

1.2.1、市场定位：有望定位于四轮摩托车

未来有望定位于四轮摩托车，作为广大摩托车及电动自行车消费升级产品。目前，低速电动车没有纳入我国机动车管理体系。我们认为未来有望归类为四轮摩托车 L6 和 L7。我国现行道路交通体系纳入了 L1-L5：分别是两轮、三轮轻便摩托车，二轮摩托车、带边斗的三轮摩托车和正三轮摩托车。由于历史原因四轮摩托车 L6 和 L7 并未纳入道路交通体系，而欧洲 ECE 法规早将 L6、L7 纳入其中。我国修订的 GB/T 15089《机动车辆及挂车分类》草案中已经加入 L6 和 L7。

定位庞大的低收入人群：年收入 6 万以内的四、五线城市和农村居民，尤其是对那些考驾照困难的中老年消费者，以及作为城市中快递和场地用车。农村道路通畅，且不存在充电难题，反而加油站资源匮乏，所以农村充电比加油更为方便，另外其使用成本低廉也使得其更受低收入群体欢迎。

1.2.2、竞争优势

和摩托车、电动自行车相比，低速电动车竞争优势非常明显：具备轿车的驾驶特性；遮风挡雨，更加安全，更加便捷，更加舒适。

和汽车相比：在性价比、动力系统技术成熟、符合国家安全战略和驾驶执照易获得等方面均具备优势。

(1) 超高性价比。假设 1 年行驶里程 2 万公里，低速电动车、A00 汽车和比亚迪 E6 的总费用分别为 7260 元，17310 元和 29255 元。低速电动车使用成本明显低于后两位，性价比优势明显。其实近几年快速增长的销量数据也证明，低速电动车凭借其超高的性价比吸引了广大消费者。

表 1：低速电动车与汽车的使用成本对比

项目	低速电动车	A00 汽车	比亚迪 E6
价格(元)	30000	30000	195800
购置税(元)	0	2900	0
1 年行驶里程(公里)	20000	20000	20000
每公里费用(元)	0.048	0.408	0.114
1 年行驶里程费用(元)	960	8160	2280
保险费(年/元)	300	2500	2500
使用年限(年)	5	8	8
1 年折旧(元)	6000	3750	24475
1 年总费用(元)	7260	17310	29255

资料来源：光大证券研究所

(2) 动力系统技术成熟。相较于锂电池，铅酸电池的发展至今已有几十年的历史，其成本优势不言而喻。在锂电池方面，可根据市场需求来配置动力锂电池。

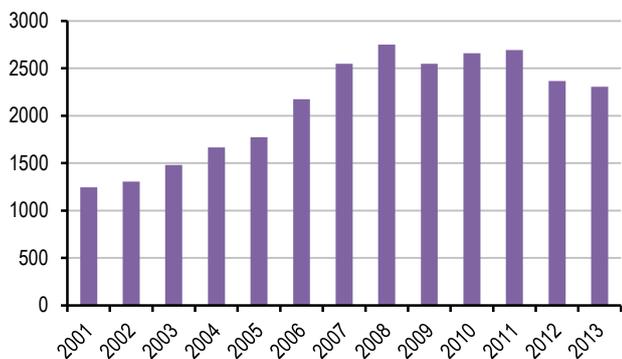
(3) 符合国家能源安全战略。低速电动车可谓是传统两轮和三轮摩托车的替代工具，为国家节省大量石油资源不说，还能大大降低我国对外石油的依存度。

