摩托车出口退税率上调，有利于扩大公司出口规模，提高盈利水平

公司简报

◆财政部提高摩托车出口退税率。

2014 年 12 月 31 日财政部发布《关于调整部分产品出口退税率的通知》，经国务院批准，调整部分产品的出口退税率。摩托车出口退税率由 15%（实施 2009.06.01-2014.21.31）提高到 17%（从 2015.01.01 开始）。

◆出口退税率提高，有利于公司出口规模扩大，盈利能力提升

从 2006 年开始，隆鑫通用在我国摩托车出口市场连续 9 年排名第一。2012-1H 2014 出口金额分别约为 2.86 亿美元、2.7 亿美元和 1.67 亿美元，国内出口份额约为 10%。我们认为出口退税率提高将有利于：1.提升公司竞争力，扩大出口规模。成本降低，公司可以追加技术研发、应用新技术等来提高产品竞争力，扩大出口规模。2.盈利能力提升。成本降低意味着本身盈利能力提升，同时通过出口规模提升来进一步提升盈利能力（出口利润相比国内较高）

◆最高回购价比目前股价高出 23%，安全边际高

公司公告称以总金额不超过 3 亿元，价格不超过 16.5 元回购公司股票。最高回购价高出目前股价（2015.01.04）约 23%，具备较强安全边际。公司还是同时具备低速电动车、无人机、分布式能源三合一的标的。目前股价对应公司 2015 年业绩估值仅 14 倍。

◆重申买入评级，6 个月目标价 20 元。

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、大型柴油发电机组相继实现，公司从动力为主向下游产业链逐步延伸。根据谨慎性原则，我们仅考虑公司传统业务和大型柴油发电机组业务，预计 2014-2016 年营业收入分别为 69.15 亿元、82.98 亿元和 93.77 亿元，增速分别为 6.3%、20%和 13%。2014-2016 年归属母公司净利润为 6.29 亿元、7.88 亿元和 8.98 亿元，增速分别为 13.9%、25.2%和 14%。考虑此次增发，摊薄后 EPS 分别为 0.78 元、0.94 元和 1.07 元。我们给予公司买入投资评级，目标价 20 元，对应 2015 年估值 21 倍。

◆风险提示：国内两轮摩托车销量大幅下滑的风险；大型柴油发电机组销量不达预期风险；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）	6,445	6,505	6,915	8,298	9,377
营业收入增长率	-5.72%	0.94%	6.30%	20.00%	13.00%
净利润（百万元）	462	552	629	788	898
净利润增长率	4.79%	19.60%	13.88%	25.21%	14.02%
EPS（元）	0.57	0.69	0.78	0.94	1.07
ROE（归属母公司)（摊薄）	14.38%	15.39%	15.34%	15.06%	15.27%
P/E	30	25	22	18	16
P/B	4	4	3	3	2

买入（维持）

当前价/目标价：13.44/20.00 元

目标期限：6 个月

分析师

王浩 (执业证书编号：S0930514090001)

021-22169108

wanghao1@ebscn.com

联系人

刘洋

021-22169156

liuyang82@ebscn.com

市场数据

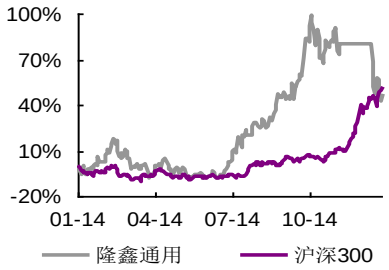
总股本(亿股)： 8.05

总市值(亿元)：108

一年最低/最高(元)：8.24/18.81

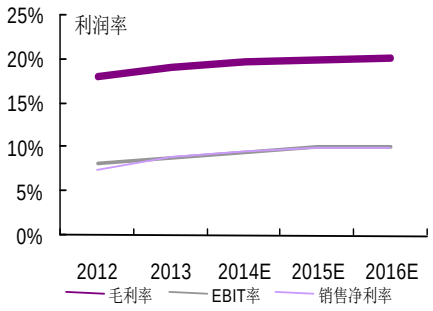
近 3 月换手率：73.24%

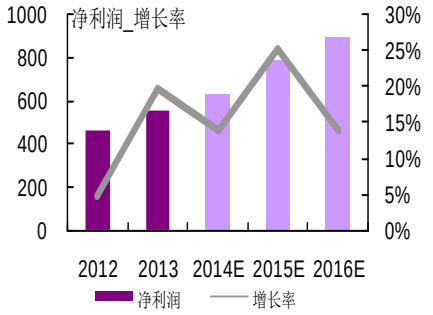
股价表现(一年)