(4) 不用考汽车驾照。未来有望定位为四轮摩托车，除了性价比高外，不用考汽车驾照。

1.2.3、千亿级别的巨大市场

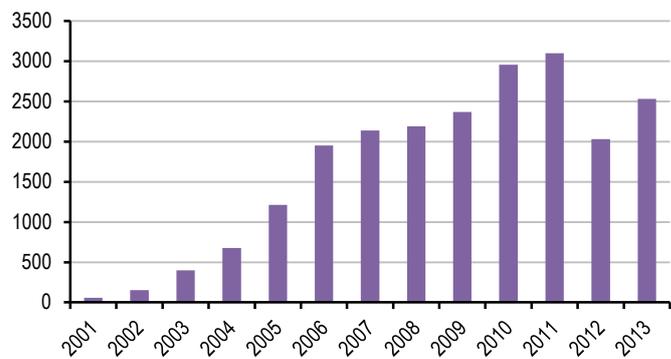
2013 年我国摩托车销售 2305 万辆，电动自行车生产 2528 万辆，销售规模较大。目前我国摩托车保有量约 0.9 亿辆，电动自行车保有量约 1.2 亿辆，全国近 2.1 亿潜在用户。在我国城镇化进程中，低速电动车将成为改善乡村、城镇居民中短途出行的理想交通工具。理想的潜在用户正是这些从未驾驶过汽车的消费者。现仅在山东、河北、河南、江苏、浙江等部分地区可以销售。如果未来政策放开，其将会在全国范围内迅速普及，我们预计全国潜在市场年销量在 300 万辆，潜在市场容量为 600-1200 亿/年。再加上租赁模式下的创造性需求，我们认为低速电动车潜在需求为 690-1312 亿/年（后文有租赁模式需求空间测算）。

图 4：我国摩托车销量（万辆）



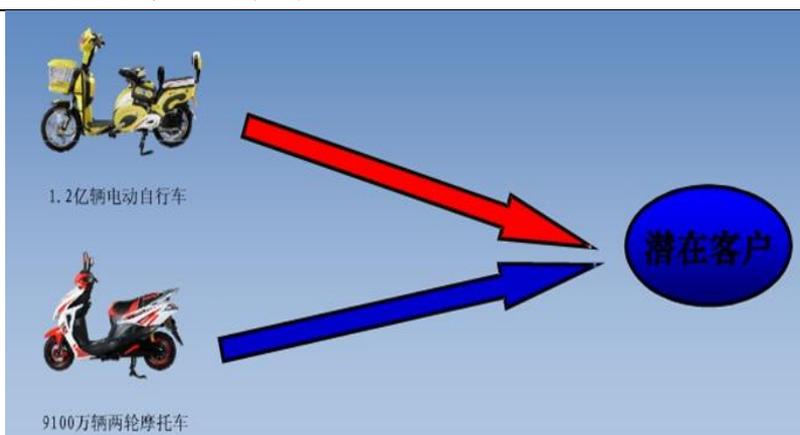
资料来源：WIND

图 5：我国电动自行车产量（万辆）



资料来源：山东省经信委

图 6：低速电动车潜在客户群体



资料来源：百度地图

1.3、行业格局

从行业来看，由于国家标准没有出台，手工作坊和规模化企业并存现象较为严重。2014年“3·15晚会”曝光部分企业违规生产低速电动车后，行业面临洗牌，特别是山东省汽车行业协会制定的《山东省小型电动车行业标准》于2014年7月1日实施，行业门槛得到大幅提高（资金门槛：投资规模不低于2亿，注册资本金不低于1亿。技术门槛：拥有三大核心技术之一，具备汽车生产四大工艺和产品设计研发能力），我们认为小作坊企业未来会逐步退出市场。根据我们市场调研发现，2013年山东小作坊企业销售占比在60%以上，小作坊企业退出，生产企业将会从100多家缩减到十来家，行业洗牌，优质企业市场份额将会大幅提升。

目前主要低速电动车企业有山东时风、河北御捷、力驰和宝雅等，主要分布于山东、河北、江苏等地。

表 2：行业竞争格局

公司名称	地区	产品	产能
河北御捷	河北	三轮摩托车和四轮电动车	15 万电动三轮摩托车和 5 万四轮电动车
山东时风	山东	三轮汽车、低速货车、轻卡汽车、电动观光轻卡汽车	8 万、电动车车、拖拉机、发动机、轮胎、联合收割机 20 万
力驰	山东	四轮电动车	10 万
宝雅	山东	电动车	

数据来源：各公司网站

2、租赁模式让低速电动车推广完成从被动等待到主动出击的战略转变

2.1、全国首个低速电动车租赁模式诞生

2014年10月25日，隆鑫通用发布公告，与富路车业成立合资公司，注册资本金为人民币5000万元。其中，公司出资2550万，持有合资公司51%的股份，富路出资2450万元，持有合资公司49%的股份。主要面向全国中高档住宅社区、学校及工业园区、旅游景区等社区服务管理单位提供新能源电动车租赁服务。公司和富路的租赁模式是低速电动车行业内的首例合作，该模式创新有利于加速低速电动车行业在全国范围内的推广应用。

表 3：合资股比及应用范围

出资方	出资额 (万)	股权比例	应用范围
隆鑫通用	2550	51%	主要面向全国中高档住宅社区、学校及工业园区、旅游景区等社区服务管理单位提供新能源电动车租赁服务
山东富路	2450	49%	

数据来源：公司公告

2.2、租赁模式有望打破枷锁，让低速电动车推广完成从被动等待到主动出击的转变。

目前限制低速电动车发展的主要约束有：1.全国范围内没有准生证。2.即便有准生证，主要限摩城市进入依然面临困难。面向住宅、学校、景点等社区的租赁模式可以使得低速电动车避开牌照、限行等限制，完成从农村包围城市，从被动等待到主动出击的新战略。

只要不上路就不需要牌照，也不受限行的限制，低速电动车进入住宅、学校、景点等社区完全可以自由行使，再加上低速电动车无与伦比的性价比优势，势必会得到社区运营者的青睐。

2.2.1、小区物业新宠：低速电动车租赁（短期来看：保安用车，长期来看：业主用车）

目前物业面临的困境：1.服务标准提升困难，与业主要求差距大。2.业绩满意度差，拖欠费用，物业公司盈利困难。3.物业人工成本占比超过50%，面临员工工资上涨压力。

低速电动车租赁模式，可以为小区物业带来巨大便利。解决业主痛点：提升小区安防质量，提高业主满意度。

图 7：力驰租赁电动车（保安巡逻车）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

(1) 提高巡逻效率，巡逻人员环境得到改善。

以保安巡逻为例，单人巡逻每小时大约巡逻里程5公里，而乘坐低速电动车巡逻可以每小时30公里。巡逻效率提升6倍。且巡逻人员的工作环境也得到很大改善，无论刮风下雨都能按时巡逻。

图 8：巡逻效率提升

图 9：巡逻人员工作环境改善



资料来源：公司资料，光大证券研究所

资料来源：公司资料，光大证券研究所

(2) 提高小区安防质量。

车载监控系统与小区物业监控系统联网，并且可以并入公安部门治安联网系统，对犯罪分子产生极大威慑力。保安线路记录可以GPS定位，实现车辆准确定位，规范巡逻人员巡逻路径，手机可以APP随时查看，提高管理效率，管理实现升级。

图 10：提升治安管理——移动监控

图 11：夜视移动监控



资料来源：公司资料，光大证券研究所

资料来源：公司资料，光大证券研究所

(3) 提升物业管理形象，增加业主满意度。

解决物业难处：节流：以车替人，减少人工成本；开源：车身广告，帮助物业创造额外的盈利点。

广告收益，利益分享。传统物业广告模式，以电梯广告为例，载体归属权为业主公共财产，分歧很大，如果以车辆为载体，则不属于业主公共财产，不会制造矛盾，在为业主提高服务告诉的同时，增加物业的广告收益补贴。

图 12: 力驰租赁电动车 (保安巡逻车) 移动广告平台



资料来源: 公司资料, 光大证券研究所

2.2.2、经济效益分析: 租赁开启双赢新模式

假设 10 万平方米小区, 可运营 3 辆低速电动车。每辆车月租金 1200-1400 元, 租赁期 3 年, 到期后车归物业所有, 3 辆电动车预计可以节约保安 1-2 人, 保安每月工资为 2500 元, 那么物业在每月租赁费用为 3600-4200 元, 人员成本节约 2500-5000 元, 净支出为-1400-1700 元。如果在考虑广告收入, 那么物业收益为正。租赁公司一辆车三年净租金为 43200 元 (按照一月 1200 元计算), 是传统卖车收入的 1.5 倍左右。