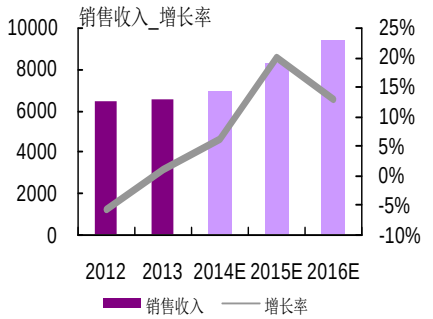


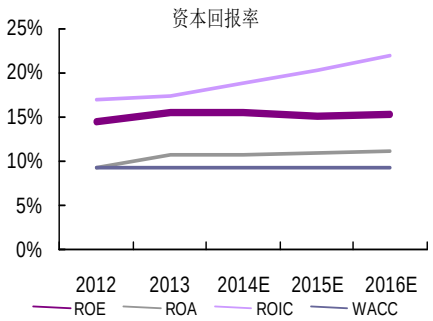
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-32.27	-64.20	-2.47
绝对	-18.44	-20.02	51.79









利润表（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**6,445**	**6,505**	**6,915**	**8,298**	**9,377**
营业成本	5,276	5,267	5,553	6,643	7,490
折旧和摊销	128	142	227	248	264
营业税费	89	87	91	112	125
销售费用	220	205	210	249	295
管理费用	313	358	380	456	516
财务费用	-13	-15	-15	-22	-30
公允价值变动损益	-10	5	7	7	8
投资收益	13	26	30	35	45
营业利润	**550**	**629**	**713**	**893**	**1,029**
利润总额	572	656	743	926	1,057
少数股东损益	24	32	33	38	43
归属母公司净利润	**61.80**	**552.33**	**628.98**	**787.56**	**897.99**

资产负债表（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	**5,328**	**5,545**	**6,248**	**7,695**	**8,558**
流动资产	3,462	3,422	4,018	5,310	6,233
货币资金	1,665	1,807	2,332	3,274	3,978
交易型金融资产	203	109	109	110	109
应收帐款	688	563	607	749	813
应收票据	465	517	514	25	716
其他应收款	60	71	65	82	94
存货	257	251	267	329	367
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**	**2,315**	**2,484**
无息负债	2,047	1,876	2,036	2,315	2,484
有息负债	0	0	0	0	
股东权益	**3,281**	**3,668**	**4,212**	**5,380**	**6,074**
股本	800	800	805	841	841
公积金	783	832	938	1,523	1,613
未分配利润	1,628	1,956	2,356	2,866	3,427
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**	**970**	**939**	**1,073**
净利润	462	552	629	788	898
折旧摊销	128	142	227	248	264
净营运资金增加	30	114	-15	346	265
其他	-135	-264	130	-442	-355
投资活动产生现金流	**-596**	**-389**	**-343**	**-363**	**-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	41	54
融资活动现金流	**305**	**-110**	**-103**	**365**	**-218**
股本变化	80	0	5	36	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-45	-170	160	279	170
净现金流	**196**	**43**	**525**	**942**	**704**

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%	20.00%	13.00%
净利润增长率	4.79%	19.60%	13.88%	25.21%	14.02%
EBITDAEBITDA 增长率	17.47%	9.46%	22.57%	21.23%	12.36%
EBITEBIT 增长率	15.32%	9.16%	13.38%	25.40%	14.10%
估值指标					
PE	30	25	22	18	16
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	20	18	15	12	11
EV/EBIT	25	23	20	16	13
EV/NOPLAT	30	26	22	18	15
EV/Sales	2	2	2	2	1
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%	12.85%	12.98%	12.91%
EBIT 率	8.29%	8.97%	9.57%	10.00%	10.09%
税前净利润率	8.87%	10.09%	10.74%	11.16%	11.27%
税后净利润率（归属母公司）	7.17%	8.49%	9.10%	9.49%	9.58%
ROA	9.11%	10.54%	10.59%	10.72%	11.00%
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.38%	15.39%	15.34%	15.06%	15.27%
经营性 ROIC	16.80%	17.14%	18.70%	20.25%	21.88%
偿债能力					
流动比率	1.79	1.97	2.10	2.43	2.64
速动比率	1.66	1.82	1.96	2.28	2.49
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.57	0.69	0.78	0.94	1.07
每股红利	0.17	0.21	0.25	0.29	0.34
每股经营现金流	0.60	0.68	1.21	1.12	1.28
每股自由现金流(FCFF)	0.45	0.31	0.56	0.30	0.77
每股净资产	3.99	4.46	5.09	6.22	6.99
每股销售收入	8.01	8.08	8.59	9.87	11.15

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@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010- 58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lixy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
机构客户业务部	**姓名**	**办公电话**	**手机**	**电子邮件**
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com