不仅小区物业, 景区、校园、工业园等都对低速电动车有巨大需求, 特别是较大的区域, 如景区、校园等低速电动车不仅可以作为保安人员的巡逻车, 也可以作为旅客或学生的代步车, 通过租赁模式不仅解决出行问题, 也将带来较好经济效益。

2.3、租赁市场总需求约 450 亿元

据不完全统计, 全国有超过 50 多万个住宅社区, 2 万多个学校园区, 3 万多个工业园区和上万个旅游景区。我们预计住宅社区、校园、工业园和景区具备低速电动车潜在需求的比例分别为 40%、35%、60%和 70%, 单个区域租赁数量分别为 3、33、3 和 20 辆, 那么总共对低速电动车租赁的需求为 100 万辆, 按照均价 4.5 万元计算, 低速电动车租赁市场空间为 450 亿元。按照 4-5 年更新计算, 每年需求在 90-112 亿元之间。

表 4: 住宅、校园、工业园及景区对低速电动车租赁总需求测算

市场	总数量 (万个)	具备低速电动车潜在需求的比例	租赁需求量(辆)	对低速电动车总需求 (万辆)
住宅区	50	40%	3	60
校园	2	30%	35	21
工业园	3	60%	3	5.4
景区	1	70%	20	14
总需求				100.4

数据来源: 公司公告, 光大证券研究所

3、力驰具备先发优势，未来收入规模有望达百亿

3.1、力驰简介

2011年力驰新能源科技有限公司注册成立，2014年3月正式量产，一期设计产能为10万辆。共有A01、B01、E9、E3和喜瑞这五大平台。

表5：力驰历史

时间	力驰大事件
2011年1月	山东力驰能源科技有限公司注册成立
2012年5月	山东力驰能源科技有限公司全面启动建设,引进全自动汽车生产线2条投入冲压、焊装、涂装、总装四大汽车制造工艺
2012年9月	山东力驰科技与韩国Vctech公司签约合作,首次将最高科技水平的交流电机、电控系统应用到国内低速电动车汽车领域
2013年3月	山东力驰科技倾力打造的力驰A01、B01电动轿车量产上市发布,开创行业低速电动汽车的新纪元;国家汽车工程学会理事长付于武先生等国家、省市领导以及来自全国各地的1000多家经销商到场祝贺
2013年4月	力驰A01全面通过欧盟EEC认证、美国DOT认证,正式获得了欧美市场的通行证
2013年8月	韩国VCTech公司投资800万美元的德州浦益希机电科技公司正式成立,具有世界先进水平的电动汽车,电机电控系统正式落户德州
2014年3月	山东力驰新能源科技有限公司正式开业量产,来自全国各地1500多家经销商和国家、省市有关领导到场祝贺

数据来源：力驰官网

表6：力驰主要车型及上市时间

市场指导价	4万以上	B01					
		2014年5月上市					
3-4万	A01						E9
	2014年1月上市						2014年8月上市
2-3万							
1-2万		金瑞、银瑞	E3				
		2014年9月上市	2014年9月				
1万以内							
长度		2.3米	2.5米	2.7米	3米	3.2米	3.4米

数据来源：公司资料

3.2、力驰竞争优势

3.2.1、模式创新建立护城河

租赁模式创新使得公司完成了从被动等待到主动出击，从农村包围城市的新

战略。使得公司在销售终端建立起独特的护城河。力驰已经在山东济南开展了低速电动车租赁模式，客户反映良好，后续不排除向全国继续拓展的可能。

3.2.2、技术优势

力驰工厂是为数不多的具备生产汽车四大工艺（冲压、焊接、涂装和组装）的厂商。通过了国家检测机构进行的低速电动车正面碰撞安全性试验，驾驶安全有保证。有红点设计大师董瑞丰先生设计搭载韩国的浦益希电机，电池则采购于超威和天能，可根据市场需求配备动力锂电池。完善的上下游产业链和规模化生产使得力驰获得技术比较优势。

3.2.3、渠道优势

低速电动车销售渠道和摩托车重合度很高，而隆鑫通用的摩托车经销商渠道非常丰富，力驰可以凭借隆鑫在全国性渠道和海外市场取得渠道优势。

3.3、力驰未来收入规模有望达到百亿

如果全国政策放开，根据我们测算，低速电动车在传统销售领域市场规模为600-1200亿/年，在租赁领域市场规模为90-112亿/年。我们认为力驰凭借先发优势在传统销售市场占比在10%，即60-120亿元。在租赁市场占比约为15%，即13.5-16.8亿。因此力驰总的市场规模在73.5-136.8亿/年。

据我们产业链调研了解，目前工信部、公安部已在主要销售地区进行了密集调研，全国性的行业标准有望在2015年出台。我们假设2015年全国标准出台，且公司对力驰持股比例上升到51%，那么2015、2016、2017和2020年力驰对公司的EPS贡献分别为0.06、0.12、0.19和0.67元，占2013年公司业绩的比重分别为9%、17.4%和27.6%和97%。

表7：力驰盈利预测（假设2015年全国政策放开）

时间	销量(万)	收入(亿)	利润(亿)	按照20%参股，计算投资收益		按照控股51%计算归属母公司利润	
				投资收益(亿)	EPS(元)	贡献归属母公司净利润(亿)	EPS(元)
2014E	2	6	0.30	0.06	0.01	0.15	0.02
2015E	4	12	0.96	0.19	0.02	0.49	0.06
2016E	7	21	1.89	0.38	0.05	0.96	0.12
2017E	10	30	3.00	0.60	0.07	1.53	0.19
2020E	35	105	10.50	2.10	0.26	5.36	0.67

数据来源：公司资料，光大证券研究所

4、盈利预测

4.1、盈利预测

我们预测公司未来盈利增长主要受益于以下几点：1.全国政策放开，低速电动车行业迎来大发展，公司持股力驰比例上升到51%。2.发电机组、农机装备、轻型动力的平稳增长。3.后续战略业务陆续实施。

我们基于对市场的理解以及对公司自身经营实力的了解，预测未来公司盈利能力的增长主要来自于：

低速电动车行业大发展。低速电动车定位为广大低收入群体消费升级，凭借超高性价比、不用考汽车驾照等优势，销量有望快速增长。如果未来全国性放开，那么潜在市场规模将达到 690-1312 亿/年，空间巨大。力驰具备先发优势，未来市场规模在 73.5-136.8 亿/年。假设 2015 年全国标准出台，且公司对力驰持股比例上升到 51%，那么 2015、2016、2017 和 2020 年力驰对公司的 EPS 贡献分别为 0.06、0.12、0.19 和 0.67 元，占 2013 年公司业绩的比重分别为 9%、17.4%和 27.6%和 97%

发电机组、农机装备、轻型动力的平稳增长，国内摩托车业务有所下滑。我们预计发电机组、农机装备等随着国外市场进一步拓展，收入将保持较高增长，总体来看，公司主营业务未来增长将稳定在 5%-10%之间。

根据谨慎性原则，我们仅考虑公司传统业务，预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 69.15 亿元、74.68 亿元和 82.45 亿元，增速分别为 6.3%、8.0%和 10.4%。2014-2016 年归属母公司净利润为 6.36 亿元、7.30 亿元和 8.35 亿元，增速分别为 15.09%、14.91%和 14.34%。全面摊薄后 EPS 分别为 0.78 元、0.90 元和 1.03 元。如果根据上面假设考虑低速电动车业务，那么，公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.79 元、0.96 元和 1.15 元。

4.2、估值和投资建议

隆鑫通用涉足摩托车、低速电动车、无人机行业等行业，因此我们选取了 A 股 4 家有相关业务的公司进行估值比较：宗申动力、航天电子、力帆股份和山东矿机。这些可比公司 2015 年 PE 的中值为 33 倍。

表 8：可比公司的 PE 比较

股票代码	证券简介	收盘价 (2014.11.06)	EPS				PE				PEG	PB 2014	市值 亿元
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E			
001696.SZ	宗申动力	9.55	0.27	0.35	0.40	0.46	36	27	24	21	1.8	3.4	109.4
600879.SH	航天电子	15.70	0.22	0.32	0.38	0.46	71	49	42	34	2.5	3.2	163.2
601777.SH	力帆股份	9.67	0.42	0.52	0.69	0.90	23	19	14	11	0.8	1.7	97.5
002526.SZ	山东矿机	9.53	0.09	0.12	0.15	0.18	111	82	64	54	4.0	2.6	50.9
中值							36	38	33	21	2.2	2.9	103.4

资料来源：wind 一致预期,光大证券研究所

根据公司传统业务如发电机组、农机、轻型动力的平稳增长，以及低速电动车、无人机战略业务相继实现，我们预计后续战略业务如大型柴油发电机组及汽车零部件也将陆续完成，公司从动力为主向下游产业链逐步延伸。公司低速电动车开辟了我国首个租赁模式，模式创新确立先发优势，力驰未来年收入规模有望在 73.5-136.8 亿/年。无人机领域属于国家战略新兴产业，产品定位高端，空间广阔，将享有较高估值溢价。目前 A 股有关从事无人机的公司，2015 年估值在 40 倍以上。我们首次给予公司买入投资评级，目标价 25

元，对应 2015 年估值 28 倍。

5、主要风险点

5.1、国内两轮摩托车销量大幅下滑的风险

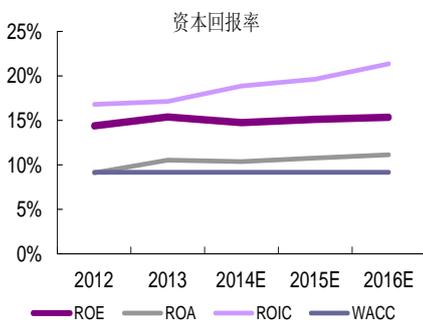
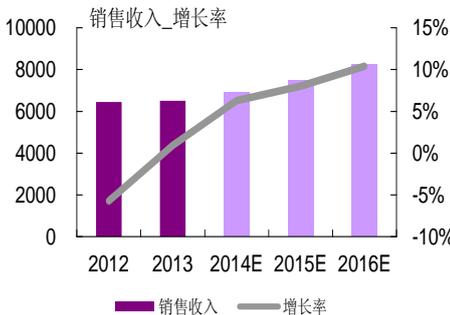
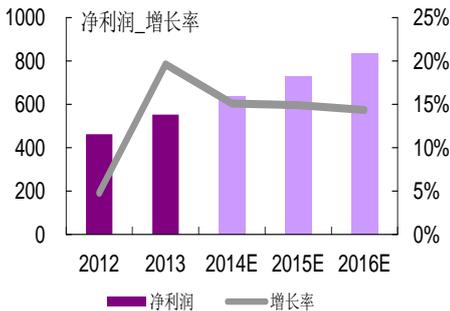
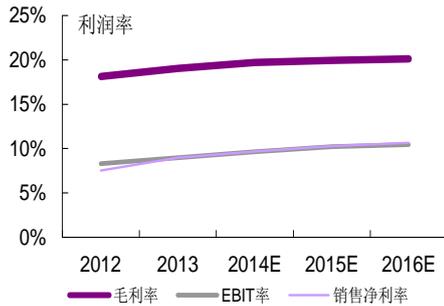
公司传统业务之一是摩托车和摩托车发动机，目前国内摩托车市场需求较为疲软，新增量主要来自出口。因此存在国内两轮摩托车业务销量大幅下滑的风险。

5.2、全国低速电动车政策迟迟未推出和租赁模式进展缓慢的风险

尽管行业增速较快，但缺少全国性的法规和和技术标准，使得低速电动车难以在全国范围内销售。如果国家对于低速电动车的归类问题上举棋不定，那么势必会产生全国性政策迟迟未推出的风险。低速电动车租赁模式，在全国尚属首例，客户接受度较高，但公司前期没有此类运营经验，尚存在租赁模式进展缓慢的风险。

5.3、无人机项目进展缓慢的风险

尽管国内外无人机市场快速发展，但公司无人直升机项目还没有正式量产，初期的客户推广也面临一些挑战，存在进展缓慢的风险。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,445	6,505	6,915	7,469	8,245
营业成本	5,276	5,267	5,553	5,979	6,586
折旧和摊销	128	142	227	248	264
营业税费	89	87	91	100	110
销售费用	220	205	210	224	247
管理费用	313	358	374	399	437
财务费用	(13)	(15)	(17)	(22)	(26)
公允价值变动损益	(10)	5	6	5	7
投资收益	13	26	30	35	45
营业利润	550	629	721	825	940
利润总额	572	656	750	862	986
少数股东损益	24	32	33	38	43
归属母公司净利润	462	552	636	730	835

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	5,328	5,545	6,454	7,130	7,893
流动资产	3,462	3,422	4,225	4,745	5,568
货币资金	1,665	1,807	2,538	2,902	3,572
交易型金融资产	203	109	109	110	109
应收帐款	688	563	607	674	715
应收票据	465	517	514	562	630
其他应收款	60	71	65	74	83
存货	257	251	267	296	323
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	3	7	11
固定资产	1,268	1,593	1,742	1,870	1,826
无形资产	264	316	300	285	271
总负债	2,047	1,876	2,036	2,144	2,259
无息负债	2,047	1,876	2,036	2,144	2,259
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	3,281	3,668	4,418	4,986	5,634
股本	800	800	814	814	814
公积金	783	832	1,130	1,203	1,286
未分配利润	1,628	1,956	2,362	2,819	3,340
少数股东权益	70	80	113	150	194

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	484	544	976	906	1,026
净利润	462	552	636	730	835
折旧摊销	128	142	227	248	264
净营运资金增加	30	114	(15)	158	193
其他	(135)	(264)	128	(230)	(267)
投资活动产生现金流	(596)	(389)	(343)	(364)	(151)
净资本支出	(205)	(305)	(400)	(400)	(200)
长期投资变化	0	0	(3)	(4)	(5)
其他资产变化	(392)	(84)	60	39	53
融资活动现金流	305	(110)	99	(179)	(205)
股本变化	80	0	14	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	(45)	(170)	160	108	115
净现金流	196	43	731	363	670

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-5.72%	0.94%	6.30%	8.00%	10.40%
净利润增长率	4.79%	19.60%	15.09%	14.91%	14.34%
EBITDA 增长率	17.47%	9.46%	23.42%	12.89%	11.48%
EBIT 增长率	15.32%	9.16%	14.45%	14.18%	13.07%
估值指标					
PE	30	25	22	19	17
PB	4	4	3	3	3
EV/EBITDA	20	18	15	13	11
EV/EBIT	25	23	20	17	14
EV/NOPLAT	30	26	22	19	16
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	5	4	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	18.13%	19.04%	19.70%	19.95%	20.12%
EBITDA 率	10.28%	11.14%	12.94%	13.53%	13.66%
EBIT 率	8.29%	8.97%	9.66%	10.21%	10.45%
税前净利润率	8.87%	10.09%	10.85%	11.54%	11.96%
税后净利润率 (归属母公司)	7.17%	8.49%	9.19%	9.78%	10.13%
ROA	9.11%	10.54%	10.36%	10.77%	11.13%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.38%	15.39%	14.76%	15.11%	15.35%
经营性 ROIC	16.80%	17.14%	18.87%	19.62%	21.38%
偿债能力					
流动比率	1.79	1.97	2.21	2.35	2.61
速动比率	1.66	1.82	2.07	2.20	2.46
归属母公司权益/有息债务			NA	NA	NA
有形资产/有息债务			NA	NA	NA
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.57	0.68	0.78	0.90	1.03
每股红利	0.17	0.20	0.25	0.28	0.32
每股经营现金流	0.59	0.67	1.20	1.11	1.26
每股自由现金流(FCFF)	0.44	0.30	0.56	0.46	0.79
每股净资产	3.94	4.41	5.29	5.94	6.68
每股销售收入	7.92	7.99	8.49	9.17	10.13

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	奚亦扬	021-22169091	-	xiyy@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
	机构客户业务部	姓名	办公电话	手机
上海	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
	张辉	021-22167108	13611990668	zhanghui1@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	吉喆	021-22169129	18918212345	jizhe@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	威德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com